



Bruxelles, 8.6.2017.
COM(2017) 292 final

**KOMUNIKACIJA KOMISIJE EUROPSKOM PARLAMENTU, VIJEĆU,
EUROPSKOM GOSPODARSKOM I SOCIJALNOM ODBORU I ODBORU REGIJA**

**o preispitivanju akcijskog plana o uniji tržišta kapitala sredinom provedbenog
razdoblja**

{ SWD(2017) 224 final }
{ SWD(2017) 225 final }

1. UVOD

Jačanje gospodarstva EU-a i poticanje ulaganja u cilju otvaranja radnih mjesta glavni su Komisijin prioritet.

Za dugoročno poticanje ulaganja potrebna su nam **jača tržišta kapitala**. Tržišta kapitala trebaju osigurati nove izvore financiranja poduzeća i povećati mogućnosti ulaganja te tako konkretizirati prednosti jedinstvenog tržišta za poduzeća i kućanstva u EU-u. **Poduzeća u EU-u**, od novoosnovanih inovativnih i rastućih poduzeća do renomiranih multinacionalnih poduzeća, moraju imati pristup brojnim i raznolikim izvorima financiranja da bi ulagala u inovacije i širenje poslovanja. **Kućanstva** moraju imati pristup tržištima kapitala da bi imala brojnije i bolje mogućnosti za ulaganja za svoju budućnost.

Financijske institucije, banke, investicijska društva i institucionalni ulagatelji koji posluju na velikim i integriranim tržištima kapitala mogu pod povoljnijim uvjetima nuditi financijske proizvode i usluge. Tržišta kapitala imaju i potencijala za usmjeravanje privatnih sredstava prema održivim ulaganjima.

EU bilježi sve snažniji gospodarski oporavak i pet uzastopnih godina rasta. Prisutni su međutim značajni rizici. Ulaganja još uvijek nedovoljno pridonose rastu i stopa ulaganja i dalje je niža nego što je bila prije krize. Dugotrajno razdoblje nedovoljnih ulaganja i dalje sputava snažan oporavak i dugoročni rast.

Upravo zato je uspostava istinskog jedinstvenog tržišta kapitala – **unije tržišta kapitala** za sve države članice – jedan od glavnih prioriteta predsjednika Junckera.

Unija tržišta kapitala potpora je trećem stupu **Plana ulaganja za Europu** i od nje će sve države članice imati koristi, uz istodobno jačanje ekonomske i monetarne unije (EMU) zbog poticanja gospodarske i socijalne konvergencije i uspješnije apsorpcije ekonomskih šokova u europodručju. To je navedeno i u Izvješću petorice predsjednika o *dovršetku ekonomske i monetarne unije*.

Europski parlament u svojoj je rezoluciji od 19. siječnja 2016.¹ potvrdio važnost tržišta kapitala za rješavanje financijskih potreba gospodarstava država članica i naglasio da unija tržišta kapitala mora biti više usmjerena na krajnje korisnike tržišta kapitala, tj. na poduzeća i ulagatelje.

Odnedavno je financijska integracija izložena novim izazovima, zbog čega je potrebno osnažiti i redefinirati plan reformi tržišta kapitala u EU-u.

Konkretno, zbog **predstojećeg odlaska najvećeg financijskog centra iz EU-a** nužno je preispitati kako unija tržišta kapitala može poduzećima i ulagateljima u EU-u osigurati pristup snažnim, dinamičnim i bolje integriranim tržištima kapitala, uz odgovarajuće upravljanje rizicima koji prijete financijskoj stabilnosti.

¹ Rezolucija o pregledu stanja i izazovima u regulaciji financijskih usluga u EU-u: put prema učinkovitijem i djelotvornijem okviru EU-a za financijsku regulaciju i prema uniji tržišta kapitala te njihov utjecaj ([2015/2106\(INI\)](#)).

Za to su potrebni snažnije djelovanje, učinkovitiji nadzor i mjere kojima će se osigurati prednosti unije tržišta kapitala u cijelom EU-u. Unija tržišta kapitala mora ponuditi metode kojima se može iskoristi transformacijski kapacitet financijskih tehnologija i preusmjeriti privatni kapital prema održivim ulaganjima.

U **Dokumentu za razmatranje o produbljenju ekonomske i monetarne unije (EMU)** od 31. svibnja² navodi se da je napredak u uspostavi unije tržišta kapitala ključan kako bi se domaćinstvima i poduzećima omogućili inovativniji, održiviji i raznovrsniji izvori financiranja. Također se ističe da je za njezinu uspješnu uspostavu neophodna angažiranost Europskog parlamenta, Vijeća i svih dionika.

Europsko vijeće na sjednici u lipnju 2016. pozvalo je na „brz i odlučan napredak kako bi se poduzećima osigurao lakši pristup financiranju i poduprlo ulaganja u realno gospodarstvo postizanjem napretka u pogledu ciljeva unije tržišta kapitala.”³

Komisija je u rujnu 2016. donijela **Komunikaciju** u kojoj poziva na ubrzanu provedbu reformi⁴.

Zajednička izjava Europskog parlamenta, Vijeća i Komisije od 13. prosinca 2016. o **zakonodavnim prioritetima EU-a za 2017.** sadržava inicijative za stvaranje sigurnijeg i transparentnijeg sekuritizacijskog tržišta i poboljšanje perspektiva za izdavanje i ponudu vrijednosnih papira kako bi se ostvarila unija tržišta kapitala⁵.

Komisija međutim ne može sama graditi uniju tržišta kapitala. Njezin će uspjeh ovisiti o političkoj volji država članica, Europskog parlamenta i sudionika na tržištu.

Ovisit će i o tome kako će poduzeća, veliki i mali pružatelji financijskih usluga te institucijski i mali ulagatelji iskoristiti sastavnice unije tržišta kapitala. Nacionalna nadležna tijela i sudionici na tržištu ključni su za izgradnju financijskih kanala i segmenata tržišta te pravne, fiskalne i tehničke infrastrukture koja je potrebna za uklanjanje prepreka integraciji EU-a i razvoj istinskog jedinstvenog tržišta kapitala.

Komisija ustrajno radi na rješavanju tih problema. Upravo zato se ovim pregledom prvotni plan ažurira i dopunjuje novim prioritetnim mjerama, na temelju očitovanja dostavljenih tijekom javnog savjetovanja koje je trajalo od siječnja do ožujka 2017.

Provest će se odgovarajuća rasprava o svim prijedlozima, kao i procjena učinka različitih mogućnosti za ostvarenje ciljeva.

2. PLAN PROVEDBE UNIJE TRŽIŠTA KAPITALA

Izazovi utvrđeni u akcijskom planu za uniju tržišta kapitala iz 2015. i dalje su jednako relevantni kao i dosad. Unija tržišta kapitala potrebna je jer su banke i tržišta kapitala ključne sastavnice financijskog sustava, koje se ne natječu, nego se nadopunjuju. U 178 očitovanja dostavljenih tijekom javnog savjetovanja o uniji tržišta kapitala za

² https://ec.europa.eu/commission/sites/beta-political/files/reflection-paper-emu_hr.pdf

³ [EURO 26/16.](#)

⁴ [Komunikacija Komisije o uniji tržišta kapitala – ubravanje reformi”, COM\(2016\) 601 final završna verzija, 14.9.2016.](#)

⁵ [Zajednička izjava o zakonodavnim prioritetima EU-a za 2017.](#)

preispitivanje sredinom programskog razdoblja⁶ potvrđeno je nekoliko specifičnih problema koje bi trebalo riješiti unijom tržišta kapitala (vidjeti okvir u nastavku za pregled očitovanja primljenih tijekom savjetovanja).

- Europskim **novooosnovanim inovativnim poduzećima i rastućim poduzećima** treba više rizičnog financiranja za ulaganja u inovacije i rast. Uz bankovno je kreditiranje potrebno razvijati i jačati nove oblike financiranja rizičnim kapitalom.
- **Tržište vlasničkih i dužničkih instrumenata** u EU-u veličinom zaostaje za drugim razvijenim gospodarstvima, osobito u nekim državama članicama. Pristup tržištima kapitala skup je i složen, osobito za mala poduzeća i poduzeća srednje tržišne kapitalizacije.
- U razdoblju nakon financijske krize banke u EU-u poduzele su potrebne napore radi smanjenja prekomjerne izloženosti riziku i financijske poluge, zbog čega je **smanjeno odobravanje novih kredita poduzećima u EU-u**. Tržišta kapitala mogu zahvaljujući dobrim rješenjima bankama olakšati učinkovitije upravljanje bilancama i financirati njihovo kreditiranje poduzeća i kućanstava.
- Nedovoljna su ulaganja osiguravajućih društava i mirovinskih fondova u **rizični kapital, vlasnički kapital i infrastrukturu**. Nužno je mobilizirati više privatnog kapitala za financiranje održivog ulaganja, prijelaz na gospodarstvo s niskim udjelom ugljika i ulaganja kako bi se zadovoljile važne socijalne potrebe.
- Sudjelovanje **malih ulagatelja** na tržištima kapitala i dalje je ispodprosječno. Kućanstva u EU-u među najštedljivijima su u svijetu, no uglavnom se radi o kratkoročnoj štednji na bankovnim računima. Povećanjem ulaganja na tržištu kapitala moglo bi se odgovoriti na izazove starenja stanovništva i niskih kamatnih stopa. To se međutim neće dogoditi ne budu li malim ulagateljima dostupne privlačne mogućnosti za ulaganja pod konkurentnim i transparentnim uvjetima.
- Brojne dugotrajne i duboko ukorijenjene prepreke stoje na putu **prekograničnim ulaganjima** u EU-u, čime se dovodi u pitanje učinkovitost gospodarstva EU-a. Prepreke odvrćaju ulagatelje od geografske diversifikacije svojih portfelja, umanjuju tržišnu likvidnost i otežavaju rast poduzeća.

