

Perspektive unije tržišta kapitala (CMU) u EU

Palčić, Barbara

Master's thesis / Specijalistički diplomski stručni

2018

Degree Grantor / Ustanova koja je dodijelila akademski / stručni stupanj: **RRiF College of Financial Management / RRiF Visoka škola za financijski menadžment**

Permanent link / Trajna poveznica: <https://um.nsk.hr/um:nbn:hr:198:309362>

Rights / Prava: [In copyright](#)/[Zaštićeno autorskim pravom.](#)

Download date / Datum preuzimanja: **2025-01-06**



Repository / Repozitorij:

[Repository of Final Examination Papers University of Applied Sciences RRiF - Final Examination Papers and Diploma Papers](#)



**RRiF VISOKA ŠKOLA ZA FINANCIJSKI MENADŽMENT U ZAGREBU
SPECIJALISTIČKI DIPLOMSKI STRUČNI STUDIJ KORPORATIVNE FINACIJE**

Barbara Palčić

**SPECIJALISTIČKI DIPLOMSKI STRUČNI RAD
PERSPEKTIVE UNIJE TRŽIŠTA KAPITALA (CMU) U EUROPSKOJ
UNIJI**

Zagreb, 2018.

RRiF VISOKA ŠKOLA ZA FINANCIJSKI MENADŽMENT U ZAGREBU
SPECIJALISTIČKI DIPLOMSKI STRUČNI STUDIJ KORPORATIVNE FINACIJE

SPECIJALISTIČKI DIPLOMSKI STRUČNI RAD
PERSPEKTIVE UNIJE TRŽIŠTA KAPITALA (CMU) U EUROPSKOJ
UNIJI

Ime i prezime studenta: Barbara Palčić

Matični broj studenta: 003/14-R-SDS

Mentor: dr.sc. Aljoša Šestanović, v. pred.

Zagreb, 2018.

NASLOV:

PERSPEKTIVE UNIJE TRŽIŠTA KAPITALA (CMU) U EUROPSKOJ UNIJI

SAŽETAK:

Kako bi ojačala tržišta kapitala Europske unije koja se nakon globalne financijske krize nalaze u teškoj situaciji, Europska komisija je 2015. pokrenula inicijativu pod nazivom unija tržišta kapitala. Inicijativa obuhvaća niz mjera kojima je cilj stvaranje istinski integriranog jedinstvenog tržišta kapitala do 2019. godine. Jačanjem europskih tržišta kapitala planira se povećati njihova uloga u financiranju europskog gospodarstva. Inicijativa će doprinijeti povećanju ulaganja, rastu gospodarstva i stvaranju novih radnih mjesta. Provedba inicijative se suočava s brojnim preprekama i izazovima. Konačni rezultati ovisiti će o kooperativnosti i prilagodbi država članica. Na sredini programskog razdoblja, 2017., objavljena je revizija Akcijskog plana. Zaključak revizije je da unija tržišta kapitala dobro napreduje i pridonosi boljem pristupu financiranju te većem stupnju održivosti ulaganja. Zbog gospodarskog i političkog stanja EU danas daljnji rad na uspostavi unije tržišta kapitala je važniji nego ikada. Akcijski plan za njeno uspostavljanje je ažuriran i dopunjen novim prioritetnim mjerama. Hrvatska kao članica EU aktivno radi na ispunjavanju mjera iz Akcijskog plana za postizanje unije tržišta kapitala. Posebno važna su dva projekta Zagrebačke burze: Progress tržište i Funderbeam South-East Europe.

KLJUČNE RIJEČI:

tržišta kapitala EU, unija tržišta kapitala, mala i srednja poduzeća, hrvatsko tržište kapitala

TITLE:

PERSPECTIVES OF CAPITAL MARKET UNION (CMU) IN THE EUROPEAN UNION

SUMMARY:

In order to strengthen the capital markets of the European Union which, after the global financial crisis, are in a tough situation, the European Commission launched an initiative called a capital market union in 2015. The initiative encompasses a series of measures aimed at creating a truly integrated single capital market by 2019. By strengthening the European capital market, it is planned to increase their role in financing the European economy. The initiative will contribute to increasing investment, growth in the economy and job creation. Implementation of the initiative is faced with numerous obstacles and challenges. The final results will depend on the cooperation and adaptation of member states. In the middle of the program period, 2017, an Action Plan revision was published. The conclusion of the audit is that the capital market union is well advanced and contributes to a better approach to financing and a higher degree of sustainability of investment. Due to the economic and political situation of the EU today, further work on the establishment of a capital market union is more important than ever. The action plan for its establishment has been updated and upgraded with new priority measures. Croatia as an EU member is actively working to fulfill the measures from the Action Plan to achieve capital market union. Particularly important are two projects of the Zagreb Stock Exchange: Progress Market and Funderbeam South-East Europe.

KEY WORDS:

EU capital markets, capital market union, small and medium enterprises, Croatian capital market

SADRŽAJ

1. UVOD.....	1
2. TRŽIŠTA KAPITALA KAO DIO FINANCIJSKOG SUSTAVA	3
2.1. Financijsko tržište i njegove funkcije.....	3
2.2. Tržišta kapitala.....	5
2.2.1. Pojam i funkcije tržišta kapitala.....	5
2.2.2. Sudionici na tržištu kapitala.....	7
2.2.3. Prikupljanje kapitala i trgovanje na tržištu kapitala.....	8
2.2.4. Institucije tržišta kapitala	10
2.2.5. Investitori na tržištu kapitala.....	11
2.2.6. Regulacija financijskog tržišta.....	12
2.2.7. Pokazatelji razvoja tržišta kapitala	12
2.2.8. Institucionalni temelji tržišta kapitala.....	17
2.2.9. Međunarodna tržišta kapitala.....	19
3. TRŽIŠTA KAPITALA EUROPSKE UNIJE.....	21
3.1. Analiza stanja europskih tržišta kapitala nakon krize	22
4. UNIJA TRŽIŠTA KAPITALA.....	44
4.1. Reforma financijskog sustava Europske unije	44
4.2. Temelji unije tržišta kapitala	45
4.3. Mjere za razvoj i integraciju tržišta kapitala	51
4.4. Akcijski plan za izgradnju unije tržišta kapitala	56
4.5. Akcijski plan unije i potencijali za mala i srednja poduzeća	60
4.6. Prepreke uspostavljanju unije tržišta kapitala	65
4.7. Stajališta institucionalnih entiteta o uniji tržišta kapitala	67
5. REVIZIJA AKCIJSKOG PLANA 2017.	70
5.1. Postignuća u uspostavljanju unije tržišta kapitala	70

5.2.	Novi izazovi uspostavljanju unije tržišta kapitala	71
5.3.	Nove prioritetne mjere za uspostavljanje unije tržišta kapitala.....	73
6.	UNIJA TRŽIŠTA KAPITALA U KONTEKSTU RAZVITKA FINANCIJSKOG TRŽIŠTA U HRVATSKOJ	76
6.1.	Zagrebačka burza	76
6.2.	Analiza stanja hrvatskog tržišta kapitala	76
6.2.1.	Usporedba Zagrebačke burze sa austrijskim tržištem kapitala	78
6.3.	Rezultati unije tržišta kapitala u Hrvatskoj	82
7.	ZAKLJUČAK.....	90
	POPIS LITERATURE	93
	POPIS GRAFIKONA, SLIKA I TABLICA.....	99

1. UVOD

Najvažniji izvor vanjskog financiranja poduzeća su bankovno kreditiranje i tržišta kapitala. Zbog nerazvijenosti europskih tržišta kapitala, pri prikupljanju financijskih sredstava od vanjskih izvora europska poduzeća se tradicionalno više oslanjaju na bankovno financiranje.

I tržišta kapitala Europske unije i europski bankarski sektor se nakon globalne financijske krize koja je započela 2007./2008. godine nalaze u teškoj situaciji. Na tržištima kapitala se bilježi pad prekograničnih ulaganja, a ulagači se povlače na domaća tržišta. Otežani su i uvjeti bankovnog kreditiranja. Bankovni krediti su postali skuplji i manje dostupni, a posebno je problematično kreditiranje malih i srednjih poduzeća koja čine najveći dio europskog privatnog sektora. Došlo je do pada stope ulaganja što dugoročno loše utječe na gospodarstvo, a nezaposlenost je naglo porasla.

Kao odgovor na takvo stanje u gospodarstvu, Europska komisija je pokrenula niz mjera s ciljem oporavka. Započela je ambicioznu reformu europskog financijskog sektora koja je još uvijek u tijeku. Kako bi ojačala banke pokrenula je inicijativu pod nazivom bankarska unija, a kako bi ojačala tržišta kapitala pokrenula je inicijativu pod nazivom unija tržišta kapitala. Inicijativa unija tržišta kapitala pokrenuta je u rujnu 2015. godine, a obuhvaća niz mjera kojima je cilj stvaranje istinski integriranog jedinstvenog tržišta kapitala do 2019. godine. Jačanjem europskih tržišta kapitala planira se povećati uloga tržišta kapitala u financiranju europskog gospodarstva što će smanjiti ovisnost o bankovnom financiranju.

Ovaj diplomski rad bavi se analizom inicijative unija tržišta kapitala i njezinih perspektiva. Svrha rada je postavljanje unije tržišta kapitala u širi kontekst gospodarskog razvoja Europske unije i Hrvatske kao njezine najnovije države članice. Cilj rada je istražiti uzroke koji su doveli do uvođenja ove inicijative, detaljno analizirati mjere koje će se u sklopu inicijative provesti te razmotriti perspektive inicijative za hrvatsko tržište kapitala.

Rad se sastoji od sedam poglavlja. Prvi dio odnosi se na uvod.

Drugo poglavlje donosi teorijske postavke o tržištu kapitala. U poglavlju se pobliže definiraju pojam tržišta kapitala, njegove funkcije, sudionici, institucije, investitori i način regulacije. Također se navode najvažniji pokazatelji razvoja tržišta kapitala te se detaljnije objašnjavaju institucionalni temelji koji su uvjet za razvoj tržišta. U posljednjem dijelu poglavlja

objašnjava se razlika između nacionalnih i međunarodnih tržišta kapitala te se uvodi pojam tržišta kapitala Europske unije.

Treće poglavlje započinje kratkim opisom pravne prirode trgovine kapitalom između država članica Europske unije. U glavnom dijelu trećeg poglavlja provodi se detaljna analiza europskih tržišta kapitala u razdoblju nakon financijske krize te su adresirani ključni problemi njihovog funkcioniranja: fragmentacija, mala veličina, teškoća pristupa za mala i srednja poduzeća i drugi.

U četvrtom poglavlju rada iznose se ključne mjere koje je EU donijela kako bi riješila negativno stanje na svojim financijskim tržištima. Opisuje se glavna inicijativa Europske komisije namijenjena oporavku i napretku jedinstvenog tržišta kapitala EU: unija tržišta kapitala. Iznesene su temeljne postavke, ciljevi i svrha inicijative. Opisane su detaljne mjere za postizanje unije tržišta kapitala, nakon čega je naveden akcijski plan ostvarivanja inicijative do 2019. godine. Posebna pažnja posvećena je dijelu akcijskog plana koji se odnosi na mala i srednja poduzeća koja su ključan dio gospodarstva EU. Navedene su i glavne prepreke uspostavljanju unije tržišta kapitala te stajališta važnih institucionalnih entiteta o potencijalu ove inicijative.

Peto poglavlje bavi se revizijom akcijskog plana koja je objavljena na sredini provedbenog razdoblja inicijative. Razmatra se što je od planiranih koraka Europske komisije postignuto u prve dvije godine od njenog pokretanja. Zatim je opisano općenito stanje europskog gospodarstva 2017. kako bi inicijativu mogli uklopiti u širi kontekst gospodarstva EU. Uspostavljanje unije tržišta kapitala danas je suočeno s novim izazovima pa su shodno tome izmijenjene prioritetne mjere za postizanje inicijative do 2019., a koje su to mjere navodi se u trećem dijelu poglavlja.

U šestom poglavlju „Unija tržišta kapitala u kontekstu razvitka financijskog tržišta u Hrvatskoj“ opisane su promjene na hrvatskom tržištu kapitala uvedene nakon 2015. koje se mogu promatrati kao rezultat unije tržišta kapitala. Posebna pažnja posvećuje se uvođenju Progress tržišta namijenjenog malim i srednjim poduzećima.

Sedmi dio rada odnosi se na zaključak u kojem se iznosi kratki osvrt na cjelokupan rad.

2. TRŽIŠTA KAPITALA KAO DIO FINANCIJSKOG SUSTAVA

2.1. Financijsko tržište i njegove funkcije

Tržište je mjesto na kojem se susreću ponuda i potražnja za nekim dobrom. Na financijskom tržištu se susreću ponuda i potražnja za novcem u bilo kojem obliku, odnosno za različitim financijskim instrumentima. U procesu ponude i potražnje na financijskom tržištu sudjeluju ponuđači i potražitelji: ponuđači raspolažu sa viškom financijskih sredstava, dok potražitelji imaju manjak financijskih sredstava.¹ Osnovna funkcija financijskog tržišta je usmjeravanje sredstava od štediša-zajmodavaca ka potrošačima-zajmoprimaca, a to mogu obavljati na dva načina:

- putem izravnog financiranja pri čemu zajmoprimci sredstva posuđuju izravno od zajmodavaca na financijskim tržištima prodajući im vrijednosnice;
- putem neizravnog financiranja (tzv. financijsko posredovanje ili intermedijacija) koje uključuje financijskog posrednika koji stoji između zajmodavca i zajmoprimca i pomaže transferirati sredstva od jednog ka drugom.² Ponuđači i potražitelji u odnosu ponude i potražnje najčešće ulaze upravo preko posrednika zbog kompleksnosti financijskog tržišta. Financijski posrednici su financijske institucije koje poslovanje na financijskom tržištu čine efikasnijim (to su većinom bankarske, no mogu biti i nebankarske institucije – najčešće osiguravajuća društva, investicijski fondovi i mirovinski fondovi).³

Financijska tržišta obavljaju ekonomsku funkciju usmjeravanja sredstava od kućanstva, poduzeća i vlada koji su uštedjeli višak sredstva ka onima kojima sredstva nedostaju, stoga su ključna u postizanju učinkovite alokacije kapitala čime pridonose većoj proizvodnji i učinkovitosti ukupnog gospodarstva. Dobro funkcioniranje financijskih tržišta i financijskih posrednika ključno je za zdravlje gospodarstva.⁴ Učinkovit financijski sustav pridonosi ekonomskom blagostanju, stabilnosti i rastu, dok neučinkovitost financijskog sustava može imati dalekosežne negativne posljedice na širu ekonomiju.⁵

¹ Cingula, M. i Klačmer Čalopa, M. (2009). Financijske institucije i tržišta kapitala. Varaždin: FOI, str. 1-19.

² Mishkin, F.S. (2010). Ekonomija novca, bankarstva i financijskih tržišta. Zagreb: Mate d.o.o., str. 1-65.

³ Cingula, M. i Klačmer Čalopa, M. (2009). Financijske institucije i tržišta kapitala. Varaždin: FOI, str. 1-19.

⁴ Mishkin, F.S. (2010). Ekonomija novca, bankarstva i financijskih tržišta. Zagreb: Mate d.o.o., str. 1-65.

⁵ Europska komisija (2015). Politike Europske unije: Bankarstvo i financije. Luxembourg: Ured za publikacije Europske unije, str. 3-12.

Financijska tržišta se dijele na manje segmente prema različitim kriterijima:

- prema kriteriju zavisnosti od oblika trgovine financijskim instrumentima dijele se na primarna (emisijska) i sekundarna tržišta.⁶ Primarna tržišta su financijska tržišta na kojima korisnici sredstava, npr. korporacije, prikupljaju sredstva putem novih emisija financijskih instrumenata (obveznica ili dionica). Prodaja na primarnom tržištu može imati oblik javne ponude (emisija dionica se nudi općoj investitorskoj javnosti) ili privatnog plasmana (dionice prodaju privatno ograničenom broju velikih investitora).⁷ Na sekundarnim tržištima se, nakon prve prodaje, vrši daljnji promet vrijednosnim papirima, a imaju dvije važne funkcije: omogućuju lakšu i bržu prodaju financijskih instrumenata čime oni postaju likvidniji, a povećana likvidnost tih instrumenata potom ih čini privlačnijima te je tako poduzeću koje ih izdaje olakšana prodaja na primarnom tržištu, te određuju cijenu vrijednosnice koju poduzeće izdavatelj prodaje na primarnom tržištu.
- prema kriteriju pribavljanja financijskih instrumenata, financijska tržišta se dijele na tržišta dužničkog i vlasničkog kapitala, naime sredstva se mogu prikupiti izdavanjem dužničkih instrumenata (obveznica ili hipoteka) ili izdavanjem vlasničkih vrijednosnih papira (dionica).⁸
- prema kriteriju dospijeca financijskih instrumenata, financijska tržišta se dijele na: tržište novca i tržište kapitala.⁹

Tržišta novca su financijska tržišta na kojima se trguje kratkoročnim dužničkim instrumentima – dužničkim vrijednosnim papirima ili instrumentima s dospijecom od jedne godine ili manje.¹⁰ Zbog njihovog kratkog razdoblja do dospijeca ovi instrumenti cjenovno najmanje fluktuiraju te su stoga najmanje rizične investicije.¹¹ Instrumenti tržišta novca su: trezorski zapisi, federalna sredstva, sporazumi o reotkupu (repo transakcije), komercijalni

⁶Cingula, M. i Klačmer Čalopa, M. (2009). Financijske institucije i tržišta kapitala. Varaždin: FOI, str. 1-19.

⁷Saunders, A. i Millon Cornett, M. (2006). Financijska tržišta i institucije. 2. izd. Zagreb: Masmedia, str. 4-23.

⁸Mishkin, F.S. (2010). Ekonomija novca, bankarstva i financijskih tržišta. Zagreb: Mate d.o.o., str. 1-65.

⁹Cingula, M. i Klačmer Čalopa, M. (2009). Financijske institucije i tržišta kapitala. Varaždin: FOI, str. 1-19.

¹⁰Saunders, A. i Millon Cornett, M. (2006). Financijska tržišta i institucije. 2. izd. Zagreb: Masmedia, str. 4-23.

¹¹Mishkin, F.S. (2010). Ekonomija novca, bankarstva i financijskih tržišta. Zagreb: Mate d.o.o., str. 1-65.

zapisi, certifikati o depozitu i bankarske mjenice. Korporacije i upravne jedinice ih izdaju da bi dobile kratkoročna sredstva.¹² O tržištima kapitala više će biti rečeno u idućem poglavlju.

2.2. Tržišta kapitala

2.2.1. *Pojam i funkcije tržišta kapitala*

Tržišta kapitala su financijska tržišta na kojima se trguje dugoročnim dužničkim (u pravilu onima s originalnim dospijecem iznad jedne godine) i vlasničkim instrumentima (dionice).¹³ Glavni korisnici sredstava na tržištima kapitala su korporacije i vlade, a glavni dobavljači sredstava su kućanstva. Instrumenti tržišta kapitala razlikuju se od instrumenata tržišta novca po tome što imaju duži rok dospijeca pa imaju širu fluktuaciju cijena te su podložniji većem kreditnom riziku (riziku stečaja) i većem riziku promjene kamatne stope.¹⁴ Stoga se smatraju prilično rizičnim investicijama.¹⁵

Motivi tvrtki koje izdaju vrijednosnice tržišta kapitala i ulagača koji ih kupuju razlikuju se od motiva aktera na tržištima novca. Tvrtke i pojedinci primarno koriste tržišta novca da bi skladištili sredstva tijekom kratkih vremenskih razdoblja sve dok se ne pojavi važnija potreba ili produktivniji način upotrebe tih sredstava, dok tržišta kapitala koriste za dugoročna ulaganja.¹⁶

Uopćeno se može reći da tržišta kapitala povezuju ponudu i potražnju za kapitalom (dugoročnim novčanim sredstvima potrebnim za razvoj perspektivne dugoročne strategije) čija je osnovna svrha i uloga korištenje u investicijske svrhe.¹⁷ Stoga je temeljna zadaća tržišta kapitala osiguravanje prijenosa kapitala između različitih sudionika na tržištu: kapital putuje od onih koji ga imaju previše pa žele investirati odnosno prenijeti višak svojih financijskih sredstava u aktivne gospodarske tokove, prema onima koji ga imaju premalo pa

¹² Saunders, A. i Millon Cornett, M. (2006). *Financijska tržišta i institucije*. 2. izd. Zagreb: Masmedia, str. 4-23.

¹³ Mishkin, F.S. (2010). *Ekonomija novca, bankarstva i financijskih tržišta*. Zagreb: Mate d.o.o., str. 1-65.

¹⁴ Saunders, A. i Millon Cornett, M. (2006). *Financijska tržišta i institucije*. 2. izd. Zagreb: Masmedia, str. 4-23.

¹⁵ Mishkin, F.S. (2010). *Ekonomija novca, bankarstva i financijskih tržišta*. Zagreb: Mate d.o.o., str. 1-65.

¹⁶ Mishkin, F.S. i Eakins, S.G. (2005). *Financijska tržišta + institucije*. 4. izd. Zagreb: Mate, str. 241-264.

¹⁷ Cingula, M. i Klačmer Čalopa, M. (2009). *Financijske institucije i tržišta kapitala*. Varaždin: FOI, str. 53-133.

ga žele prikupiti (kao zajam ili kao vlasnički kapital). Prikupljanje kapitala na tržištu kapitala postiže se prodajom vrijednosnih papira subjektima koji žele investirati.

Prikupljanje kapitala koji nedostaje je za nekog pitanje opstanka, a plasman viška raspoloživog kapitala za drugog je pitanje najpovoljnije investicije. Tržište kapitala stoga je izuzetno važno za opći razvoj i izgradnju gospodarstva neke države.¹⁸

Tržišta kapitala su uz bankovno kreditiranje najvažniji mehanizam povezivanja potencijalnih ulagača i korisnika financiranja. Nude širok raspon raznovrsnih izvora financiranja za gospodarstvo. Iako se uglavnom bave izravnim financiranjem, ona su usko povezana s financijskim posrednicima koji često usmjeravaju sredstva od štediša prema ulagačima. Protok sredstava u gospodarstvu prikazan je na grafikonu.¹⁹

Slika 1: Shematski prikaz tržišta kapitala u širem okviru financijskog sustava



Izvor: Europska komisija. URL: <http://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/1/2015/HR/1-2015-63-HR-F1-1.PDF> (pristupljeno 25.1.2018.)

