



EUROPSKA
KOMISIJA

Bruxelles, 18.2.2015.
COM(2015) 63 final

ZELENA KNJIGA

Stvaranje unije tržišta kapitala

{SWD(2015) 13 final}

Predgovor

Prioritet Komisije i prioritet Europe su radna mjesta i rast. Kako bi Europa ponovno rasla, moramo potaknuti ulaganja u europska poduzeća i infrastrukturu. Paket ulaganja od 315 milijardi EUR pomoći će da taj proces započne. No, kako bi se ulaganja dugoročno pojačala, moramo izgraditi pravo jedinstveno tržište za kapital – uniju tržišta kapitala za svih 28 država članica.

U usporedbi s drugim dijelovima svijeta, europska poduzeća se u pogledu financiranja i dalje snažno oslanjaju na banke, a relativno malo na tržišta kapitala. Jača tržišta kapitala dopunjavala bi banke kao izvor financiranja te bi

- potakla više ulaganja za sva poduzeća, osobito MSP-ove te za infrastrukturne projekte,
- privukla više ulaganja u EU iz ostatka svijeta, a
- uvođenjem šire palete izvora financiranja financijski sustav bio bi stabilniji.

Naš je zadatak u biti pronaći način na koji će se ulagači i štediše povezati s rastom. Ne postoji jedna jedina mjera kojom bi se stvorila unija tržišta kapitala. Umjesto toga potreban je čitav niz koraka koji pojedinačno mogu biti skromni, ali zajedno će imati velik utjecaj. Trebamo utvrditi i ukloniti prepreke koje stoje između novca ulagača i prilika za ulaganje te svladati prepreke koje sprečavaju poduzeća da dođu do ulagača. Isto tako, naš sustav za usmjeravanje tih sredstava, tj. lanac ulaganja, mora biti što je moguće učinkovitiji, kako u zemlji tako i prekogranično.

Zašto je to važno? Potencijalne koristi mogu se vidjeti na nekoliko primjera. Za usporedbu, u SAD-u srednja poduzeća, koja su pokretač rasta u mnogim zemljama, dobivaju pet puta više financijskih sredstava od tržišta kapitala nego u EU-u. Da su naša tržišta poduzetničkog kapitala bila tako snažna, poduzeća bi između 2008. i 2013. na raspolaganju za financiranje imala praktički 90 milijardi EUR. Kada bi se današnji volumen sekuritizacija MSP-ova na siguran način mogao vratiti samo na pola razina iz 2007., to bi odgovaralo iznosu od oko 20 milijardi EUR dodatnih sredstava.

Istina je da se o mnogim otvorenim pitanjima, kao što su zakoni o stečaju i vrijednosnim papirima te porezni tretmani, raspravljalo godinama. Međutim, potreba za napredovanjem veća je nego ikada. Iako će to biti dugoročni projekt u koji godinama treba neprekidno ulagati napore, napredak nam je potreban već sada. Stoga ćemo u idućim mjesecima

- izraditi prijedloge za poticanje visokokvalitetne sekuritizacije i rasterećenje bankovnih bilanci u cilju kreditiranja;
- revidirati Direktivu o prospektu kako bi poduzeća, osobito manja, imala lakši pristup financiranju i prekograničnim ulagačima;
- započeti s radom na poboljšanju dostupnosti kreditnih informacija o MSP-ovima kako bi ulagačima bilo lakše ulagati u njih;

- raditi zajedno sa sektorom na provedbi paneuropskog sustava privatnih plasmana kako bi se potakla izravna ulaganja u mala poduzeća i
- podržati iskorištavanje sredstava iz novih europskih fondova za dugoročna ulaganja kako bi se ulaganja usmjerila u infrastrukturu i druge dugoročne projekte.

Ovom Zelenom knjigom označava se početak tromjesečnog savjetovanja. Želimo čuti mišljenje zastupnika u parlamentu, država članica, onih koji rade na tržištima kapitala i svih skupina koje brinu o radnim mjestima, rastu i interesima europskih građana. Te povratne informacije pomoći će nam u izradi akcijskog plana kako bi se do 2019. postavili temelji za potpuno operativnu uniju tržišta kapitala.

Smjer kojim trebamo ići jasan je: potrebno je iz temelja izgraditi jedinstveno tržište kapitala, utvrditi prepreke i ukloniti ih jednu po jednu, dati zamah i potaknuti sve veće povjerenje u ulaganje u budućnost Europe. Slobodan protok kapitala bilo je jedno od temeljnih načela na kojima je osnovan EU. Dopustite nam da nakon više od pedeset godina od Ugovora iz Rima iskoristimo priliku i tu viziju pretvorimo u stvarnost.

Odjeljak 1.: Stvaranje unije tržišta kapitala

Slobodno kretanje kapitala ugrađeno je prije više od pedeset godina u Ugovor iz Rima. To je jedna od temeljnih sloboda Europske unije i trebala bi biti u središtu jedinstvenog tržišta. No unatoč ostvarenom napretku, tržišta kapitala danas su i dalje rascjepkana i obično su organizirana na nacionalnim razinama. Nakon razdoblja pojačane integracije financijskih tržišta diljem EU-a od početka krize bilježi se pad, a banke i ulagači povlače se na domaća tržišta.

U usporedbi s drugim područjima nadležnosti, financiranje na temelju tržišta kapitala u Europi relativno je nerazvijeno. Naša tržišta vlasničkih instrumenata, dužničkih financijskih instrumenata i drugih imaju malu ulogu u financiranju rasta te se europska poduzeća i dalje snažno oslanjaju na banke zbog čega su naša gospodarstva osjetljiva na otežane uvjete bankovnog kreditiranja. Isto tako ulagači nemaju dovoljno povjerenja, a iskorištavanje europskih štednih uloga nije uvijek najproduktivnije. Razine ulaganja u Europi znatno su ispod prijašnjih, a europska tržišta kapitala manje su konkurentna na svjetskoj razini.

Kako bi se ponovo trajno potaknulo rast i otvaranje radnih mjesta, uz ostale reforme u poslovnom sektoru, tržišta kapitala trebaju imati veću ulogu u usmjeravanju financiranja u gospodarstvo. U praksi to znači da se moraju utvrditi i analizirati prepreke kretanju kapitala između ulagača i subjekata koji trebaju financiranje, bez obzira na to nalaze li se unutar države članice ili preko granice.

Stvaranje unije tržišta kapitala ključna je inicijativa u programu rada Komisije. Njome bi se osigurala veća diversifikacija u financiranju gospodarstva i smanjili troškovi pribavljanja kapitala, osobito za mala i srednja poduzeća. Snažnijom integracijom tržišta kapitala, posebno kada je riječ o vlasničkim instrumentima, povećala bi se otpornost europskog gospodarstva na šokove i omogućila veća ulaganja bez porasta zaduženosti. Unija tržišta kapitala trebala bi zahvaljujući učinkovitoj tržišnoj infrastrukturi i posrednicima povećati protok kapitala od ulagača do europskih investicijskih projekata, čime bi se poboljšala raspodjela rizika i kapitala u cijelom EU-u, a Europa bi naposljetku bila otpornija na šokove u budućnosti.

Stoga se Komisija obvezala da će do 2019. postaviti temelje dobro regulirane i integrirane unije tržišta kapitala, koja će obuhvaćati sve države članice, u cilju ostvarivanja maksimalne koristi od tržišta kapitala i nebankarskih financijskih institucija za gospodarstvo u širem smislu.

Unija tržišta kapitala trebala bi EU približiti situaciji u kojoj, primjerice, mala i srednja poduzeća mogu jednako lako pribaviti financijska sredstva kao i velika društva; u kojoj su troškovi ulaganja i pristup investicijskim proizvodima usklađeni su cijelom EU-u; u kojoj je financiranje preko tržišta kapitala je sve dostupnije, a traženje financiranja u drugoj državi članici neće biti otežano nepotrebnim pravnim i nadzornim preprekama. Iako će te promjene pridonijeti smanjenju ovisnosti o financiranju banaka, kao vjerovnici velikog dijela gospodarstva i posrednici na tržištima kapitala banke će u uniji tržišta kapitala i dalje imati središnju ulogu te ostati važan dio europskog gospodarstva.

Ti izazovi nisu posve novi, ali zbog potrebe EU-a za rastom moraju se riješiti brzo. Time se također daje poticaj potreban da bi se ostvario napredak. Svrha je ove Zelene knjige započeti na razini EU-a i na nacionalnim razinama raspravu o mogućim kratkoročnim i dugoročnim

mjerama za ostvarenje tih ciljeva, u koju bi se uključili suzakonodavci, ostale institucije EU-a, nacionalni parlamenti i svi zainteresirani.

Unija tržišta kapitala će se razlikovati od bankovne unije: jačanje tržišta kapitala zahtijeva korake koji će se razlikovati od ključnih elemenata bankovne unije. Međutim, usredotočenost bankovne unije na prekidanje poveznice između propadanja banaka i javnog duga u europodručju pružit će temelj stabilnosti potrebnoj za razvoj unije tržišta kapitala u svim državama članicama EU-a. Isto tako će dobro integrirana tržišta kapitala pridonijeti otpornosti ekonomske i monetarne unije.

Unija tržišta kapitala trebala bi se temeljiti na sljedećim ključnim načelima:

- trebala bi od tržišta kapitala ostvariti najveću moguću korist za gospodarstvo, radna mjesta i rast
- trebala bi stvoriti jedinstveno tržište kapitala za svih 28 država članica uklanjanjem prepreka prekograničnom ulaganju unutar EU-a i poticanjem jačeg povezivanja sa svjetskim tržištima kapitala
- trebala bi se izgraditi na čvrstim temeljima financijske stabilnosti s jedinstvenim pravilima za financijske usluge koja se učinkovito i dosljedno provode;
- trebala bi osigurati učinkovitu razinu zaštite potrošača i ulagača i
- trebala bi pridonijeti privlačenju ulaganja iz cijelog svijeta i povećanju konkurentnosti EU-a.

1.1. Stvaranje unije tržišta kapitala

Stvaranje unije tržišta kapitala dugoročan je projekt. Već se radi na uspostavi jedinstvenih pravila i u tijeku je provedba velikog broja ključnih reformi¹. Pristup Komisije zasnivat će se na procjeni predstojećih prioriteta, u smislu vjerojatnog utjecaja i izvedivosti, uz potporu temeljite gospodarske analize, ocjene utjecaja i savjetovanja.

Na temelju rezultata tog savjetovanja Komisija će nastojati utvrditi mjere potrebne za ostvarivanje sljedećih ciljeva:

- **poboljšanje pristupa financiranju** za sva poduzeća u Europi (a posebno za MSP-ove) i investicijske projekte kao što je infrastruktura
- **povećanje i diversifikacija izvora financiranja** od ulagača u EU-u i iz cijelog svijeta i
- **djelotvornija i učinkovitija tržišta** koja će ulagače povezivati sa subjektima koji trebaju financiranje po nižim troškovima, unutar država članica i prekogranično.