Komisija je tijekom zadnjih 18 mjeseci, u skladu s prvotnim rokovima, **donijela više od polovine mjera** (20 od 33) najavljenih u akcijskom planu za uniju tržišta kapitala.

Posebno se naporno radilo na povećanju brojnosti izvora rizičnog financiranja, jer poduzeća postupno rastu, te na njihovoj što većoj dostupnosti u cijelom EU-u.

- **Poduzetnički kapital** – ostvaren je dobar napredak u provedbi Komisijina paketa. Načelnim dogovorom Europskog parlamenta i Vijeća postignutim 30. svibnja o uredbi o europskim fondovima poduzetničkoga kapitala (EuVECA) i uredbi o europskim fondovima za socijalno poduzetništvo (EuSEF) olakšat će se ulaganja u mala i srednja inovativna poduzeća proširenjem područja primjene uredbe na

⁶ Radni dokument službi Komisije (Izjava o očitovanjima primljenima tijekom javnog savjetovanja o uniji tržišta kapitala za preispitivanje sredinom provedbenog razdoblja) u prilogu je ovoj Komunikaciji.

upravitelje fondova svih veličina i raspona poduzeća u koja se može ulagati. Postupak odabira upravitelja jednog ili više paneuropskih krovnih fondova poduzetničkog kapitala pod vodstvom privatnog sektora bit će dovršen za nekoliko mjeseci. Službe Komisije pripremile su pregled nacionalnih poreznih poticaja za poduzetnički kapital i poslovne anđele. Na temelju toga i prvih koraka predviđenih u inicijativi za novoosnovana inovativna poduzeća i rastuća poduzeća u 2016., danas je objavljena studija kojom se utvrđuju dobre prakse. Studija će biti potpora državama članicama pri izradi i provedbi politika, među ostalim i s pomoću Europskog semestra, kako bi se poboljšala učinkovitost tih poreznih poticaja i potaknuo razvoj lokalnih tržišta kapitala.

- **Poduzeća ulaskom na tržišta kapitala prikupljaju kapital** – ostvaren je napredak u tom području. Sporazum Europskog parlamenta i Vijeća postignut u prosincu 2016. o modernizaciji uredbe o prospektu bit će objavljen u lipnju 2017. i primjenjivat će se od sredine 2019. Europsko nadzorno tijelo za vrijednosne papire i tržišta kapitala (ESMA) vodit će bez naknade novu mrežnu bazu podataka o prospektima na razini EU-a, što je jedno od poboljšanja. Komisija surađuje s Europskim parlamentom, državama članicama i ESMA-om na uvođenju provedbenih mjera, a posebno onih koje se odnose na sadržaj i format doradenog prospekta EU-a za rast, provjere i odobrenje, univerzalnu ispravu za registraciju te informacije za objavu o sekundarnim izdanjima vrijednosnih papira (kako bi se pojednostavnili zahtjevi za male i česte izdavatelje). Komisija je u okviru svojeg prijedloga iz listopada 2016. koji se odnosi na zajedničku konsolidiranu osnovicu poreza na dobit poduzela i korake za rješavanje pitanja povlaštenog poreznog tretmana dužničkih instrumenata u odnosu na vlasničke instrumente. Uskoro će biti završena analiza regulatornih prepreka uvrštenju MSP-ova na burzu kapitala i likvidnosti tržišta korporativnih obveznica.
- **Kapacitet banaka za kreditiranje razvoja gospodarstva** – ostvaren je napredak u smislu rasterećenja bilanci banaka radi oslobađanja dodatnih financijskih sredstava za gospodarstvo. Europski parlament i Vijeće postigli su 30. svibnja načelan dogovor o jednostavnoj, transparentnoj i standardiziranoj sekuritizaciji, uz preispitivanje kapitalnih zahtjeva za banke. Komisija je u studenome 2016. predložila izmjenu pravila EU-a o kapitalnim zahtjevima za banke, kojom joj se dodjeljuje ovlast za izuzeće svih kreditnih unija u državi članici. Okončano je savjetovanje o okviru EU-a za pokriveno obveznice i slične instrumente kreditiranja malih poduzeća.
- **Ulaganja u infrastrukturu** – delegirani akt Solventnost II izmijenjen je u rujnu 2015. i stupio je na snagu u travnju 2016., čime su ulaganja osiguravajućih društava iz EU-a u kvalificirane infrastrukturne projekte postala povoljnija. Komisija danas predstavlja i mjere za analizu vrednovanja rizika u svrhu ulaganja u korporativne obveznice radi financiranja infrastrukturnih projekata. Kako bi se potaknula privatna ulaganja u infrastrukturne projekte, prijedlogom izmjene propisa o kapitalnim zahtjevima (CRR/CRD IV) iz studenoga 2016. trebalo se stvoriti regulatorno okruženje osjetljivije na rizike radi promicanja visokokvalitetnih infrastrukturnih projekata i smanjenja rizika za ulagatelje.
- **Institucijska ulaganja i ulaganja malih ulagatelja** – postavljeni su čvrsti temelji za prijedloge o osobnim mirovinama na razini EU-a, prekograničnu raspodjelu investicijskih sredstava i smanjenje troškova za osiguravajuća društva koja bi ulagala u vlasnički kapital i korporativne dužničke instrumente namijenjene za privatne plasmane. Komisija je istovremeno, u ožujku 2017., predstavila svoj akcijski plan za financijske usluge za potrošače, kojim se utvrđuje kako će se potrošačima osigurati

veći izbor i bolji pristup financijskim uslugama za građane u cijelom EU-u. Tim se akcijskim planom rješava i pitanje visokih troškova za neka plaćanja u EU-u, kao dodatni doprinos naporima koji se ulažu u jedinstveno područje plaćanja u eurima (SEPA). Komisija je spremna surađivati s europskim nadzornim tijelima (ESA-e) na povećanju transparentnosti i usporedivosti troškova te uspješnosti malih ulaganja i mirovinskih proizvoda.

- **Preventivno restrukturiranje i druga prilika za poduzetnike** – Komisija je u studenome 2016. predložila pravila o preventivnom restrukturiranju, kako bi se izbjegle likvidacije održivih poduzeća u financijskim poteškoćama i poduzetnicima pružila prilika za ponovno poslovanje nakon stečaja. Prijedlogom se utvrđuju i pravila za povećanje učinkovitosti stečajnih postupaka kako bi provedba tih postupaka bila predvidljivija, jeftinija i brža. Ti su prijedlozi trenutačno predmet pregovora Europskog parlamenta i Vijeća i njihovo brzo donošenje znatno će pridonijeti uspostavi pravnog okruženja koje podupire poslovne aktivnosti.
- Komisija je u svojem izvješću iz ožujka 2017. utvrdila plan za **uklanjanje nacionalnih prepreka** slobodnom kretanju kapitala. Vijeće za ekonomske i financijske poslove podržalo taj plan 23. svibnja 2017.
- **Financijska stabilnost** – iako će zbog raznovrsnijih kanala financiranja u okviru unije tržišta kapitala financijski sustav EU-a postati otporniji, i dalje stoji činjenica da je potrebno prepoznati nastanak rizika za stabilnost na tržištima kapitala i reagirati na te rizike. Komisija nakon savjetovanja iz 2016. radi na tome da se Europskom odboru za sistemske rizike (ESRB) osiguraju kapaciteti za praćenje potencijalnih rizika za financijsku stabilnost koji proizlaze iz tržišnog financiranja.

Od preostalih mjera čija je priprema najavljena u akcijskom planu za uniju tržišta kapitala, Komisija će ubrzo početi raditi na **tri zakonodavna prijedloga** koji su ključni za stvaranje unije tržišta kapitala:

1. **Zakonodavni prijedlog o paneuropskom proizvodu osobnih mirovina (PEPP) do kraja lipnja 2017.** To će biti osnova za sigurnije, troškovno učinkovitije i transparentnije tržište za pristupačne i dobrovoljne štednje za osobnu mirovinu kojima se može upravljati na paneuropskoj razini. Njime će se pridonijeti zadovoljavanju potreba osoba koje žele više štedjeti za mirovinu, praćenju demografskih promjena, dopunjavanju postojećih mirovinskih proizvoda i sustava te isplativosti osobnih mirovina jer će u prijedlogu biti navedene mogućnosti za dugoročno ulaganje u osobne mirovine.
2. **Zakonodavni prijedlog kojim se utvrđuju pravila o rješavanju sukoba propisa o učincima transakcija vrijednosnim papirima i tražbina na treće strane u četvrtom tromjesečju 2017.** Razlike u nacionalnom tretmanu učinaka ustupanja potraživanja na treće strane otežavaju upotrebu tih instrumenata kao prekograničnog kolaterala te ulagateljima otežavaju vrednovanje rizika povezanih s ulaganjem u dužničke instrumente. Prijedlogom se uklanja nesigurnost u pogledu mjerodavnog prava zbog koje nastaju troškovi i rizici te tako promiču prekogranične transakcije. Prijedlog će se temeljiti na rezultatima rada posebne stručne skupine i javnih savjetovanja koja su u tijeku⁷. U prijedlogu će biti jasno utvrđeno koji se propisi

⁷ [Javno savjetovanje o pravilima o rješavanju sukoba propisa o učincima transakcija vrijednosnim papirima i tražbina na treće strane](#)

primjenjuju na učinke transakcija vrijednosnim papirima i potraživanja na treće strane.