Glavni instrumenti tržišta kapitala su dionice i obveznice. Primarni izdavatelji ovih vrijednosnica su korporacije (izdaju i obveznice i dionice) te savezne i lokalne vlade (izdaju samo obveznice i to kako bi financirale dug ili investicijske projekte). Obveznice predstavljaju posudbu od poduzeća izdavatelja a dionice udjele u poduzeću izdavatelju.²⁰ Dionice su vlasnički vrijednosni papiri koji predstavljaju udio u vlasništvu korporacije, a

¹⁸ Cingula, M. i Klačmer Čalopa, M. (2009). Financijske institucije i tržišta kapitala. Varaždin: FOI, str. 53-133.

¹⁹ Europska komisija. Zelena knjiga: Stvaranje unije tržišta kapitala. URL: <http://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/1/2015/HR/1-2015-63-HR-F1-1.PDF> (pristupljeno 25. siječnja 2018.), str. 7.

²⁰ Mishkin, F.S. i Eakins, S.G. (2005). Financijska tržišta + institucije. 4. izd. Zagreb: Mate, str. 241-264.

obveznice su dužnički vrijednosni papiri kojima se obećava izvršavanje periodičnih isplata za unaprijed određeno vremensko razdoblje. U skladu s time tržište kapitala se dijeli na dvije sastavnice: tržište dionica i tržište obveznica.²¹

Najvažnija pretpostavka za funkcioniranje tržišta kapitala je slobodan protok kapitala. Da bi se kapital mogao slobodno kretati moraju postojati politički, pravni i gospodarski preduvjeti, lokalno tržište mora biti uključeno u sve oblike međunarodnog trgovanja, a domaće tržište kapitala mora biti uključeno u međunarodna tržišta kapitala. Ostale pretpostavke funkcioniranja tržišta kapitala su:

- državna politika koja podupire razvoj tržišta kapitala;
- zakonska regulativa kojom se uređuje poslovanje na tržištu kapitala;
- potreba investitora za ulaganjem te potreba gospodarskih subjekata za prikupljanjem kapitala; te
- institucije koje omogućuju izdavanje i trgovanje vrijednosnim papirima.²²

2.2.2. Sudionici na tržištu kapitala

Sudionici na tržištu kapitala su:

- Investitori koji posjeduju slobodna financijska sredstva
- Korisnici kapitala su izdavatelji vrijednosnih papira koji u emisiji prikupljaju kapital za proširenje svojih djelatnosti.
- Posrednici (banke, burze, brokerska društva i ostale financijske institucije) na tržištu kapitala djeluju između investitora i korisnika kapitala na način koji je propisan zakonima i pod strogim je nadzorom državnih tijela.
- Država (i drugi agenti koji djeluju u ime države ili strukovne organizacije u nekim državama) propisuje zakone i provodi nadzor nad djelovanjem na tržištu kapitala. Na tržištu kapitala susreću se različiti interesi pa su mogući konflikti i različite nepoželjne pojave zbog čega je neophodan državni nadzor i stalno podizanje

²¹ Mishkin, F.S. (2010). Ekonomija novca, bankarstva i financijskih tržišta. Zagreb: Mate d.o.o., str. 1-65.

²² Ibid., str. 53-133.

razine znanja svih sudionika na tržištu. Djelovanje na tržištu uređuju zakon i propisi važni za njegovo funkcioniranje i uspostavljanje legitimnih odnosa između strana uključenih u financijske transakcije.²³ Primjerice izdavanje vrijednosnih papira podliježe posebnim zakonima pojedine države i pod nadzorom je regulatornog tijela te države.²⁴

2.2.3. Prikupljanje kapitala i trgovanje na tržištu kapitala

Obrasci financiranja poduzeća se razlikuju. Poduzeće do financijskih sredstava može doći uzimanjem bankovnog kredita ili izdavanjem vrijednosnih papira na tržištu kapitala – dionica ili obveznica. Obveznice izdaje kada ima potrebu za dokapitalizacijom ali ne želi dirati postojeći vlasnički ustroj nego je spremno vratiti sva prikupljena sredstva (i glavnici i kamate). Kada poduzeće izdaje dionice dolazi do promjene postojećeg vlasničkog ustroja, naime dioničari dobivaju udio u vlasništvu poduzeća. Izdavanje dionica primarne emisije u trenutku osnivanja poduzeća, a zatim ponovljena izdanja dionica za kapitalne investicije, je tradicionalan način prikupljanja kapitala koji dominantno koriste društva u razvijenim zemljama pod angloameričkim utjecajem.

Sredstva prikupljena primarnom emisijom postaju vlasnički kapital i poduzeće nema obvezu vraćanja tih sredstava sve do likvidacije. Na taj način poduzeće je dobilo kapital potreban za poslovanje, a kupci dionica imaju dvostruku korist: ako poduzeće dobro posluje i ostvaruje dobitak onda isplaćuje dividende investitorima, a s druge strane mogu zaraditi na sekundarnom trgovanju i kapitalnom dobitku, tj. na razlici između cijene dionice koju su platili i više cijene dionice u trenutku prodaje. Da bi se prodaja ostvarila tržišta moraju biti likvidna i mora postojati mogućnost prodaje dionice u svakom trenutku. Osim kriterija

²³ Cingula, M. i Klačmer Čalopa, M. (2009). Financijske institucije i tržišta kapitala. Varaždin: FOI, str. 53-133.

²⁴ Ibid., str. 231-243.

likvidnosti²⁵ tržišta moraju ispuniti i zahtjeve efikasnosti što znači da tekuće tržišne cijene moraju brzo i točno odražavati sve dostupne informacije.²⁶

Trgovanje na tržištima kapitala se prema tome odvija na primarnom ili sekundarnom tržištu. Na primarnom tržištu se uvode nove emisije dionica i obveznica. Kada tvrtke prodaju vrijednosnice po prvi puta, izdavanje se zove inicijalna javna ponuda (engl. initial public offering, IPO), dok se svaka sljedeća prodaja novih dionica ili obveznica javnosti jednostavno naziva primarna tržišna transakcija (nasuprot inicijalnoj).²⁷ Nakon izdavanja vrijednosnih papira javnom ponudom, oni se uvrštavaju na sekundarno tržište na kojem se odvija njihova daljnja prodaja, najčešće u kotaciju burze.²⁸

Sekundarno tržište može biti formalno i neformalno. Formalno, organizirano, javno tržište kapitala je burza (engl. *exchange*). Trgovanje na burzi se odvija u točno određeno vrijeme po unaprijed propisanim postupcima. Burza sama te državni nadzorni organi nadziru trgovanje i paze da se poštuju sva pravila trgovanja i zaštite investitora. Burze snažno utječu na stanje u svjetskom gospodarstvu. Na njima se svakodnevno odvija veliki broj transakcija i značajna novčana sredstva se uključuju u tržište kapitala. Zbog toga poduzeća stalno mogu izdavati nove dionice i prikupljati novac za proširenje poslovanja.

Osim formalnog organiziranog tržišta postoje i manje formalni oblici. Takva tržišta se zovu Over – The – Counter (OTC) što znači „preko šaltera“. Najčešće su povezana s početkom burzovnih transakcija ili s dionicama takvih izdavatelja koji nisu u stanju ispuniti sve zahtjeve za službene burzovne kotacije. Povjerenje investitora u promet na ovim tržištima je manji nego povjerenje u burzovni promet zbog slabijeg nadzora nad poslovanjem izdavatelja.²⁹ U pravilu veće tvrtke trguju na organiziranim burzama, a manje tvrtke na izvanburzovnom tržištu, iako postoje i izuzeci ovog pravila.³⁰

²⁵ Likvidnost je sposobnost bilo kojeg oblika imovine da se u relativno kratkom roku pretvori u drugi oblik imovine bez gubitka vrijednosti odnosno bez promjene cijene. Likvidno tržište je tržište na kojemu sudionici mogu brzo obaviti velike transakcije bez većeg utjecaja na cijenu. Osnovni preduvjet svakoga likvidnog tržišta jest postojanje značajnog broja kupaca i prodavatelja u svakom trenutku, mogućnost da se sljedeća transakcija izvrši po jednakoj cijeni kao prethodna te da tržište može apsorbirati kupnje i prodaje velikih količina a da to znatnije ne utječe na cijenu. (Više vidjeti u: Benić, V. i Franić, I. (2008). Komparativna analiza likvidnosti tržišta kapitala Hrvatske i zemalja regije. Financijska teorija i praksa [online], 32 (4). Raspoloživo na: URL: <https://hrcak.srce.hr/34057> (pristupljeno 15. siječnja 2018.))

²⁶ Cingula, M. i Klačmer Čalopa, M. (2009). Financijske institucije i tržišta kapitala. Varaždin: FOI, str. 53-133.

²⁷ Mishkin, F.S. i Eakins, S.G. (2005). Financijska tržišta + institucije. 4. izd. Zagreb: Mate, str. 241-264.

²⁸ Cingula, M. i Klačmer Čalopa, M. (2009). Financijske institucije i tržišta kapitala. Varaždin: FOI, str. 231-243.

²⁹ Ibid., str. 53-133.

³⁰ Mishkin, F.S. i Eakins, S.G. (2005). Financijska tržišta + institucije. 4. izd. Zagreb: Mate, str. 241-264.

2.2.4. *Institucije tržišta kapitala*

Poslovi na tržištu kapitala predstavljaju složene transakcije koje uključuju veći broj sudionika. Kako bi tržište kapitala bilo pravno sigurno, transparentno i likvidno u njegovo djelovanje su uključene različite institucije koje osiguravaju da će se transakcije odvijati u okviru zakonskih i pravnih regulativa. Za uređenost i učinkovito djelovanje tržišta kapitala važne su:

- samoregulirajuće institucije koje djeluju u skladu s državnim zakonima ali bez izravne državne intervencije dakle po svojim unutarnjim pravilima. Omogućuju da se promet vrijednosnim papirima odvija pravilno i pošteno, a da ipak postoji tržišna sloboda umjesto državne regulative. Samoregulirajuće institucije mogu biti burze, brokerska društva te udruge brokera.
- nadzorne agencije, odnosno agencije s funkcijom nadzora na financijskom tržištu. Neke države imaju raspodjelu odgovornosti, pa jedna institucija obavlja nadzor nad tržištem kapitala a druga nadzor nad tržištem novca (Hrvatska, Slovenija, SAD), dok druge države imaju jedinstvenu instituciju koja obavlja nadzor i nad tržištem kapitala i nad tržištem novca (Njemačka, UK, Mađarska). Nadzorne agencije su npr. Financial Services Authority (UK) te Securities and Exchange Commission, SEC (Komisija za vrijednosne papire i burzu SAD-a).
- Institucija za prijeboj i namiru, odnosno klirinško depozitarna agencija je nezaobilazna institucija efikasnog tržišta kapitala. Investitorima pruža jamstvo da će se procesi prijeboja i namire (engl. *Clearing and Settlement*) odvijati s punom pravnom sigurnošću.
- posrednici u prometu vrijednosnim papirima: investicijske banke i investicijska društva. Fizička osoba ne može sama trgovati na burzi, već su za tu aktivnost potrebni posrednici, brokeri, koji djeluju u okviru investicijskih društava, ovlaštenih osoba koje na burzama posreduju između prodavatelja i kupaca. Investicijske banke djeluju kao posrednici kod emisije vrijednosnih papira na primarnom tržištu na način da pripremaju emisiju vrijednosnih papira, a imaju važnu ulogu i na sekundarnom tržištu kapitala.³¹

³¹ Cingula, M. i Klačmer Čalopa, M. (2009). Financijske institucije i tržišta kapitala. Varaždin: FOI, str. 53-133.

2.2.5. Investitori na tržištu kapitala

Investitori (ulagači) na tržištu kapitala su najvažnija kategorija sudionika. Bez njihove inicijative i aktivnosti tržište kapitala ne bi moglo funkcionirati. Primarno se dijele na domaće i na strane investitore, dok se u kontekstu prisutnosti na tržištu dijele na pojedinačne investitore (fizičke osobe), pravne osobe (npr. korporacije) i institucionalne investitore.

Pojedinačni (individualni) investitori su fizičke osobe koje samostalno ili uz savjet ovlaštenih osoba kupuju i prodaju vrijednosne papire. Skup različitih obveznica i dionica koje pojedinac ima u vlasništvu se naziva portfelj. Ovakvo investiranje zahtijeva znatna financijska sredstva da bi se utjecalo na diverzifikaciju rizika, stručno znanja o investiranju, a bitan faktor je i vrijeme koje je potrebno da bi se izvršila kupoprodajna aktivnost. Stoga je danas prisutniji trend da pojedinačni investitori ulažu u investicijske fondove.

Jedna od najznačajnijih karakteristika tržišta kapitala posljednjih godina je rast institucionalnih investitora. Formiraju se kao društva koja vlastiti kapital te kapital prikupljen od pojedinaca ili poduzeća investiraju na način da formiraju portfelj vrijednosnih papira čime vrše diverzifikaciju rizika što čini investicije sigurnijima. Njihova popularnost sve više raste a to utječe na povećanje njihove financijske snage i moći. Pošto raspolažu velikim kapitalom mogu utjecati na formiranje cijena na tržištu kapitala. Najvažniji institucionalni investitori su investicijski fondovi (trenutno najsnažniji institucionalni investitori), mirovinski fondovi i osiguravajuća društva. Investicijski fondovi bilježe najveći rast. U SAD-u je veći ukupni kapital uključen u investicijske fondove nego u sve banke zajedno, a njihova važnost raste i u EU. Osiguravajuća društva predstavljaju jedan od najznačajnijih stupova razvoja tržišta kapitala, a u novije vrijeme do izražaja je došla i aktivna uloga mirovinskih fondova na tržištu kapitala čija je važnost sve veća, a prednost pred drugim oblicima štednje je povlaštenu porezni tretman koji uglavnom objašnjava iznenađujući rast veličine tih fondova. U institucionalne investitore spadaju i velika financijska poduzeća i fondovi, ali svi oni po svom obujmu trgovanja spadaju u znatno manje sudionike na financijskom tržištu.³²

³² Cingula, M. i Klačmer Čalopa, M. (2009). Financijske institucije i tržišta kapitala. Varaždin: FOI, str. 53-133.

2.2.6. Regulacija financijskog tržišta

Na financijskim tržištima jedna strana često ne zna dovoljno o drugoj strani da bi donijela točne odluke. Ta nejednakost se zove asimetričnost informacija i stvara probleme u financijskom sustavu i prije i poslije ulaska u transakciju. Problem stvoren asimetričnim informacijama prije izvođenja transakcije naziva se negativna selekcija, a odnosi se na to da su potencijalni zajmoprimci za koje je najvjerojatnije da će prouzročiti nepoželjan ishod (rizik lošeg kredita) oni koji najaktivnije traže kredit te će stoga najvjerojatnije biti izabrani. Problem stvoren asimetričnim informacijama nakon izvođenja transakcije na financijskim tržištima je moralni hazard, a odnosi se na rizik da će se zajmoprimac uključiti u aktivnosti koje su sa stajališta kreditora nepoželjne jer se zbog njih smanjuje vjerojatnost vraćanja kredita. Problemi stvoreni negativnom selekcijom i moralnim hazardom su važno ograničenje dobrom funkcioniranju financijskih tržišta. Kako bi umanjile te probleme države reguliraju financijska tržišta. Državna regulacija može umanjiti ove probleme na financijskim tržištima te povećati njihovu učinkovitost povećavajući količinu i kvalitetu informacija dostupnih investitorima.³³ Financijska regulacija je načelno slična u većini zemalja. Objavljivanje informacija unaprijeđeno je zahtjevima od korporacija – izdavatelja vrijednosnih papira – za detaljnim izvještajima o imovini i obvezama, zaradama i prodajama dionica kao i sprječavanjem trgovanja na temelju povlaštenih informacija. Solventnost financijskih posrednika osigurava se licenciranjem, povremenim neposrednim nadzorom poslovnih knjiga i osiguranjem depozita.³⁴

2.2.7. Pokazatelji razvoja tržišta kapitala

Tržišta kapitala su multidimenzionalna pa se mjere kojima se procjenjuje njihov razvoj ne mogu zadržati samo na veličini – koja se obično mjeri tržišnom kapitalizacijom u odnosu na GDP. Za sveobuhvatnu procjenu razvoja tržišta kapitala FSDI³⁵ predlaže analizu četiri dimenzije: veličina, pristupačnost, efikasnost i stabilnost.

Pokazatelji veličine, pristupačnosti, efikasnosti i stabilnosti uzeti zajedno pružaju opsežan multidimenzionalan okvir koji služi za procjenu razvoja tržišta kapitala. Na temelju te

³³ Mishkin, F.S. (2010). Ekonomija novca, bankarstva i financijskih tržišta. Zagreb: Mate d.o.o., str. 1-65.

³⁴ Mishkin, F.S. i Eakins, S.G. (2005). Financijska tržišta + institucije. 4. izd. Zagreb: Mate, str. 29-32.

³⁵ Financial Sector Development Indicators

procjene mogu se uspoređivati tržišta dionica različitih država, regija te identificirati prednosti i nedostatci pojedinih tržišta kapitala. Poznavanjem detaljnog funkcioniranja pojedinog tržišta kapitala kreatori politika mogu identificirati prioriteta područja u kojima su nužne financijske reforme i politike te se kasnije može evaluirati utjecaj tih reformi i politika. Ovaj okvir služi i kao alat za benchmarking.

Pokazatelji za tržišta kapitala mogu se podijeliti u dvije skupine:

A) Tradicionalni pokazatelji – pokazatelji veličine

- a) Tržišna kapitalizacija u odnosu na BDP (omjer tržišne kapitalizacije i BDP-a)
- b) Koeficijent obrtaja/obrtaj prometa (*turnover ratio*)
- c) Trgovina dionicama u odnosu na BDP (*stock traded to GDP*)

B) Novi – Pokazatelji pristupačnosti, pokazatelji efikasnosti i pokazatelji stabilnosti

- Pokazatelji pristupačnosti mjere koncentriranost tržišta kapitala. Pokazuju kako veća tržišta dionica općenito daju pristup većem i raznolikijem setu poduzeća. Na efikasnom tržištu kapitala jednak pristup bi trebala imati i mala i velika poduzeća. To su:
 - a) Tržišna kapitalizacija 10 vodećih tvrtki mjeri udio 10 najvećih kompanija u ukupnoj tržišnoj kapitalizaciji.
 - b) Volumen trgovanja 10 vodećih tvrtki mjeri udio 10 najvećih kompanija u ukupnom trgovanju
 - c) Herfindahlov indeks koncentriranosti uzima u obzir statističku distribuciju tržišne vrijednosti dionica izvan 10 najvećih kompanija
 - d) „*Closely held shares*“ 10 vodećih tvrtki pokazuje postotak dionica koji je u rukama kontrolirajuće većine. Ovaj pokazatelj ima dvije implikacije za pristup ukoliko se promatra iz perspektive vanjskih investitora: prvo, kada su dionice koncentrirane u rukama insajdera, relativno malo dionica će biti dostupno vanjskim investitorima, i drugo, koncentrirano vlasništvo stvara ograničenja vanjskim investitorima u nadgledanju poslovanja kompanije

- Pokazatelji efikasnosti pokazuju da neke zemlje (npr. Pakistan) imaju veliko ali neučinkovito tržište kapitala, dok mnoga mala tržišta kapitala (npr. Austrija) pokazuju veću učinkovitost. U ovu grupu spadaju 3 pokazatelja:
 - a) Sinkroniziranost cijena koja se koristi za određivanje u kojoj mjeri promjene cijena dionice tvrtke proizlaze iz specifičnih informacija o tvrtki
 - b) Trgovanje privatnim informacijama naznačuje rasprostranjenost trgovanja koje se bazira na privatnim ili privilegiranim informacijama. Takvo trgovanje često je povezano sa slabim korporativnim upravljanjem i nejasnim praksama u diseminaciji informacija.
 - c) Likvidnost/realni transakcijski troškovi su bitni za određivanje barijera efikasnosti na tržištu kapitala. Uzroci nelikvidnosti mogu biti transakcijski troškovi, ali i informacijske asimetričnosti zbog kojih su vanjski investitori neskloni trgovati.

- Pokazatelji stabilnosti temelje se na ukupnom tržišnom povratu i prikazuju sistematski rizik. Kompozitni pokazatelj tržišne stabilnosti pokazuje da su manja tržišta često nestabilnija tržišta. To su četiri pokazatelja:
 - a) Volatilnost
 - b) Asimetričnost tržišnih povrata
 - c) Osjetljivost na manipuliranje profitom pokazuje koliki postotak kompanija na burzi je podložan manipulacijama profitom. Što je kompanija sklonija manipulaciji to je podložnija negativnim prinosima. Na tržištima s visokim dohotkom (npr. SAD, Francuska, Belgija) manje od 10% kompanija ima probleme sa takvim manipulacijama. Ta tržišta su manje osjetljiva na nestabilnost.
 - d) Odnos cijene i zarada (P/E) - visoki P/E znači da cijene dionica sadrže očekivanje o rastu zarade
 - e) Trajanje je pokazatelj koji je pročišćena verzija P/E omjera koja u obzir uzima faktore kao što su dugoročan rast, kamatne stope itd. P/E odnos i trajanje su pokazatelji koji se temelje na činjenici da tržišne cijene sadrže očekivanja o budućim novčanim

tokovima i rastu umjesto samo trenutnih činjenica. Stoga cijene dionica mogu biti volatilnije.³⁶

Četiri dimenzije – veličina, pristupačnost, efikasnost, stabilnost – pokazuju stvarno stanje tržišta, detaljnu sliku njegovog zdravlja u određenom trenutku. Na temelju ovih pokazatelja možemo rangirati tržišta kapitala u svijetu. Zdravo tržište trebalo bi imati veliku tržišnu kapitalizaciju distribuiranu preko velikog broja poduzeća i visok promet, odnosno koeficijent obrtaja. Također, takvo tržište dopušta novim poduzećima da prikupe kapital.