Komisija provodi savjetovanje o prirodi problema, mogućim mjerama i određivanju prioriteta. Zakonodavstvo možda nije uvijek prikladan politički odgovor na te izazove i u mnogim slučajevima će tržište morati pronaći rješenja. U drugim područjima najbolji put prema

¹ Primjerice zakonodavstvo o tržištima financijskih instrumenata (MIFID II), zlouporabi tržišta (MAR/MAD), upraviteljima alternativnih investicijskih fondova (AIFMD), infrastrukturi europskog tržišta (EMIR) i središnjim depozitorijima vrijednosnih papira (CSDR).

napretku mogu biti nezakonodavne mjere te djelotvorna provedba tržišnog natjecanja i propisa o jedinstvenom tržištu. Komisija će podržati tržišna rješenja ako postoje izgledi da će biti učinkovita, a promjene propisa samo ako su neophodne.

Ova Zelena knjiga strukturirana je kako slijedi:: u **odjeljku 2.** opisuje se kako su trenutačno strukturirana europska tržišta kapitala i predstavlja preliminarna analiza nekih prepreka za snažnija i bolje integrirana tržišta kapitala. Dodatna analiza nalazi se u pratećem radnom dokumentu službi Komisije. U **odjeljku 3.** traže se mišljenja o političkim prioritetima kojima se želimo baviti na vrijeme na temelju komunikacije Komisije „*Plan ulaganja za Europu*”² i koji obuhvaćaju pitanja kao što su provedba Uredbe o Europskim fondovima za dugoročna ulaganja (ELTIF), visokokvalitetna sekuritizacija, kreditne informacije o MSP-ovima, privatni plasmani i revizija Direktive o prospektu. U **odjeljku 4.** traže se mišljenja o preprekama za pristup financiranju, širenje izvora financiranja i stvaranje učinkovitijih tržišta i gdje bi se na temelju primljenih povratnih informacija moglo još raditi. Prepreke za prekogranični protok kapitala uključuju pitanja kao što su propisi o nelikvidnosti, trgovačkim društvima, oporezivanju i vrijednosnim papirima, pri čemu je potrebna daljnja analiza te povratne informacije kako bi se utvrdili razmjeri izazova u svakom području, pronašla odgovarajuća rješenja i odredili prioriteti.

Budući da će unija tržišta kapitala dovesti do daljnjeg otvaranja nacionalnih tržišta ulagačima, izdavateljima i posrednicima, promicanja slobodnog protoka kapitala i razmjene najboljih praksi, trebalo bi je gledati i kao mogućnost da se pridonese razvoju tržišta na nacionalnoj razini. S obzirom na različite razine razvoja tržišta kapitala unutar EU-a i postojanje određenih izazova u različitim državama članicama, politički odgovori mogli bi zahtijevati odgovarajuće prilagođeno djelovanje na nacionalnoj razini koje bi se, među ostalim, temeljilo na preporukama Komisije za pojedinu zemlju danim u okviru europskog semestra. Komisija poziva države članice na savjetovanje o posebnim izazovima za razvoj njihovih tržišta kapitala te da iznesu svoje zaključke u raspravi.

² COM (2014) 903 završna verzija, 26.11.2014.

Odjeljak 2.: Izazovi na europskim tržištima kapitala danas

2.1. Trenutačno stanje na tržištima kapitala u Europi

Tržišta kapitala su uz bankovno kreditiranje najvažniji mehanizam povezivanja potencijalnih ulagača i korisnika financiranja te nude širok spektar raznovrsnih izvora financiranja za gospodarstvo. Na grafikonu 1. pojednostavnjeno je prikazan protok sredstava u gospodarstvu. Iako se tržišta kapitala uglavnom bave izravnim financiranjem, ona su usko povezana s financijskim posrednicima koji često usmjeravaju sredstva od štediša prema ulagačima.

Grafikon 1. Shematski prikaz tržišta kapitala u širem okviru financijskog sustava

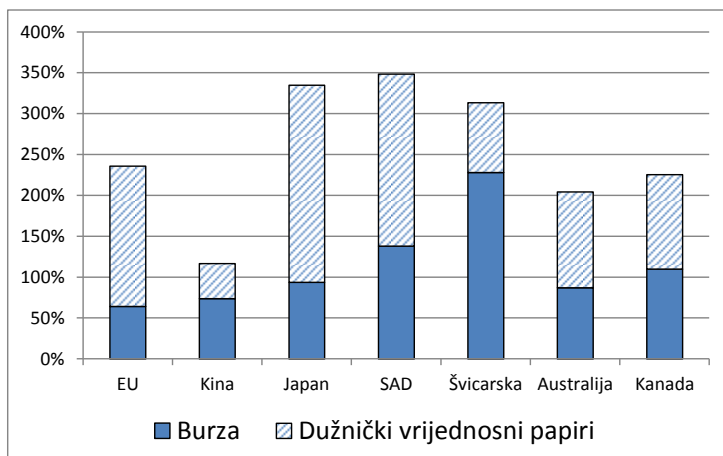


Tržišta kapitala u EU-u doživjela su ekspanziju tijekom posljednjih nekoliko desetljeća. Na primjer, ukupna burzovna kapitalizacija u EU-u dosegla je krajem 2013. godine 8,4 bilijuna EUR (oko 65 % BDP-a), u odnosu na 1,3 bilijuna EUR (22 % BDP-a) iz 1992. Ukupna vrijednost dužničkih vrijednosnih papira u optjecaju u 2013. premašila je 22,3 bilijuna EUR (171% BDP-a), dok je u 1992. iznosila 4,7 bilijuna EUR (74 % BDP-a)³.

Unatoč tome, tržišta su i dalje relativno nerazvijena u odnosu na svjetska tržišta. Burzovna tržišta u SAD-u gotovo su dvostruko veća od onih u EU-u (u postotku BDP-a), a u Švicarskoj čak tri i pol puta veća (grafikon 2.).

³ Statistički paket ECMI 2014.

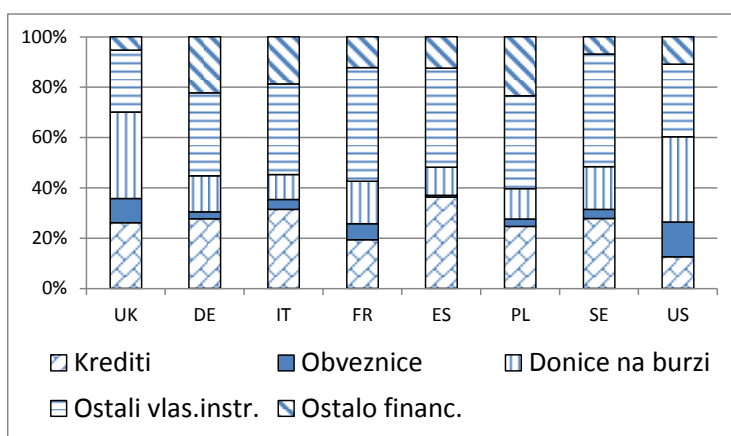
Grafikon 2.: Burzovna kapitalizacija i dužnički vrijednosni papiri (% BDP-a)



I izvanburzovna tržišta vlasničkih instrumenata u SAD-u otprilike su dvostruko veća od onih u EU-u, dok su tržišta privatnih plasmana za obveznice i do triput veća. Osim toga vidljive su i velike razlike u razvijenosti tržišta kapitala među samim državama članicama. Na primjer, burzovna kapitalizacija domaćeg tržišta u Ujedinjenoj Kraljevini bila je iznad 121 % BDP-a, dok je u Latviji, Cipru i Litvi bila niža od 10 %.

Izvor: Statistički paket ECMI

Grafikon 3.: Obrasci financiranja poduzeća (% ukupnih obveza)



Europa se tradicionalno više oslanja na bankovno financiranje, pa krediti banaka imaju puno važniju ulogu u financiranju korporativnog sektora od izdavanja dužničkih vrijednosnih papira na tržištu (grafikon 3.). Ukupno gledajući, veća ovisnost o kreditima banaka čini europsko gospodarstvo, a osobito MSP-ove, ranjivijima u otežanim uvjetima bankovnog kreditiranja, kao što je to bio slučaj tijekom financijske krize.

Izvor: Eurostat, OECD. Napomena: Krediti obuhvaćaju kredite banaka i kredite među poduzećima.

Vidljive su znatne razlike u pristupu tržištima kapitala među poduzećima i državama članicama. U EU-u se bilježi osjetno povećanje u izdavanju obveznica nefinancijskih poduzeća, što je djelomično odraz povoljnih tržišnih uvjeta za izdavatelje obveznica zahvaljujući niskim kamatnim stopama. Obveznice su međutim uglavnom izdavala velika poduzeća, a ne mala i srednja poduzeća (MSP-ovi). Izdavanje obveznica bilo je osim toga koncentrirano na većim tržištima, a ne na tržištima gdje su problemi s financiranjem poduzeća bili najveći.

Iako su se tržišta kapitala u EU-u snažnije integrirala prije krize u smislu prekograničnog ulaganja u financijske instrumente, kriza je pokazala da je ta integracija bila djelomično potaknuta veleprodajnim bankarskim tokovima koji su se temeljili na zaduživanju i koji su u uvjetima šokova na tržištu bili skloni naglim skokovima. Tržišta kapitala u EU-u i dalje su

ponajprije okrenuta prema unutra, što znači da se mogući rizici i koristi ne prenose izvan državnih granica. Prekogranična ulaganja u dužničke vrijednosne papire i dalje nisu na razini koja bi se očekivala na potpuno integriranom tržištu. Čak i najuspješnija nacionalna tržišta kapitala u EU-u nemaju potrebnu kritičnu masu, što znači manju ulagačku bazu i slabije mogućnosti izbora financijskih instrumenata.

2.2. Stvaranje unije tržišta kapitala – izazovi i mogućnosti

Integraciju i razvoj tržišta kapitala u EU-u otežavaju razne prepreke, koje su posljedice povijesnih, kulturnih, gospodarskih i pravnih čimbenika od kojih su neki duboko ukorijenjeni i nije ih lako prevladati. To su među ostalim tradicionalna sklonost poduzeća određenim načinima financiranja, značajke mirovinskih sustava, primjena bonitetnih propisa i administrativne prepreke, aspekti korporativnog upravljanja i zakona o trgovačkim društvima, nedostatak podataka i obilježja poreznih sustava te neučinkovitost tržišnih struktura. Neke od tih razlika ostat će prisutne i na dobro integriranim tržištima kapitala. Kako bi se ostvarile koristi potpuno integriranog jedinstvenog tržišta kapitala, ponajprije je potrebno prevladati izazove u sljedeća tri ključna područja.