- 3. Zakonodavni prijedlog okvira EU-a za pokrivena obveznica u prvom tromjesečju 2018.** Svrha prijedloga je stvaranje integriranijeg tržišta pokrivenih obveznica u EU-u bez narušavanja kvalitete postojećih pokrivenih obveznica. Tržišta pokrivenih obveznica važan su kanal za dugoročno financiranje realnog gospodarstva.

Komisija će istovremeno istražiti mogućnost razvoja europskih pokrivenih obveznica kao instrumenta za kreditiranje MSP-ova i infrastrukturnih projekata.

Osim toga, napreduju i Komisijine pripreme sljedećih mjera za provedbu obveza iz izvornog akcijskog plana:

- **Izmjene Delegirane uredbe o dopuni Direktive Solventnost II u 2018.** radi preispitivanja bonitetnog tretmana privatnog vlasničkoga kapitala i dužničkih instrumenata namijenjenih za privatne plasmane, ako je to opravdano bonitetnim nadzorom, iz perspektive nadzora koji se temelji na riziku.
- **Preporuka o privatnim plasmanima (oslanjajući se na iskustvo uspješnih nacionalnih propisa).**⁸ Privatnim plasmanima dužničkih instrumenata proširuje se ponuda raspoloživih sredstava za neuvrštena poduzeća srednje veličine. Preporuka će se temeljiti na rezultatima studije koja će biti objavljena u **četvrtom tromjesečju 2017.**
- **Komunikacija o planu za uklanjanje prepreka za infrastrukturu tržišta poslijetrgovinskih usluga (na temelju preporuka EPTF-a – Europskog foruma za poslijetrgovinske usluge) – u četvrtom tromjesečju 2017.** Infrastruktura tržišta poslijetrgovinskih usluga ključna je za tržišta vrijednosnih papira jer osigurava uredan prijenos vlasništva, plaćanja i izvršavanje prava koja proizlaze iz vrijednosnih papira⁹. U prosjeku su transakcije prekogranične trgovine i dalje znatno skuplje od transakcija u tuzemstvu. Ti bi se troškovi mogli smanjiti učinkovitim okruženjem za poslijetrgovinske usluge. Službe Komisije uskoro će na temelju izvještaja EPTF-a pokrenuti javno savjetovanje kako bi prikupila mišljenja dionika o potrebnim dodatnim poboljšanjima u području poslijetrgovinskih usluga radi postizanja bolje integracije.
- **Komunikacija o tržištima korporativnih obveznica (na temelju preporuka Stručne skupina za likvidnost tržišta korporativnih obveznica) – u četvrtom tromjesečju 2017.** Tržišta korporativnih obveznica važan su kanal za financiranje za veća poduzeća. Komisija preispituje funkcioniranje tih tržišta, s naglaskom na mogućnostima za poboljšanje likvidnosti sekundarnog tržišta.
- **Kodeks ponašanja u svrhu pojednostavnjenja postupaka obračuna poreza po odbitku s naglaskom na povratima – do kraja 2017.** Komisija surađuje s

⁸ Kao što su *Schuldscheine* u Njemačkoj i Euro-PP tržište u Francuskoj.

⁹ Provedbom nedavno dogovorene Direktive o pravima dioničara (SRD 2) početak će se uklanjati neke prepreke ostvarivanju prava koja proizlaze iz vlasničkog kapitala i prijenosu podataka preko lanca posrednika.

nacionalnim poreznim stručnjacima radi razmjene najbolje prakse i dogovora o kodeksu. To će biti praktičan korak prema učinkovitijim operativnim rješenjima za povrat poreza po odbitku.

3. ZAŠTO JE EU-U UNIJA TRŽIŠTA KAPITALA POTREBNIJA NEGO IKADA?

Nedavni događaji u političkom i gospodarskom kontekstu EU-a pokazali su koliko su snažna i konkurentna tržišta kapitala važna za financiranje gospodarstva EU-a, kao i bankarska unija. Zbog toga je preispitivanje akcijskog plana o uniji tržišta kapitala sredinom provedbenog razdoblja i relevantno i pravovremeno.

S obzirom na sve veću međusobnu povezanost financijskih tržišta EU-a i svijeta, postoji potreba za daljnjom integracijom nadzora na razini EU-a kako bi se moglo odgovoriti na buduće izazove za financijska tržišta EU-a. Komisija uporno radi na integraciji financijskih tržišta i međunarodnoj suradnji. Istovrijednost je ključni instrument EU-a za učinkovito praćenje prekograničnih aktivnosti sudionika na tržištu u odgovarajućem i sigurnom bonitetnom okruženju, uz osigurano funkcioniranje jedinstvenog tržišta. Stoga je potrebno ojačati nadzorni okvir za utvrđivanje istovrijednosti.

U EU-u je **nadzorni okvir** nužan za dobro funkcioniranje i integraciju tržišta kapitala i temelji se na ciljevima navedenima u Izvješću petorice predsjednika.¹⁰ Poduzimaju se mjere za povećanje kapaciteta europskih nadzornih tijela kako bi se očuvala uredna tržišta i financijska stabilnost u EU-u. Te mjere uključuju i nedavno savjetovanje o djelovanju europskih nadzornih tijela. U 27 država članica EU-a potrebno je osnažiti ESMA-in kapacitet kako bi se osiguralo usklađeno provođenje nadzora u EU-u. Time bi se trebala osigurati ujednačena primjena jedinstvenog pravilnika na cijelom jedinstvenom tržištu. To znači da bi se na financijske subjekte sličnog opsega poslovanja i sličnog profila rizika trebali primjenjivati isti standardni nadzora bez obzira na to gdje se nalaze u EU-u i kako bi se izbjegla regulatorna arbitraža. U dokumentu za razmatranje o produbljanju EMU-a naglašeno je da je integriraniji nadzorni okvir kojim se osigurava ujednačena provedba pravila za financijski sektor i centraliziranog nadzora ključan za stvaranje unije tržišta kapitala.

Zbog izlaska **Ujedinjene Kraljevine** iz jedinstvenog tržišta sve je potrebnije daljnje jačanje i integracija okvira za tržište kapitala EU-a, među ostalim i za središnje druge ugovorne strane, investicijska društva i tržišta za inicijalnu javnu ponudu (IPO), kao i daljnja integracija nadzora na razini EU-a.

Financijske tehnologije (FinTech) transformiraju tržišta kapitala jer dovode nove sudionike na tržištu i donose učinkovitija rješenja, povećavaju tržišno natjecanje i smanjuju troškove za poduzeća i ulagatelje. Financijske inovacije kojima se mogu proširiti i produbiti tržišta kapitala u EU-u uključuju skupno financiranje i druge alternativne načine financiranja, financiranje lanca opskrbe¹¹, robotizirano savjetovanje, internetsko glasovanje dioničara te moguću primjenu tehnologije lanca blokova nakon trgovanja. Financijske tehnologije mogu ponuditi rješenja u nekoliko segmenata tržišta kapitala i funkcije, kao što su izdavanje vlasničkih instrumenata, korporativno upravljanje, upravljanje imovinom, posredovanja kod ulaganja, distribucija proizvoda te

¹⁰ https://ec.europa.eu/commission/publications/five-presidents-report-completing-europes-economic-and-monetary-union_hr

¹¹ Utvrđivanjem najboljih praksi pri financiranju lanca opskrbe pružila bi se potpora razvoju tog važnog izvora financiranja za mala i srednja poduzeća.

infrastruktura tržišta poslijetrgovinskih usluga, uključujući usluge skrbništva nad vrijednosnim papirima.

Noviji propisi, kao što su Direktiva o platnim uslugama (PSD 2)¹², trebali bi biti odgovor na brze tehnološke promjene u platnom prometu i osigurati uravnotežen pristup kojim se poduzećima financijskih tehnologija omogućuje razvoj novih poslovnih modela. U tijeku je javno savjetovanje o financijskim tehnologijama na temelju kojeg će Komisija identificirati nova pitanja koja bi trebalo integrirati u okvir politike za uniju tržišta kapitala.

Da bi ulaganja bila održivija i da bi sustav mogao promicati uistinu održiv gospodarski, socijalni i ekološki razvoj, potrebno je sveobuhvatno restrukturiranje financijskog sustava. To podrazumijeva pronalaženje načina da se održivost ugradi u EU-ov regulatorni okvir i financijsku politiku te da se mobilizira više privatnog kapitala i usmjeri ga u održiva ulaganja. Okvir za usmjeravanje tih ulaganja osiguran je u obliku 17 ciljeva održivog razvoja koji su utvrđeni u Programu UN-a za održivi razvoj do 2030.¹³, na čijoj provedbi EU ustrajno radi¹⁴.