- Veličina tržišne kapitalizacije

Veličina tržišta razlikuje se od države do države. Tržišna kapitalizacija predstavlja ukupnu tržišnu vrijednost svih dionica uvrštenih na tržištu dionica: umnožak tržišne cijene i broja dionica u određenom trenutku. Predstavlja vrijednost kapitala svih kompanija uvrštenih na burzu. Veličina i rast tržišne kapitalizacije je najčešće korišten pokazatelj uspješnosti i osnova procjene tržišta kapitala određene države. Ona se također koristi i za uspoređivanje tržišta dionica kroz vrijeme ili usporedbu između država. Ipak, mora se u obzir uzeti da je tržišna kapitalizacija ograničen pokazatelj za procjenu tržišta dionica. Sama za sebe nije dovoljna za procjenu uspješnosti jer velika tržišta mogu biti nelikvidna ili neefikasna, predstavljati samo nekoliko kompanija kao i biti jako podložna brzim promjenama cijena. Pošto daje samo djelomičan uvid u funkcioniranje tržišta dionica potrebno ju je nadopuniti dodatnim pokazateljima. Za kvalitetniju analizu tržišta dionica dobro je tržišnu kapitalizaciju nadopuniti pokazateljima veličine, pristupačnosti, efikasnosti i stabilnosti. Tržišna kapitalizacija je samo aproksimacija veličine tržišta. Ako se podesi sa bruto domaćim proizvodom daje aproksimaciju relativne veličine tržišta dionica.

- Trgovanje dionicama

Koeficijent obrtaja (vrijednost transakcija u cijeloj godini podijeljena sa tržišnom kapitalizacijom na kraju te godine) nadopunjuje tržišnu kapitalizaciju kao pokazatelj razvoja tržišta. Često se koristi i kao pokazatelj likvidnosti. Kada se pri analizi tržišta u obzir uzimaju tržišna kapitalizacija i koeficijent obrtaja zajedno, dobiva se novi uvid u zdravlje tržišta dionica. Primjerice, tržište može biti veliko ali neaktivno, odnosno rijetko se trguje dionicama. Uz to, na tržišnu kapitalizaciju utječe „efekt cijene“: vrijednost svih dionica na

³⁶ Equity market indicators: A primer. URL: http://siteresources.worldbank.org/INTTOPACCFINSER/Resources/Equity_Primer.pdf (pristupljeno 26. siječnja 2018.).

tržištu može rasti (npr. zbog očekivanja o budućim pozitivnim izvedbama), bez realne promjene u procesu posredovanja. Koeficijent obrtaja i u brojniku i u nazivniku uključuje cijene, pa ovaj efekt na njega ne utječe. Svaki porast koeficijenta odražava realan porast aktivnosti trgovanja.

Većina tržišta dionica diljem svijeta ima nisku likvidnost. Od 127 država 70 država, po istraživanju Svjetske banke, ima koeficijent obrtaja niži od 40%. Samo 14 država ima koeficijent obrtaja viši od 100% (SAD, Kina, Njemačka, Južna Koreja, Nizozemska).

- Pristup financiranju

Pristup financiranju je ključan za ulaganje i rast. Primarna funkcija tržišta kapitala je dati poduzećima pristup kapitalu time da ona prodaju svoje dionice/obveznice. Poduzeća time imaju alternativnu bankovnom financiranju čime se unaprjeđuje proces alokacije kapitala. Sama za sebe tržišna kapitalizacija ne pokazuje koliko je tržište pristupačno. Države sa srednjom ili velikom tržišnom kapitalizacijom ponekad imaju veoma malo kompanija koje su uvrštene na burzu. Ukoliko u odnos stavimo broj uvrštenih poduzeća sa nekom mjerom koja pokazuje veličinu gospodarstva, primjerice populacijom, dobivamo konkretniji pokazatelj.

Jedan od pokazatelja pristupačnosti je broj i vrijednost inicijalnih javnih ponuda (IPO-ova). Veća tržišta obično imaju veći stupanj pristupačnosti, što znači da im poduzeća lakše mogu pristupiti i prikupiti kapital na njima.

Većina tržišta dionica na svijetu je koncentrirana. Jedan od pokazatelja tržišne koncentracije je udio deset najvećih kompanija na burzi u ukupnoj tržišnoj kapitalizaciji. U većini regija deset najvećih kompanija čini više od 50% tržišne kapitalizacije, u Europi je to čak preko 70%. Koncentriranost se može gledati sa razine tržišta ali i sa razine kompanije. Takav pokazatelj je udio „*closely held shares*“ na tržištu dionica koji pokazuje proporciju dionica koje drže insajderi kao što su službenici kompanije, direktori, njihove obitelji, veliki dioničari i slični. Visoka koncentracija ukazuje na to da je manji postotak tržišta dostupan outsajderima odnosno vanjskim ulagačima. Tržišta dionica visoko razvijenih gospodarstava otvorenija su prema outsajderima od tržišta u nastajanju što odražava kvalitetnije institucionalno okruženje po pitanju zaštite investitora.

Na razvoj tržišta kapitala utjecaj ima niz faktora. Jedan od najbitnijih faktora su institucionalni temelji tržišta kapitala.³⁷

2.2.8. *Institucionalni temelji tržišta kapitala*

Za efikasno djelovanje i razvoj svih dimenzija financijskih tržišta – veličine, pristupačnosti, efikasnosti i stabilnosti – nužni su čvrsti institucionalni temelji. Uspostavljanje kvalitetnog institucionalnog okruženja za financijska tržišta je složeno, stoga FSDI uvodi pokazatelje institucionalnih karakteristika financijskih tržišta koji pomažu u razumijevanju i procjeni važnih aspekata tog okruženja.

Pokazatelji stanja institucionalnog okruženja podijeljeni su u tri razine:

1. Općenito okruženje

Odnosi se na općenite institucionalne temelje koji utječu na cjelokupan financijski sustav. Temeljni uvjeti nužni za razvoj financijskog tržišta su stabilan makroekonomski okvir i kvalitetan državni pravosudni sustav. U ovom području analizira se sveukupna vladavina zakona i efikasnost sudstva. Tržišta kapitala i vladavina zakona su u pozitivnoj korelaciji – kvalitetnije izvršavanje zakona vodi kvalitetnijim tržištima kapitala.

2. Specifično okruženje – srednja razina na koju se odnosi 4 pokazatelja:

- a) Okruženje investitora čime se mjeri jačina zaštite investitora u pojedinoj državi. Snažna prava investitora su nužna za kvalitetna tržišta kapitala i kreditna tržišta. Što su jača prava ulagača to su snažnija financijska tržišta.
- b) Informacijska infrastruktura. Dostupnost pouzdanih informacija je ključna za učinkovita financijska tržišta. Tržišta jačaju kada kreditori imaju pristup većoj količini bitnih informacija, uključujući kreditnu sposobnost, kreditnu povijest i bilance. Što su informacije dostupnije i kvalitetnije to je dublje tržište.

³⁷ Enhancing the assessment of stock markets. URL: http://siteresources.worldbank.org/INTTOPACCFINSE/Resourses/Stock_Assess.pdf (pristupljeno 26. siječnja 2018.).

- c) Transparentnost poslovanja odnosi se na informacije o poduzećima i kvaliteti nadzora – to su pokazatelji vezani uz kvalitetu korporativnog upravljanja, računovodstva i revizije. Takve informacije su ključne za financiranje na tržištima kapitala jer je zahtjev za transparentnošću poslovanja na tržištima kapitala velik. Veća usklađenost sa računovodstvenim standardima reducira vjerojatnost da će korporacija manipulirati sa prikazivanjem zarade i povezuje se sa transparentnijim tržištima kapitala.
- d) Sistemska infrastruktura odnosi se na fizičku infrastrukturu financijskih tržišta. Kako bi se procijenio razvoj infrastrukture, prikupljaju se pokazatelji povezani sa sistemima plaćanja i prijebom i namirama vrijednosnih papira. Efikasniji sistem namire vrijednosnih papira u korelaciji je sa nižim troškovima transakcije u trgovini, što pokazuje važnost fizičke infrastrukture u jačanju učinkovitosti tržišta.³⁸ Na razvijenim tržištima infrastruktura mora osiguravati likvidnost, transparentnost i pouzdanost.³⁹

3. Okruženje specifično za pojedini sektor

To je najviša razina koju čine pokazatelji namijenjeni za procjenu sektorski specifičnog institucionalnog okruženja. Ti su pokazatelji dakle relevantni za pojedine sektore financijskog sustava, za bankarski sektor i za tržišta kapitala (kao što su pokazatelji nadzora, regulacije i zakona specifičnih za pojedini sektor).

- a) Bankarski sektor - pokazatelji nadzora i regulacije banaka, kapitalne strogosti te indeksi vezani uz financijski sigurnosni mehanizam. Ti podaci mogu se koristiti za istraživanje kauzalnih veza između kvalitete i tipa regulacije te učinka bankarskih sustava diljem svijeta.
- b) Tržišta kapitala. Identificirani su propisi i odredbe zakona koji uređuju tržišta kapitala a koji najviše doprinose njegovom razvoju i jačanju. To su odredbe zakona koje se odnose na zahtjeve objavljivanja u prospektu za javnu ponudu vrijednosnih papira, kao i na postupke dostupne u slučaju prevare investitora od strane izdavatelja, a mogu

³⁸ Institutional foundations for financial markets. URL: <http://siteresources.worldbank.org/INTTOPACCFINSE/Resources/Institutional.pdf> (pristupljeno 1. studenog 2018.).

³⁹ Cingula, M. i Klačmer Čalopa, M. (2009). Financijske institucije i tržišta kapitala. Varaždin: FOI, str. 53-133.

se klasificirati u dvije kategorije: odredbe koje se odnose na javne mehanizme izvršavanja zakona (gdje zakon daje regulatoru odgovornost da prikupi informacije i provodi kazneni postupak), te odredbe koje se odnose na privatne mehanizme izvršavanja zakona (dakle privatne strane mogu podnijeti tužbu i nadoknaditi gubitke na sudu). Razvoj tržišta dionica je snažno koreliran sa privatnim mehanizmima, ali ne tako jako sa javnim mehanizmima.

Također su bitna prava investitora u odnosu na menadžere ili dioničare koji imaju kontrolni udio, a kada ovi provode transakcije u vlastitu korist. I ovdje zakon uključuje odredbe koje se mogu klasificirati ili kao mehanizmi privatnog ili kao mehanizmi javnog izvršavanja zakona. Razvoj tržišta kapitala je povezan sa ovim mjerama, posebno onima privatne prirode. I u bankovnom sektoru i na tržištima vrijednosnih papira privatni nadzor i privatna provedba odredbi potiču razvoj više od mjera državnog provođenja odredbi.

Usporedba između različitih država i različitih dimenzija institucionalnog okruženja otkriva brojne pojedinosti. Primjerice, Njemačka visoko kotira kada je riječ o pravima kreditora, ali ima niske rezultate kada je riječ o mehanizmima privatnog provođenja odredbi na tržištu kapitala. Analiza institucionalnih temelja financijskih tržišta pomaže pri dizajniranju i procjeni politika koje se odnose na institucionalno okruženje.⁴⁰

2.2.9. Međunarodna tržišta kapitala

Tržišta kapitala se po geografskom kriteriju dijele na nacionalna i međunarodna (iako je tržišta kapitala u suštini teško zemljopisno ograničiti). Na nacionalnom se susreću ponuda i potražnja unutar jedne zemlje, prodaja se obavlja u nacionalnoj valuti, dok se na međunarodnom tržištu kapitala trguje između različitih zemalja i u različitim valutama. Pojedino nacionalno tržište je sastavni dio međunarodnog tržišta kapitala.⁴¹ Svoje nacionalno tržište kapitala svaka država uređuje samostalno te ono podliježe nacionalnom zakonodavstvu. Nacionalna tržišta različitih država stoga nisu identična, ali elementi

⁴⁰ Institutional foundations for financial markets. URL: <http://siteresources.worldbank.org/INTTOPACCFINSE/Resources/Institutional.pdf> (pristupljeno 1. studenog 2018.).

⁴¹ Cingula, M. i Klačmer Čalopa, M. (2009). Financijske institucije i tržišta kapitala. Varaždin: FOI, str. 53-133.

međusobne povezanosti moraju postojati jer bez njih ne bi bilo moguće obavljati gospodarske djelatnosti u različitim zemljama kao ni trgovinu kapitalom između različitih zemalja.⁴²

Posljednjih desetljeća došlo je do globalizacije financijskih tržišta što otvara put ka snažnije integriranom svjetskom gospodarstvu u kojem su tijekom dobara i tehnologije između zemalja uobičajena stvar.⁴³ Kretanja na financijskim tržištima jedne države danas imaju veći učinak na financijska tržišta drugih država nego prije.⁴⁴

S gledišta investitora, međunarodna tržišta kapitala su privlačna zbog eliminacije određenog rizika držanjem dionica koje su izdale korporacije u inozemstvu. Za tvrtku izdavatelja međunarodno plasirana emisija dionica zanimljiva je zbog toga što dionice dopijevaju do puno većeg tržišta nego što je to državno. Inozemna izdanja dionica pomažu jačanju međunarodne reputacije tvrtke što je važno tvrtkama koje dio svojeg poslovanja usmjeravaju na međunarodnu trgovinu. Premda međunarodna diversifikacija ima navedene prednosti i uklanja određene rizike, također uvodi nove rizike: rizik tečaja i politički rizik. Treba se uzeti u obzir i da su informacije o inozemnim dionicama manje dostupne investitorima nego informacije za domaće dionice.⁴⁵

Međunarodna trgovina kapitalom poseban oblik ima kada se radi o trgovini kapitalom između država članica Europske unije.

⁴² Ibid., str. 1-19.

⁴³ Mishkin, F.S. (2010). Ekonomija novca, bankarstva i financijskih tržišta. Zagreb: Mate d.o.o., str. 1-65.

⁴⁴ Saunders, A. i Millon Cornett, M. (2006). Financijska tržišta i institucije. 2. izd. Zagreb: Masmedia, str. 4-23.

⁴⁵ Ibid., str. 218 -251.

3. TRŽIŠTA KAPITALA EUROPSKE UNIJE

Trgovina kapitalom u Europskoj uniji se, zbog posebnog pravnog oblika Europske unije, ne naziva međunarodnom već prekograničnom trgovinom kapitalom jer je riječ o trgovini između država članica jedne nadnacionalne zajednice.

Europska unija je nadnacionalna organizacija koju čini 28 država članica od kojih većina ima vlastito nacionalno tržište kapitala. Sve države članice su se potpisivanjem Ugovora o EU⁴⁶ 1992. godine obvezale na slobodan protok kapitala⁴⁷ u cijeloj EU čime su tržišta kapitala država članica postala dio zajedničkog tržišta kapitala EU.⁴⁸ Sloboda kretanja kapitala ima mnogobrojne koristi: doprinosi gospodarskom rastu omogućujući učinkovito ulaganje kapitala, promiče euro kao međunarodnu valutu čime doprinosi ulozi EU kao globalnog aktera, a neophodna je i za razvoj ekonomske i monetarne unije i uvođenje eura.⁴⁹

Prema Ugovoru institucije EU⁵⁰ imaju ovlast za donošenjem zakona u području tržišta kapitala koji su obvezujući za države članice. Cilj zakonodavstva EU je omogućiti funkcioniranje integriranih, otvorenih, konkurentnih i učinkovitih europskih financijskih tržišta i usluga.⁵¹ Države članice su se potpisivanjem Ugovora obvezale na prihvaćanje tih zakona i odredbi EU, pa na cijelom tržištu kapitala EU vrijede određena zajednička pravila. No države članice su zadržale i velik dio autonomije u odlučivanju pa uz europske zakone i odredbe svaka država članica ima i vlastita pravila za tržišta kapitala. Konačan rezultat je kompleksna pravna struktura u kojoj je nadležnost podijeljena između nacionalnih vlasti i Europske komisije.⁵²

⁴⁶ Poznat i kao Ugovor iz Maastrichta.

⁴⁷ Ugovorom o Europskoj uniji je uvedeno jedinstveno tržište koje se temelji na slobodnom kretanju ljudi, roba, usluga i kapitala. Jedinstveno tržište predstavlja najveće postignuće u procesu integracije EU i olakšava poslovanje unutar EU.

⁴⁸ Europska komisija (2014). Politike Europske unije: Unutarnje tržište. Luxembourg: Ured za publikacije Europske unije, str. 5-11.

⁴⁹ Europski parlament. URL: http://www.europarl.europa.eu/ftu/pdf/hr/FTU_2.1.3.pdf (pristupljeno 10. siječnja 2018.).

⁵⁰ Europska komisija, Europski parlament, Vijeće EU

⁵¹ Europska komisija (2015). Politike Europske unije: Bankarstvo i financije. Luxembourg: Ured za publikacije Europske unije, str. 3-12.

⁵² Europska komisija (2014). Politike Europske unije: Unutarnje tržište. Luxembourg: Ured za publikacije Europske unije, str. 5-11.

3.1. Analiza stanja europskih tržišta kapitala nakon krize

Nakon godina pozitivnih kretanja, učinkovito funkcioniranje europskih financijskih tržišta ugroženo je globalnom krizom koja je započela 2007./2008. koja je osobito snažno pogodila EU. Banke su se našle u poteškoćama zbog velikih financijskih balona koji su se razvili u prethodnim godinama. Zbog sve manje dostupnosti kredita došlo je do naglog pada ulaganja, koja su se od 2008. do 2013. smanjila za više od 18 %, dok je nezaposlenost naglo porasla. Financijska kriza pretvorila se u krizu realnog gospodarstva koja je pogodila milijune građana i poduzeća.⁵³

Analiza stanja na tržištima kapitala EU nakon krize pokazuje nekoliko osnovnih karakteristika:

a) Integracija tržišta dionica stagnira

Integracija tržišta kapitala je bitna jer međunarodno integrirana tržišta kapitala omogućuju slobodan protok kapitala među zemljama i korisna su za izdavatelje i ulagače: poduzećima omogućuju lakši pristup stranom kapitalu, a investitorima omogućuju diversifikaciju njihovih portfelja.

EU je bila relativno uspješna u postavljanju i usklađivanju standarda i uspostavljanju integriranog i jedinstvenog tržišta. Financijske i ekonomske veze među zemljama EU su postale jače. U posljednjih 20 godina se dogodio značajan val integracije među zemljama. Integracija tržišta kapitala EU je posebno napredovala od uvođenja jedinstvene valute do krize 2008., nakon koje je tempo integracije izgubio zamah. Od samog početka financijske krize tržišta se bore s tromom integracijskim dinamikom. 2014. godine zabilježena je nešto sinkroniziranija izvedba na burzama, no trebati će još neko vrijeme kako bi se europska tržišta kapitala vratila na razinu integracije koja se mogla uočiti prije krize.

Unatoč značajnoj konsolidaciji posljednjih godina, EU još uvijek ima veliki broj nezavisnih nacionalnih burzi koji je previsok u usporedbi s SAD-om koji ima dvije nacionalne burze.⁵⁴

⁵³ Europska komisija (2017). Dokument za razmatranje o produbljenju ekonomske i monetarne unije. Luxembourg: Ured za publikacije Europske unije, str. 9-33.

⁵⁴ Kaya, O. (2015). Capital Markets Union: An ambitious goal, but few quick wins. Deutsche Bank Research [online]. Raspoloživo na: URL: http://www.dbresearch.com/PROD/RPS_EN-

Visok ukupan broj burzi koje djeluju nezavisno u EU pokazuje da su europske burze previše fragmentirane: trenutno je 17 nezavisnih velikih nacionalnih burzi koje djeluju u 28 zemalja članica EU. Pet najvećih burzi geografski obuhvaća 14 država članica središnje, sjeverne i zapadne Europe, te baltičke zemlje. Sve ostale države članice EU, koje se uglavnom nalaze u istočnoj i jugoistočnoj Europi, imaju svoje vlastite nezavisne nacionalne burze, osim kombinacija austrijske i češke burze, kao i hrvatske i slovenske.⁵⁵

Veliki broj burzi u EU uvelike objašnjava tradicija svake zemlje da ima svoju burzu. Ipak, nakon više od pedeset godina integracije u raznim područjima i unatoč napretku ostvarenom u području liberalizacije tokova kapitala u EU, tržišta kapitala EU su i dalje iznenađujuće fragmentirana,⁵⁶ rascjepkana, obično organizirana na nacionalnim razinama, i dalje primarno okrenuta prema unutra, pa se eventualni rizici i koristi ne prenose izvan državnih granica.⁵⁷ Fragmentacija financijskih tržišta pogoršala je i produljila recesiju u EU i imala ulogu u njenom produbljivanju.⁵⁸

b) Tržišta dionica u EU karakterizira mala veličina

Ukupna burzovna kapitalizacija u EU je 1992. iznosila 1,3 bilijuna EUR (22% BDP-a). Idućih godina tržišta kapitala u EU doživjela su ekspanziju koja je svoj vrhunac imala 2007. godine prije krize kada je burzovna kapitalizacija iznosila 85% BDP-a. Nakon razdoblja

[PROD/PROD000000000441778/Capital Markets Union%3A An ambitious goal%2C but few .PDF](http://www.dbresearch.com/PROD/PROD000000000441778/Capital_Markets_Union%3A_An_ambitious_goal%2C_but_few_.PDF) (pristupljeno 27. siječnja 2018.).

⁵⁵ Schildbach, J. i Waibel, M. (2016). European exchange landscape: too fragmented. Deutsche Bank Research [online]. Raspoloživo na: URL: https://www.dbresearch.com/PROD/RPS_EN-PROD/PROD000000000441869/European_exchange_landscape%3A_too_fragmented.PDF (pristupljeno 27. siječnja 2018.).