Kao prvo, važan prioritet na strani potražnje jest **poboljšanje pristupa financiranju, uključujući rizični kapital, posebice za MSP-ove (primjerice mlada inovativna poduzeća u ekspanziji)**. Tempo napretka ovisit će o prevladavanju problema nedostatka informacija i rascjepkanosti ključnih tržišnih segmenata te smanjivanju troškova pristupa tržištima kapitala. Osim toga, tu su i specifične prepreke financiranju dugoročnih projekata, uključujući infrastrukturna ulaganja.

Drugo, na strani ponude, razvoj tržišta kapitala u EU-u ovisit će o dotoku sredstava u instrumente tržišta kapitala. **Povećanjem dotoka ulaganja institucionalnih i malih ulagača** na tržišta kapitala potaknula bi se diversifikacija izvora financiranja. Rastom mirovinskih fondova pod pokroviteljstvom poslodavaca i privatne mirovinske štednje u Europi moglo bi zbog veće raznolikosti ulagačkih potreba doći do povećanog dotoka sredstava u instrumente tržišta kapitala, čime bi se olakšao prelazak na tržišno financiranje. Povećanim povjerenjem malih ulagača u tržišta kapitala i financijske posrednike veći bi dio uštedevine kućanstava, koja se trenutačno uglavnom drži u nekretninama i bankovnim depozitima, bio usmjeren u instrumente tržišta kapitala. Takvim povećanjem globalne konkurentnosti i privlačnosti europskih tržišta kapitala povećao bi se i dotok ulaganja.

Treće, ostvarenje većih, snažnije integriranih i dubljih tržišta kapitala ovisi o prevladavanju prepreka koje dovode do rascjepkanosti tržišta i koče razvoj pojedinih tržišnih segmenata. **Povećanjem učinkovitosti tržišta** EU bi uživao prednosti većeg i dubljeg tržišta. To uključuje povećano tržišno natjecanje, veći izbor i manje troškove za ulagače te učinkovitiju distribuciju i bolju podjelu rizika. Snažnijom integracijom tržišta kapitala, posebno kada je riječ o vlasničkim instrumentima, povećala bi se sposobnost ublažavanja šokova europskog gospodarstva i omogućila veća ulaganja bez rasta zaduženosti. Dobrim funkcioniranjem tržišta kapitala poboljšava se raspoređivanje kapitala u gospodarstvu, čime se olakšavaju rizične poduzetničke aktivnosti te ulaganja u infrastrukturu i nove tehnologije.

Odjeljak 3. Prioriteti početnog djelovanja

Komisija je utvrdila niz područja u kojima je, prema općem mišljenju, nužno postići napredak, a u kojima bi se mogle osjetiti koristi već na samom početku. U ovom se odjeljku navode te mogućnosti te se pozivaju zainteresirane strane da se očituju o specifičnim pitanjima svakog područja.

3.1. Smanjivanje prepreka u pristupu tržištima kapitala

Prospekt je detaljan dokument u kojem se navode podaci o poduzeću te uvjeti i rizici ulaganja. On je ulaznica na tržište kapitala za poduzeća koja žele doći do sredstava i većina ga poduzeća koja želi izdati dužničke ili vlasničke instrumente mora izraditi. Od ključne je važnosti da on ne čini nepotrebnu prepreku tržištima kapitala. Komisija će **preispitati postojeće propise o prospektu u okviru posebnog javnog savjetovanja** pokrenutog istodobno s ovom zelenom knjigom, kako bi se poduzećima (uključujući MSP-ove) olakšao pristup kapitalu diljem EU-a⁴ i potaknulo prihvatanje rastućih tržišta MSP-ova. Pritom će razmotriti kada je prospekt potreban te ispitati mogućnosti pojednostavnjenja postupka odobrenja i informacija obuhvaćenih prospektom.

3.2. Širenje ulagačke baze za MSP-ove

Kada je riječ o pristupu financiranju, MSP-ovi su bili više pogođeni krizom od većih poduzeća. Informacije o MSP-ovima uglavnom su ograničene i obično su pohranjene u bankama, zbog čega neki MSP-ovi teško mogu prodrijeti do šire ulagačke baze nebankovnih ulagača koji bi možda bolje odgovarali njihovim potrebama financiranja. Poboljšanjem kreditnih informacija pridonijelo bi se izgradnji **učinkovitog i održivog tržišta kapitala za MSP-ove**. Izradom zajedničkog minimalnog skupa usporedivih informacija za kreditno izvješćivanje i procjenu MSP-ovi bi postali privlačniji za financiranje. Osim toga, standardizirane informacije o kreditnoj kvaliteti bile bi korisne za razvoj financijskih instrumenata za refinanciranje kredita MSP-ova, primjerice sekuritizacije.

Rad na kreditnom ocjenjivanju započeo je i ima opću podršku država članica. Kreditnim ocjenjivanjem ulagačima i zajmodavcima pružile bi se informacije o kreditnoj sposobnosti MSP-ova. Međutim, oko 25 % svih poduzeća u Europi, uključujući 75 % poduzeća kojima upravlja vlasnik, nema kreditnu ocjenu. Djelovanjem u ovom području pomoglo bi se u diversifikaciji financiranja mladih inovativnih poduzeća u ekspanziji. Kao prvi korak na tom putu Komisija u 2015. planira održati radionice o kreditnim informacijama za MSP-ove.

3.3. Izgradnja održive sekuritizacije

Sekuritizacija, postupak združivanja imovine (npr. hipoteka) kako bi ulagači mogli u nju ulagati, snažan je mehanizam za prijenos rizika i povećanje kapaciteta bankovnog kreditiranja. Međutim, aktivnost je smanjena još od krize unatoč malim gubicima u europskim sekuritizacijama. Sekuritizacijska izdanja u Europi 2014. bila su na razini oko 216 milijardi EUR, dok su u 2007. iznosila 594 milijardi EUR⁵. Održivo i **kvalitetno sekuritizacijsko tržište** u EU-u koje se oslanja na jednostavne, transparentne i

⁴ Dio programa za povećanje regulatorne učinkovitosti (REFIT).

⁵ Tablice europskih strukturiranih financija SIFMA/AFME (4. tromjesečje 2014.).

standardizirane sekuritizacijske instrumente moglo bi biti most između banaka i tržišta kapitala.

Nedavno objavljenim delegiranim aktima uz Direktivu Solventnost II i o koeficijentu likvidnosne pokrivenosti već je započeo rad na sveobuhvatnom i dosljednom bonitetnom pristupu za jednostavnu, transparentnu i standardiziranu sekuritizaciju. Uz te inicijative središnje banke, regulatorna tijela, nacionalna nadležna tijela i predstavnici privatnog sektora zagovarali su sveobuhvatni pristup obnovi sekuritizacije u EU-u.

Iz perspektive ulagača, inicijativom na razini EU-a trebali bi se osigurati visoki standardi, pravna sigurnost i usporedivost za sve sekuritizacijske instrumente. Tim bi se okvirom trebala povećati transparentnost, dosljednost i raspoloživost ključnih informacija, posebno u području kredita za MSP-ove, i promicati rast sekundarnih tržišta kako bi se ujedno olakšalo izdavanje i ulaganje. **Komisija će se istodobno s ovom zelenom knjigom savjetovati o konkretnim mjerama za ostvarivanje tih ciljeva.**

3.4. Poticanje dugoročnih ulaganja

Ulaganja u EU-u su nakon svojeg vrhunca u 2007. znatno pala i još uvijek su ispod uobičajenih razina. Europska komisija već je najavila plan ulaganja kojim će se tijekom sljedeće tri godine pokrenuti javna i privatna ulaganja u gospodarstvo u iznosu od najmanje 315 milijardi EUR zahvaljujući uspostavi novog Europskog fonda za strateška ulaganja (EFSU)⁶ te je objavila Komunikaciju o dugoročnom financiranju europskog gospodarstva u kojoj se navodi niz mjera za poticanje ulaganja. Nedavno dovršeni regulatorni okvir za europske fondove za dugoročna ulaganja (ELTIF) ulagačima će omogućiti da svoj novac dugoročno ulože u poduzeća i infrastrukturne projekte. Ti bi fondovi trebali biti posebno privlačni ulagačima poput osiguravajućih društava i mirovinskih fondova kojima su potrebni redoviti izvori prihoda ili dugoročni rast kapitala.

Dobrodošla su mišljenja o daljnjoj ulozi Komisije i država članica u smislu potpore prihvaćanju europskih fondova za dugoročna ulaganja, uključujući moguće proširenje pogodnosti koje su trenutačno dostupne nacionalnim sustavima na te fondove.

3.5. Razvoj europskih tržišta privatnih plasmana

Privatni plasmani još su jedan od načina da poduzeća dođu do potrebnih sredstava, pri čemu poduzeće nudi vrijednosne papire pojedinačnim ulagačima ili manjim skupinama ulagača izvan javnog tržišta. Time bi se poduzećima osigurao povoljniji način financiranja i proširila **raspoloživost sredstava** za srednja i velika poduzeća, a možda i infrastrukturne projekte.

Srednja europska poduzeća već godinama imaju pristup američkom tržištu privatnih plasmana te su u 2013. na taj način prikupila 15,3 milijardi EUR.⁷ Od početka financijske krize u Europi je porasla popularnost privatnih plasmana, a neke su države članice razvile tržišta privatnih plasmana. Konkretno, na domaćem tržištu privatnih plasmana u Njemačkoj i Francuskoj u 2013. plasirano je oko 15 milijardi EUR duga. Prepreke razvoju paneuropskih tržišta uključuju razlike u nacionalnim zakonima o insolventnosti te nedostatak standardiziranih postupaka, dokumentacije i informacija o kreditnoj sposobnosti izdavatelja.

⁶ Prijedlog Uredbe Europskog parlamenta i Vijeća o Europskom fondu za strateška ulaganja i o izmjeni uredaba (EU) br. 1291/2013 i (EU) br. 1316/2013, COM(2015)10

⁷ Vidi izvješće ICMA-e iz trećeg tromjesečja 2014.

Kao prvi korak u razvoju europskih tržišta privatnih plasmana, konzorcij strukovnih tijela sastavio je tržišni vodič o zajedničkoj tržišnoj praksi, načelima i standardiziranoj dokumentaciji za privatne plasmane koji je spojiv s raznim pravnim okvirima. Vodič je nedavno objavljen, a uskoro bi trebala uslijediti prva izdanja. Komisija pozdravlja taj tržišni pristup, koji bi mogao pomoći u stvaranju europskog tržišta privatnih plasmana u kratkom roku.