Među ostalim izazovima dugoročne održivosti, i odgovor na klimatske promjene ovisi o usklađivanju financijskih tokova s dugoročnim ciljevima smanjenja emisija stakleničkih plinova i razvoju otpornom na klimatske promjene. Pariški je sporazum prekretnica u globalnom djelovanju protiv klimatskih promjena i financiranje je u središtu politike koja se tim sporazumom promiče.

U Programu UN-a za održivi razvoj do 2030. naglašena je ključna važnost financiranja za ostvarenje ciljeva održivog razvoja. Kreatori politika i financijski sektor počeli su predlagati rješenja kojima se potiče ulagatelje da financijsku potporu preusmjere na održive i dugoročne projekte i poduzeća koja ih provode.

Komisija je prepoznala važnost tih izazova i osnovala je stručnu skupinu na visokoj razini koja je savjetuje o tome kako bi razmatranja o održivosti trebalo uključiti u financijske propise i prakse financijskih tržišta u EU-u.

I tržišta kapitala mogu olakšati usmjeravanje privatnog kapitala u isplative prilike za ulaganja kojima se postižu pozitivni socijalni učinci te tako pomoći EU-u da ispuni svoje socijalne obveze.

Institucionalni ulagatelji tradicionalno su dugoročni ulagatelji u vlasnički kapital na tržištima kapitala. Međutim, proteklih 15 godina osiguravajuća društva u EU-u smanjila su svoja ulaganja u vlasnički kapital na oko 5 do 10 % svojeg ukupnog portfelja. Mirovinski fondovi, koji i dalje više ulažu u vlasnički kapital, pretežito ulažu na svojem domaćem tržištu, a ako ulažu u inozemstvu, onda je to izvan europodručja. Potrebno je utvrditi koji su to ekonomski pokretači za ulaganja osiguravajućih društava i mirovinskih fondova u vlasnički kapital, uključujući ulaganja u EU-u, te moguće učinke regulatornih ograničenja na razini EU-a i nacionalnoj razini i druge čimbenike.

Konačno, potrebno je proširiti **geografski doseg tržišta kapitala** tako da snažnija i integriranija tržišta kapitala budu korisna za sve države članice. Unija tržišta kapitala može pridonijeti razvoju tih segmenata tržišta i kanala financiranja koji moraju biti u blizini poduzeća i ulagatelja i ponuditi im lokalna rješenja. Istovremeno će unija tržišta

¹² [Direktiva \(EU\) 2015/2366](#) o uslugama platnog prometa od 25. studenoga 2015., SL L 337/35, 23.12.2015., str. 35 – 127.

¹³ [Rezolucija UN-a A/RES/70/1](#).

¹⁴ Komunikacija Komisije „Sljedeći koraci za održivu budućnost Europe” ([COM\(2016\) 739 final](#))

kapitala dovesti do veće integracije tržišta kapitala, što će poduzećima i ulagateljima omogućiti pristup izdašnjim izvorima financiranja u drugim državama članicama EU-a.

4. NOVE PRIORITETNE INICIJATIVE ZA JAČANJE AKCIJSKOG PLANA ZA UNIJU TRŽIŠTA KAPITALA

Zbog tih rastućih izazova potrebno je redefinirati akcijski plan o uniji tržišta kapitala kako bi se snažnije odgovorilo na te izazove. Ovo preispitivanje sredinom programskog razdoblja temelji se na novim prioritarnim mjerama koje su i dalje usmjerene na pojednostavnjivanje prekograničnih ulaganja i razvoj ekosustava za tržišta kapitala u EU-u te na rješavanje nekih dodatnih dimenzija razvoja sustava tržišta kapitala u EU-u.

Mjere utvrđene ovim dokumentom, zajedno sa svime što se poduzima u vezi s unijom tržišta kapitala, osnova su za odlučan i trajan doprinos izgradnji temelja za istinsku uniju tržišta kapitala do 2019. Nove inicijative predstavljene u ovoj Komunikaciji bit će uključene u Komisijin program rada za 2018. Sve će mjere biti u skladu s načelima bolje regulative, a osobito s procjenom učinka, smanjenjem troškova usklađivanja i osiguravanja proporcionalnosti pri izradi zakonodavnih prijedloga.

Konsolidirani paket mjera kojima je cilj uspostaviti sastavnice unije tržišta kapitala do 2019. prikazan je u Prilogu. Detaljnije informacije o poslovima službi Komisije koji se odnose na uniju tržišta kapitala sadržane su u radnom dokumentu službi koji je priložen ovoj Komunikaciji.¹⁵ Brza provedba tog programa nepovratno će pridonijeti ostvarenju cilja stvaranja unije tržišta kapitala.

4.1. Jačanje učinkovitosti nadzora radi brže integracije tržišta

Nadzor će biti u središtu napora za izgradnju unije tržišta kapitala s obzirom na važnost nadzora za bržu integraciju tržišta i stvaranje novih mogućnosti koje jedinstveno tržište pruža financijskim subjektima i ulagateljima.

Nadzor treba biti učinkovitiji i usklađeniji kako bi se otklonile mogućnosti za regulatornu arbitražu među državama članicama o njihovim metodama nadzora financijskih subjekata i poslovanja.

Usklađen i učinkovit nadzor osigurava dobro funkcioniranje tržišta kapitala jer uklanja prepreke za prekogranična ulaganja i pridonosi pojednostavnjenju poslovnog okruženja i smanjenju troškova usklađivanja koji nastaju zbog različite provedbe nadzora poduzeća koja posluju prekogranično. Djelotvorniji nadzor otvara dodatne mogućnosti koje jedinstveno tržište pruža financijskim subjektima i ulagateljima te omogućava poduzećima pristup financiranju na širem tržištu. Usklađen i učinkovit nadzor pridonosi i poboljšanju zaštite ulagatelja, izgradnji povjerenja u tržišta kapitala te očuvanju financijske stabilnosti.

ESMA, Europsko nadzorno tijelo za osiguranje i strukovno mirovinsko osiguranje (EIOPA) i Europsko nadzorno tijelo za bankarstvo (EBA) imaju ključnu ulogu u poticanju usklađivanja nadzora te stoga i u poticanju integracije tržišta.

Tijekom nedavnog savjetovanja s europskim nadzornim tijelima¹⁶ utvrđeno je da je potrebno mijenjati njihova pravila rada kako bi se povećala učinkovitost nadzora.

¹⁵ Radni dokument službi Komisije (Ekonomska analiza) u prilogu je ovoj Komunikaciji.

¹⁶ [Javno savjetovanje o djelovanju europskih nadzornih tijela.](#)

Očitovanja dionika tijekom savjetovanja pokazala su da je potrebna prilagodba regulatornog okvira na temelju kojeg europska nadzorna tijela djeluju kako bi se povećali njihovi kapaciteti za nadzor financijskog sektora i time uspješnije ostvarili ciljevi njihova rada.

ESMA je posebno važna za bržu integraciju tržišta kapitala. Kako bi se na razini EU-a osigurao pristup nadzoru i usklađena primjena jedinstvenog pravilnika za tržišta kapitala, potrebno je unaprijediti ESMA-ine kapacitete za utvrđivanje i uklanjanje nedostataka nadzora na nacionalnoj razini te utvrditi područja u kojima bi izravni ESMA-in nadzor bio opravdan.

Posebno treba napomenuti izazove koji se odnose na središnje druge ugovorne strane. Središnje druge ugovorne strane zbog svoje veličine i međusobne povezanosti imaju sve veću sistemsku važnost za financijski sustav EU-a te su sve izraženiji nedostaci postojećih rješenja za središnje druge ugovorne strane i EU-u i u trećim zemljama. Komisija je najavila da u lipnju namjerava predstaviti zakonodavni prijedlog za jačanje okvira za središnje druge ugovorne strane u EU-u i u trećim zemljama, čime bi osigurala financijsku stabilnost, sigurnost i neometano poslovanje središnjih drugih ugovornih strana i potporu daljnjem razvoju unije tržišta kapitala.

Trebalo bi optimirati ESMA-ine nadzorne instrumente kako bi se osiguralo usklađeno uklanjanje nedostataka utvrđenih u postupcima i ishodima nadzora na nacionalnoj razini, poštujući pritom načelo supsidijarnosti.

Prva prioritetna mjera

Komisija će u trećem tromjesečju 2017. predložiti izmjene funkcioniranja ESMA-e i drugih europskih nadzornih tijela kako bi se unaprijedila učinkovitost usklađenog nadzora u EU-u i izvan EU-a. Komisija će u određenim područjima osnažiti ESMA-ine ovlasti, među ostalim i time što će je, prema potrebi, ovlastiti za provedbu izravnog nadzora i tako pridonijeti funkcioniranju unije tržišta kapitala.