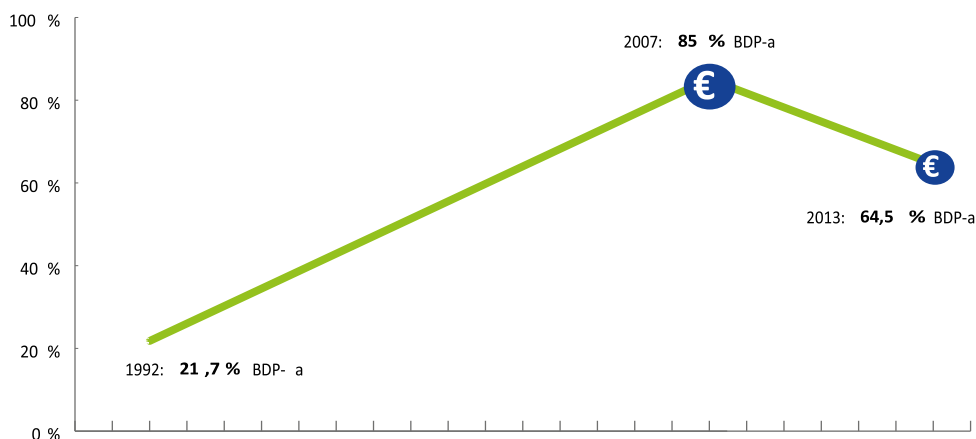
⁵⁶ Kaya, O. (2015). Capital Markets Union: An ambitious goal, but few quick wins. Deutsche Bank Research [online]. Raspoloživo na: URL: http://www.dbresearch.com/PROD/RPS_EN-PROD/PROD000000000441778/Capital_Markets_Union%3A_An_ambitious_goal%2C_but_few_.PDF (pristupljeno 27. siječnja 2018.).

⁵⁷ Europska komisija. Zelena knjiga: Stvaranje unije tržišta kapitala. URL: <http://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/1/2015/HR/1-2015-63-HR-F1-1.PDF> (pristupljeno 25. siječnja 2018.), str. 2-9.

⁵⁸ Pill, H. et al. (2015). Unlocking Europe's economic potential through financial markets. Goldman Sachs Global Investment Research [online], Issue No: 15/07. Raspoloživo na: URL: <http://www.goldmansachs.com/our-thinking/pages/eu-capital-markets-dialogue/multimedia/gir-report.pdf> (pristupljeno 29. siječnja 2018.).

ekspanzije uslijedila je financijska kriza koja je rezultirala drastičnim smanjivanjem burzovne kapitalizacije koja je krajem 2013. iznosila 8,4 bilijuna EUR (oko 65% BDP-a).⁵⁹

Grafikon 1: Burzovna kapitalizacija u EU-u (vrijednost svih dionica) u % BDP-a



Izvor: Europska komisija. URL: http://publications.europa.eu/resource/cellar/53f2ea1d-8cf6-11e5-b8b7-01aa75ed71a1.0014.01/DOC_1 (pristupljeno 22.1.2018.)

U idućim godinama došlo je do oporavka, pa je u prosincu 2015. ukupna tržišna kapitalizacija uvrštenih trgovačkih društava EU iznosila 10,6 bilijuna EUR što je blizu maksimalnog iznosa koji je zabilježen u listopadu 2007. godine. Unatoč djelomičnom oporavku, mora se naglasiti nekoliko bitnih karakteristika tržišta kapitala EU.⁶⁰

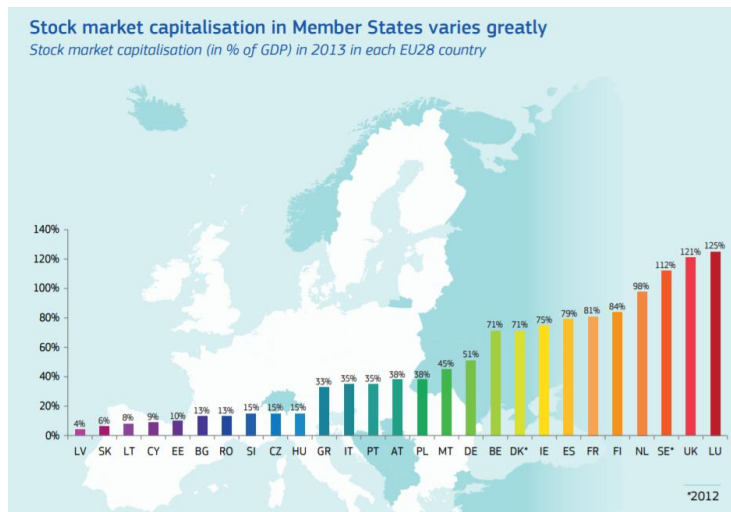
Vidljive su velike razlike u razvijenosti tržišta kapitala među samim državama članicama EU. Burzovna kapitalizacija država članica značajno varira od države do države. Primjerice 2013. je burzovna kapitalizacija UK bila iznad 121% BDP-a, dok je u Latviji, Cipru i Litvi bila niža od 10%.⁶¹

⁵⁹ Europska komisija. Zelena knjiga: Stvaranje unije tržišta kapitala. URL: <http://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/1/2015/HR/1-2015-63-HR-F1-1.PDF> (pristupljeno 25. siječnja 2018.), str. 2-9.

⁶⁰ Schildbach, J. i Waibel, M. (2016). European exchange landscape: too fragmented. Deutsche Bank Research [online]. Raspoloživo na: URL: https://www.dbresearch.com/PROD/RPS_EN-PROD/PROD000000000441869/European_exchange_landscape%3A_too_fragmented.PDF (pristupljeno 27. siječnja 2018.).

⁶¹ Europska komisija. Zelena knjiga: Stvaranje unije tržišta kapitala. URL: <http://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/1/2015/HR/1-2015-63-HR-F1-1.PDF> (pristupljeno 25. siječnja 2018.), str. 7-9.

Grafikon 2: Kapitalizacija tržišta dionica (kao % BDP-a) 2013. u svakoj državi članici EU28

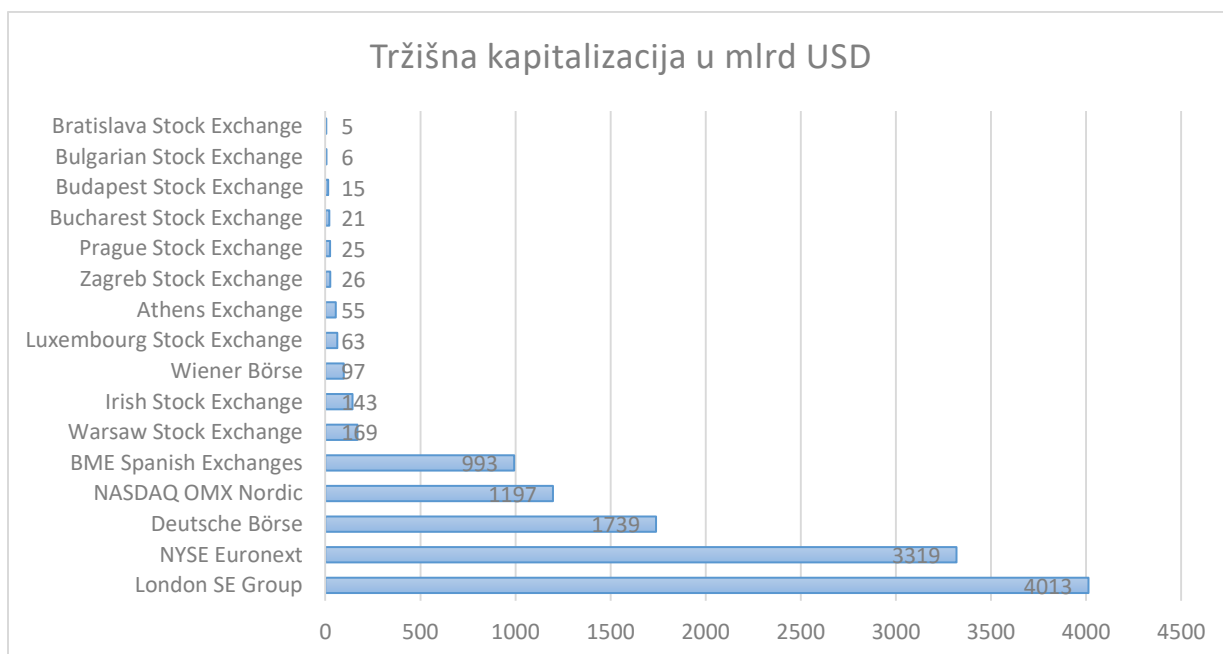


Izvor: Europska komisija. URL: https://ec.europa.eu/commission/sites/beta-political/files/cmu-factsheet_en.pdf (pristupljeno 23.1.2018.)

Krajem 2014. godine ti iznosi su vrlo slični. Dok UK ima omjer od 127%, tržišna kapitalizacija u odnosu na BDP u Francuskoj, Nizozemskoj, Belgiji i Portugalu ukupno iznosi oko 74%, dok isti omjer za Poljsku i Austriju iznosi 31% i 22%.⁶²

⁶² Kaya, O. (2015). Capital Markets Union: An ambitious goal, but few quick wins. Deutsche Bank Research [online]. Raspoloživo na: URL: [http://www.dbresearch.com/PROD/RPS_EN-PROD/PROD000000000441778/Capital Markets Union%3A An ambitious goal%2C but few .PDF](http://www.dbresearch.com/PROD/RPS_EN-PROD/PROD000000000441778/Capital%20Markets%20Union%3A%20An%20ambitious%20goal%20but%20few%20wins.PDF) (pristupljeno 27. siječnja 2018.).

Grafikon 3: Burzovna kapitalizacija u EU – apsolutni iznosi (podaci zaključno s krajem 2014)



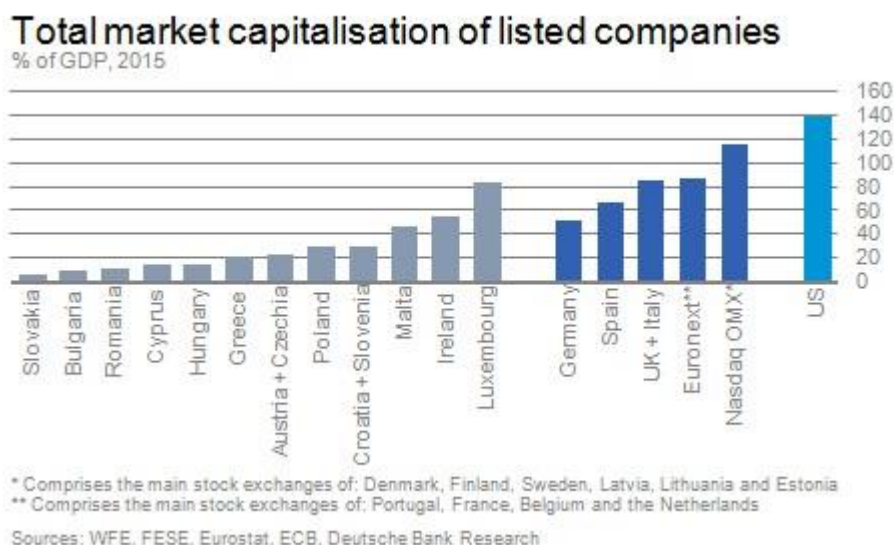
Izvor: Deutsche Bank Research. URL: http://www.dbresearch.com/PROD/RPS_EN-PROD/PROD000000000441778/Capital_Markets_Union%3A_An_ambitious_goal%2C_but_few_.PDF (pristupljeno 27.1.2018.)

Unatoč velikom broju burzi, tržišna kapitalizacija je visoko koncentrirana u samo nekoliko njih. Pet najvećih institucija zajedno čine čak 95% ukupne kapitalizacije tržišta dionica EU, dok preostalih 12 burzi zajedno čini samo 5% od ukupnog iznosa.

Tržišna kapitalizacija pet vodećih burzi je puno veća, ne samo u apsolutnom smislu, već i u odnosu na BDP. Od tih pet burzi Njemačka sa 52% ima najnižu stopu tržišne kapitalizacije u odnosu na BDP, a nordijske zemlje (tj. Nasdaq OMX) najvišu, 115%. Nasuprot tome, u istočnim i jugoistočnim zemljama članicama EU koje obično imaju niži dohodak, omjeri tržišnih kapitalizacija i BDP-a su daleko skromniji, te se kreću od samo 5% u Slovačkoj do 30% u Hrvatskoj/Sloveniji.⁶³

⁶³ Schildbach, J. i Waibel, M. (2016). European exchange landscape: too fragmented. Deutsche Bank Research [online]. Raspoloživo na: URL: https://www.dbresearch.com/PROD/RPS_EN-PROD/PROD000000000441869/European_exchange_landscape%3A_too_fragmented.PDF (pristupljeno 27. siječnja 2018.).

Grafikon 4: Ukupna tržišna kapitalizacija uvrštenih poduzeća

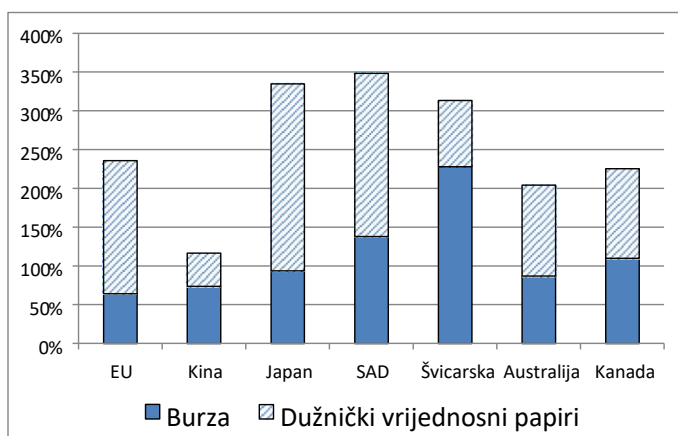


Izvor: Deutsche Bank Research. URL: https://www.dbresearch.com/PROD/RPS_EN-PROD/PROD000000000441869/European_exchange_landscape%3A_too_fragmented.PDF (pristupljeno 27.1.2018.)

O tržištima kapitala EU puno govori i usporedba s ekonomijama iste veličine. U odnosu na svjetska tržišta, tržišta EU su relativno nerazvijena. Europsko gospodarstvo je po veličini jednako gospodarstvu SAD-a, no burzovna tržišta u SAD-u su gotovo dvostruko veća od burzovnih tržišta u EU (u postotku BDP-a), a u Švicarskoj su čak 3,5 puta veća. I izvanburzovna tržišta vlasničkih instrumenata u SAD-u su otprilike dvostruko veća od onih u EU, dok su tržišta privatnih plasmana za obveznice i do triput veća.⁶⁴

⁶⁴ Europska komisija. Zelena knjiga: Stvaranje unije tržišta kapitala. URL: <http://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/1/2015/HR/1-2015-63-HR-F1-1.PDF> (pristupljeno 25. siječnja 2018.), str. 7-9.

Grafikon 5: Burzovna kapitalizacija i dužnički vrijednosni papiri (% BDP-a)

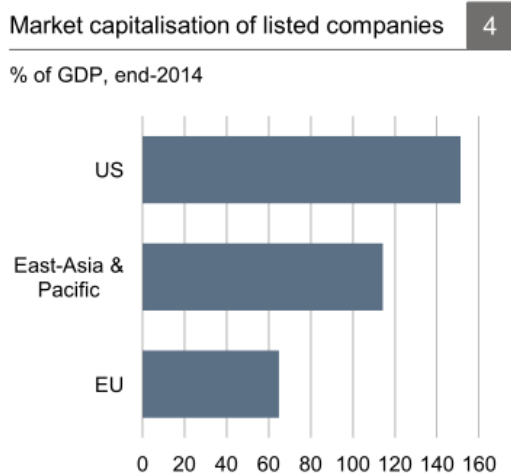


Izvor: Europska komisija. URL: <http://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/1/2015/HR/1-2015-63-HR-F1-1.PDF> (pristupljeno 25.1.2018.)

Ako uspoređujemo EU, azijska i pacifičku regiju te SAD, vidimo da su tržišta dionica u SAD-u najveća, s odnosom tržišne kapitalizacije i BDP-a od oko 150%, slijedi azijska i pacifička regija sa 114%, dok se sa oko 65% BDP-a Europske unije, tržišna kapitalizacija u EU nalazi iza ekonomija slične veličine. Velika je razlika između veličine tržišta dionica SAD-a i EU-a. Mali omjer tržišne kapitalizacije i BDP-a često se uzima kao dokaz nerazvijenosti tržišta kapitala u Europi.⁶⁵

⁶⁵ Kaya, O. (2015). Capital Markets Union: An ambitious goal, but few quick wins. Deutsche Bank Research [online]. Raspoloživo na: URL: [http://www.dbresearch.com/PROD/RPS_EN-PROD/PROD000000000441778/Capital Markets Union%3A An ambitious goal%2C but few .PDF](http://www.dbresearch.com/PROD/RPS_EN-PROD/PROD000000000441778/Capital%20Markets%20Union%3A%20An%20ambitious%20goal%20but%20few%20wins.PDF) (pristupljeno 27. siječnja 2018.).

Grafikon 6: Tržišna kapitalizacija uvrštenih poduzeća



Izvor: Deutsche Bank Research. URL: [http://www.dbresearch.com/PROD/RPS_EN-PROD/PROD000000000441778/Capital Markets Union%3A An ambitious goal%2C but few .PDF](http://www.dbresearch.com/PROD/RPS_EN-PROD/PROD000000000441778/Capital%20Markets%20Union%3A%20An%20ambitious%20goal%20but%20few%20.pdf) (pristupljeno 27.1.2018.)

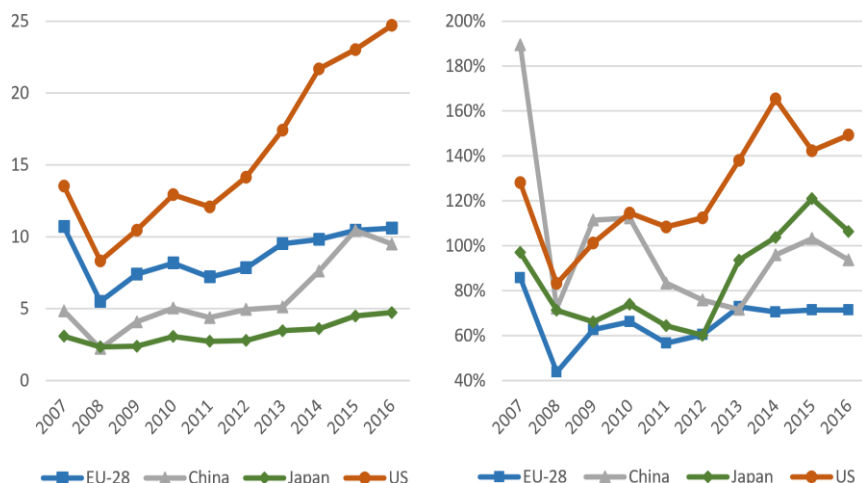
Veliki broj burzi u EU posebno je upečatljiv u usporedbi s SAD-om. Iako su razina napretka i veličina ovih dvaju gospodarskih područja slične, američko tržište dionica je znatno drugačije. U 2015. godini postojale su samo dvije velike američke burze, koje su činile 23 bilijuna EUR ukupne tržišne kapitalizacije. Dakle, tržišta SAD-a nisu samo mnogo koncentriranija već su i više od dvostruko veća od europskih. Američko tržište dionica je također daleko veće u relativnom smislu, uz tržišnu kapitalizaciju od 140% BDP-a. Konačno, također se oporavilo puno brže (nakon što je palo više od 50% tijekom financijske krize, slično kao u Europi): u SAD-u tržišna kapitalizacija dosegla je razinu kakvu je imala prije krize u svibnju 2013., dok je EU za to trebalo do travnja 2015. godine.⁶⁶

Tržišna kapitalizacija EU pokazuje trend skromnog rasta i povećanja kapitalizacije s godišnjom prosječnom stopom rasta od oko 8% od 2011. godine kada je iznosila 7,2 bilijuna EUR, pa je 2016. iznosila 10,6 bilijuna EUR (71,4 % europskog BDP-a) čime je dosegla svoju razinu prije krize. Unatoč rastu u EU, jaz između EU i SAD-a se širi iz godine u godinu od 2007. Tržišna kapitalizacija EU 28 je 2016. blizu razine iz 2007., dok je tržišna

⁶⁶ Schildbach, J. i Waibel, M. (2016). European exchange landscape: too fragmented. Deutsche Bank Research [online]. Raspoloživo na: URL: [https://www.dbresearch.com/PROD/RPS_EN-PROD/PROD000000000441869/European exchange landscape%3A too fragmented.PDF](https://www.dbresearch.com/PROD/RPS_EN-PROD/PROD000000000441869/European%20exchange%20landscape%3A%20too%20fragmented.PDF) (pristupljeno 27. siječnja 2018.).

kapitalizacija SAD-a znatno iznad razine iz 2007. Tijekom tog razdoblja, kapitalizacija europskih tržišta smanjena je za 1%, dok su američke dionice porasle za 83%. 2016. godine je tržište SAD-a dostiglo uspon i vrhunac svih vremena od 24,7 bilijuna eura.⁶⁷

Grafikon 7: Tržišna kapitalizacija u bilijunima EUR (lijevo) i postotku (%) BDP-a (desno)



Izvor: ECMI Research Report. URL:

https://www.ceps.eu/system/files/ECMIRR12_Developments_EUCapital_Markets_0.pdf (pristupljeno 19.1.2018.)