Pitanja

- 1. Uz pet utvrđenih prioritetnih područja za kratkoročno djelovanje koja bi još područja trebalo odrediti kao prioritet?*
- 2. Koje bi još mjere trebalo poduzeti u smislu raspoloživosti i standardizacije **kreditnih informacija o MSP-ovima** kako bi se poduprlo produbljivanje tržišta financiranja za MSP-ove i novoosnovana poduzeća te proširenje ulagačke baze?*
- 3. Kakvu je potporu potrebno pružiti **europskim fondovima za dugoročna ulaganja** kako bi se potaknulo njihovo prihvaćanje?*
- 4. Je li osim potpore tržišnoj inicijativi za utvrđivanje zajedničkih standarda potrebno kakvo drugo djelovanje EU-a kao potpora razvoju tržišta **privatnih plasmana**?*

Odjeljak 4.: Mjere za razvoj i integraciju tržišta kapitala

Kako bi se ostvarile koristi potpuno integriranog tržišta kapitala, ponajprije je potrebno prevladati izazove u sljedećim ključnim područjima:

- poboljšanje **pristupa financiranju** za sva poduzeća u Europi (a posebno za MSP-ove) i projekte ulaganja, primjerice u infrastrukturu
- **povećanje i diversifikacija izvora financiranja** koje osiguravaju ulagači u EU-u i u svijetu i
- osiguravanje **učinkovitijeg funkcioniranja tržišta** uz učinkovitije i ekonomičnije povezivanje ulagača i korisnika financiranja unutar država članica i među njima.

4.1. Poboljšanje pristupa financiranju

Naposljetku, s obzirom na njihovu veličinu i važnost, dobro funkcioniranje tržišta vlasničkih instrumenata i obveznica bit će ključno za osiguravanje učinkovite unije tržišta kapitala i širokog pristupa financiranju. Međutim protok sredstava ne odvija se glatko, osobito kada je riječ o manjim i srednjim poduzećima i dugoročnijim projektima, poput infrastrukturnih projekata, koji su ključni za povećanje proizvodnog kapaciteta i gospodarski rast. Ti problemi u financiranju posebno su izraženi u državama članicama koje su najviše pogođene krizom.

MSP-ovi su uvijek bili velikim dijelom ovisni o bankovnom financiranju. Tijekom krize odluke banaka o odobravanju kredita postale su selektivnije, što zbog ograničenja vlastitih bilanci, što zbog veće vjerojatnosti neispunjavanja obveza zajmoprimca. Iako tržišta kapitala mogu nadopuniti ulogu banaka u kreditiranju MSP-ova, oni su ipak zbog svoje raznolikosti i oskudnih kreditnih informacija prikladniji za kreditiranje zasnovano na neposrednom poslovnom odnosu.

Alternativni izvori financiranja mogu međutim imati važnu ulogu, osobito kada je riječ o **novosnovanim poduzećima te malim poduzećima u ekspanziji u inovativnim sektorima**. Ta poduzeća u početku u pravilu imaju niske razine novčanih tokova i potrebno im je vanjsko financiranje kako bi mogla rasti. Bankovno financiranje i drugi financijski alati, poput leasinga i otkupa potraživanja, često su teško dostupni ili nedostadni za poduzeća koja imaju znatnu nematerijalnu imovinu koju nije jednostavno upotrijebiti kao kolateral za bankovne kredite.

Pristup javnim tržištima kapitala skup je ne samo za MSP-ove, već i za **srednja poduzeća** koja bi se u potrazi za financiranjem prije mogla okrenuti javnim tržištima. Izdavanje vlasničkih instrumenata i usluge ponude i prodaje dužničkih instrumenata opterećeni su znatnim fiksnim troškovima dubinske analize i regulatornim zahtjevima. To uključuje troškove objave informacija koje zahtijevaju ulagači ili regulatorna tijela, ispunjavanje drugih zahtjeva korporativnog upravljanja i naručivanje vanjskih ocjena rejtinga. Osim toga poduzećima u ranoj fazi razvoja može biti u interesu da ne otkrivaju previše informacija o svojim poslovnim planovima. Boje se da ne izgube kontrolu ili ne žele biti pod vanjskim povećalom. Zbog toga im je često onemogućen pristup javnim tržištima vlasničkih i dužničkih instrumenata te su uglavnom upućeni na privatna tržišta koja su u pravilu manje standardizirana, složenija i nerijetko skuplja.

Velika poduzeća općenito su dovoljno velika da mogu podnijeti fiksne troškove povezane s pristupom tržištima kapitala i da svako pojedinačno izdanje bude dovoljno veliko da privuče zanimanje pružatelja usluga ponude i prodaje dužničkih i vlasničkih instrumenata, ulagača i analitičara. Međutim, iako je izdavanje korporativnih obveznica znatno poraslo proteklih nekoliko godina, djelomično i kao posljedica smanjenja bankovnog kreditiranja, izdavanje dionica koje kotiraju na burzi i dalje nema istaknutiju ulogu u Europi. Učinkovitija i djelotvornija tržišta mogu pomoći u smanjivanju troškova pristupa tim tržištima i bila bi korisna za sva poduzeća.

Naposljetku, EU-u je potreban znatan iznos **novih infrastrukturnih ulaganja** da bi održao konkurentnost. Međutim dotok sredstava u takve projekte ograničen je usredotočenosti na kratkoročne ciljeve, regulatornim preprekama i drugim čimbenicima. Osim toga, mnogi infrastrukturni projekti imaju značajke javnog dobra, što podrazumijeva da privatno financiranje samo možda nije prikladno da se postigne optimalna razina ulaganja. Iako će EFSU dati važan doprinos poticanju ulaganja u infrastrukturne projekte⁸, Komisija pozdravlja očitovanja o drugim sredstvima za postizanje tog cilja.

Rješavanje problema dostupnosti informacija

U Europi se većina MSP-ova u potrazi za financiranjem obraća bankama. Gotovo 13 % takvih zahtjeva bude odbijeno, ali to je često zbog toga što ne odgovaraju željenom profilu rizičnosti banaka čak i ako održivo posluju. Iako banke MSP-ove ponekad upućuju na alternativne pružatelje financijskih usluga, ni to uvijek ne pomaže: ponekad ni banke ni MSP-ovi nisu dovoljno svjesni alternativnih rješenja. Banke bi se mogle potaknuti da pruže bolje povratne informacije MSP-ovima čije su zahtjeve za kreditiranje odbile i da jačaju svijest o alternativnim mogućnostima financiranja za takve MSP-ove.

Međunarodni standardi financijskog izvještavanja (MSFI) odigrali su ključnu ulogu u promicanju jedinstvenog računovodstvenog jezika u EU-u, čime je velikim poduzećima u EU-u koja su uvrštena na burzu olakšan pristup globalnim tržištima kapitala. Međutim, puna primjena MSFI-ja na manja poduzeća, osobito ona koja traže pristup specijaliziranim mjestima trgovanja, bila bi dodatni izvor troškova. Izradom kvalitetnog pojednostavnjenog zajedničkog računovodstvenog standarda prilagođenog poduzećima koja su uvrštena za trgovanje na određenim mjestima trgovanja⁹ učinio bi se korak naprijed u pogledu transparentnosti i usporedivosti, a njegovom proporcionalnom primjenu ta bi poduzeća postala privlačnija prekograničnim ulagačima. Taj bi standard postao obilježje rastućih tržišta MSP-ova, a bio bi raspoloživ i za širu primjenu.

Transparentnošću infrastrukturnih projekata ili portfelja povećala bi se njihova privlačnost za privatna ulaganja, a regulatornim tijelima pomoglo da donesu bonitetne propise koji su bolje prilagođeni infrastrukturnim ulaganjima. U izvješću radne skupine za ulaganja iz prosinca 2014. spominje se mogućnost uspostave središnjeg *web*-mjestu na razini EU-a na kojem bi se nalazile poveznice na projekte/portfelje država članica i koje bi sadržavalo informacije o projektima EU-a (npr. u okviru Instrumenta za povezivanje Europe i europskih strukturnih i investicijskih fondova). Nadovezujući se na izvješće radne skupine za ulaganja, Komisija je predložila uspostavu europskog portfelja projekata ulaganja kako bi se ulagačima

⁸ U kontekstu infrastrukturnih ulaganja važnu ulogu mogu imati i europski strukturni i investicijski fondovi, uz uvjet da su ispunjeni mjerodavni kriteriji prihvatljivosti.

⁹ Npr. multilateralne trgovinske platforme (MTP).

olakšao pristup informacijama o mogućnostima ulaganja diljem EU-a i osiguralo maksimalno sudjelovanje ulagača u financiranju¹⁰. To uključuje uspostavu posebnog *web*-mjestu i zajedničkih standarda za objavu informacija. Izrada portfelja projekata nastaviti će se na aktivnosti koje su neke države članice već započele.

Standardizacija kao mehanizam pokretanja tržišta

Iako standardizacija ima i svoje nedostatke, neka je tržišta moguće pokrenuti zajedničkim skupom tržišnih pravila, transparentnošću u pogledu karakteristika proizvoda te dosljednim nadzorom i provedbom. Određeni stupanj standardizacije može privući više ulagača te povećati dubinu i likvidnost tržišta. To se osobito odnosi na manje države članice u kojima tržišta ne mogu dosegnuti minimalnu veličinu nužnu za njihovo učinkovito funkcioniranje ako se svedu na domaće zalihe kapitala. Ako zajednički standardi nisu nužni ili ih je teško postići, politike se trebaju usredotočiti na utvrđivanje najbolje prakse na razini EU-a u cilju promicanja razvoja određenih financijskih instrumenata.

Razvojem snažnije **integriranog europskog tržišta pokrivenih obveznica** pridonijelo bi se ekonomičnosti financiranja banaka, a ulagačima bi se osigurala šira lepeza mogućnosti ulaganja. Uspjeh pokrivenih obveznica kao instrumenata financiranja usko je povezan s razvojem posebnih nacionalnih pravnih okvira. Komisija će u 2015. provesti savjetovanje o opravdanosti i potencijalnom obliku okvira EU-a za pokrivenne obveznice te predstaviti moguće politike za postizanje veće integracije tržišta pokrivenih obveznica na temelju iskustava s prokušanim nacionalnim okvirima. Komisija će osim toga razmotriti je li potrebno ulagačima pružiti više informacija o kolateralu kojim su osigurane pokrivenne obveznice i drugi strukturirani dug, slično zahtjevima za objavu podataka o kreditu za strukturirane financijske instrumente.

Unatoč nedavnom rastu izdanja **korporativnih obveznica**, standardizacija i cjenovna transparentnost i dalje su na niskoj razini. Iako su se posljednjih nekoliko godina u nekim državama članicama pojavile nove elektroničke platforme za trgovanje obveznicama namijenjene malim ulagačima, nedostatak standardizacije mogao bi biti kočnica razvoju mjesta trgovanja obveznicama i likvidnog sekundarnog tržišta. Veća standardizacija izdanja korporativnih dužničkih instrumenata omogućila bi razvoj likvidnijeg sekundarnog tržišta korporativnih obveznica. Komisija poziva na očitovanja o tome je li potrebno dodatno istražiti mogućnost veće standardizacije tržišta korporativnih dužničkih instrumenata i može li se to bolje postići tržišnom inicijativom ili regulatornom intervencijom.