4.2. Poboljšati proporcionalnost propisa radi olakšanja inicijalnih ponuda i potpore investicijskim društvima

Potrebno je učiniti više kako bi se europskim poduzećima i ulagateljima osigurala sve pogodnosti pristupa tržištima kapitala. Broj MSP-ova uvrštenih na burzama u EU-u osobito je nizak. Iznos vlasničkog kapitala prikupljen na tržištima za MSP-ove smanjio se za 9 milijardi EUR u odnosu na iznose prije krize.

S posebnim su izazovima suočeni MSP-ovi koji izdavanjem vrijednosnih papira pokušavaju prikupiti manje od 100 milijuna EUR. Trenutačno regulatorno okruženje može djelovati obeshrabrujuće i odvratiti poduzeća od prikupljanja kapitala na tržištima kapitala. U akcijskom planu za uniju tržišta kapitala istaknuto je da je na rastućim tržištima MSP-ova¹⁷ potrebno uspostaviti ravnotežu između pružanja dostatne zaštite ulagateljima i izbjegavanja administrativnog opterećenja.

¹⁷ MIFID-om II ([Direktiva 2014/65/EU](#) od 15. svibnja 2014. o tržištu financijskih instrumenata, SL L 173, 12.6.2014., str. 349.) uvodi se nova kategorija rastućih tržišta kako bi se malim i srednjim poduzećima olakšao pristup kapitalu. Rastuće tržište MSP-ova multilateralna je trgovinska platforma na kojoj od ukupnog broja izdavatelja čijim se financijskim instrumentima trguje najmanje 50 % čine

Komisija surađuje s predstavnicima ekosustava tržišta kapitala kako bi procijenila funkcioniranje tržišta kapitala za MSP-ove i utvrdila moguća rješenja za uklanjanje prepreka njihovu uvrštenju na burzu.¹⁸ Službe Komisije uskoro će objaviti izvještaj o preprekama uvrštenju MSP-ova na burzu, čime će pokrenuti sveobuhvatan program rada u tom području, kao i na drugoj prioritetnoj mjeri.

Zahvaljujući znatnom doprinosu dionika Komisija će preispitati prepreke uvrštenju MSP-ova na uređena tržišta i rastuća tržišta MSP-ova kako je bilo predviđeno u pozivu na dostavu očitovanja.¹⁹ Ciljanom revizijom ključnih sektorskih propisa (npr. MiFID II i MAR²⁰) želi se istražiti u kojoj su mjeri u tim zakonodavnim odredbama u obzir uzeta ograničenja koja se odnose na MSP-ove i rastuća tržišta.²¹

Druga prioritetna mjera

Komisija će u okviru procjene učinka ispitati bi li se ciljanim izmjenama mjerodavnog zakonodavstva EU-a mogla poboljšati proporcionalnost regulatornog okruženja u svrhu potpore uvrštenju MSP-ova na tržišta kapitala, što bi moglo rezultirati ciljanim promjenama sektorskih propisa u drugom tromjesečju 2018.

Investicijska društva pružaju niz usluga na temelju kojih ulagatelji imaju pristup tržištima vrijednosnih papira i izvedenica, npr. investicijsko savjetovanje, upravljanje portfeljem, brokerske usluge, izvršenje naloga, trgovanje za vlastiti račun, usluge pokroviteljstva itd. Okvir kojim EU uređuje njihovo odobrenje za rad i poslovanje utvrđen je u MiFID-u, a podliježu i bonitetnim pravilima u skladu s CRR/CRD-om.²² Djelotvorniji bonitetni i nadzorni okvir prilagođen veličini i naravi investicijskih društava trebao bi pridonijeti uspostavi jednakih uvjeta, stimuliranju tržišnog natjecanja, većoj dostupnosti novih mogućnosti za ulagatelje i boljem upravljanju rizicima. Time bi trebalo osigurati da promjene sjedišta ne budu motivirane regulatornom arbitražom ili razlikama među nadzornim okvirima.

Treća prioritetna mjera

Komisija će u četvrtom tromjesečju 2017. predstaviti zakonodavni prijedlog o reviziji bonitetnog tretmana investicijskih društava.

mala i srednja poduzeća. Mala i srednja poduzeća definirana su kao poduzeća s prosječnom tržišnom kapitalizacijom manjom od 200 milijuna EUR.

¹⁸ Dvije radionice održane su u listopadu i prosincu 2016. o lakšem uvrštenju dionica MSP ova u burzovnu kotaciju, rješenjima za regulatorne probleme i nefunkcioniranje tržišta te preprekama na rastućim tržištima MSP-ova.

¹⁹ Sudionici javnog savjetovanja i oni koji su se odazvali pozivu na dostavu očitovanja istaknuli su kako bi se određeni tehnički elementi propisa mogli izmijeniti i tako administrativno rasteretiti male izdavatelje a da se pritom ne mijenjaju temeljna načela uredbe. Time mogu biti obuhvaćeni tehnički elementi povezani s popisima upućenih osoba i obvezama rukovodstva u vezi s objavom transakcija.

²⁰ [Uredba \(EU\) br. 596/2014 od 16. travnja 2014.](#), o zlouporabi tržišta, SL L 173, 12.6.2014., str. 1.

²¹ Revizija se može odnositi na sektorske propise koji se već primjenjuju i koji će se uskoro početi primjenjivati. Postojeći sektorski propisi nastavit će se primjenjivati do zaključenja revizije.

²² [Direktiva 2013/36/EU](#) Europskog parlamenta i Vijeća od 26. lipnja 2013. o pristupanju djelatnosti kreditnih institucija i bonitetnom nadzoru nad kreditnim institucijama i investicijskim društvima (SL L 176, 27.6.2013., str. 338.); [Uredba \(EU\) br. 575/2013](#) Europskog parlamenta i Vijeća od 26. lipnja 2013. o bonitetnim zahtjevima za kreditne institucije i investicijska društva (SL L 176, 27.6.2013., str. 1.).

4.3. Iskorištavanja potencijala financijskih tehnologija

Komisija procjenjuje kako financijske tehnologije mogu pridonijeti produblivanju i širenju tržišta kapitala u EU-u zahvaljujući digitalizaciji koja mijenja poslovne modele s pomoću podatkovnih rješenja u području upravljanja imovinom, posredovanja kod ulaganja i distribuciji proizvoda.

Inovativna poduzeća, neovisno o tome je li riječ o novoosnovanim ili renomiranim tržišnim akterima, izražavaju zabrinutost zbog ograničavajućeg utjecaja koji nacionalne nadzorne prakse mogu imati na njihovu inovativnost i prekograničnu ponudu usluga. Navode, konkretno, da se regulatorni zahtjevi primjenjuju neproporcionalno i nedosljedno.

Regulatorna i nadzorna tijela u nekim državama članicama u novije su vrijeme razvila metode za podršku razvoju inovativnih poduzeća utemeljene na suradnji i razumijevanju njihovih posebnosti. Na temelju takvih inicijativa za regulatornu podršku (engl. *regulatory sandboxes*) djeluju posebni centri koji u trenutku kada poduzeća svoje poslovanje podvrgavaju provjerama pružaju smjernice o važećim propisima i neposrednu nadzornu podršku.

Nadalje, u novijem se zakonodavstvu, primjerice u Direktivi o platnim uslugama²³, u obzir uzimaju financijske tehnologije te se ulažu naporu u razvoj uravnoteženog pristupa poduzećima koja u tom području djeluju.

U tijeku je javno savjetovanje o financijskim tehnologijama, pokrenuto 23. ožujka 2017., koje će Komisiji omogućiti da prikupi vrijedne informacije o tome

- jesu li u području skupnog investicijskog ili kreditnog financiranja potrebni proporcionalniji aranžmani za licenciranje financijskotehnoloških usluga i poduzeća,
- kako pomoći financijskotehnološkim poduzećima registriranim u određenoj državi članici EU-a da posluju prekogranično bez potrebe za dodatnim odobrenjima za rad u drugim državama članicama (odobrenje za prekogranično poslovanje, tzv. europska putovnica).

Četvrta prioritetna mjera

U okviru sveobuhvatnog pristupa financijskim tehnologijama Komisija će u četvrtom tromjesečju 2017. procjenjivati potrebu za licenciranjem na razini EU-a i izdavanjem odobrenja za prekogranično pružanje financijskotehnoloških usluga.

4.4. Iskoristiti tržišta kapitala za jačanje bankovnog kreditiranja i stabilnosti

Tržišta kapitala mogu pridonijeti rješavanju problema loših kredita u europskim bankama koji znatno opterećuje neke nacionalne bankarske sustave. Loši krediti vrlo nepovoljno utječu na profitabilnost banaka i njihov kapacitet za kreditiranje, čime su pogođeni i MSP-ovi.

Politike za bolje funkcioniranje sekundarnih tržišta za loše kredite ključan su dio bilo kojeg trajnog rješenja. Takvo rješenje moglo bi uključivati korake za povećanje

²³ [Direktiva \(EU\) 2015/2366](#) od 25. studenoga 2015 o uslugama platnog prometa, SL L 337/35, 23.12.2015., str. 35–127.

predvidljivosti i transparentnosti koje kupcima loših kredita na sekundarnom tržištu omogućuju da preciznije odrede cijenu takve imovine.

Banke bi tako mogle svoje loše kredite prodavati većem broju ulagatelja, zbog čega bi transakcijske cijene bolje odražavale odnosnu vrijednost imovine. Tako bi se očistile bilance, a kreditne institucije bile bi spremnije kreditirati gospodarstvo.