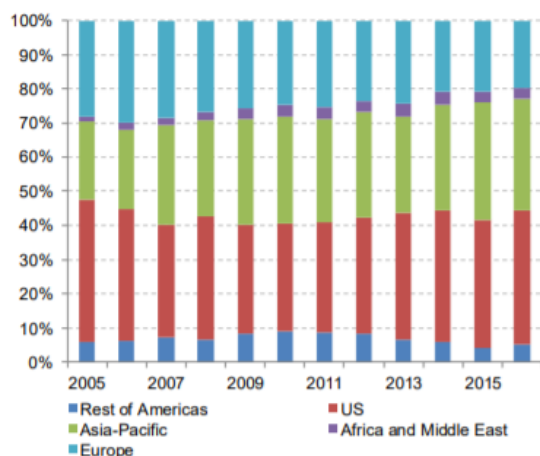
Kapitalizacija na tržištima kapitala EU je u posljednjih nekoliko godina stalno rasla, no rast nije bio brz kao na nekim drugim tržištima. Kao posljedica toga, u posljednjem desetljeću je važnost europskih tržišta dionica smanjena, što ilustrira podatak da je kapitalizacija europskih tržišta kapitala⁶⁸ predstavljala gotovo 30% globalne tržišne kapitalizacije u 2005. godini, dok je do 2016. godine smanjena na manje od 20%.⁶⁹

⁶⁷ Lechtenfeld, R. i Thomadakis, A. (2017). Recent Developments in European Capital Markets – Key findings from the 2017 ECMI Statistical Package. ECMI Research Report [online], No. 12. Raspoloživo na: URL: https://www.ceps.eu/system/files/ECMIRR12_Developments_EUCapital_Markets_0.pdf (pristupljeno 19. siječnja 2018.).

⁶⁸ Europska tržišta kapitala uključuju one zemalja EU-28, kao i Bjelorusiju, Norvešku, Rusiju, Švicarsku, Tursku i Ukrajinu za koje World Federation of Exchanges pruža informacije

⁶⁹ Europska komisija. European Financial Stability and Integration Review 2017. URL: https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/european-financial-stability-and-integration-review-2017_en.pdf (pristupljeno 3. siječnja 2018.), str. 50.

Grafikon 8: Tržišni udjeli u smislu burzovne tržišne kapitalizacije, odabrana područja



Source: ECB, Datastream, FESE, NASDAQ, LSE, WFE, and AFME

Izvor: Europska komisija. URL: https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/european-financial-stability-and-integration-review-2017_en.pdf (pristupljeno 3.1.2018.)

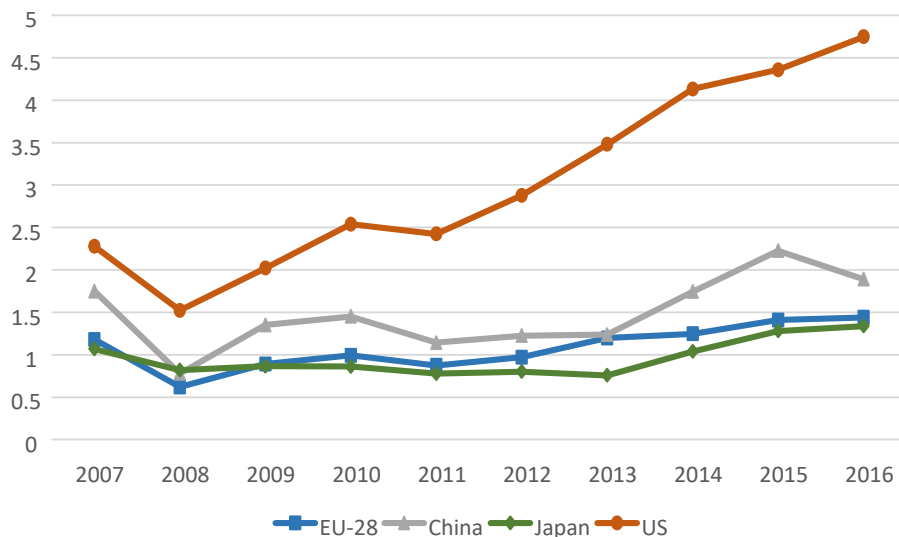
Razina koncentriranosti na globalnim tržištima kapitala se također razlikuje. EU ima najveći broj uvrštenih trgovačkih društava (7.353 u 2016. godini) s prosječnom tržišnom kapitalizacijom po poduzeću od samo nešto više od 1,4 milijardi eura, dok 5.204 uvrštenih poduzeća u SAD-u imaju prosječnu kapitalizaciju od 4,7 milijardi eura. Ovakva kretanja ilustriraju da je trgovanje na tržištima kapitala EU koncentrirano u malom broju tvrtki i da jaz između Europe i SAD-a raste po godišnjoj prosječnoj stopi od 14%.⁷⁰

Još jedan podatak ilustrira usporen razvoj europskih tržišta – PwC-ev poredak 100 najvećih svjetskih poduzeća koji pokazuje da je 2016. SAD zastupljen s više od polovice 100 najvećih svjetskih poduzeća, njih 54, dok je Europa zastupljena sa samo 24 poduzeća. Kina/Hong Kong pak imaju 11 poduzeća na popisu 100 najvećih. Razlika između najvećih poduzeća SAD-a i ostatka svijeta nastavlja se povećavati. Američka poduzeća iskorištavaju globalni doseg, financijsku snagu i sposobnost stvaranja inovacija, što je velika razlika u odnosu na društva u Europi, koja nastavljaju zaostajati na ljestvici. Europska se poduzeća dakle nisu u

⁷⁰ Lechtenfeld, R. i Thomadakis, A. (2017). Recent Developments in European Capital Markets – Key findings from the 2017 ECMI Statistical Package. ECMI Research Report [online], No. 12. Raspoloživo na: URL: https://www.ceps.eu/system/files/ECMIRR12_Developments_EUCapital_Markets_0.pdf (pristupljeno 19. siječnja 2018.).

potpunosti oporavila od financijske krize te su tijekom prošlog desetljeća iskusila nagle poraste, ali i nestabilnosti.⁷¹

Grafikon 9: Prosječna tržišna kapitalizacija po uvrštenom poduzeću (milijarda EUR)



Izvor: ECMI Research Report. URL:

https://www.ceps.eu/system/files/ECMIRR12_Developments_EUCapital_Markets_0.pdf (pristupljeno 19.1.2018.)

Preduvjet za dobro funkcioniranje tržišta dionica je i da postojeće dionice mogu jednostavno promijeniti vlasništvo. Obrtaj prometa na tržištu dionica (promet u odnosu na tržišnu kapitalizaciju) je mjera koja pokazuje da li se veličina tržišta podudara s likvidnošću. Općenito kretanje likvidnosti u europodručju uglavnom je slično onome u SAD-u: i u EU i u SAD-u je vidljiv pad obrtaja prometa nakon financijskih poteškoća kada su tržišta dionica doživjela značajno pogoršanje likvidnosti.

⁷¹ Lider Media. URL: <https://lider.media/aktualno/tvrtke-i-trzista/pwc-100-najvecih-svjetskih-poduzeca-ostvarilo-je-rekordnih-17-4-bilijuna-dolara/> (pristupljeno 17. siječnja 2018.).

Grafikon 10: Obrtaj prometa tržišta dionica



Izvor: Deutsche Bank Research. URL: [http://www.dbresearch.com/PROD/RPS_EN-PROD/PROD000000000441778/Capital Markets Union%3A An ambitious goal%2C but few .PDF](http://www.dbresearch.com/PROD/RPS_EN-PROD/PROD000000000441778/Capital%20Markets%20Union%3A%20An%20ambitious%20goal%2C%20but%20few%20.pdf) (pristupljeno 27.1.2018.)

c) Važnost financijskih centara EU slabi

Veliki financijski centri EU su postali manje konkurentni od krize te se njihova povijesna važnost smanjuje. Rangiranje financijskih centara koje uzima u obzir razvoj financijskog sektora, infrastrukturu i dodatne čimbenike pokazuje ovaj pad. Najveće burze u EU se nalaze u Londonu, Parizu i Frankfurtu. London se 2015. izdvaja kao jedino europsko financijsko središte koje je globalni lider. Ostala najvažnija financijska središta EU su Frankfurt koji ima globalni rang od samo 14 (pao sa 6 u 2007. godini), te Pariz čiji je rang 37 (pao sa 11).

Smanjenje važnosti i uloge financijskih središta EU štetno je za učinkovito funkcioniranje tržišta kapitala jer može dovesti do smanjenja njihove sposobnosti da privuku međunarodne investitore i poduzeća. Već je primjetno smanjenje prekograničnih investicija unutar EU.

Tablica 1: GFCI (Global Financial Centres Index) usporedba EU financijskih tržišta 2007. i 2015.

EU financial centres losing ground		
Rank	GFCI 2015	GFCI 2007
London	1	1
Frankfurt	14	6
Luxembourg	19	26
Vienna	30	35
Stockholm	32	29
Amsterdam	36	23
Paris	37	11
Munich	40	-
Milan	65	30
Madrid	79	28

GFCI: Global Financial Centres Index 18 for 2015 rankings

Izvor: Deutsche Bank Research. URL: http://www.dbresearch.com/PROD/RPS_EN-PROD/PROD0000000000441778/Capital_Markets_Union%3A_An_ambitious_goal%2C_but_few_.PDF (pristupljeno 27.1.2018.)

d) Prekogranične investicije su se smanjile nakon krize

Zbog transakcijskih troškova i troškova informacijske asimetrije na burzama investitori pokazuju snažnu preferenciju ka dionicama iz svojih matičnih zemalja. Tendencija investitora da drže previše domaćih a premalo stranih dionica, unatoč potencijalnim prednostima internacionalne diversifikacije, naziva se "pristranost investitora prema domaćem tržištu" (*home bias*) i služi kao inverzna mjera financijske integracije.⁷²

Do krize su se tržišta kapitala snažnije integrirala u smislu prekograničnog ulaganja u financijske instrumente nakon čega se bilježi pad, a banke i ulagači se povlače na domaća tržišta.⁷³ Podaci o ulaganju europskih kućanstava pokazuju da je u 2012. prosječna europska

⁷² Kaya, O. (2015). Capital Markets Union: An ambitious goal, but few quick wins. Deutsche Bank Research [online]. Raspoloživo na: URL: http://www.dbresearch.com/PROD/RPS_EN-PROD/PROD0000000000441778/Capital_Markets_Union%3A_An_ambitious_goal%2C_but_few_.PDF (pristupljeno 27. siječnja 2018.).

⁷³ Europska komisija. Zelena knjiga: Stvaranje unije tržišta kapitala. URL: <http://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/1/2015/HR/1-2015-63-HR-F1-1.PDF> (pristupljeno 25. siječnja 2018.), str. 2-9.

obitelj svoj novac investirala najviše u osiguranje i mirovinske fondove (35%), zatim u depozite i valute u bankama (33%) te na koncu u obveznice i uvrštene dionice (10%). Ono što je bitno naglasiti je da građani financijske proizvode kupuju uglavnom u svojim državama. Čak 94% Europljana kaže da nikad nisu kupili financijski proizvod izvan vlastite države, dok 80% Europljana kaže da ne bi razmatrali kupovinu financijskog proizvoda izvan vlastite države. Financijske proizvode ne kupuju u drugim državama članicama EU-a zbog toga što nemaju jasne informacije (21%), nemaju dovoljno znanja o vlastitim pravima (18%) te zbog jezične barijere (17%).⁷⁴

Prekogranična ulaganja u vrijednosne papire dakle nisu na razini koja bi se očekivala na integriranom tržištu. Razine ulaganja u EU su znatno ispod prijašnjih, ulagači nemaju dovoljno povjerenja, a iskorištavanje europskih štednih uloga nije najproduktivnije. Europska tržišta kapitala su manje konkurentna na svjetskoj razini. Čak i najuspješnija nacionalna tržišta kapitala u EU nemaju potrebnu kritičnu masu, što znači manju ulagačku bazu i slabije mogućnosti izbora financijskih instrumenata.⁷⁵

e) Financiranje kapitalom ima malu važnost za europske kompanije

Zajedno s rastom i razvojem poduzeća mijenjaju se i njegove financijske potrebe. One ovise o fazi razvoja poduzeća, njegovoj veličini, ciljevima i kreditnom profilu. To se u korporativnim financijama definira kao "*funding escalator*".

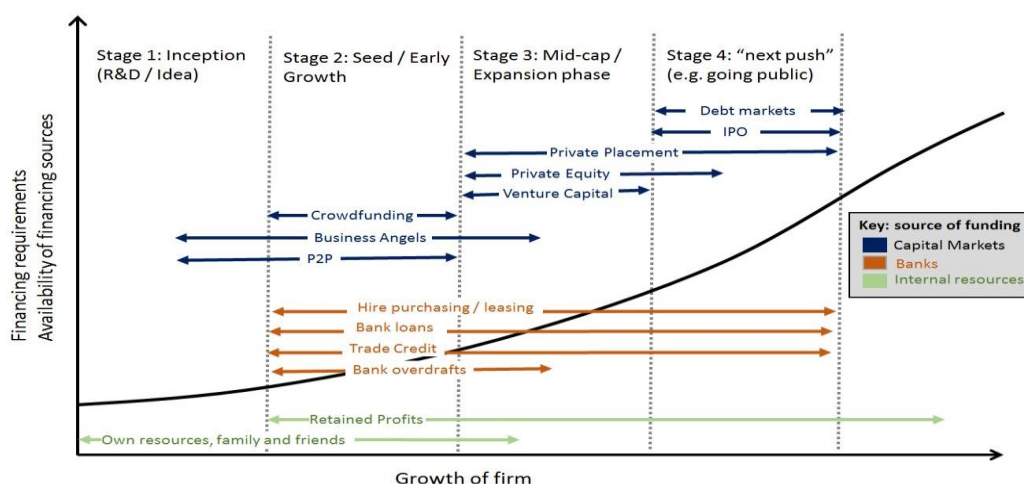
⁷⁴ Europska komisija. URL:

http://europa.eu/rapid/attachment/IP-15-4433/hr/CMU_Infographics_A4_printing.pdf
(pristupljeno 23. siječnja 2018.).

⁷⁵ Europska komisija. Zelena knjiga: Stvaranje unije tržišta kapitala. URL:

<http://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/1/2015/HR/1-2015-63-HR-F1-1.PDF> (pristupljeno 25. siječnja 2018.), str. 2-9.

Slika 2: Funding escalator



Izvor: Europska komisija. URL: https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/staff-working-document-cmu-mid-term-review-june2017_en.pdf (pristupljeno 15.1.2018.)

Izvori financiranja mogu se podijeliti na unutarnje i na vanjske. Unutarnji izvori financiranja su vlastita sredstva, sredstva od obitelji ili prijatelja, a u kasnijoj fazi razvoja i zadržana dobit. Vanjski izvori financiranja su banke i tržišta kapitala. Banke obično nude bankovne kredite, dok su izvori na tržištu kapitala raznovrsni. S jedne strane razni su oblici privatnog tržišnog financiranja, dok su s druge strane klasična javna uređena tržišta kapitala na kojima poduzeće izdaje i javnosti nudi vrijednosne papire. Izlazak u javnost, odnosno ponuda dionica ili obveznica široj javnosti na burzi, je izvor financiranja koji je karakterističan za najvišu fazu rasta poduzeća.⁷⁶

Da li će poduzeće odabrati vanjske ili unutarnje izvore financiranja ovisi ponajprije o njegovoj veličini. Po pravilu se manja poduzeća češće financiraju internim sredstvima, a teže dolaze do vanjskih financija, dok se velika poduzeća više oslanjaju na vanjske izvore.⁷⁷

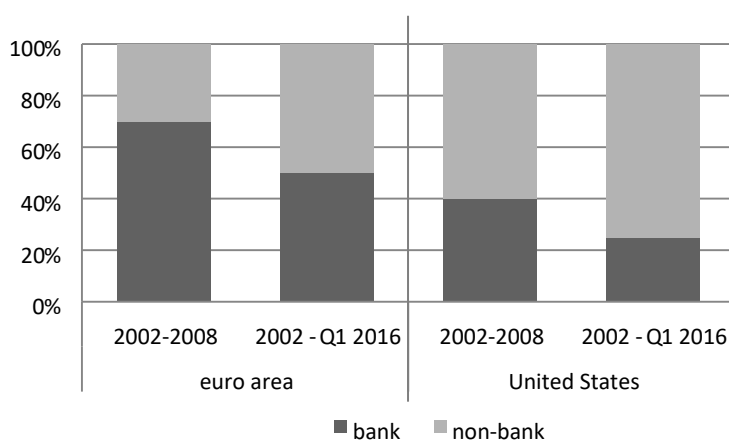
Pri prikupljanju financijskih sredstava od vanjskih izvora europska poduzeća se tradicionalno više oslanjaju na bankovno financiranje, stoga u EU krediti banaka imaju važniju ulogu u

⁷⁶ Europska komisija. Commission staff working document: Economic analysis accompanying the mid-term review of the capital markets union action plan. URL: https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/staff-working-document-cmu-mid-term-review-june2017_en.pdf (pristupljeno 15. siječnja 2018.), str. 23-88.

⁷⁷ Thomadakis, A. (2017). Developing EU Capital Markets for SMEs: Mission impossible? ECMI Commentary [online], No. 46. Raspoloživo na: URL: https://www.ceps.eu/system/files/ECMI%20Commentary%20EU%20Capital%20Markets%20for%20SMEs%20A%20Thomadakis_0.pdf (pristupljeno 20. siječnja 2018.).

financiranju poduzeća od izdavanja vrijednosnih papira na tržištu kapitala.⁷⁸ Prekomjerno oslanjanje poduzeća u EU na bankovno posuđivanje pokazuje podatak da je u periodu od 2002.-2008. bankovno posuđivanje činilo 70% ukupnog financiranja u europodručju, u usporedbi sa samo 40% u SAD-u. Ako se pak promatra razdoblje od 2002.-2016. vidljivo je da bankovno financiranje čini 50% ukupnog financiranja u europodručju u usporedbi sa 25% u SAD-u. Na ove statistike uglavnom utječe pristup velikih korporacija nebankovnim financijskim sredstvima, kao što su korporativne obveznice.⁷⁹

Grafikon 11: Udio bankovnog i nebankovnog financiranja NFC-ova (ne-financijskih poduzeća) u europodručju i SAD-u



Izvor: Europska komisija. URL: https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/staff-working-document-cmu-mid-term-review-june2017_en.pdf (pristupljeno 15.1.2018.)

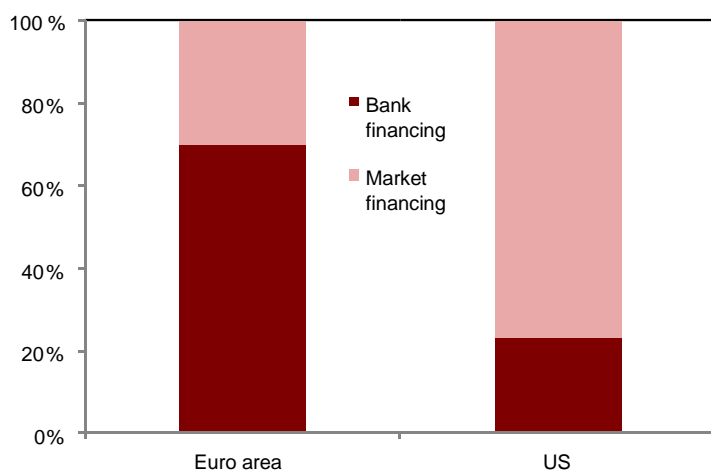
Usmjerenost europskog financijskog sustava na banke ilustriraju i podaci Goldman Sachsa o financiranju nefinancijskog sektora europodručja i SAD-a 2014. godine: banke pružaju oko 70% vanjskog financiranja europskih poduzeća a ostatak dolazi s tržišta vrijednosnih papira, dok je u SAD-u situacija obrnuta.⁸⁰

⁷⁸ Europska komisija. Zelena knjiga: Stvaranje unije tržišta kapitala. URL: <http://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/1/2015/HR/1-2015-63-HR-F1-1.PDF> (pristupljeno 25. siječnja 2018.), str. 7-9.

⁷⁹ Europska komisija. Commission staff working document: Economic analysis accompanying the mid-term review of the capital markets union action plan. URL: https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/staff-working-document-cmu-mid-term-review-june2017_en.pdf (pristupljeno 15. siječnja 2018.), str. 23-88.

⁸⁰ Pill, H. et al. (2015). Unlocking Europe's economic potential through financial markets. Goldman Sachs Global Investment Research [online], Issue No: 15/07. Raspoloživo na: URL: <http://www.goldmansachs.com/our-thinking/pages/eu-capital-markets-dialogue/multimedia/gir-report.pdf> (pristupljeno 29. siječnja 2018.).

Grafikon 12: **Financiranje nefinancijskog sektora 2014. godine u %**

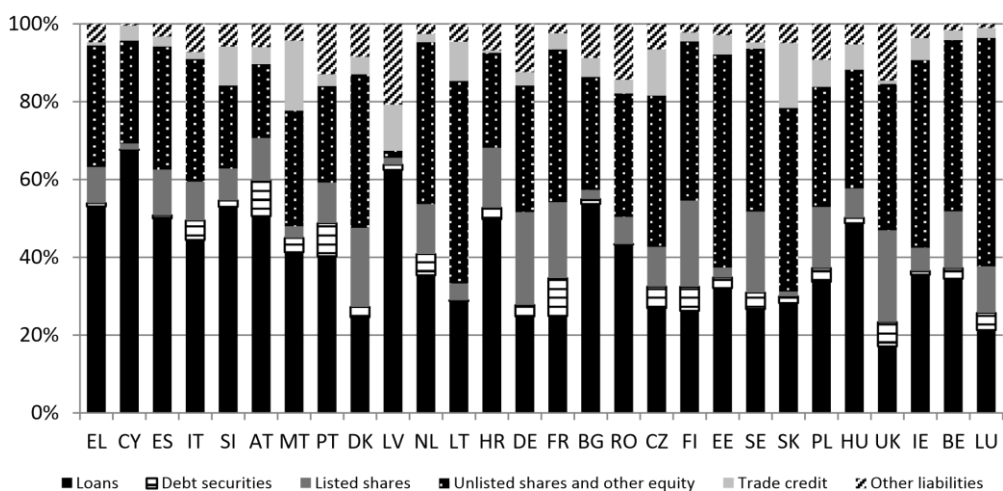


Izvor: Goldman Sachs Global Investment Research. URL: <http://www.goldmansachs.com/our-thinking/pages/eu-capital-markets-dialogue/multimedia/gir-report.pdf> (pristupljeno 29.1.2018.)