Ulaganja u zaštitu okoliša, socijalna ulaganja i ulaganja u korporativno upravljanje, poput zelenih obveznica, još su jedna nova kategorija ulaganja kojom se može osigurati dodatni pristup financiranju. Prihod od zelenih obveznica usmjerava se u projekte i aktivnosti kojima se promiču ciljevi klimatske politike i drugi ciljevi ekološke održivosti. Ubrzanom rastu ovog tržišta pogoduje postupak standardizacije pokrenut na tržištu kojim se uzimaju u obzir kriteriji za odabir zelenih obveznica koje su među ostalima utvrdile Svjetska banka, Europska investicijska banka i Europska banka za obnovu i razvoj. Sudionici na tržištu trenutačno rade na izradi dobrovoljnih smjernica, tzv. „načela zelenih obveznica”, kojima se preporučuje transparentnost i promiče integritet u razvoju tržišta zelenih obveznica razjašnjenjem pristupa izdavanju zelenih obveznica.

¹⁰ Vidi COM(2015)10 završna verzija, članak 9.

Razvoj alternativnih sredstava financiranja

Iako bi se očekivalo da mehanizmi poput uzajamnog kreditiranja i skupnog financiranja koji su dostupni na internetu imaju velik potencijal pridonijeti financiranju gospodarstava neovisno o državnim granicama, još uvijek nema previše naznaka prekogranične ili paneuropske aktivnosti. Nastavno na Komunikaciju o skupnom financiranju¹¹, Komisija prikuplja informacije o sektorskim pristupima objavi informacija te pristupima država članica reguliranju tog pitanja. Preliminarni rezultati pokazuju da različiti nacionalni pristupi tim područjima mogu potaknuti aktivnost skupnog financiranja lokalno, ali da oni nisu uvijek spojivi u prekograničnom kontekstu.

Pitanja

5. Koje bi još mjere pomogle da se poveća pristup financiranju i sredstva usmjere onima kojima su potrebna?

6. Je li potrebno poduzeti mjere za promicanje veće likvidnosti na tržištu korporativnih obveznica, poput standardizacije? Koje su to mjere i mogu li se postići na tržištu ili je potrebno regulatorno djelovanje?

7. Je li uz potporu izradi tržišnih smjernica potrebno bilo kakvo drugo djelovanje EU-a kako bi se olakšao razvoj standardiziranih, transparentnih i odgovornih ulaganja u zaštitu okoliša, socijalnih ulaganja i ulaganja u korporativno upravljanje, uključujući zelene obveznice?

8. Bi li bilo korisno uspostaviti zajednički računovodstveni standard na razini EU-a za mala i srednja poduzeća uvrštena na multilateralnim trgovinskim platformama? Bi li takav standard trebao postati obilježje rastućih tržišta MSP-ova? Ako da, uz koje uvjete?

9. Ima li prepreka razvoju dobro reguliranih platformi za skupno financiranje ili izravno kreditiranje („peer-to-peer“), uključujući one na prekograničnoj osnovi? Ako da, kako ih ukloniti?

4.2. Razvoj i diversifikacija ponude financiranja

Veličina tržišta kapitala naposljetku ovisi o protoku štednje u instrumente tržišta kapitala. Stoga tržišta kapitala, kako bi bila uspješna, moraju **privlačiti institucionalne, male i međunarodne ulagače**.

Poticanje institucionalnih ulaganja

Uloga dugoročnih institucionalnih ulagača na tržištima kapitala znatno se povećava. Međutim, regulatorne prepreke i drugi čimbenici mogu dotok dugoročnih institucionalnih ulaganja ograničiti na dugoročne projekte, uključujući ulaganja u infrastrukturu.

S imovinom pod upravljanjem u iznosu većem od 17 bilijuna EUR, **europski sektor upravljanja imovinom** ima ključnu ulogu u usmjeravanju novca ulagača u gospodarstvo. Taj veliki uspjeh izravan je rezultat europskih pravnih okvira za investicijske fondove. Pravni okvir UCITS

¹¹ COM(2014) 172

(društva za zajednička ulaganja u prenosive vrijednosne papire)¹² za uzajamne fondove priznati je međunarodni standard, dok je Direktivom o upraviteljima alternativnih investicijskih fondova (AIFMD)¹³ stvoren okvir u kojem upravitelji alternativnih investicijskih fondova mogu djelovati.

Osnivanja fondova, dobivanje odobrenja za upravitelje i njihova prekogranična prodaja iziskuje regulatorni trošak koji se trenutačno razlikuje među državama članicama. Smanjivanjem troškova osnivanja fondova i prekogranične prodaje općenito smanjile bi se prepreke i potaklo tržišno natjecanje. Uz nove sudionike, također je važno da fondovi mogu rasti i profitirati od ekonomije razmjera. Komisija pozdravlja mišljenja o daljnjim političkim mjerama kojima bi se institucionalni ulagači mogli potaknuti na pribavljanje i ulaganje većih iznosa te u širi spektar imovine, kao što su dugoročni projekti, osnivanje novih poduzeća i MSP-ovi.

Sektori **mirovina i osiguranja** također drže znatnu imovinu od oko 12 bilijuna EUR kojom se može pridonijeti ulaganjima. Novim bonitetnim sustavom Solventnost II¹⁴, koji će se primjenjivati na **osiguravatelje** od 1. siječnja 2016., društvima će se omogućiti da više ulažu u dugotrajnu imovinu tako što će se ukinuti nacionalna ograničenja na sastav njihova imovinskog portfelja.¹⁵ Nadalje, Komisija je osigurala da se standardnom formulom za izračun kapitalnih zahtjeva za osiguravatelje ne otežava dugoročno ulaganje i usklađenost dugoročnih obveza s dugoročnom imovinom¹⁶. Iako se ta nastojanja pozdravljaju, neki pozivaju na prilagođeni tretman infrastrukturnih ulaganja u vezi s kalibracijom kapitalnih zahtjeva osiguravatelja i banaka. Potrebno je dalje raditi na utvrđivanju infrastrukturnih kredita i/ili kapitalnih ulaganja niskog rizika i na temelju toga po potrebi revidirati bonitetna pravila i stvoriti podgrupe infrastrukture.

Sustavi **mirovinskog osiguranja** koji se temelje na kapitalu imaju u nekim državama članicama sve veću ulogu. Takvi sustavi, ako se njima upravlja razborito i na način kojim se odražava njihova društvena funkcija, mogu pridonijeti održivosti i prikladnosti mirovinskih sustava te su sve važniji ulagači u europsko gospodarstvo. Novim pravilima o mirovinama na temelju radnog staža o kojima se trenutačno raspravlja mogle bi se ukloniti prepreke za više ulaganja mirovinskih sustava u dugotrajnu imovinu. Osim toga usklađenost nacionalnih sustava mogla bi se poboljšati razmjenom najboljih praksi.

Osiguravatelji osobne mirovine podliježu nizu različitih propisa EU-a. Time se postavlja pitanje bi li se uvođenjem standardiziranog proizvoda, primjerice paneuropskog sustava ili sustava „29.“, uklanjajući prepreke za prekogranični pristup, moglo osnažiti jedinstveno tržište za osiguranje osobnih mirovina. Svim promjenama trebalo bi osigurati učinkovitu zaštitu potrošača, a istovremeno poboljšati pokrivenost i iskoristivost te prikladno osiguranje štednih uloga.

Privatni i poduzetnički kapital kao alternativni oblik financiranja u odnosu na tradicionalne bankarske zajmove ili izdavanje dužničkih ili vlasničkih instrumenata, ima važnu ulogu u europskom gospodarstvu. Međutim, na tržištima rizičnog kapitala često nedostaju razmjeri;

¹² Direktiva 2014/91/EU

¹³ Direktiva 2011/61/EU o izmjeni direktiva 2003/41/EZ i 2009/65/EZ te uredbi (EZ) br. 1060/2009 i (EU) br. 1095/2010.

¹⁴ Direktiva 2009/138/EZ

¹⁵ Odvojeno od toga, u području bonitetnih propisa banaka, Delegiranim aktom Komisije o koeficijentu likvidnosne pokrivenosti (LRC) osigurava se više poticaja za ulaganja u infrastrukturu i MSP-ove kako bi se olakšala ulaganja u MSP-ove.

¹⁶ http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-14-578_en.htm

to se ne odnosi samo na burze specijalizirane za financiranje društava sa snažnim rastom, već i na ulaganja u rizični kapital novih poduzetnika u fazi osnivanja ili razvoja ili u poduzeća u sektorima visoke tehnologije. Tu su i velike razlike u razvoju tržišta rizičnog kapitala među državama članicama: oko 90 % svih upravitelja fondova rizičnog kapitala koncentrirano je u osam država članica.¹⁷

U nekim državama članicama fondovi poduzetničkog kapitala suočavaju se s problemom dosezanja veličine koja im je potrebna za raspršivanje portfeljnog rizika. Čini se da je glavni razlog za to nepostojanje kulture vlasničkih ulaganja, nedostatak informacija, rascjepkano tržište i visoki troškovi.

Kako bi promicalo pružanje rizičnog kapitala u obliku vlasničkih udjela ili zajmova pod određenim uvjetima za novoosnovana i socijalna poduzeća, EU je 2013. donio uredbe o europskim fondovima poduzetničkog kapitala¹⁸ i europskim fondovima za socijalno poduzetništvo¹⁹. Dosadašnji rezultati su ohrabrujući, ali još ima prostora za daljnji rast. Vjerojatno će pritom čitav niz prepreka sprečavati širu uporabu. Posebno se ističe zabrinutost da se upravitelji čiji portfelj iznosi više od 500 milijuna EUR ne mogu prijaviti za osnivanje i vođenje takvog fonda niti se ne mogu koristiti tim nazivima za komercijalizaciju fondova u EU-u. Proširenjem na više sudionika na tržištu broj dostupnih europskih fondova poduzetničkog kapitala i europskih fondova za socijalno poduzetništvo mogao bi se povećati.

Javno financiranje također može u tome imati svoju ulogu jer u nekoliko država članica poduzetnički kapital u znatnoj mjeri daju regionalna javna tijela. Financijskim instrumentima EU-a kao što su Okvirni program za konkurentnost i inovacije (CIP), europski strukturni i investicijski fondovi (ESIF)²⁰ i financiranje u obliku vlasničkog kapitala uz potporu programa strukturnog fonda uspješno je aktiviran poduzetnički kapital za MSP-ove. Na tome će se temeljiti programi EU-a za konkurentnost MSP-ova (COSME)²¹ i Obzor 2020. Uz to, u srpnju 2014. izmijenjena su pravila o državnim potporama kako bi se omogućila, ako je potrebno, veća intervencija države u razvoj tržišta rizičnog financiranja i lakši pristup za MSP-ove te mala ili inovativna poduzeća srednje tržišne kapitalizacije.²² Izazov je kako povećati razmjere fondova poduzetničkog kapitala te kako javno i privatno financiranje mogu tome pridonijeti.