Službe Komisije uskoro će pokrenuti javno savjetovanje o mogućim mjerama na razini EU-a u području servisiranja kredita sudjelovanjem trećih osoba (tj. osoba koje nisu izvorni dužnici), prijenosa kredita (među ostalim i na subjekte koji nisu banke) i sl.

Lakšem upravljanju lošim kreditima pridonijeli bi i učinkovitiji regulatorni okviri za prisilnu naplatu kredita i stečaj osmišljeni tako da osiguranim vjerovnicima omoguće brzu namiru potraživanja. U tijeku je komparativna analiza koja će se dovršiti u četvrtom tromjesečju 2017. i na temelju koje će biti jasnije o kojim značajkama postupaka za prisilnu naplatu/stečaj ovisi uspješnost rezultata.

Tom se analizom ističu i problemi s kojima su banke i ostali osigurani vjerovnici suočeni zbog manjkavosti pravnih okvira za naplatu loših kredita iz kolaterala. Ima prostora da se osiguranim vjerovnicima omogući da naplate svoja potraživanja iz kolaterala kojima su osigurani krediti odobreni trgovačkim društvima i poduzetnicima, što se temelji na iskustvima nekih država članica bez izmjene nacionalnih stečajnih i predstečajnih postupaka, a u skladu s ciljevima restrukturiranja i prijedlozima za davanje drugih prilika.

Peta prioritetna mjera

U okviru napora koje ulaže u rješavanje problema loših kredita, Komisija će predstaviti mjere za podršku sekundarnim tržištima loših kredita te će pokrenuti procjenu učinka u cilju razmatranja zakonodavne inicijative za jačanje kapaciteta osiguranih vjerovnika za naplatu svojih osiguranih potraživanja koja proizlaze iz kredita trgovačkim društvima i poduzetnicima (prvo tromjesečje 2018.), poštujući pritom dosljednost i komplementarnost u odnosu na prijedlog Komisije iz studenoga 2017. o djelotvornom funkcioniranju predstečajnih postupaka i postupaka restrukturiranja te čineći sve što može kako bi suzakonodavcima pomogla da hitno postignu dogovor o tom prijedlogu.

4.5. Osnažiti vodeću ulogu EU-a u održivim ulaganjima

I u programu UN-a za održivi razvoj do 2030.²⁴ i u Pariškom sporazumu ističe se da je reforma financijskog sustava ključna za održiv rast naših gospodarstava. Da bi se tokovi privatnog kapitala preusmjerili na održivija ulaganja, potrebno je korjenito preispitati naš financijskopolički okvir.

Pri odlučivanju o dugoročnim ulaganjima treba u obzir uzimati dalekosežne rizike i prinose, među ostalim i one koji su povezani s vanjskim učincima na okoliš i drugim vanjskim socijalnim učincima.

Uzimanje u obzir rizika povezanih s klimom i okolišem ključno je za stabilnost financijskog sustava. Komisija je zbog toga osnovala stručnu skupinu na visokoj razini za održivo financiranje, koja je zadužena za razvoj europskog političkog programa.

²⁴ [Rezolucija UN-a A/RES/70/1.](#)

Skupina će svoje preporuke za sveobuhvatnu globalnu strategiju EU-a o održivom financiranju objaviti do prosinca 2017.

Financijska tržišta sve bolje razlikuju održiva ulaganja od ostalih. Zelene obveznice su u uzletu, a kao daljnji primjeri ističu se fondovi sa socijalnim učinkom te hipotekarni krediti s klauzulama o energetske učinkovitosti. Pozitivna kretanja na tim tržištima treba popratiti mjerama na razini EU-a za povećanje povjerenja u realizaciju projekata, javnu objavu informacija i kategorizaciju te u regulatornom smislu omogućiti primjereno priznavanje svih mogućih poboljšanja u odnosu rizika i dobiti povezanih s takvom imovinom.

Komisija će uskoro objaviti neobvezujuće smjernice s načelnom metodologijom koje će poduzećima pomoći da se usklade sa zahtjevima EU-a za nefinancijsko izvješćivanje. Te se smjernice temelje na sektorskim ili tematskim okvirima, primjerice preporukama radne skupine Odbora za financijsku stabilnost o objavi financijskih informacija povezanih s klimatskim promjenama, koje bi mogle biti korisne pri objavi nefinancijskih informacija.

U kontekstu savjetovanja o uniji tržišta kapitala za preispitivanje sredinom programskog razdoblja Komisija je morala razmotriti korake koji bi se sada mogli poduzeti radi nove kalibracije financijskopoličkog okvira EU-a. Utvrđeno je, primjerice, da je potrebno sljedeće:

- pojasniti da fiducijarne obveze vlasnika imovine i upravitelja imovinom obuhvaćaju uključivanje ekoloških, socijalnih i upravnih aspekata u postupak odlučivanja,
- osigurati da održivost bude važniji element korporativnog upravljanja,
- promicati bolju integraciju ekološke, socijalne i upravne učinkovitosti u rejting izdavatelja i ključna tržišna mjerila.

Revizijom okvira Europskog fonda za strateška ulaganja (EFSU) veći se naglasak stavlja na ispunjavanje socijalnih i ekoloških ciljeva EU-a. Privatni kapital te sredstva iz EFSU-a i drugih fondova EU-a trebali bi se učinkovito kombinirati kako bi se ulaganja preusmjerila na pozitivne socijalne i ekološke vanjske učinke, pri čemu bi se pridonijelo i ispunjavanju ciljeva novog europskog stupa socijalnih prava²⁵.

Šesta prioritetna mjera

Komisija će najkasnije do prvog tromjesečja 2018. odlučiti o konkretnom djelovanju na temelju preporuka stručne skupine na visokoj razini za održivo financiranje. Konkretno, odmah će započeti rad na pripremi mjera za poboljšanje javne objave informacija i bolju integraciju aspekata održivosti te ekoloških, socijalnih i upravnih aspekata u metode utvrđivanja rejtinga i nadzorne postupke, kao i u investicijske politike institucionalnih ulagatelja i upravitelja imovinom. Osim toga razvijat će i pristup kojim će se pitanja održivosti razmatrati u okviru sljedeće revizije financijskog zakonodavstva.

²⁵ [Komunikacija Komisije o uspostavi europskog stupa socijalnih prava, COM/2017/0250 final, 26.04.2017.](#)

4.6. Prekogranična ulaganja

Investicijski fondovi u EU-u još su uvijek mali i troškovno neučinkovitiji u odnosu na neke druge zemlje, dok je distribucija sredstava i dalje geografski ograničena. Očitovanja prikupljena u okviru javnog savjetovanja upućuju na to da je nedostatak regulatorne i nadzorne konvergencije glavni čimbenik za takvo stanje, uključujući neusklađenost nacionalnih zahtjeva za izdavanje odobrenja za prekogranično poslovanje u okviru direktiva o UCITS-u i UAIF-u. Veća prekogranična distribucija, a osobito digitalna prekogranična distribucija omogućila bi rast fondova, učinkovitiji raspodjelu kapitala unutar EU-a te tržišno natjecanje na nacionalnim tržištima, što bi pridonijelo povećanju vrijednosti i inovativnosti.

Prepreke prekograničnoj distribuciji investicijskih fondova prepoznala je i Komisija, kao i stručna skupina sastavljena od predstavnika država članica, što je rezultiralo planom mjera koji su države članice podržale u svibnju 2017. kako bi započele raditi na uklanjanju prve skupine utvrđenih prepreka te utvrđivanju drugih mogućih prepreka u područjima relevantnima za uniju tržišta kapitala.

U planu su, uz investicijske fondove, obrađene i mjere u drugim područjima, npr. za postupke oporezivanja po odbitku.

Sedma prioritetna mjera

Komisija će u prvom tromjesečju 2018. pokrenuti procjenu učinka kako bi razmotrila mogućnost zakonodavnog prijedloga za olakšanje prekogranične distribucije te nadzora UCITS-a i AIF-ova.

Stabilno investicijsko okruženje ključno je za poticanje ulaganja unutar EU-a. Ulagateljima u EU-u, nacionalnim administracijama, dionicima i nacionalnim sudovima osobito je važno povećanje jasnoće u vezi s postojećim materijalno-pravnim standardima EU-a, što bi trebalo pridonijeti većoj transparentnosti u pogledu djelotvorne zaštite prava ulagatelja iz EU-a na jedinstvenom tržištu.

Na temelju bilateralnih ugovora o ulaganjima između država članica uspostavljeni su standardi za tretman prekograničnih ulaganja na jedinstvenom tržištu koji su izvan pravnog okvira EU-a. Ti ugovori nisu usklađeni s pravom EU-a. Komisija je u vezi bilateralnim ugovorima o ulaganjima unutar EU-a pokrenula različite postupke zbog kršenja prava EU-a. Osim toga Komisija analizira mogućnosti za uspostavu okvira za sporazumno rješavanje ulagačkih sporova.

Osma prioritetna mjera

U prvom tromjesečju 2018. Komisija će donijeti komunikaciju o tumačenju postojećih propisa EU-a za tretman prekograničnih ulaganja unutar EU-a.