Ovisnost o bankovnim kreditima razlikuje se među državama članica, primjerice bankovni krediti posebno su važni u Grčkoj i Cipru, a imaju manju važnost za tvrtke u Belgiji i Luksemburgu. Oslanjanje na kapital se također razlikuje među državama članicama, no postoji samo nekoliko zemalja u kojima se tvrtke čvrsto oslanjaju na uvrštene dionice. Ostali kapital i dionice koje ne kotiraju na burzi, što nije financiranje na javnom tržištu, su također važan izvor financiranja. Dužnički vrijednosni papiri NFC-a u EU su relativno mali u usporedbi s ukupnim financiranjem NFC-a.⁸¹

⁸¹ Europska komisija. Commission staff working document: Economic analysis accompanying the mid-term review of the capital markets union action plan. URL: https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/staff-working-document-cmu-mid-term-review-june2017_en.pdf (pristupljeno 15. siječnja 2018.), str. 23-88.

Grafikon 13: Izvori financiranja NFC-a u EU (2010.-2015., % od ukupnog)



Izvor: Europska komisija. URL: https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/staff-working-document-cmu-mid-term-review-june2017_en.pdf (pristupljeno 15.1.2018.)

Globalna financijska kriza i međunarodni regulatorni odgovor koji je uslijedio nakon nje postavili su izazov pred europski financijski model usmjeren na banke jer je došlo do jačanja reguliranja po pitanju strukture kapitala i likvidnosti banaka što je otežalo uvjete bankovnog kreditiranja, smanjilo dostupnost i povećalo trošak bankovnih kredita, na štetu onih tvrtki i gospodarstava koja su više ovisna o bankama.⁸² Od banaka se zbog njihove sistemske važnosti zahtijeva da budu sigurnije, pod pritiskom su propisa kao što je Basel III da pojačaju svoj kapital i dodaju veće troškove za rizičnija ulaganja, kao što su ulaganja u MSP. Ograničena konkurencija u bankarstvu, pa čak i oligopol, dodatno su doprinijeli troškovima financiranja europskih poduzeća.⁸³ Posebno problematičnim se pokazalo financiranje malih i srednjih poduzeća koja su iznimno važna za europsko gospodarstvo.

Podaci pokazuju da MSP-ovi čine 99,8% poduzeća, imaju udio od 67% u zapošljavanju u privatnom sektoru u EU⁸⁴ i generiraju oko 58% dodane vrijednosti korporativnog sektora.⁸⁵

⁸² Pill, H. et al. (2015). Unlocking Europe's economic potential through financial markets. Goldman Sachs Global Investment Research [online], Issue No: 15/07. Raspoloživo na: URL: <http://www.goldmansachs.com/our-thinking/pages/eu-capital-markets-dialogue/multimedia/gir-report.pdf> (pristupljeno 29. siječnja 2018.).

⁸³ Danielsson, J. et al. (2015). Europe's proposed capital markets union: Disruption will drive investment and innovation. Systemic Risk Centre [online]. Raspoloživo na: URL: http://www.systemicrisk.ac.uk/sites/default/files/images/15_0173%20SRC%20Paper%20V4_HR_nocrop%20high%20res.pdf (pristupljeno 23. siječnja 2018.).

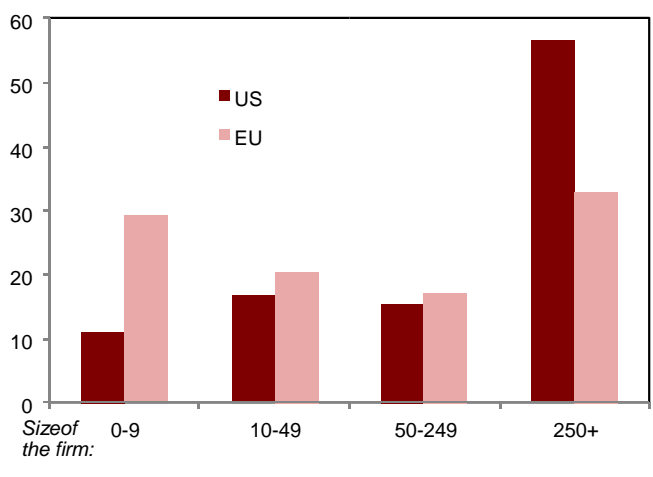
⁸⁴ Danielsson, J. et al. (2015). Europe's proposed capital markets union: Disruption will drive investment and innovation. Systemic Risk Centre [online]. Raspoloživo na: URL: http://www.systemicrisk.ac.uk/sites/default/files/images/15_0173%20SRC%20Paper%20V4_HR_nocrop%20high%20res.pdf (pristupljeno 23. siječnja 2018.).

⁸⁵ Kaya, O. (2015). Capital Markets Union: An ambitious goal, but few quick wins. Deutsche Bank Research [online]. Raspoloživo na: URL: http://www.dbresearch.com/PROD/RPS_EN-

U EU je čak polovica svih radnika zaposlena u tvrtkama s manje od 50 zaposlenih (dok je u SAD taj udio tek oko jedne četvrtine).⁸⁶

Kao dinamična, inovativna poduzeća koja otvaraju 85% svih novih radnih mjesta u EU, MSP-ovi su osobito važni za europsko gospodarstvo te predstavljaju ključ za izlazak iz krize.⁸⁷

Grafikon 14: Proporcija zaposlenika zaposlenih u pojedinim poduzećima (%).



Izvor: Goldman Sachs Global Investment Research. URL: <http://www.goldmansachs.com/our-thinking/pages/eu-capital-markets-dialogue/multimedia/gir-report.pdf> (pristupljeno 29.1.2018.)

MSP-ovi u EU se razlikuju u potrebi za financiranjem: neki MSP-ovi s malim rastom, vrlo mladi MSP-ovi ili MSP-ovi s jakim obiteljskim vezama nemaju potrebu za vanjskim financiranjem, dok drugi MSP-ovi imaju snažnu potrebu za vanjskim sredstvima. Najčešći izvor vanjskog financiranja za MSP-ove je bankovno financiranje, dok je korištenje financiranja putem javnih tržišta kapitala marginalno.⁸⁸ Danielsson navodi kako više od 80% sredstava za MSP-ove u EU dolazi od banaka.⁸⁹

<PROD/PROD000000000441778/Capital Markets Union%3A An ambitious goal%2C but few .PDF> (pristupljeno 27. siječnja 2018.).

⁸⁶ Pill, H. et al. (2015). Unlocking Europe's economic potential through financial markets. Goldman Sachs Global Investment Research [online], Issue No: 15/07. Raspoloživo na: URL: <http://www.goldmansachs.com/our-thinking/pages/eu-capital-markets-dialogue/multimedia/gir-report.pdf> (pristupljeno 29. siječnja 2018.).

⁸⁷ Europska komisija (2014). Politike Europske unije: Unutarnje tržište. Luxembourg: Ured za publikacije Europske unije, str. 5-11.

⁸⁸ Europska komisija. Commission staff working document: Economic analysis accompanying the mid-term review of the capital markets union action plan. URL: https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/staff-working-document-cmu-mid-term-review-june2017_en.pdf (pristupljeno 15. siječnja 2018.), str. 23-88.

⁸⁹ Danielsson, J. et al. (2015). Europe's proposed capital markets union: Disruption will drive investment and innovation. Systemic Risk Centre [online]. Raspoloživo na: URL:

Pri dobivanju financijskih sredstava iz vanjskih izvora, i bankovnih i tržišnih, MSP-ovi se susreću s brojnim preprekama.

Potruga za bankovnim kreditom nerijetko završava odbijenicom jer MSP-ovi često nemaju potrebne novčane tijekove i kolaterale koji su nužni za dobivanje bankovnog financiranja.⁹⁰ Posljednjih godina se MSP-ovi suočavaju sa još većim poteškoćama u financiranju jer je financijska kriza otežala uvjete bankovnog financiranja za sva poduzeća, a posebno za MSP-ove. Ovisnost MSP-ova o bankovnim kreditima se pokazala kao veliki problem. Teže im je i skuplje dobiti kredit od banke nego velikim poduzećima, osobito u zemljama koje su najviše pogođene krizom. Veliki broj MSP-ova koji se obrati bankama ne dobiva svo financiranje koje zatraže. Ilustracije radi, prema podacima Europske komisije, 35% MSP-ova u europodručju nije dobilo kompletno financiranje koje su tražili od banaka u 2013. godini.⁹¹

Europski bankarski sektor dakle ne može adekvatno financirati MSP-ove. Tržišno financiranje je jedna alternativa kojom bi se moglo pomoći financiranju njihovih aktivnosti, Međutim, kao i prilikom traženja kredita od banaka, i pri prikupljanju financijskih sredstava na tržištu kapitala se MSP-ovi suočavaju s brojnim poteškoćama.

Pristup MSP-ova javnim tržištima kapitala otežan je raznim preprekama i izazovima: viša informacijska asimetrija, visoki fiksni troškovi uvrštavanja i održavanja, administrativni i regulatorni tereti, nedostatak kapitalne kulture te neodgovarajuće prakse upravljanja. Problemi su prisutni i na strani investitora kojima je ulaganje u MSP-ove otežano preprekama kao što su visoki troškovi nadzora povezani s razinom ulaganja i niska razina likvidnosti, pa je potražnja od investitora relativno niska. Financiranje na tržištu kapitala zbog navedenih poteškoća često nije izvediva opcija za mnoga mala i srednja poduzeća.⁹²

http://www.systemicrisk.ac.uk/sites/default/files/images/15_0173%20SRC%20Paper%20V4_HR_nocrop%20high%20res.pdf (pristupljeno 23. siječnja 2018.).

⁹⁰ Thomadakis, A. (2017). Developing EU Capital Markets for SMEs: Mission impossible? ECMI Commentary [online], No. 46. Raspoloživo na: URL:

https://www.ceps.eu/system/files/ECMI%20Commentary%20EU%20Capital%20Markets%20for%20SMEs%20A%20Thomadakis_0.pdf (pristupljeno 20. siječnja 2018.).

⁹¹ Europska komisija. URL:

http://europa.eu/rapid/attachment/IP-15-4433/hr/CMU_Infographics_A4_printing.pdf (pristupljeno 23. siječnja 2018.).

⁹² Thomadakis, A. (2017). Developing EU Capital Markets for SMEs: Mission impossible? ECMI Commentary [online], No. 46. Raspoloživo na: URL:

https://www.ceps.eu/system/files/ECMI%20Commentary%20EU%20Capital%20Markets%20for%20SMEs%20A%20Thomadakis_0.pdf (pristupljeno 20. siječnja 2018.).

Konkretni podaci ECB SAFE istraživanja iz 2016. pokazuju da MSP-ovi u EU rijetko koriste tržišne izvore financiranja (vlasničke i dužničke vrijednosne papire).⁹³ U usporedbi s američkim MSP-ovima, europski povlače pet puta manje sredstava s tržišta kapitala.⁹⁴ Aktivnost inicijalne javne ponude (IPO) u Europi je skromna i prilično nepostojana tijekom vremena za sva poduzeća, osobito za MSP-ove.⁹⁵ Financiranje dionicama je dakle alternativa za financiranje korporacija u EU, no većinom za one koje su dovoljno velike da mogu snositi troškove i teret izdavanja dionica.⁹⁶

Na temelju detaljne analize stanja europskih tržišta kapitala može se izvesti nekoliko zaključaka.

- Globalna financijska kriza imala je velik utjecaj na europska tržišta kapitala, integracija europskih tržišta kapitala je posljednjih godina izgubila svoj zamah, a povijesna dominacija europskih financijskih centara u globalnom kontekstu blijedi;
- Tržišta kapitala EU su slabije razvijena u odnosu na tržišta kapitala SAD-a, Japana i Kine, a stupanj razvoja tržišta između država članica je neujednačen;
- Veličina tržišta kapitala EU je mala, posebno u usporedbi s ekonomijama slične veličine (npr. tržišta dionica i korporativnih obveznica u EU su manja od polovice veličine istih u SAD-u);
- Osim slabe razvijenosti i male veličine, ključni problemi tržišta kapitala EU su i pristupačnost, fragmentiranost, zatvorenost u nacionalne okvire i ograničena baza investitora;
- Unutar EU je manje investicija što je štetno za tržišnu likvidnost i za trošak financiranja poduzeća.⁹⁷ Nakon krize je vidljivo općenito nepovjerenje ulagatelja u

⁹³ Europska komisija. Commission staff working document: Economic analysis accompanying the mid-term review of the capital markets union action plan. URL: https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/staff-working-document-cmu-mid-term-review-june2017_en.pdf (pristupljeno 15. siječnja 2018.), str. 23-88.

⁹⁴ Europska komisija. Akcijski plan o izgradnji unije tržišta kapitala. URL: <http://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/1/2015/HR/1-2015-468-HR-F1-1.PDF> (pristupljeno 25. siječnja 2018.), str. 3-4.

⁹⁵ Thomadakis, A. (2017). Developing EU Capital Markets for SMEs: Mission impossible? ECMI Commentary [online], No. 46. Raspoloživo na: URL: https://www.ceps.eu/system/files/ECMI%20Commentary%20EU%20Capital%20Markets%20for%20SMEs%20A%20Thomadakis_0.pdf (pristupljeno 20. siječnja 2018.).

⁹⁶ Kaya, O. (2015). Capital Markets Union: An ambitious goal, but few quick wins. Deutsche Bank Research [online]. Raspoloživo na: URL: [http://www.dbresearch.com/PROD/RPS_EN-PROD/PROD00000000441778/Capital Markets Union%3A An ambitious goal%2C but few .PDF](http://www.dbresearch.com/PROD/RPS_EN-PROD/PROD00000000441778/Capital%20Markets%20Union%3A%20An%20ambitious%20goal%2C%20but%20few%20wins.PDF) (pristupljeno 27. siječnja 2018.).

⁹⁷ Kaya, O. (2015). Capital Markets Union: An ambitious goal, but few quick wins. Deutsche Bank Research [online]. Raspoloživo na: URL: [http://www.dbresearch.com/PROD/RPS_EN-PROD/PROD00000000441778/Capital Markets Union%3A An ambitious goal%2C but few .PDF](http://www.dbresearch.com/PROD/RPS_EN-PROD/PROD00000000441778/Capital%20Markets%20Union%3A%20An%20ambitious%20goal%2C%20but%20few%20wins.PDF) (pristupljeno 27. siječnja 2018.).

EU, ulagatelji se povlače u svoje matične zemlje, a ulaganja su značajno ispod povijesnih prosjeka;⁹⁸

- Nerazvijenost europskih tržišta kapitala u usporedbi s tržištima kapitala ekonomija slične veličine dovodi do prevelikog oslanjanja na bankovno kreditiranje za financiranje poduzeća. Struktura europskog financijskog sustava usmjerena na banke i ovisnost europskog gospodarstva o bankovnim kreditima su se pokazale problematičnima u vrijeme globalne financijske krize. Kriza je otkrila mane ovog nediversificiranog europskog modela financiranja i pokazala prednost diversificiranog američkog modela koji se odlikuje uravnoteženijim odnosom bankovnog financiranja i financiranja na tržištima kapitala. I u SAD-u je na početku financijske krize drastično pala i aktivnost bankovnih zajmova i tržišta kapitala, no tržišta su se oporavila puno brže od banaka te su u razdoblju oporavka koristila mnogim poduzećima koja nisu mogla dobiti bankovni kredit.⁹⁹

Opisana negativna situacija na tržištima kapitala EU navela je Europsku komisiju 2015. godine na uvođenje mjera za oporavak i sanaciju.

⁹⁸ Tržište novca d.d. URL:

<http://www.trzistenovca.hr/Home/PdfDownload?folderName=201505&fileName=SilvanaBozic.pdf>

(pristupljeno 17. siječnja 2018.).

⁹⁹ Kaya, O. (2015). Capital Markets Union: An ambitious goal, but few quick wins. Deutsche Bank Research [online]. Raspoloživo na: URL: [http://www.dbresearch.com/PROD/RPS_EN-PROD/PROD000000000441778/Capital Markets Union%3A An ambitious goal%2C but few .PDF](http://www.dbresearch.com/PROD/RPS_EN-PROD/PROD000000000441778/Capital%20Markets%20Union%3A%20An%20ambitious%20goal%20but%20few%20wins.PDF)

(pristupljeno 27. siječnja 2018.).

4. UNIJA TRŽIŠTA KAPITALA

4.1. Reforma financijskog sustava Europske unije

Nepovoljna situacija na tržištima kapitala tijekom i nakon krize ukazala je na to da EU treba promjene u svom financijskom sustavu. Stoga je nakon krize EU krenula u postupak ambiciozne reforme financijskog sektora i financijskog regulatornog sustava s ciljem popravljivanja situacije na financijskim tržištima, obnove financijske stabilnosti, izgradnje čvrstog i otpornog financijskog sustava koji je u službi ekonomije i kojim se jača sposobnost EU za suočavanje s budućim financijskim i ekonomskim šokovima. Reforma je još uvijek u tijeku.¹⁰⁰ Dio reformi odnosi se na regulaciju i nadzor financijskih usluga, dok se dio odnosi na aspekt poboljšavanja ulaganja u EU.

EU je u potpunosti revidirala svoja pravila o financijskim uslugama donošenjem 40 zakonodavnih akata od 2009. godine i uspostavom novog zajedničkog sustava nadzora i sanacije banaka.¹⁰¹ Uspostavila je „Jedinstveni pravilnik”, kao jedinstven regulatorni okvir za financijski sektor i njegovu ujednačenu primjenu diljem EU-a. Pokrenuta je nova reforma – stvaranje „bankovne unije” kojom EU nastoji osigurati da banke mogu držati više kapitala i bolji kapital, poboljšati upravljanje rizikom i ograničiti pretjerivanja iz prošlosti. EU je osnovala i tri nova europska nadležna tijela za nadzor financijskih aktivnosti: Europsko nadzorno tijelo za bankarstvo (EBA), Europsko nadzorno tijelo za vrijednosne papire i tržišta kapitala (ESMA) i Europsko nadzorno tijelo za osiguranje i strukovno mirovinsko osiguranje (EIOPA). Cilj je stvoriti mrežu nadležnih tijela u kojoj su nacionalna nadležna tijela odgovorna za svakodnevni nadzor, a europska nadležna tijela (koja surađuju s nacionalnim nadležnim tijelima) odgovorna za koordinaciju, nadzor i arbitražu između nacionalnih nadležnih tijela. Osnovan je i Europski odbor za sistemske rizike (ESRB) za praćenje prijetnji stabilnosti financijskog sustava koji izdaje rana upozorenja na rizike koji nastaju u cijelom sustavu te preporuke o načinima suzbijanja tih rizika.¹⁰²

¹⁰⁰ Europska komisija (2015). Politike Europske unije: Bankarstvo i financije. Luxembourg: Ured za publikacije Europske unije, str. 3-12.

¹⁰¹ Europska komisija (2017). Dokument za razmatranje o produbljenju ekonomske i monetarne unije. Luxembourg: Ured za publikacije Europske unije, str. 9-33.

¹⁰² Europska komisija (2015). Politike Europske unije: Bankarstvo i financije. Luxembourg: Ured za publikacije Europske unije, str. 3-12.

Kada je riječ o ulaganjima, bitan korak je pokretanje „Junckerovog plana“ – novog plana ulaganja za Europu. Uz ovaj plan ulaganja Komisija je u rujnu 2015. pokrenula svoju vodeću inicijativu - uniju tržišta kapitala - koja obuhvaća niz mjera kojima je cilj stvaranje istinski integriranog jedinstvenog tržišta kapitala do 2019., a kojom je Komisija nadopunila nova europska pravila za financijski sustav.¹⁰³

Bitno je napomenuti kako ideja stvaranja unije tržišta kapitala nije nova, naime u tom smjeru išli su Program ostvarivanja jedinstvenog tržišta iz 1985. i Akcijski plan za financijske usluge (FSAP) iz 1999. Manjak izvora financiranja za start up-ove i poduzeća u ranoj fazi, fragmentiranost i mala veličina tržišta kapitala, prevelika ovisnost korporacijske financijske strukture o bankovnom financiranju u EU su teme o kojima se raspravlja dugi niz godina.¹⁰⁴ Ipak, ova ideja na važnosti je dobila tek 2015., kada je unija tržišta kapitala određena kao jedan od najbitnijih ciljeva Europske komisije. Važnost inicijative dodatno je naglašena kada je stvaranje unije tržišta kapitala navedeno i kao jedna od osnovnih mjera pri postizanju jednog od deset ključnih prioriteta koje je predsjednik Europske komisije, Jean-Claude Juncker, utvrdio 2015: „bolje povezano i pravednije unutarnje tržište s jačim industrijskim temeljima“.¹⁰⁵ Europskoj uniji su potrebna jača tržišta kapitala s novim izvorima korporativnog financiranja. Novoosnovana inovativna poduzeća, rastuća poduzeća i etablirana multinacionalna poduzeća koja se bave ulaganjima trebaju pristup širokom spektru izvora financiranja kako bi mogla inovirati i širiti svoje poslovanje.¹⁰⁶

4.2. Temelji unije tržišta kapitala

Europska komisija je u veljači 2015. objavila Zelenu knjigu „Stvaranje unije tržišta kapitala“ čija je svrha bila na razini EU i na nacionalnim razinama započeti raspravu i savjetovanje o mjerama za ostvarivanje navedenih ciljeva. Mjere koje Komisija predlaže su ponekad zakonodavne (promjene propisa), ali češće se radi o nezakonodavnim mjerama odnosno o

¹⁰³ Europski parlament. URL: http://www.europarl.europa.eu/ftu/pdf/hr/FTU_2.1.3.pdf (pristupljeno 10. siječnja 2018.).

¹⁰⁴ Kaya, O. (2015). Capital Markets Union: An ambitious goal, but few quick wins. Deutsche Bank Research [online]. Raspoloživo na: URL: http://www.dbresearch.com/PROD/RPS_EN-PROD/PROD000000000441778/Capital_Markets_Union%3A_An_ambitious_goal%2C_but_few_.PDF (pristupljeno 27. siječnja 2018.).

¹⁰⁵ Europska komisija (2015). Politike Europske unije: Deset prioriteta za Europu. Luxembourg: Ured za publikacije Europske unije, str. 3-7.