Nedostatak mogućnosti izlaska za ulagače također bi mogla biti prepreka za razvoj financiranja poduzetničkim kapitalom. Komisija želi saznati mogu li se poduzeti mjere za stvaranje boljeg okruženja za poslovne anđele²³, poduzetnički kapital i inicijalne javne ponude kako bi se za ulagače osigurale bolje strategije izlaska i povećala ponuda poduzetničkog kapitala za novoosnovana poduzeća.

Banke će i dalje biti ključni akteri i sudionici na tržištima kapitala kao izdavatelji, ulagači i posrednici te će svojom ulogom u financiranju i pružanju informacija i dalje imati važnu ulogu u kreditnom posredovanju. Istovremeno pojavljuju se nove tehnologije i poslovni

¹⁷ Ujedinjena Kraljevina, Njemačka, Švedska, Danska, Finska, Nizozemska, Francuska i Španjolska

¹⁸ Uredba (EU) br. 345/2013

¹⁹ Uredba (EU) br. 346/2013

²⁰ Uredba (EU) br. 1303/2013

²¹ Uredba (EU) br. 1287/2013

²² 2014/C 19/04

²³ Poslovni anđeli su pojedinačni ulagači s iskustvom u poslovanju koji osiguravaju kapital za novoosnovana poduzeća.

modeli kao što su kreditiranje *peer-to-peer* i druge vrste nebankarskih izravnih zajmova za financiranje MSP-ova i novoosnovanih poduzeća. Komisija pozdravlja mišljenja o tome postoje li prepreke za pružanje i rast tih usluga koje dopunjuju bankarske zajmove.

Pitanja

10) Kojim političkim mjerama bi se institucionalni ulagači mogli potaknuti na pribavljanje i ulaganje većih iznosa te u širi spektar imovine, osobito u dugoročne projekte, osnivanje novih poduzeća i MSP-ove.

11) Koje mjere bi se mogle poduzeti za smanjenje troškova upraviteljima fondova za osnivanje i komercijalizaciju fondova diljem EU-a? Koje prepreke sprečavaju fondove da profitiraju od ekonomije razmjera?

12) Bi li rad na prilagođenom tretmanu infrastrukturnih ulaganja trebalo usmjeriti na određene podgrupe imovine koje se mogu jasno odrediti? Ako da, koje od njih bi Komisiji trebale biti prioritet u budućim revizijama bonitetnih pravila, kao što su CRDIV/CRR i Solventnost II?

13) Bi li uvođenje standardiziranog proizvoda ili uklanjanje postojećih prepreka za prekogranični pristup ojačalo jedinstveno tržište mirovinskog osiguranja?

14) Bi li promjene uredbi o europskim fondovima poduzetničkog kapitala i europskim fondovima za socijalno poduzetništvo olakšale upraviteljima većih fondova EU-a vođenje tih vrsta fondova? Koje bi se još promjene po potrebi mogle provesti za povećanje broja tih vrsta fondova?

15) Kako EU može dodatno razvijati privatni i poduzetnički kapital kao alternativni izvor financiranja gospodarstva? Osobito, kojim bi se mjerama mogli povećati razmjeri fondova poduzetničkog kapitala i poboljšati mogućnosti izlaska za ulagače poduzetničkog kapitala?

16) Ima li prepreka za sigurno povećanje bankarskih i nebankarskih izravnih zajmova društvima koja trebaju financiranje?

Poticanje ulaganja malih ulagača

Interes malih ulagača za izravno ulaganje u tržišta kapitala općenito je slab u EU-u i pretežno je usmjereno na skupna institucionalna ulaganja. Međutim, europska kućanstva imaju znatnu uštedevinu na bankovnim računima koja bi se u nekim slučajevima mogla iskoristiti produktivnije. Smanjenje kamatnih stopa na depozite moglo bi biti poticaj kućanstvima da više svoje financijske imovine premjeste iz banaka na tržište vrijednosnih papira.

Proizvodi uzajamnih fondova, kao što je UCITS, popularni su među malim ulagačima koji ulažu u tržišta kapitala. Unatoč tome stopa izravnih ulaganja malih ulagača u UCITS i dalje je relativno niska: 2013. privatna kućanstva činila su samo 26 % udjela u investicijskim fondovima u europodručju²⁴. Kako bi se među proizvodima investicijskih fondova osigurao

²⁴ Fact Book 2014, European Fund and Asset Management Association

veći izbor i povećana konkurentnost, Komisiju zanimaju mišljenja na koji bi se način mogla povećati prekogranična ulaganja malih ulagača u UCITS.

Malim će ulagačima ulaganja u tržišta kapitala biti privlačna samo ako imaju povjerenja u njih i u financijske posrednike koji na njima djeluju te ako smatraju da uz sigurnost za svoje štedne uloge mogu dobiti veći povrat. Vraćanje povjerenja ulagača ključna je zadaća i izazov za financijski sektor. Jačanje financijske pismenosti također bi potrošačima omogućilo da učinkovitije i lakše odaberu financijske proizvode te da ih lakše usporede. Postoji niz nacionalnih programa za poboljšanje financijske pismenosti i obrazovanja te projekt EU-a „Consumer Classroom”. U nekim slučajevima mogu biti korisni standardiziraniji ili jednostavniji financijski proizvodi kakvi su dostupni u nekim državama članicama.

Propisi i nadzor mogu pridonijeti jačanju povjerenja ulagača. Direktivom MIFID II²⁵ i drugim propisima Europskom nadzornom tijelu za vrijednosne papire i tržišta kapitala (ESMA) i Europskom tijelu za nadzor osiguranja i mirovinskog sustava (EIOPA) dane su veće ovlasti za zaštitu ulagača. Kako je navedeno u Komisijinoj zadnjoj reviziji europskih nadzornih tijela (ESA)²⁶, njihove ovlasti u području zaštite potrošača/ulagača mogle bi se razjasniti i povećati tamo gdje je potrebno.

Povećanjem prekogranične konkurentnosti u financijskim uslugama za građanstvo mogao bi se povećati izbor, smanjiti cijene i poboljšati usluge. Tome bi mogle pridonijeti financijske usluge koje se pružaju preko elektroničkih ili mobilnih uređaja pod uvjetom da se mogu riješiti problemi povezani sa zaštitom od prijevare, hakiranja i pranja novca, a da korištenje klijentima i dalje bude jednostavno. Komisija će započeti s pripremnim radnjama kojima će se ispitati kako jedinstveno tržište financijskih usluga za građanstvo može klijentima biti još korisnije.

Pitanja

17) Kako povećati prekogranična ulaganja malih ulagača u UCITS?

18) Kako europska nadzorna tijela mogu dodatno pridonijeti zaštiti potrošača i ulagača?

19) Kojim političkim mjerama bi se mogla povećati ulaganja malih ulagača? Što bi se još moglo učiniti kako bi se pružila veća kontrola i zaštitili građani EU-a kod pristupa tržištu kapitala?

20) Postoje li na nacionalnoj razini najbolje prakse za razvoj jednostavnih i transparentnih investicijskih proizvoda za potrošače koje se mogu razmjenjivati?

Privlačenje međunarodnih ulaganja

Kako bi privukla strana ulaganja, europska tržišta kapitala moraju biti otvorena i konkurentna u svijetu, dobro regulirana i integrirana, što znači da se moraju očuvati europski standardi za osiguravanje integriteta tržišta, financijske stabilnosti i zaštite ulagača. S obzirom na globalni

²⁵ Direktiva 2014/65/EU o izmjeni Direktive 2002/92/EZ i Direktive 2011/61/EU

²⁶ COM(2014) 509

karakter tržišta kapitala važno je da se pri razvoju unije tržišta kapitala vodi računa o širem globalnom kontekstu.

Iako je smanjenje bruto protoka kapitala nakon krize utjecalo na sve regije, EU (a osobito europodručje) je pretrpio najveće gubitke bruto priljeva i odljeva kapitala u postotku BDP-a. Sve sastavnice bruto priljeva kapitala (portfeljna ulaganja, strana izravna ulaganja i bankarski krediti) bile su u 2013. niže nego u 2007.

Prema podacima Međunarodnog monetarnog fonda (MMF) na kraju 2013. ukupna prekogranična portfeljna ulaganja u svijetu iznosila su 25 bilijuna EUR. Ukupna prekogranična portfeljna ulaganja među državama članicama EU-a iznosila su 9,6 bilijuna EUR, dok su portfeljna ulaganja koja dolaze izvan EU-a iznosila 5 bilijuna EUR. To znači da još uvijek ima puno prostora za privlačenje dodatnih ulaganja u vlasničke i dužničke instrumente iz trećih zemalja.

Međunarodna trgovinska i investicijska politika EU-a²⁷ ima važnu ulogu u poticanju međunarodnih ulaganja. Međunarodnim sporazumima o trgovini i ulaganjima liberalizira se kretanje kapitala, regulira pristup tržištu i ulaganja, među ostalim i za pružanje financijskih usluga, te se može pridonijeti postizanju odgovarajuće razine zaštite ulagača u Europi i jednaki uvjeti tržišnog natjecanja u cijelom EU-u²⁸. Uz to Komisija pridonosi međunarodnom radu na slobodnom kretanju kapitala, primjerice Kodeksu OECD-a o liberalizaciji kretanja kapitala.

Trebalo bi olakšati izravnu komercijalizaciju investicijskih fondova i ostalih investicijskih instrumenata EU-a u trećim zemljama. To bi se moglo postići uklanjanjem prepreka financijskim institucijama i uslugama EU-a za pristup tržištima trećih zemalja i, ako je potrebno, otvaranjem tržišta za prekogranično upravljanje imovinom u budućim trgovinskim sporazumima.

S obzirom na ta kretanja Komisiju zanimaju mišljenja o mjerama koje bi se mogle poduzeti kako bi tržišta EU-a bila privlačnija međunarodnim ulagačima.

Pitanja

21) Mogu li se u području reguliranja financijskih usluga poduzeti dodatne mjere kojima bi se osiguralo da EU bude međunarodno konkurentan i privlačan za ulaganja?

22) Koje bi se mjere mogle poduzeti kako bi se poduzećima iz EU-a olakšao pristup ulagačima i tržištima kapitala u trećim zemljama?

4.3. Poboljšanje djelotvornosti tržišta – posrednici, infrastruktura i širi pravni okvir

Jedinstveni pravilnik, izvršavanje i tržišno natjecanje

²⁷ COM (2010) 343

²⁸ Svojim trgovinskim i investicijskim sporazumima EU također nastoji osigurati prikladna jamstva za očuvanje odgovarajuće zaštite u područjima kao što su sigurnost, zdravlje, zaštita okoliša i kulturna raznolikost.