Odmah će pokrenuti i procjenu učinka u svrhu uspostave primjerena okvira za sporazumno rješavanje ulagačkih sporova.

4.7. Poduprijeti razvoj lokalnih ekosustava tržišta kapitala

Da bi financiranje na tržištu bilo održiva alternativna bankovnom kreditiranju, unija tržišta kapitala mora uspostaviti financijske kanale, formulirati tržišne konvencije te izgraditi tehničku i pravnu infrastrukturu. To će sudionicima na tržištu omogućiti da

djeluju na lokalnoj, regionalnoj i nacionalnoj razini te da s povjerenjem izvršavaju transakcije na paneuropskoj razini.

Zrelost tržišta kapitala znatno se razlikuje među državama članicama. Potrebno je proširiti geografski doseg tržišta kapitala tako da snažnija i integriranija tržišta kapitala budu korisna za sve države članice. S najvećim su izazovima suočene države članice srednje, istočne i jugoistočne Europe.

Da bi se na temelju tehničke pomoći podržao razvoj lokalnih tržišta te da bi se ojačali ekosustavi tržišta kapitala, Komisija aktivno surađuje sa sve više država članica.²⁶

Rasprave koje Komisija vodi u okviru Bečke inicijative, koja podržava ulaganja u srednjoj, istočnoj i jugoistočnoj Europi i šire, rezultirale su u ožujku 2017. osnivanjem radne skupine za uniju tržišta kapitala. Radna skupina objavit će krajem 2017. izvješće u kojem će utvrditi najvažnija područja rada i predložiti rješenja za daljnji razvoj tržišta kapitala.

Zahvaljujući geografskoj blizini i rješenjima na lokalnoj razini za financiranje MSP-ova Komisija će i dalje snažno podržavati napore za širenje geografskog dosega tržišta kapitala. Ključan element za postizanje tih ciljeva pružanje je tehničke pomoći državama članicama u okviru programa za potporu strukturnim reformama. Podupirući nacionalna tijela, program će pridonijeti institucionalnim i administrativnim strukturnim reformama za poticanje rasta u državama članicama. U okviru tog programa Komisija je zasad zaprimila preko pedeset zahtjeva za tehničku potporu u financijskom sektoru trinaest država članica, s naglaskom na potpori razvoju tržišta kapitala.²⁷

Deveta prioriteta mjera

Komisija će do drugog tromjesečja 2018. predložiti sveobuhvatnu strategiju EU-a o koracima koji se na razini EU-a mogu poduzeti radi potpore razvoju lokalnih i regionalnih tržišta kapitala u cijelom EU-u. To će se temeljiti na izvješću radne skupine za uniju tržišta kapitala u okviru Bečke inicijative te će se u obzir uzeti iskustvo stečeno u tehničkoj pomoći koja se na zahtjev i u sve većoj mjeri pruža u okviru Komisijina programa za potporu strukturnim reformama.

5. ZAKLJUČAK: REFORMIRANJE S TRAJNIM UČINKOM

Unijom tržišta kapitala žele se stvoriti poticajni uvjeti koji će pridonijeti razvoju i jačanju novih oblika financiranja za poduzeća, osobito za male i srednje poduzetnike, te za dugoročna i infrastrukturna ulaganja. Cilj joj je iskoristiti financijske inovacije za premošćivanje informacijskog jaza između ulagatelja i poduzeća, a malim ulagateljima otvoriti više mogućnosti za troškovnu učinkovitost ulaganja. Unijom tržišta kapitala želi se mobilizirati privatni kapital za financiranje održivih ulaganja donošenjem financijskih

²⁶ U partnerstvu s Europskom investicijskom bankom, platforma *fi-compass* pruža podršku u području financijskih instrumenata koji se financiraju iz europskih strukturnih i investicijskih fondova u 26 država članica, uključujući regiju srednje, istočne i jugoistočne Europe.

²⁷ Ti se zahtjevi odnose na različita područja, npr. olakšavanje tržišnog pristupa, poticanje razvoja poduzeća dok je još u fazi rasta, alternativno financiranje zrelih poduzeća (sekuritizacija itd.) i nadzor tržišta kapitala.

propisa koji će ga brže preusmjeriti s ekološki i socijalno neodrživih projekata na održive projekte.

Unijom tržišta kapitala želi se svladati gospodarska ovisnost o bankovnom kreditiranju tako što će se uspostaviti diversificiraniji sustav u kojem će nebankovno financiranje učinkovito dopunjavati tradicionalne bankarske kanale.

Tako će se povisiti iznosi dostupni za financiranje gospodarstva EU-a. Budući da unija tržišta kapitala zahtijeva novu ravnotežu u financijskom sustavu EU-a, bit će potrebno vrijeme da se ona uspostavi i učvrsti.

Regulatorne reforme tek su jedan dio potrebnih promjena. Za uspostavu financijskih kanala, formuliranje tržišnih konvencija te izgradnju tehničke i pravne infrastrukture kako bi se sudionicima na tržištu omogućilo učinkovito izvršavanje transakcija potrebno je vrijeme.

Komisija je dosljedno, u skladu s početnim vremenskim rasporedom, ispunjavala svoje obveze iz akcijskog plana iz rujna 2015. Njezin je cilj bio potaknuti promjenu i tako omogućiti naprednije i učinkovitije financiranje na tržištima kapitala. Predstavila je prijedloge za uspostavu tržišta poduzetničkog kapitala, lakši i povoljniji pristup poduzeća tržištima kapitala na temelju revizije prospekata, ukidanje povlaštenog poreznog tretmana dužničkih instrumenata u odnosu na instrumente vlasničkog kapitala, promicanje sigurnog i likvidnog tržišta za sekuritizacije te da se poštenim poduzetnicima omogući restrukturiranje ili drugu priliku u slučaju stečaja. Komisija je donijela i mjere za potporu ulaganjima osiguravajućih društava i banaka u infrastrukturne projekte.

U nastavku na sveobuhvatne pripreme najavljene u izvornom akcijskom planu Komisija će uskoro predložiti jednostavan, učinkovit i konkurentan proizvod osobnih mirovina na razini EU-a, uklanjanje prekograničnih prepreka vlasništvu vrijednosnih papira i pokrivena obveznice.

Među novim prioritetima akcijskog plana o uniji tržišta kapitala preispitanog sredinom provedbenog razdoblja Komisija će nastojati ojačati nadzorni okvir za tržišta kapitala, poboljšati proporcionalnost propisa za mala uvrštena poduzeća i investicijska društva, nastaviti uklanjati prepreke prekograničnim ulaganjima, jačati vodeću ulogu EU-a u održivom financiranju te iskoristiti potencijal financijskih tehnologija.

U preispitivanju akcijskog plana sredinom programskog razdoblja utvrđen je sveobuhvatan program reforma kako bi se do 2019. izgradili sastavnice za uniju tržišta kapitala. Tako će se učvrstiti povoljni uvjeti za reformiranje financijskog sustava EU-a, što uključuje uspostavu nove ravnoteže u kombinaciji bankovnog i nebankovnog financiranja.

Tim će se koracima osigurati i kapacitet tržišta kapitala u EU-u za odgovor na nove izazove, među kojima je i izlazak Ujedinjenje Kraljevine iz jedinstvenog tržišta.

Uspjeh unije tržišta kapitala ovisit će o političkoj volji Europskog parlamenta i država članica te mjeri u kojoj će sudionici na tržištu iskoristiti njezine sastavnice. Industrija mora odigrati svoju ulogu u obnovi povjerenja klijenata te izgradnji povjerenja u tržišta kapitala u cijelom EU-u.

Komisija će o svojem napretku redovito izvješćivati Europski parlament i Vijeće. Ta bi izvješća trebala poslužiti kao temelj za jačanje dijaloga između institucija kako bi se osigurao bitan napredak u provedbi predloženih prioritetnih mjera u okviru postojećeg zakonodavstva.

Prilog – Pregled sastavnica unije tržišta kapitala do 2019.

Ovaj Prilog sadržava pregled mjera za izgradnju sastavnica unije tržišta kapitala do 2019. U njega su uključene prioritetne mjere iz preispitivanja akcijskog plana sredinom programskog razdoblja, djelovanje na temelju postojećih obveza i niz novih mjera.

Detaljnije informacije o svim mjerama navedene su u radnom dokumentu službi Komisije (*Economic Analysis*) koji je priložen ovoj Komunikaciji. U sljedećim tablicama navedeno je i – u slučaju da je već utvrđeno – je li mjera **zakonodavni prijedlog (L)**, **mjera 2. razine (L2)**, **nezakonodavna mjera (NL)** ili **komunikacija Komisije (C)**.

JAČANJE TRŽIŠTA KAPITALA U EU-U			
Nadzor	Predložiti izmjene funkcioniranja ESMA-e i drugih europskih nadzornih tijela kako bi se unaprijedila učinkovitost usklađenog nadzora u EU-u i izvan EU-a (prva prioritetna mjera)	Prioritetna mjera (L)	3. tromj. 2017.
Razvijati lokalna i regionalna tržišta kapitala	Sveobuhvatna strategija EU-a o razvoju lokalnih i regionalnih tržišta kapitala u cijelom EU-u (deveta prioritetna mjera)	Prioritetna mjera (NL)	2. tromj. 2018.