¹⁰⁶ Europska komisija (2017). Stanje unije 2017. Luxembourg: Ured za publikacije Europske unije, str. 8-43.

tržišnim rješenjima.¹⁰⁷ Na temelju ishoda savjetovanja Komisija je odlučila koje od predloženih mjera su najvažnije te je u rujnu 2015. objavila akcijski plan kojim je navela 20 ključnih mjera za postizanje jedinstvenog tržišta kapitala u Europi. Cilj projekta je omogućiti financiranje europskih poduzeća i potaknuti rast u EU-u, a to se namjerava postići do 2019.¹⁰⁸ Akcijski plan može se opisati kao mapa puta koja nudi detalje o tome kako i kada Komisija ima za cilj izgraditi temeljne blokove CMU-a.¹⁰⁹ Revizija akcijskog plana u kojoj su ocijenjena postignuća i preispitani prioriteti objavljena je na sredini programskog razdoblja, u lipnju 2017.¹¹⁰

EU se treba odmaknuti od ovisnosti o bankarskom financiranju ka diversificiranim financijskom sustavu u kojem će tržišta kapitala bolje nadopunjavati bankovno financiranje. To će omogućiti veći spektar alternativa za financiranje europskim poduzećima čime bi se podržao održivi gospodarski oporavak. Inicijativa unija tržišta kapitala je odgovor na poteškoće u financiranju europskih poduzeća. EU radi na kreiranju alternativnih izvora vanjskih financija koji će nadopuniti bankovne kredite i potaknuti poduzeća da se počnu češće okretati tržištima kapitala umjesto bankama u potrazi za financijskim sredstvima. Cilj je razvoj dubokih i likvidnih tržišta kapitala diljem EU kojim će se dopuniti bankarski sektor i doprinijeti trendu rasta u Europi. Takva tržišta će diversificirati i povećati mogućnosti financiranja i štednje koje su dostupne tvrtkama i kućanstvima. Pomažući pri učinkovitijem usmjeravanju resursa, učinkovitiji financijski sektor (općenito, a posebno dublje tržište vrijednosnih papira) će povećati gospodarski potencijal EU jačanjem prinosa, jačanjem ulaganja i ubrzavanjem akumulacije kapitala. Smanjiti će se ovisnost europskog gospodarstva o bankama, omogućiti alternativa u slučaju smetnji u bankarskom sektoru te poboljšati otpornost europskog gospodarstva.¹¹¹

¹⁰⁷ Europska komisija. Zelena knjiga: Stvaranje unije tržišta kapitala. URL: <http://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/1/2015/HR/1-2015-63-HR-F1-1.PDF> (pristupljeno 25. siječnja 2018.), str. 2-6.

¹⁰⁸ Europska komisija (2015). Politike Europske unije: Deset prioriteta za Europu. Luxembourg: Ured za publikacije Europske unije, str. 3-7.

¹⁰⁹ Hamunen, M. (2015). The Impact of a Capital Markets Union in Europe. CFA Institute Magazine [online], 26 (5). Raspoloživo na: URL: <https://www.cfapubs.org/doi/pdf/10.2469/cfm.v26.n5.18> (pristupljeno 22. siječnja 2018.).

¹¹⁰ Europski parlament. URL: http://www.europarl.europa.eu/ftu/pdf/hr/FTU_2.1.3.pdf (pristupljeno 10. siječnja 2018.).

¹¹¹ Pill, H. et al. (2015). Unlocking Europe's economic potential through financial markets. Goldman Sachs Global Investment Research [online], Issue No: 15/07. Raspoloživo na: URL: <http://www.goldmansachs.com/our-thinking/pages/eu-capital-markets-dialogue/multimedia/gir-report.pdf> (pristupljeno 29. siječnja 2018.).

Glavni prioritet Europske komisije je jačanje gospodarstva EU i poticanje ulaganja u cilju otvaranja radnih mjesta. Kako bi dugoročno ojačali ulaganja potrebna su jača tržišta kapitala, kojima bi se osigurali novi izvori financiranja za poduzeća, proširile mogućnosti štednje i povećala otpornost gospodarstva. Stoga je jedan od ključnih prioriteta Europske komisije uspostava istinskog jedinstvenog tržišta kapitala – unije tržišta kapitala svih država članica EU.¹¹² Ovom inicijativom se planiraju postići efikasnija, integriranija i dublja tržišta kapitala u EU. Poanta je da se EU od 28 fragmentiranih nacionalnih tržišta kapitala približi jedinstvenom tržištu kapitala.

Unija tržišta kapitala dopunjuje inicijativu „bankarska unija“ čiji je cilj postići čvršći financijski sustav unificiranim i jačim upravljanjem europskim bankama.¹¹³ Ove inicijative nadopunjavaju jedna drugu, naime fokusiranost bankovne unije na prekidanje poveznice između propadanja banaka i javnog duga u EU će pružiti temelj stabilnosti potrebnoj za razvoj unije tržišta kapitala u svim državama članicama. Unijom tržišta kapitala će se pridonijeti i otpornosti ekonomske i monetarne unije jer će se podržati gospodarska konvergencija te će se pomoći u ublažavanju gospodarskih šokova.¹¹⁴

Daljnijim razvojem i integracijom tržišta kapitala će se omogućiti veća uloga tržišta kapitala EU u usmjeravanju veće količine financijskih sredstava u gospodarstvo. Time će se smanjiti troškovi prikupljanja kapitala, posebno za mala i srednja poduzeća (MSP) te će se smanjiti prevelika ovisnost o bankovnom financiranju. Na taj će se način u očima stranih ulagača povećati privlačnost Europe kao mjesta za ulaganje.¹¹⁵

Unijom tržišta kapitala će se osigurati veća diversifikacija u financiranju gospodarstva. Snažnijom integracijom tržišta kapitala, posebno kada je riječ o vlasničkim instrumentima, povećati će se otpornost europskog gospodarstva na šokove i omogućiti veća ulaganja bez porasta zaduženosti. Zahvaljujući učinkovitoj tržišnoj infrastrukturi i posrednicima unija tržišta kapitala će povećati protok kapitala od ulagača do europskih investicijskih projekata,

¹¹² Europska komisija. Akcijski plan o izgradnji unije tržišta kapitala. URL: <http://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/1/2015/HR/1-2015-468-HR-F1-1.PDF> (pristupljeno 25. siječnja 2018.), str. 3-4.

¹¹³ Kaya, O. (2015). Capital Markets Union: An ambitious goal, but few quick wins. Deutsche Bank Research [online]. Raspoloživo na: URL: [http://www.dbresearch.com/PROD/RPS_EN-PROD/PROD00000000441778/Capital Markets Union%3A An ambitious goal%2C but few .PDF](http://www.dbresearch.com/PROD/RPS_EN-PROD/PROD00000000441778/Capital%20Markets%20Union%3A%20An%20ambitious%20goal%2C%20but%20few%20wins.PDF) (pristupljeno 27. siječnja 2018.).

¹¹⁴ Europska komisija. Akcijski plan o izgradnji unije tržišta kapitala. URL: <http://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/1/2015/HR/1-2015-468-HR-F1-1.PDF> (pristupljeno 25. siječnja 2018.), str. 3-4.

¹¹⁵ Europska komisija (2015). Politike Europske unije: Bankarstvo i financije. Luxembourg: Ured za publikacije Europske unije, str. 3-12.

čime će se poboljšati raspodjela rizika i kapitala što će EU naposljetku učiniti otpornijom na šokove u budućnosti. Utvrditi će se prepreke kretanju kapitala između subjekata koji trebaju financiranje i ulagača (prisutne i pri ulaganju unutar država članica i pri prekograničnim ulaganjima u EU) te će unija tržišta kapitala raditi na uklanjanju tih prepreka. Unija tržišta kapitala će dovesti do daljnjeg otvaranja i razvoja nacionalnih tržišta kapitala. S obzirom na to da su razine razvoja nacionalnih tržišta kapitala unutar EU različite, u nekim državama članicama postoje izazovi koji će zahtijevati veće prilagodbe na nacionalnoj razini.

Donošenjem inicijative Komisija se je obvezala da će postaviti temelje likvidne, transparentne, dobro regulirane i integrirane unije tržišta kapitala, koja će obuhvaćati sve države članice, s ciljem ostvarivanja maksimalne koristi od tržišta kapitala i nebankarskih financijskih institucija za gospodarstvo u širem smislu. Unija tržišta kapitala bi trebala dovesti do situacije u kojoj mala i srednja poduzeća mogu pribaviti financijska sredstva jednako lako kao i velika društva, u kojoj su troškovi ulaganja i pristup investicijskim proizvodima usklađeni u cijeloj EU, u kojoj je financiranje preko tržišta kapitala sve dostupnije i u kojoj traženje financiranja u drugoj državi članici neće biti otežano nepotrebnim pravnim i nadzornim preprekama. Te promjene će pridonijeti smanjenju ovisnosti o bankovnom financiranju, no banke će u uniji tržišta kapitala, kao vjerovnici velikog dijela gospodarstva i posrednici na tržištima kapitala, i dalje imati središnju ulogu te će ostati važan dio europskog gospodarstva.¹¹⁶

Snažnijim tržištima kapitala će se upotpuniti snažna europska tradicija bankovnog financiranja te će se postići slijedeći ciljevi:

- Potaknuti će se više ulaganja iz EU i ostatka svijeta – pomoći će se u mobilizaciji kapitala u EU i njegovu usmjeravanju prema svim poduzećima (posebno MSP-ovima) te prema infrastrukturnim i dugoročnim održivim projektima. Kućanstvima će se omogućiti veći izbor opcija za ostvarenje svojih ciljeva u pogledu mirovine;
- Bolje će se povezati financiranje s projektima ulaganja diljem EU-a – države članice s malim tržištima i visokim potencijalom rasta mogu ostvariti korist od boljeg usmjeravanja kapitala i ulaganja u njihove projekte, dok će države članice

¹¹⁶ Europska komisija. Zelena knjiga: Stvaranje unije tržišta kapitala. URL: <http://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/1/2015/HR/1-2015-63-HR-F1-1.PDF> (pristupljeno 25. siječnja 2018.), str. 2-6.

s razvijenijim tržištima kapitala imati korist od većih mogućnosti prekograničnih ulaganja i štednje;

- Financijski sustav će se učiniti stabilnijim: unija tržišta kapitala će pomoći državama članicama da podijele učinak šokova. Širim rasponom izvora financiranja će se pomoći u podjeli financijskih rizika i smanjenju osjetljivosti građana i poduzeća EU na manju dostupnost kredita. Razvijenijim tržištima vlasničkih instrumenata, za razliku od povećane zaduženosti, dugoročno će se omogućiti više ulaganja;
- Povećati će se financijska integracija i tržišno natjecanje: većom prekograničnom podjelom rizika, dubljim i likvidnijim tržištima te diversificiranim izvorima financiranja će se povećati financijska integracija, smanjiti troškovi i osnažiti europska konkurentnost.¹¹⁷

Unija tržišta kapitala temelji se na sljedećim ključnim načelima:

- Od tržišta kapitala će ostvariti maksimalna korist za gospodarstvo, radna mjesta i rast,
- Stvoriti će jedinstveno tržište kapitala za svih 28 država članica uklanjanjem prepreka prekograničnom ulaganju unutar EU i poticanjem jačeg povezivanja sa svjetskim tržištima kapitala,
- Izgraditi će se na čvrstim temeljima financijske stabilnosti s jedinstvenim pravilima za financijske usluge koja se učinkovito i dosljedno provode,
- Osigurati će učinkovitu razinu zaštite potrošača i ulagača,
- Pridonijeti će privlačenju ulaganja iz cijelog svijeta i povećanju konkurentnosti EU.¹¹⁸

Unija tržišta kapitala učiniti će europsku ekonomiju raznovrsnijom i prilagodljivijom, a od nje će koristi imati svi sudionici: start-upovi te MSP-ovi će imati širi pristup financiranju; štediše i investitori će imati više prilika za ulaganje novca; infrastrukturni projekti imati će

¹¹⁷ Europska komisija. Akcijski plan o izgradnji unije tržišta kapitala. URL: <http://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/1/2015/HR/1-2015-468-HR-F1-1.PDF> (pristupljeno 25. siječnja 2018.), str. 3-4.

¹¹⁸ Europska komisija. Zelena knjiga: Stvaranje unije tržišta kapitala. URL: <http://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/1/2015/HR/1-2015-63-HR-F1-1.PDF> (pristupljeno 25. siječnja 2018.), str. 2-6.

korist od više investicijskih tokova; srednja i velika poduzeća imati će pristup prekograničnim ulaganjima; a bankama će koristiti sigurni načini posudbe kućanstvima i poduzećima.¹¹⁹ Korist od unije tržišta kapitala će imati svih 28 država članica. Poduprijeti će se sposobnost EU da financira rast, ojačati će se povezanost štednje i rasta: štedišama i ulagačima će se omogućiti veći izbor i bolji povrat, a poduzećima više mogućnosti financiranja u različitim fazama razvoja.¹²⁰

Unija tržišta kapitala zahtijeva novu ravnotežu u financijskom sustavu EU-a. Za provođenje regulatornih reformi, 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. Nacionalna nadležna tijela i sudionici na tržištu su ključni 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.

Unija tržišta kapitala je potpora trećem stupu Plana ulaganja za Europu od koje će korist imati sve države članice uz istodobno jačanje ekonomske i monetarne unije (EMU) zbog poticanja gospodarske i socijalne konvergencije te uspješnije apsorpcije ekonomskih šokova u europodručju.¹²¹

Uspostava unije tržišta kapitala proces je za koji je potrebna potpuna uključenost i posvećenost svih strana, uključujući Europski parlament, Vijeće i sve dionike, trgovačka društva, ulagatelje i nadzorna tijela.¹²²

¹¹⁹ Europska komisija. URL: https://ec.europa.eu/commission/sites/beta-political/files/cmu-factsheet_en.pdf (pristupljeno 23. siječnja 2018.).

¹²⁰ Europska komisija. Akcijski plan o izgradnji unije tržišta kapitala. URL: <http://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/1/2015/HR/1-2015-468-HR-F1-1.PDF> (pristupljeno 25. siječnja 2018.), str. 3-4.

¹²¹ Europska komisija. Komunikacija Komisije o preispitivanju akcijskog plana o uniji tržišta kapitala sredinom provedbenog razdoblja. URL: <http://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-10082-2017-INIT/hr/pdf> (pristupljeno 26. siječnja 2018.), str. 2-18.

¹²² Europska komisija (2017). Dokument za razmatranje o produbljenju ekonomske i monetarne unije. Luxembourg: Ured za publikacije Europske unije, str. 9-33.

4.3. Mjere za razvoj i integraciju tržišta kapitala

Izgradnja unije tržišta kapitala je dugoročan projekt za čiju realizaciju je potrebno poduzeti niz koraka. Kako bi se ostvarile koristi potpuno integriranog jedinstvenog tržišta kapitala potrebno je prevladati izazove u tri ključna područja:

1. Poboljšanje pristupa financiranju za sva poduzeća u EU (posebno za mala i srednja poduzeća) i projekte ulaganja, primjerice u infrastrukturu.

Dobro funkcioniranje tržišta vlasničkih instrumenata i obveznica je ključno za uspostavljanje učinkovite unije tržišta kapitala i širokog pristupa financiranju. Protok sredstava ne odvija se glatko, posebno kada je riječ o MSP-ovima te dugoročnijim projektima, poput infrastrukturnih projekata. Problemi u financiranju posebno su izraženi u državama članicama koje su najviše pogođene krizom.

MSP-ovima je često onemogućen pristup javnim tržištima dužničkih i vlasničkih instrumenata zbog previsokih troškova, pa su uglavnom upućeni na privatna tržišta koja su u pravilu manje standardizirana, složenija i često skuplja.

Velika poduzeća lakše mogu pristupiti tržištima kapitala u potrazi za sredstvima. Međutim, iako je izdavanje korporativnih obveznica poraslo proteklih nekoliko godina, djelomično i kao posljedica smanjenja bankovnog kreditiranja, izdavanje dionica koje kotiraju na burzi i dalje nema istaknutiju ulogu u Europi.

EU je također potreban znatan iznos novih infrastrukturnih ulaganja da bi se održala konkurentnost. Dotok sredstava u takve projekte je ograničen usredotočenošću na kratkoročne ciljeve, regulatornim preprekama i drugim čimbenicima.

Napredak će ovisiti o prevladavanju problema nedostatka informacija, rascjepkanosti ključnih tržišnih segmenata, smanjivanju troškova pristupa tržištima kapitala te uklanjanju prepreka financiranju dugoročnih projekata, uključujući infrastrukturna ulaganja. Učinkovitija i djelotvornija tržišta će pomoći u smanjivanju troškova pristupa tržištima te će biti korisna za sva poduzeća. Potreban je zajednički rad na nekoliko točaka:

- Rješavanje problema dostupnosti informacija
- Standardizacija kao mehanizam pokretanja tržišta
- Razvoj alternativnih sredstava financiranja.

2. Povećanje i diversifikacija izvora financiranja koje osiguravaju ulagači u EU i u svijetu.

Kako bi bila uspješna, tržišta kapitala moraju privlačiti institucionalne, male i međunarodne ulagače, stoga je prioritet na stani ponude povećanje dotoka ulaganja institucionalnih i malih ulagača na tržišta kapitala čime će se potaknuti diversifikacija izvora financiranja.

- Poticanje institucionalnih ulaganja:

Europski sektor upravljanja imovinom (*European asset management industry*), koji upravlja imovinom većom od 17 bilijuna EUR, ima ključnu ulogu u usmjeravanju novca ulagača u gospodarstvo. Smanjivanjem troškova osnivanja fondova i prekogranične prodaje smanjiti će se prepreke i potaknuti tržišno natjecanje. Sektori mirovina i osiguranja upravljaju imovinom od oko 12 bilijuna EUR kojom se može pridonijeti ulaganjima.¹²³ Komisija radi na mjerama kojima se ovi institucionalni ulagači mogu potaknuti na pribavljanje i ulaganje većih iznosa te ulaganje u širi spektar imovine, kao što su dugoročni projekti, osnivanje novih poduzeća i MSP-ovi, naime regulatorne prepreke i drugi čimbenici mogu ograničiti dotok dugoročnih institucionalnih ulaganja u određene projekte.

Fondovi rizičnog kapitala (*Private equity* i *venture capital*)¹²⁴ kao alternativni oblici financiranja u odnosu na tradicionalne bankarske zajmove ili izdavanje dužničkih/vlasničkih instrumenata, imaju važnu ulogu u europskom gospodarstvu. Međutim, tržištima poduzetničkog kapitala često nedostaju razmjeri, a primjetne su i velike razlike u razvoju tog tržišta među državama članicama. Kako bi promicalo pružanje poduzetničkog kapitala za novoosnovana i socijalna poduzeća, EU je donio uredbe o europskom fondovima poduzetničkog kapitala i europskim fondovima za socijalno poduzetništvo. Prepreka za razvoj financiranja poduzetničkim kapitalom je i nedostatak mogućnosti izlaska za ulagače. Komisija radi na mjerama za stvaranje boljeg okruženja za poslovne anđele, poduzetnički

¹²³ Osiguravajuća društva i mirovinski fondovi konstantno su činili 12-14% financijskog sektora (više pročitati u Mai, H. (2016). Euro-area financial sector: growing and changing. Deutsche Bank Research [online]. Raspoloživo na: URL: [https://www.dbresearch.com/PROD/RPS_EN-PROD/PROD000000000448377/Euro-area financial sector%3A growing and changing.PDF](https://www.dbresearch.com/PROD/RPS_EN-PROD/PROD000000000448377/Euro-area%20financial%20sector%3A%20growing%20and%20changing.PDF) (pristupljeno 28. siječnja 2018.)).

¹²⁴ Rizični kapital je hrvatski prijevod anglosaksonskih termina *Private Equity* i *Venture Capital*, a nailazi se i na druge prijevode: pothvatni kapital, poduzetnički kapital, strpljivi kapital. Rizični kapital kao prijevod termina *Venture Capital* odnosi se na financiranje poduzetnika u ranim fazama rasta poduzeća, te fazama ekspanzije i dokapitalizacije. Rizični kapital kao prijevod termina *Private Equity* je širi pojam, te uključuje i financiranje preuzimanja (uključujući MBO / MBI). Više pročitati na: Hrvatska udruga korporativnih rizničara. URL: <http://www.treasury.hr/docs/hukrhr/dokumentitekst/73/0.0/original.pdf> (pristupljeno 4. svibnja 2018.).

kapital i inicijalne javne ponude kako bi se za ulagače osigurala bolje strategija 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 se pojavljuju nove tehnologije i poslovni modeli kao što su *peer to peer* kreditiranje i druge vrste nebankarskih izravnih zajmova za financiranje MSP-ova i novoosnovanih poduzeća. Komisija radi na rješavanju prepreka pružanju i rastu tih usluga koje dopunjuju bankarske zajmove.

- Poticanje ulaganja malih ulagača:

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

Malim ulagačima će ulaganja u tržišta kapitala biti privlačna samo ako imaju povjerenja u njih i financijske posrednike koji na njima djeluju te ako smatraju da uz sigurnost za svoje štedne uloge mogu dobiti veći povrat, zato je ključni izazov za financijski sektor vraćanje povjerenja ulagača. Povećanim povjerenjem malih ulagača veći dio ušteđevine kućanstava, koja se trenutno uglavnom drži u nekretninama i bankovnim depozitima, bi bio usmjeren u instrumente tržišta kapitala. Jačanju povjerenja ulagača mogu pridonijeti propisi i nadzor.