Izrada jedinstvenog pravilnika u proteklim godinama velik je korak prema usklađenijem regulatornom okviru za tržišta kapitala na kojima je moguće prekogranično natjecanje poduzeća pod jednakim uvjetima. Uspjeh jedinstvenog pravilnika ovisi i o učinkovitoj provedbi i dosljednom izvršavanju pravila. Države članice još uvijek mogu neke ključne propise EU-a dopuniti dodatnim zahtjevima, što može dovesti do takozvane „pretjerane regulacije”, a pojavili su se i problemi u pogledu različitih tumačenja pravila. Komisija u suradnji s državama članicama i europskim nadzornim tijelima radi na osiguravanju pravilne provedbe i izvršavanja financijskog zakonodavstva EU-a u praksi.

Tržišno natjecanje ima ključnu ulogu u osiguravanju najboljih proizvoda i usluga po primjerenim cijenama za potrošače te u osiguravanju toga da se investicijski tokovi usmjeravaju prema najproduktivnijim svrhama. Gdje je to moguće, treba ukloniti prepreke ulasku konkurenata i osigurati im pristup infrastrukturi financijskog tržišta. Kako bi podržala djelotvornija tržišta kapitala koja dobro funkcioniraju, Komisija je zadnjih godina pokrenula nekoliko predmeta koristeći se svojim ovlastima u području tržišnog natjecanja. Komisija će i dalje osiguravati strogu provedbu prava tržišnog natjecanja kako bi se izbjeglo ograničavanje ili narušavanje tržišnog natjecanja, što bi utjecalo na nastanak integriranih tržišta kapitala koja dobro funkcioniraju.

Načelo slobodnog kretanja kapitala također treba provoditi kako bi se uklonile neopravdane prepreke tokovima ulaganja u EU-u. Na primjer, zahtjeve koje države članice domaćini nameću tržišnim subjektima s europskom „putovnicom” za stavljanje proizvoda u promet koju im je dodijelila matična država članica u nekim slučajevima može se smatrati neopravdanom preprekom slobodnom kretanju kapitala. Stabilnijim, transparentnijim i predvidljivijim okvirom za ulagače moglo bi se doprinijeti rastu povjerenja u jedinstveno tržište i povećanju njegove privlačnosti kao mjesta za dugoročno ulaganje.

Usklađenost nadzora

Iako su regulatorni okviri za tržišta kapitala većinom usklađeni, uspjeh reformi ovisi i o provedbi te dosljednom izvršavanju pravila. Europska nadzorna tijela imaju ključnu ulogu u promicanju usklađenosti. Komisija je nedavno objavila izvješće o djelovanju europskih nadzornih tijela, a Europski sustav financijskog nadzora (ESFS)²⁹ naveo je niz područja u kojima su moguća kratoročna i srednjoročna poboljšanja. Komisija će i dalje nadzirati funkcioniranje i djelovanje europskih nadzornih tijela, kao i upravljanje njima te njihovo financiranje.

Europska nadzorna tijela imaju važnu ulogu u stalnom poticanju veće usklađenosti u području nadzora, promicanju i poticanju upotrebe stručnih pregleda te u provedbi primjerenih popratnih mjera. Osim toga, rješavanjem sporova gdje je to potrebno i upotrebom ovlasti za istraživanje u vezi s navodnim kršenjima prava EU-a mogla bi se olakšati dosljedna provedba i primjena prava EU-a na čitavom jedinstvenom tržištu.

Uloge europskih nadzornih tijela u tom kontekstu još se mogu razmotriti. Ovisno o mjeri u kojoj bi nacionalni sustavi nadzora mogli uzrokovati različite razine zaštite ulagača i prepreke prekograničnom poslovanju te obeshrabiliti poduzeća od traženja sredstava u drugim državama članicama, europska nadzorna tijela mogla bi imati novu ulogu u ostvarivanju veće usklađenosti.

²⁹ COM(2014) 509

Podaci i izvješćivanje

Razvojem zajedničkih podataka i zajedničkog izvješćivanja u čitavom EU-u mogla bi se potaknuti snažnija integracija tržišta kapitala. Na primjer, na tržištima vlasničkih instrumenata konsolidirani podaci ključni su za osiguravanje kvalitete, dostupnosti i pravovremenosti informacija o postupku nakon trgovanja. Pokaže li se da su tržišni naponi preslabi za osiguravanje konsolidiranih podataka koji bi bili lako dostupni i korisni za sudionike na tržištu na opravdanoj komercijalnoj osnovi, možda će trebati razmotriti druga rješenja, uključujući povjeravanje zadaće konsolidacije podataka nekom komercijalnom subjektu. Komisija će također pokušati osigurati da se širenje konsolidiranih informacija uz komercijalno opravdane uvjete nesmetano odvija.

I učinkovitiji pristupi izvješćivanju o nadzoru i tržištima koji uključuju nacionalna tijela ili ESMA-u, primjerice u pogledu zajedničkih informatičkih pristupa određenim zahtjevima za izvješćivanje, mogli bi biti korisni sudionicima na tržištu. Dobrodošla su mišljenja u pogledu potrebe i mogućnosti za daljnji rad na poboljšanju podataka i izvješćivanja u EU-u.

Tržišna infrastruktura i zakonodavstvo o vrijednosnim papirima

Tržišna infrastruktura i zakonodavstvo o vrijednosnim papirima osnova su za ulaganja, a propisi koji se odnose na njih ključni su čimbenici za djelotvornost i lakoću provedbe ulaganja. Regulatorni okvir koji se odnosi na tržišne infrastrukture trenutno se uspostavlja, a uključuje zakonodavstvo kojim se osigurava stabilnost središnjih drugih ugovornih strana i središnjih depozitorija vrijednosnih papira te projekt Target2Securities, koji je pokrenuo Eurosustav. Kako je najavljeno u programu rada Komisije, Komisija namjerava podnijeti zakonodavni prijedlog za stvaranje europskog okvira za oporavak i sanaciju financijskih institucija od sistemskog značaja, primjerice središnjih drugih ugovornih stranaka. Međutim, postoje neki aspekti u kojima bi moglo biti prostora za nova poboljšanja, a povezani su s tržišnim infrastrukturama koje podržavaju trgovanje.

Kolateral je ključan dio financijskog sustava jer se na njemu temelji velik broj transakcija i služi kao sigurnosna mreža u slučaju problema. Fluidnost kolaterala u EU-u trenutno je ograničena, čime se sprječava učinkovitost tržišta. Od početka financijske krize potražnja za kolateralom raste, a potiču je tržišna potražnja za sigurnijim financiranjem i novi regulatorni zahtjevi propisani Uredbom o infrastrukturi europskog tržišta (EMIR)³⁰ i Uredbom o kapitalnim zahtjevima (CRR)³¹. Zbog porasta potražnje za kolateralom postoji rizik da se isti vrijednosti papiri upotrebljavaju kao potpora za više transakcija kao prije krize i radi se na analizi tih problema na međunarodnoj razini. Dobrodošla su mišljenja u pogledu potrebe za radom na olakšavanju prikladno reguliranog toka kolaterala u EU-u.

Osim toga, iako je ostvaren znatan napredak u usklađivanju pravila potrebnih za transparentnost i integraciju tržišta vrijednosnih papira, **zakonodavstvo koje se odnosi na prava ulagača u vrijednosne papire razlikuje se u državama članicama**. Zbog toga ulagači imaju poteškoće pri procjeni rizika za kapitalna ulaganja u različitim državama članicama. Rasprave o tom problemu započele prije više od jednog desetljeća drugim Giovaninnijevim izvješćem iz 2003. Taj je problem složen jer se na njega odnose imovinsko pravo, ugovorno pravo, gospodarsko pravo i stečajno pravo, kao i pravo u pogledu držanja vrijednosnih papira i sukoba zakona. Neki smatraju da usklađivanje na razini EU-a i

³⁰ Uredba (EU) br. 648/2012

³¹ Uredba (EU) br. 575/2013 i o izmjeni Uredbe (EU) br. 648/2012

jedinstvena definicija vrijednosnih papira za čitav EU nisu potrebni. Osim toga, tvrdi se da će se pokretanjem projekta Target 2 Securities sredinom 2015. ukloniti pravni i operativni rizici povezani s prijenosom i držanjem vrijednosnih papira među nadležnostima i smanjiti troškovi te da bi se mogao povećati iznos prekograničnih ulaganja. S obzirom na ta ograničenja, dobrodošla su mišljenja u pogledu izvedivosti i poželjnosti ciljanih promjena zakonodavstva u pogledu pravila o posjedovanju vrijednosnih papira kojima bi se moglo bitno doprinijeti integriranim tržištima kapitala.

Drugi važan aspekt razvoja paneuropskog tržišta vrijednosnih papira i financijskih kolaterala te drugih aktivnosti, poput faktoringa, jest ostvarivanje veće pravne sigurnosti u slučajevima prekograničnog prijenosa potraživanja i redoslijeda važnosti takvih prijenosa, posebno u slučajevima poput insolventnosti. Komisija će 2015. objaviti izvješće u kojem će navesti probleme i moguća rješenja.

Banke imaju ključnu ulogu, ne samo u kreditiranju nego i u posredovanju na tržištima kapitala, prvenstveno osiguravanjem likvidnosti održavanjem tržišta. Nekim istraživanjima uočeni su znakovi smanjenja likvidnosti u nekim segmentima tržišta, a uočeno je i da je likvidnost možda podcijenjena uoči krize. Pad likvidnosti neki pripisuju potrebi za korekcijom na tržištu te padu tržišnog povjerenja u razdoblju nakon krize, a drugi ga pripisuju globalnim regulatornim mjerama donesenima nakon krize. Komisiju zanimaju mišljenja u pogledu načina za ostvarivanje povoljnijih i stabilnih uvjeta likvidnosti, a posebno u pogledu mogućnosti poduzimanja mjera za potporu likvidnosti u ranjivim segmentima te mogućih prepreka za ulazak novih sudionika na tržište koji mogu doprinijeti izjednačavanju kupaca i prodavača.

Pravo trgovačkih društava, korporativno upravljanje, insolventnost i oporezivanje

EU ima propise u području **korporativnog upravljanja** (npr. o izvješćima o korporativnom upravljanju³² i o prekograničnom izvršavanju prava dioničara³³), ali ono često ostaje u nadležnosti nacionalnog prava i standardâ. Nakon financijske krize u okviru dva savjetovanja provedena je ocjena okvira EU-a za korporativno upravljanje³⁴. Cilj je revizije direktive o pravima dioničara koja je u tijeku potaknuti institucijske ulagače i upravitelje imovinom da trgovačkim društvima osiguraju dugoročniji kapital.

Zaštitom **prava manjinskih dioničara poboljšava se korporativno upravljanje i povećava privlačnost trgovačkih društava za strane ulagače** jer oni su često manjinski ulagači. Drugi je aspekt zdravog korporativnog upravljanja učinkovitost upravnih odbora trgovačkih društava u pogledu kontrole nad upraviteljima trgovačkih društava. Budući da upravni odbori trgovačkih društava štite interese ulagača, učinkoviti upravni odbori koji dobro funkcioniraju ključni su za privlačenje ulaganja.