FINANCIRANJE INOVATIVNIH PODUZEĆA, NOVOOSNOVANIH PODUZEĆA I NEUVRŠTENIH PODUZEĆA			
Inovativne platforme za korporativno financiranje	Procijeniti potrebu za okvirom za sustav licenciranja i izdavanja odobrenja za prekogranično poslovanje na razini EU-a za financijskotehnološke usluge (četvrta prioritetna mjera)	Prioritetna mjera	4. tromj. 2017.
	Izvešće o najboljim praksama u financiranju lanca opskrbe	Nova mjera (NL)	4. tromj. 2018.
Poslovni anđeli i poduzetničko financiranje	Najbolje prakse u području poreznih poticaja za ulaganja poduzetničkog kapitala i poslovnih anđela	Daljnja mjera (NL)	2017./2018.
Privatni plasmani	Preporuka za promicanje najbolje prakse	Daljnja mjera (NL)	4. tromj. 2017.
Informacijske prepreke financiranju MSP-ova	Odabir prijedloga nakon objave poziva na dostavu prijedloga o financiranju projekata za izgradnju kapaciteta u okviru programa Obzor 2020.	Daljnja mjera (NL)	4. tromj. 2017.

OLAKŠATI PODUZEĆIMA ULAZAK NA TRŽIŠTE KAPITALA I PRIKUPLJANJE KAPITALA			
Prospekti za javne ponude	Provedbene mjere	Daljnja mjera (L2)	2018./2019.
Tržišta korporativnih obveznica	Komunikacija (plan djelovanja) radi predlaganja mogućih daljnjih mjera	Daljnja mjera (C)	4. tromj. 2017.

OLAKŠATI PODUZEĆIMA ULAZAK NA TRŽIŠTE KAPITALA I PRIKUPLJANJE KAPITALA

Paket za uvrštenje MSP-ova na burzu	Ispitati bi li ciljane izmjene mjerodavnog zakonodavstva EU-a mogle pridonijeti boljoj proporcionalnosti regulatornog okruženja radi potpore uvrštenju MSP-ova na tržišta kapitala (druga prioritetna mjera)	Prioritetna mjera	2. tromj. 2018.
	Procjena učinka propisa 2. razine iz MiFID-a II na prikupljanje kapitala uvrštenih MSP-ova	Nova mjera (NL)	4. tromj. 2019.
	Pratiti napredak IASB-a u ispunjavanju preuzete obveze koja se odnosi na poboljšanje objavljivanja, olakšanje primjene i dostupnosti MSFI-jeva	Daljnja mjera (NL)	U tijeku
	Razvijati najbolje prakse među državama članicama u iskorištavanju sredstava iz fondova EU-a radi djelomičnog financiranja troškova MSP-ova pri podnošenju ponude za uvrštenje njihovih dionica na rastuća tržišta MSP-ova	Nova mjera (NL)	2. tromj. 2018.
Proporcionalni bonitetni zahtjevi	Zakonodavni prijedlog za poboljšanje proporcionalnosti bonitetnih propisa za investicijska društva (treća prioritetna mjera)	Prioritetna mjera (L)	4. tromj. 2017.

DUGOROČNA ULAGANJA, ULAGANJA U INFRASTRUKTURNE I ODRŽIVE PROJEKTE

Dugoročna ulaganja	Utvrđivanje pokretača za ulaganja osiguravajućih društava i mirovinskih fondova u vlasnički kapital	Nova mjera (NL)	4. tromj. 2018.
	Izmjena bonitetnog tretmana privatnog vlasničkoga kapitala i dužničkih instrumenata namijenjenih za privatne plasmane u okviru Solventnosti II	Daljnja mjera (L2)	3. tromj. 2018.
	Izvešće o primjerenosti računovodstvenog tretmana vlasničkih instrumenata u MSFI-ju 9 za dugoročna ulaganja	Nova mjera (NL)	2. tromj. 2018.
Ulaganja u infrastrukturne projekte	Mjere za analizu vrednovanja rizika u svrhu ulaganja u korporativne obveznice radi financiranja infrastrukturnih projekata	Daljnja mjera (L2)	2. tromj. 2017.
Održiva ulaganja	Odluka o konkretnom djelovanju u vezi s preporukama stručne skupine na visokoj razini za održivo financiranje (šesta prioritetna mjera)	Prioritetna mjera	1. tromj. 2018.

POTICANJE ULAGANJA MALIH ULAGATELJA

Osobne mirovine	Zakonodavni prijedlog o paneuropskom proizvodu osobnih mirovina	Daljnja mjera (L)	2. tromj. 2017.
Tržišta proizvoda za male ulagatelje	Daljnja studija o sustavima distribucije proizvoda za male ulagatelje u cijelom EU-u. Redovita izvješća europskih nadzornih tijela o troškovima i rezultatima glavnih kategorija dugoročnih ulaganja za male ulagatelje i mirovinskih proizvoda. Studija izvedivosti o uspostavi središnje platforme za obvezno objavljivanje informacija i povezane	Daljnja mjera (NL)	2. tromj. 2018.

POTICANJE ULAGANJA MALIH ULAGATELJA			
	usluge		
Sudjelovanje malih ulagatelja	Na temelju iskustva država članica s investicijskim štednim računom i postojeće studije o programima radničkog dioničarstva, razvoj najbolje prakse	Nova mjera (NL)	1. tromj. 2019.

JAČANJE KAPACITETA BANAKA RADI POTPORE ŠIREM GOSPODARSTVU			
Tržišno financiranje za banke	Izmjene delegirane uredbe Komisije radi uvođenja posebnog bonitetnog tretmana za transparentnu i standardiziranu sekuritizaciju u okviru Solventnosti II	Daljnja mjera (L2)	U tijeku
	Zakonodavni prijedlog o okviru EU-a za pokrivene obveznice	Daljnja mjera (L)	1. tromj. 2018.
	Procijeniti potrebu za europskim pokrivenim obveznicama za kreditiranje MSP-ova i infrastrukturnih projekata	Daljnja mjera	2. tromj. 2018.
Sekundarna tržišta za loše kredite	Predstaviti mjere za razvoj sekundarnih tržišta za loše kredite (peta prioritetna mjera)	Prioritetna mjera (NL i L)	4. tromj. 2017.
	Pokrenuti procjenu učinka u cilju razmatranja zakonodavne inicijative za jačanje kapaciteta osiguranih vjerovnika za naplatu svojih osiguranih potraživanja koja proizlaze iz kredita trgovačkim društvima i poduzetnicima (peta prioritetna mjera)	Prioritetna mjera	1. tromj. 2018.
	Komparativna analiza o rezultatima koje banke postižu u okviru nacionalnih postupaka prisilne naplate (uključujući stečaj) pri upravljanju kreditima sa statusom neispunjenja obveza	Daljnja mjera (NL)	4. tromj. 2017.

OLAKŠATI PREKOGRANIČNA ULAGANJA			
Investicijski fondovi	Procjena učinka kako bi se razmotrila mogućnost zakonodavnog prijedloga za olakšanje prekogranične distribucije UCITS-a i AIF-ova (sedma prioritetna mjera)	Prioritetna mjera	1. tromj. 2018.
Infrastruktura tržišta poslijetrgovinskih usluga	Komunikacija (plan djelovanja) za rješavanje preostalih Giovanninijevih i ostalih prepreka	Daljnja mjera (C)	4. tromj. 2017.
	Zakonodavni prijedlog kojim se utvrđuju pravila o rješavanju sukoba propisa o učincima transakcija vrijednosnim papirima i tražbina na treće strane	Daljnja mjera (L)	4. tromj. 2017.
Oporezivanje	Najbolja praksa i pojednostavnjeni kodeks ponašanja za oporezivanje po odbitku s naglaskom na povratima	Daljnja mjera (NL)	4. tromj. 2017.

	Studija o diskriminirajućim poreznim preprekama prekograničnom ulaganju mirovinskih fondova i društava za životno osiguranje	Daljnja mjera (NL)	4. tromj. 2017.
Korporativno upravljanje	Lakše prekogranično ostvarivanje prava dioničara, uključujući glasanje o provedbi 2. direktive o pravima dioničara, objavljene 20. svibnja 2017.	Nova mjera (L2)	3. tromj. 2018.
Nacionalne prepreke slobodnom kretanju kapitala	Praćenje provedbe plana djelovanja o uklanjanju nacionalnih prepreka slobodnom kretanju kapitala i nastavak rasprave sa stručnom skupinom	Daljnja mjera (NL)	U tijeku
Stabilnost regulatornog okvira	Komunikacija o tumačenju postojećih propisa EU-a za tretman prekograničnih ulaganja unutar EU-a (osma prioritetna mjera)	Prioritetna mjera (C)	1. tromj. 2018.
	Procjena učinka u svrhu uspostave primjerena okvira za sporazumno rješavanje ulagačkih sporova (osma prioritetna mjera)	Prioritetna mjera	3. tromj. 2017.
Jačanje kapaciteta radi očuvanja financijske stabilnosti	Europskom odboru za sistemske rizike osigurati kapacitet za praćenje mogućih rizika za financijsku stabilnost koji proizlaze iz tržišnog financiranja	Daljnja mjera (L)	3. tromj. 2017.