Unatoč nekoliko direktiva o pravu trgovačkih društava³⁵, poduzeća se još susreću s važnim preprekama **prekograničnoj mobilnosti i restrukturiranju**. Daljnjim reformama prava trgovačkih društava moglo bi se olakšati uklanjanje prepreka prekograničnom uspostavljanju i poslovanju trgovačkih društava.

³² Direktiva 2006/46/EZ

³³ Direktiva 2007/36/EZ

³⁴ COM(2010) 284 i COM(2011) 164

³⁵ Uredba Vijeća 2157/2001 i Direktiva 2005/56/EZ.

Različitim nacionalnim **pravilima o sukobima zakona** u pogledu unutarnjeg funkcioniranja trgovačkog društva može se uzrokovati pravna nesigurnost jer može doći do situacije u kojoj trgovačko društvo istovremeno podliježe zakonima nekoliko država članica, primjerice u slučajevima kad je trgovačko društvo osnovano u jednoj državi članici, a većinu poslovanja obavlja iz druge države članice.

Rasprave u pogledu usklađivanja materijalnog **zakonodavstva o insolventnosti** u proteklih 30 godina sporo se razvijaju zbog složenosti tog pitanja, ali ostvaren je znatan napredak u području pravila o sukobima zakona za prekogranične postupke u slučajevima insolventnosti³⁶. Međutim, nacionalni okviri za insolventnost još se razlikuju u osnovnim obilježjima i učinkovitosti³⁷. Smanjenjem tih različitosti moglo bi se doprinijeti nastanku paneuropskih tržišta vlasničkih instrumenata i dužničkih financijskih instrumenata jer će se time smanjiti nesigurnost za ulagače koji će morati procjenjivati rizike u nekoliko država članica. Osim toga, nedostatkom ili neprimjerenošću pravila kojima se omogućuje rano restrukturiranje dugova u mnogim državama članicama, nedostatkom odredbi o „drugoj prilici” te predugim i preskupim službenim postupcima u slučaju insolventnosti može se uzrokovati niske stope oporavka za vjerovnike i obeshrabriti ulagače. U cilju ostvarivanja napretka u pogledu insolventnosti Komisija je donijela preporuku o novom pristupu stečaju i insolventnosti³⁸, u kojoj potiče države članice da uvedu postupke ranog restrukturiranja i odredbe o „drugoj prilici”. U preporuci se također poziva države članice da razmotre primjenu tih načela na prezaduženost i stečaje potrošača. Ocjena preporuke predviđena je za 2015.

Zbog razlika u **poreznim režimima** država članica može biti otežan razvoj jedinstvenog tržišta kapitala. Te razlike mogu uzrokovati prepreke prekograničnim ulaganjima, primjerice u područjima mirovina ili životnog osiguranja. Kao dodatak Bijeloj knjizi o mirovinama³⁹ Komisija je provela studiju diskriminirajućih pravila povezanih s kapitalom, doprinosima i isplatama u područjima mirovina i životnih osiguranja. Komisija će poslije po potrebi djelovati ako uoči bilo kakva diskriminirajuća pravila, diskriminirajuća pravila o porezu na prekogranična ulaganja trgovačkih društava u području životnog osiguranja i mirovinskih fondova u području nekretnina. Nastavlja se i rad na **pojednostavljenju postupaka za olakšice pri oporezivanju na izvoru u postupcima nakon trgovanja**.

Osim poreznog tretmana različitih sudionika na tržištima u državama članicama, postoje razlike i u poreznom tretmanu različitih vrsta financiranja, što bi moglo izazvati narušavanje. Na primjer, razlike u poreznom tretmanu financiranja dugova i vlasničkih instrumenata mogle bi uzrokovati snažnije oslanjanje trgovačkih društava na financiranje dugova i bankovno financiranje. Također, zbog razlika u definicijama duga i vlasničkih instrumenata te u njihovom poreznom tretmanu u državama članicama, uključujući odnos s regulatornim instrumentima kapitala, moglo bi se otežati osiguravanje jednakih uvjeta, rascjepkati tržišta te stvoriti prilike za preusmjerenje dobiti.

Konačno, osiguravanje financiranja posebno je teško za nova trgovačka društva jer nemaju kolateral ni već ostvarene rezultate koji bi poslužili kao osiguranje za davatelje financijskih sredstava. S druge strane, nova trgovačka društva vjerojatno će uvesti inovacije kojima će

³⁶ Uredbu 1346/2000 o stečajnom postupku tijekom 2015. zamijenit će se poboljšanim pravnim instrumentom

³⁷ Radni dokument službi Komisije (2014) 61 završna verzija

³⁸ Preporuka Komisije C(2014) 1500

³⁹ Bijela knjiga „Plan za primjerene sigurne i održive mirovine” donesena je 16. veljače 2012., a temelji se na savjetovanju za Zelenu knjigu iz 2010. U toj Bijeloj knjizi navode se izazovi za prikladnost i održivost mirovinskih sustava i predstavlja se niz političkih mjera na razini EU-a.

dovesti u pitanje tržišni položaj velikih uspješnih tvrtki. Zaključak je nedavne studije koju je naručila Europska komisija⁴⁰ da je primjena **poreznih poticaja za izdatke za istraživanje i razvoj** na mlada i inovativna trgovačka društva učinkovita praksa.

Tehnologija

Brzi razvoj novih tehnologija, koje su, primjerice, doprinijele razvoju elektroničkih platformi za trgovanje, visokofrekventnog trgovanja i takozvanih „FinTech” (financijsko-tehnoloških) trgovačkih društava važan je pokretač integracije tržišta kapitala. „FinTech” se može definirati kao kombinacija inovativnih financijskih usluga i dostupnosti kapitala upotrebom novih (digitalnih) tehnologija, primjerice skupnim financiranjem. Prema nedavnom izvješću, od 2008. globalna ulaganja u FinTech trgovačka društva utrostručila su se i 2013. iznosila su gotovo tri milijarde dolara; taj se trend nastavlja i predviđa se da će globalna ulaganja do 2018. narasti na osam milijardi dolara⁴¹.

Europsko i nacionalno pravo trgovačkih društava ne prati tehnološki razvoj, a primjer je za to nedovoljna **integracija korisnih strana digitalizacije**. Razmjena informacija između trgovačkih društava, dioničara i tijela javne uprave još se često provodi u papirnatom obliku. Na primjer, u mnogim trgovačkim društvima dioničari još ne mogu glasovati elektronički i ne postoji internetski sustav za registraciju trgovačkih društava za čitavu Europu. Upotrebom modernih tehnologija u tim područjima mogli bi se smanjiti troškovi i tereti, a mogla bi se i osigurati učinkovitija komunikacija, posebno u prekograničnom kontekstu.

Pitanja:

23) *Postoje li mehanizmi za poboljšanje funkcioniranja i učinkovitosti tržišta koja nisu obuhvaćena ovom knjigom, a posebno u područjima funkcioniranja i likvidnosti tržišta vlasničkih instrumenata i obveznica?*

24) *Postoje li, prema vašem mišljenju, područja u kojima je jedinstveni pravilnik još nedovoljno razvijen?*

25) *Mislite li da su ovlasti europskih nadzornih tijela za osiguravanje dosljednog nadzora dovoljne? Koje bi dodatne mjere u pogledu nadzora na razini EU-a bitno doprinijele razvoju unije tržišta kapitala?*

26) *Uzmemo li u obzir prethodna iskustva, postoje li ciljane promjene pravila o posjedovanju vrijednosnih papira kojima bi se doprinijelo snažnijoj integraciji tržišta kapitala u EU-u?*

27) *Koje se mjere mogu poduzeti kako bi se poboljšao prekogranični tok kolaterala? Treba li raditi na poboljšanju prekogranične pravne provedivosti kolaterala i sporazuma o netiranju s pomoću zatvaranja?*

28) *Koje su glavne prepreke za integrirana tržišta kapitala koje proizlaze iz prava trgovačkih društava, uključujući korporativno upravljanje? Postoje li ciljane mjere koje bi mogle doprinijeti uklanjanju tih prepreka?*

29) *Koje bi posebne aspekte zakonâ o insolventnosti trebalo uskladiti kako bi se podržao nastanak paneuropskog tržišta kapitala?*

⁴⁰ CPB (2014.), „Studija poreznih poticaja za istraživanje i razvoj”, Taxation papers br. 52

⁴¹ <http://www.accenture.com/SiteCollectionDocuments/PDF/Accenture-Rise-of-Fintech-New-York.pdf>

30) *Koje prepreke u pogledu oporezivanja treba prve ukloniti za doprinos snažnije integriranim tržištima kapitala u EU-u i stabilnijoj strukturi financiranja na razini trgovačkog društva te s pomoću kojih instrumenata?*

31) *Kako EU najbolje može poduprijeti razvoj tržišta novih tehnologija i poslovnih modela kako bi se potaknula integrirana i učinkovita tržišta kapitala?*

32) *Postoje li drugi problemi koji nisu navedeni u ovoj Zelenoj knjizi, a za koje je, prema vašem mišljenju, potrebno djelovanje kako bi se ostvarila unija tržišta kapitala? Ako postoje, koji su to problemi i na koji se način može djelovati?*

ODJELJAK 5.: SLJEDEĆI KORACI

Na temelju ishoda ovog savjetovanja Komisija će odlučiti koje su mjere najvažnije kako bi se do 2019. postavili temelji za integriranu, dobro reguliranu, transparentnu i likvidnu uniju tržišta kapitala za svih 28 država članica. Osim podrške tržišnim inicijativama gdje je to moguće, djelovanje EU-a može se provesti i u obliku nezakonodavnih mjera, zakonodavstva, mjera i postupaka zbog povreda u pogledu tržišnog natjecanja te preporuka po državama članicama u okviru europskog semestra. Potiče se države članice da razmotre postoje li prepreke kojima su uzrok nacionalno zakonodavstvo i prakse te kako ih se može ukloniti na najbolji način.

Zainteresirane strane svoje odgovore na pitanja iz ove Zelene knjige mogu poslati do 13. svibnja 2015. s pomoću **upitnika na internetu**:

http://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/capital-markets-union/index_en.htm

Za vrijeme postupka savjetovanja Europska komisija:

- surađivat će s Europskim parlamentom kako bi dobila izravne povratne informacije od članova,
- poziva države članice da organiziraju savjetovanja i događaje s javnošću i zastupnicima u nacionalnim parlamentima kako bi se potaknula rasprava o tržištima kapitala na nacionalnoj razini, i
- organizirat će transparentne i uravnotežene radionice za savjetovanje s onima koji imaju posebnu tehničku stručnost (primjerice s akademskim osobljem i sudionicima na tržištu) kako bi dobila dobar uvid u određena pitanja.

Komisija će tijekom ljeta 2015. organizirati konferenciju kako bi zatvorila postupak savjetovanja. Kasnije tijekom 2015. objavit će se akcijski plan za uniju tržišta kapitala.