Osim na jačanju povjerenja, treba raditi i na jačanju financijske pismenosti što će potrošačima omogućiti da učinkovitije i lakše odaberu te usporede financijske proizvode.¹²⁵

Financijska pismenost ima pozitivan učinak na mnoge aspekte gospodarskog života pojedinca, uključujući način na koji pojedinac sudjeluje na financijskim tržištima, obrađuje složene financijske informacije i odnosi se prema financijskim posrednicima. Pridonosi zdravijim investicijskim odlukama ulagača. Financijski pismeniji potrošači korisni su za društvo u cjelini. Lakše se suočavaju sa šokovima koje nosi financijska kriza čime doprinose financijskoj stabilnosti. Također češće sudjeluju na burzi. Financijska pismenost pozitivno utječe na dugoročnu stopu sudjelovanja investitora na financijskim tržištima. Prisutnost

¹²⁵ Europska komisija. Zelena knjiga: Stvaranje unije tržišta kapitala. URL: <http://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/1/2015/HR/1-2015-63-HR-F1-1.PDF> (pristupljeno 25. siječnja 2018.), str. 9-27.

financijski pismenih potrošača potiče konkurenciju i inovaciju na financijskim tržištima, a njihovo racionalno financijsko ponašanje može dovesti do učinkovitijeg financijskog sektora. Poboljšanje financijske pismenosti potiče razvoj tržišta kapitala, a jednako tako razvijena tržišta kapitala potiču poboljšanje financijske pismenosti.

Financijski pismeni ulagači su jedan od nužnih uvjeta da bi tržište kapitala učinkovito funkcioniralo. Razvijeniji financijski sustavi obično imaju veći udio financijski pismenih ulagača, što potvrđuje analiza odnosa financijske pismenosti i burzovne tržišne kapitalizacije u državama članicama EU. Financijska pismenost je stoga jedan od ključnih elemenata u raspravi o financijskim tržištima i tržištima kapitala.

Unatoč prednostima financijske pismenosti, neizmjerni su dokazi da je financijska nepismenost široko rasprostranjena. Nedavna globalna anketa provedena u 144 zemlje ukazuje da se samo 33 posto stanovništva iznad 15 godina može smatrati financijski pismenim. U Europi je čak 48 posto odraslih osoba financijski nepismeno. Zato EU povećanje razine financijske pismenosti postavlja kao važan cilj u uspostavi unije tržišta kapitala i podupire politike koje potiču ulagače da povećaju financijsku pismenost i nauče više o tržištima kapitala i financijskim investicijama.¹²⁶

Komisiju radi i na povećanju prekograničnih ulaganja malih ulagača u UCITS instrumente. Povećanjem prekogranične konkurentnosti u financijskim uslugama za građanstvo povećati će se izbor, smanjiti cijene i poboljšati usluge.

- Privlačenje međunarodnih ulaganja:

Kako bi privukla više stranih ulaganja, europska tržišta kapitala moraju biti otvorena i konkurentna u svijetu, dobro regulirana i integrirana. Moraju se očuvati europski standardi za osiguravanje integriteta tržišta, financijske stabilnosti i zaštite ulagača. Pri razvoju unije tržišta kapitala mora se voditi račun o širem globalnom kontekstu. Važnu ulogu u poticanju međunarodnih ulaganja ima međunarodna trgovinska i investicijska politika EU.

¹²⁶ Europska komisija. Commission staff working document: Economic analysis accompanying the mid-term review of the capital markets union action plan. URL: https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/staff-working-document-cmu-mid-term-review-june2017_en.pdf (pristupljeno 15. siječnja 2018.), str. 23-88.

3. Poboljšanje djelotvornosti tržišta (posrednici, infrastruktura i širi pravni okvir):

Izrada jedinstvenog pravilnika je veliki korak ka usklađenijem regulatornom okviru za tržišta kapitala na kojima je moguće prekogranično natjecanje poduzeća pod jednakim uvjetima. Iako su regulatorni okviri za tržišta kapitala većinom usklađeni, uspjeh reformi ovisi o provedbi i dosljednom izvršavanju pravila. Komisija u suradnji s državama članicama i europskim nadzornim tijelima radi na osiguravanju pravilne provedbe i izvršavanja financijskog zakonodavstva EU u praksi. Europska nadzorna tijela imaju ključnu ulogu u promicanju usklađenosti. Snažnija integracija tržišta kapitala će se potaknuti razvojem zajedničkog izvješćivanja u cijeloj EU.

Za učinkovito funkcioniranje tržišta kapitala jedan od osnovnih preuvjeta je kvalitetna tržišna infrastruktura. Stoga se radi na uspostavljanju regulatornog okvira koji se odnosi na tržišnu infrastrukturu, posebno one koja podržava trgovanje (primjerice radi se na regulaciji toka kolaterala u EU).

Unapređivanje pravnog okvira jedan je od najvažnijih aspekata u poboljšavanju djelotvornosti tržišta. To se primarno odnosi na zakonodavstvo o vrijednosnim papirima koje je iznimno bitno u postizanju unije tržišta kapitala. Posebno su važna prava ulagača u vrijednosne papire.

Reformama prava trgovačkih društava ukloniti će se prepreke prekograničnom uspostavljanju i poslovanju trgovačkih društava (različita nacionalna pravila dovode do pravne nesigurnosti jer može doći do situacije u kojoj trgovačko društvo istovremeno podliježe zakonima nekoliko država članica). Bitno je i usklađivanje materijalnog zakonodavstva o insolventnosti.

Uređeni propisi u pogledu korporativnog upravljanja, kao što je zaštita prava manjinskih dioničara te učinkovitost upravnih odbora trgovačkih društava u pogledu kontrole nad upraviteljima, bitni su za privlačenje ulaganja. EU ima propise u području korporativnog upravljanja, ali ono često ostaje u nadležnosti nacionalnog prava i standarda, pa je bitno raditi na tom aspektu.

Komisija radi i na aspektu oporezivanja. Naime, zbog razlika u poreznim režimima država članica može biti otežan razvoj jedinstvenog tržišta kapitala. Komisija će djelovati ako uoči diskriminirajuća pravila o porezu na prekogranična ulaganja trgovačkih društava u području životnog osiguranja i mirovinskih fondova u području nekretnina. Osim poreznog tretmana

različitih sudionika na tržištima u državama članicama, postoje razlike i u poreznom tretmanu različitih vrsta financiranja što može dovesti do neravnoteže. Primjerice, razlike u poreznom tretmanu financiranja dugova i vlasničkih instrumenata mogle bi uzrokovati snažnije oslanjanje trgovačkih društava na financiranje dugom i bankovno financiranje.

Važan poticaj integraciji tržišta kapitala je i razvoj novih tehnologija. Upotrebom modernih tehnologija mogu se smanjiti troškovi i opterećenja, a može se osigurati i učinkovitija komunikacija, posebno u prekograničnom kontekstu.¹²⁷

4.4. Sastavnice akcijskog plana za izgradnju unije tržišta kapitala

Aksijski plan o izgradnji unije tržišta kapitala, kojim su utvrđene prioritetne mjere potrebne za poticanje ulaganja u svim državama članicama i u cijelom EU te za jačanje povezanosti štednje i rasta, Komisija je objavila u rujnu 2015. Za uspostavu unije tržišta kapitala nije dovoljna samo jedna mjera, već je potreban cijeli niz mjera čiji će učinak kumulativno biti značajan. Za uspješnu provedbu tih mjera potrebni su stalni i usklađeni naponi. Stoga je to projekt za sve države članice, Komisiju, Europski parlament i sudionike na tržištu. Financijski posrednici moraju odigrati svoju ulogu u vraćanju povjerenja svojih klijenata u tržišta kapitala u EU. Komisija će utvrditi ključne prepreke kojima se koči produbljivanje tržišta kapitala u Europi te će pronaći najbolje načine za njihovo uklanjanje, pri čemu će i dalje pozornost davati zaštiti ulagača i nadzoru tržišta. Veća integracija tržišta kapitala i postupno uklanjanje preostalih nacionalnih prepreka mogli bi dovesti do novih rizika u pogledu financijske stabilnosti, pa će se poduprijeti mjere kojima se povećava nadzorna konvergencija kako bi regulatorna tijela tržišta kapitala djelovala na jedinstven način i ojačala postojeće instrumente za razborito upravljanje sistemskim rizicima.

Komisija će nastaviti djelovati u sljedećim prioritetnim područjima:

1. Povećanje raznolikosti izvora financiranja za europska poduzeća i MSP-ove

Europska poduzeća pri prikupljanju sredstava na tržištima kapitala nailaze na prepreke u svakoj fazi financiranja svojeg razvoja te na javnim tržištima. Zbog tih prepreka manja

¹²⁷ Europska komisija. Zelena knjiga: Stvaranje unije tržišta kapitala. URL: <http://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/1/2015/HR/1-2015-63-HR-F1-1.PDF> (pristupljeno 25. siječnja 2018.), str. 9-27.

poduzeća imaju ograničene mogućnosti prikupljanja sredstava vlasničkog i dužničkog financiranja. Komisija planira:

- modernizirati Direktivu o prospektu kako bi javno prikupljanje sredstava za poduzeća postalo jeftinije, revidirati regulatorne prepreke za mala poduzeća uvrštena na tržištima vlasničkih i dužničkih instrumenata te poduprijeti aktivnosti uvrštavanja malih poduzeća s pomoću europskih savjetodavnih struktura;
- pokrenuti paket mjera za potporu financiranja poduzetničkim i vlasničkim kapitalom u EU, što obuhvaća pokretanje privatnih ulaganja upotrebom sredstava EU s pomoću paneuropskih krovnih fondova, regulatornu reformu i promicanje najbolje prakse u pogledu poreznih poticaja;
- promicati inovativne oblike financiranja poduzeća (npr. crowdfunding, privatni plasman i kreditne fondove) istovremeno osiguravajući zaštitu ulagača i financijsku stabilnost;
- proučiti načine uspostave paneuropskog pristupa kako bi se MSP-ovi bolje povezali s izvorima financiranja.

2. Osiguranje odgovarajućeg regulatornog okruženja za dugoročna i održiva ulaganja i financiranje europske infrastrukture

Da bi zadržala i povećala konkurentnost EU treba znatnu količinu novih dugoročnih održivih ulaganja. Javna potpora koja se ostvaruje mjerama kao što je Plan ulaganja za Europu od 315 mlrd EUR će pomoći, no za dugoročno oslobađanje privatnog ulaganja potrebne su dodatne mjere, pa će Komisija:

- revidirati kalibracije u okviru Solventnosti II kako bi se bolje odrazio stvarni rizik infrastrukturnih ulaganja, nakon čega će revidirati tretman izloženosti banaka infrastrukturi u okviru Uredbe o kapitalnim zahtjevima;
- u okviru inicijative Komisije za bolju regulativu Komisija će ocijeniti kumulativni utjecaj prethodnih regulatornih reformi kako bi se osigurala usklađenost i dosljednost.

3. Povećanje ulaganja i mogućnosti za male i institucionalne ulagače

Štednja građana kojom izravno ili neizravno upravljaju upravitelji imovinom (*asset managers*), društva za životno osiguranje i mirovinski fondovi ključna je za oslobađanje tržišta kapitala. Veće povjerenje, transparentnost, sigurnost i mogućnosti mogu malim ulagačima koji štede za budućnost pomoći u donošenju kvalitetnih odluka o ulaganju. Europski sektor upravljanja imovinom dobro funkcionira, no nužno je uložiti dodatne napore kako bi se ojačao sustav „putovnice“ i prekogranično tržišno natjecanje. Komisija namjerava:

- analizirati načine povećanja mogućnosti i tržišnog natjecanja u prekograničnim maloprodajnim financijskim uslugama i osiguranju. Procijeniti će i regulatorni okvir za ulaganja malih ulagača, a posebnu pažnju će posvetiti poboljšanju transparentnosti, kvalitete i dostupnosti investicijskog savjetovanja u kontekstu povećanog pružanja usluga na internetu;
- proučiti načine povećanja izbora u području mirovinske štednje i izgraditi europsko tržište osobnih privatnih mirovina koje bi pružatelji mirovinskog osiguranja mogli ponuditi kao jednu od mogućnosti za privatne mirovine diljem EU;
- uspostaviti učinkovitu europsku putovnicu za fondove kojom se uklanjaju prekogranične naknade i prepreke s ciljem povećanja tržišnog natjecanja i mogućnosti koju su na raspolaganju potrošačima.

4. Povećanje kreditnog kapaciteta banaka

Zajmodavci su ključni za znatan dio gospodarstva i kao posrednici za tržišta kapitala, pa će tako banke imati važnu ulogu u uniji tržišta kapitala. Banke imaju snažne lokalne spona i znanje: bankovno kreditiranje će i dalje, uz tržišta kapitala, za brojna poduzeća biti glavni izvor financiranja. Komisija namjerava:

- oživiti jednostavne, transparentne i standardizirane europske sekuritizacije kako bi se rasteretile bilance banaka i dugoročnim ulagačima osigurao pristup mogućnostima ulaganja;
- istražiti mogućnost da sve države članice imaju korist od djelovanja lokalnih kreditnih unija izvan okvira pravila EU o kapitalnim zahtjevima za banke;

- procijeniti mogućnost i način uspostave paneuropskog okvira za pokrivene obveznice na temelju uspješnih nacionalnih sustava te ispitati izvedivost sličnih instrumenata financiranja zajmova MSP-ovima.

5. Uklanjanje prekograničnih prepreka ulaganju i razvoj tržišta kapitala svih država članica

Neke prepreke proizlaze iz nacionalnog zakonodavstva, primjerice zakonodavstva o insolventnosti, poreznog zakonodavstva i zakonodavstva o vrijednosnim papirima, pa će Komisija:

- provesti savjetovanje o ključnim preprekama povezanim s insolventnosti i nastaviti rad na zakonodavnoj inicijativi o insolventnosti poduzeća, uklanjajući najvažnije prepreke slobodnom protoku kapitala i oslanjajući se na uspješne nacionalne sustave;
- riješiti nesigurnosti u pogledu vlasništva nad vrijednosnim papirima i nastaviti poboljšavati aranžmane poravnanja i namire prekograničnih transakcija vrijednosnih papira;
- promicati razvoj tržišta kapitala u svim državama članicama u okviru europskog semestra i pružanjem prilagođene potpore državama članicama radi jačanja administrativnih kapaciteta s pomoću Komisijine Službe za potporu strukturnim reformama;
- surađivati s europskim nadzornim tijelima (ESA-e) u cilju razvoja i provedbe strategije potrebne za jačanje konvergencije nadzora i utvrđivanje područja u kojima se kolektivnijim pristupom može poboljšati funkcioniranje jedinstvenog tržišta kapitala;
- iskoristiti nadolazeću reviziju Europskog odbora za sistemske rizike (ESRB) i međunarodne napore kako bi se osiguralo da nacionalna i europska makrobonitetna tijela raspolažu instrumentima kojima na odgovarajući način mogu reagirati na događaje na tržištima kapitala.

Ovih pet prioriteta područja iz Akcijskog plana Komisija je razradila u šest „provedbenih mjera za uspostavu integrirane unije tržišta kapitala“:

1. Financiranje inovacija, novoosnovanih poduzeća i neuvrštenih poduzeća
2. Jednostavniji ulazak i prikupljanje kapitala na javnim tržištima za trgovačka društva
3. Dugoročna, infrastrukturna i održiva ulaganja
4. Poticanje ulaganja malih i institucionalnih ulagača
5. Iskorištavanje kapaciteta banaka radi potpore širem gospodarstvu
6. Olakšavanje prekograničnog ulaganja.¹²⁸

Europska komisija je predstavila svoj Akcijski plan za uspostavljanje Unije tržišta kapitala kako bi potaknula snažnija i integriranija tržišta kapitala u EU koja bi bolje nadopunila bankovno financiranje. Stvaranje dubljih i likvidnijih tržišta dionica je ključno u tom pogledu, a također je preduvjet da bi europski financijski centri ponovno zadobili svoj položaj u globalnom kontekstu.¹²⁹

4.5. Akcijski plan unije i potencijali za mala i srednja poduzeća

Kada se raspravlja o malim i srednjim poduzećima, mora se naglasiti da je tu riječ o prvom prioriteta području Zelene knjige odnosno „Poboljšanje pristupa financiranju za sva poduzeća u EU (posebno za MSP-ove) i projekte ulaganja, primjerice u infrastrukturu“. Akcijski plan ovo prioriteta područje dijeli u dva dijela, od kojih je u kontekstu MSP-ova bitno prvo prioriteta područje „Povećanje raznolikosti izvora financiranja za europska poduzeća“. Ono se u provedbi dijeli na dvije mjere: (1) Financiranje inovacija, novoosnovanih poduzeća i neuvrštenih poduzeća, te (2) Jednostavniji ulazak i prikupljanje kapitala na javnim tržištima.

¹²⁸ Europska komisija. Akcijski plan o izgradnji unije tržišta kapitala. URL: <http://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/1/2015/HR/1-2015-468-HR-F1-1.PDF> (pristupljeno 25. siječnja 2018.), str. 3-30.

¹²⁹ Schildbach, J. i Waibel, M. (2016). European exchange landscape: too fragmented. Deutsche Bank Research [online]. Raspoloživo na: URL: https://www.dbresearch.com/PROD/RPS_EN-PROD/PROD00000000441869/European_exchange_landscape%3A_too_fragmented.PDF (pristupljeno 27. siječnja 2018.).

1. Financiranje inovacija, novoosnovanih poduzeća (start-up-ova) i neuvrštenih poduzeća

Novoosnovana poduzeća su ključni pokretač rasta u gospodarstvu. U EU mala i srednja poduzeća zapošljavaju dvije od svake tri osobe i proizvode 58 centa svakog eura dodane vrijednosti. Poduzetnici s kvalitetnim poslovnim idejama moraju biti u mogućnosti osigurati financiranje kako bi ostvarili svoje ideje. Međutim, kanali financiranja za rastuća poduzeća koja žele prikupiti vlasnički kapital ili koja traže druge oblike kreditiranja izvan bankarskog sustava u Europi nisu razvijena. Europski MSP-ovi više od 75% vanjskih sredstava primaju od banaka. Uspješna unija tržišta kapitala mora proširiti raspon mogućnosti financiranja za rastuća poduzeća. Te mogućnosti moraju biti dostupne poduzetnicima u svim državama članicama i u svakoj fazi financiranja.

- Financiranje početne (*start up*) faze

U EU banke osiguravaju većinu vanjskog financiranja MSP-ovima. Posljednjih godina poduzećima je na raspolaganju sve više nebankovnih mogućnosti financiranja, od platformi za posuđivanje novca i donatorskih platformi (*money lending and donor platforms*), faktoringa (*businesses trading their invoices*), pozajmljivanja u ravnopravnim partnerstvima („*peer-to-peer lending*“), do skupnog financiranja koje se temelji na ulaganjima (*investment-based crowdfunding*) ili potpore od poslovnih anđela (*support from business angels*).

Osobito brzo razvija se *crowdfunding*, stoga će Komisija procijeniti nacionalne sustave i najbolju praksu, pratiti razvoj sektora *crowdfunding*-a te će nakon procjene odlučiti o najboljem načinu razvoja ovog novog kanala financiranja u EU. Bitan izvor financiranja su i poslovni anđeli – iskusni poslovni ljudi koji žele pružiti financijsku i drugu potporu start-upovima. Postaju sve važniji izvor vlasničkog kapitala u početnoj i ranoj razvojnoj fazi poduzeća. Komisija će nastaviti podupirati prekogranično umrežavanje i izgradnju kapaciteta u pogledu ovog načina financiranja, s posebnim naglaskom na srednju i istočnu Europu. Cilj je razvoj prekograničnih platformi kojima se poslovni anđeli povezuju s MSP-ovima diljem EU i olakšava sufinanciranje.

- Rana faza rasta

Brzorastućim poduzećima s velikim potencijalom rasta, ali ograničenim obrtnim kapitalom, može se dogoditi da se u ključnom trenutku svog razvoja suoče s manjkom financijskih sredstava. Te potrebe često nije moguće riješiti samo prekoračenjima po bankovnom računu ili kratkoročnim pozajmljivanjem. Financiranje rasta je faza u kojoj financijski sustav EU-a

ima najlošije rezultate, što je zabrinjavajuće jer ta poduzeća imaju potencijal da se u budućnosti razviju u velike poslodavce. Stoga im se treba omogućiti rast.

Poduzetnički kapital (*venture capital*) – najčešće dugoročan vlasnički kapital usmjeren pomoću fondova – je ključan kako bi se podržao rast i poduzetnicima ponudila mogućnost prikupljanja sredstava. Međutim, europski fondovi poduzetničkog kapitala i dalje su relativno mali. U drugim je dijelovima svijeta uobičajenije da ulagači novim poduzećima izravno nude takozvani „poduzetnički kapital”. Prosječni europski fond poduzetničkog kapitala, koji iznosi približno 60 milijuna EUR, upola je manji od takvog fonda u SAD-u te je približno 90% europskog ulaganja poduzetničkog kapitala usmjereno na samo 8 država članica. Treba povećati imovinu i značaj ovih fondova u EU te raditi na povećanju ulaganja investitora u te fondove. Komisija će aktivno raditi na promicanju financiranja u sektoru poslovnih anđela i poduzetničkog kapitala.

- Potpora MSP-ovima koji traže financiranje

Informacijski jaz između ulagača i MSP-ova je prepreka za nebankovno financiranje. S jedne strane je potrebno osvijestiti MSP-ove koja su u potrazi za financiranjem o mogućnostima financiranja koje su im na raspolaganju, a s druge strane je potrebno poduzeća učiniti vidljivijima potencijalnim lokalnim i paneuropskim ulagačima.

Prvi korak je uputiti MSP-ove na mogućnosti nebankovnog financiranja koje su im na raspolaganju. Ta bi komunikacija mogla započeti tako da banke obavijeste MSP-ove o razlozima odbijanja traženog kredita, koji su ponekad povezani s činjenicom da postoje druge prikladnije mogućnosti financiranja. Nužna je savjetodavna potpora. Komisija će omogućiti razmjenu najbolje prakse u svrhu promicanja dostupnosti izvora informacija i potpore za MSP-ove koji traže financiranje u svim državama članicama. Ta lokalna ili nacionalna infrastruktura za komunikaciju o novim mogućnostima financiranja može poslužiti kao element izgradnje prekograničnog informacijskog sustava koji povezuje potencijalne ulagače s MSP-ovima koji traže financiranje diljem EU. Postojeći nacionalni sustavi bi se povezali čime bi se MSP-ovima omogućilo da niz ključnih financijskih i kreditnih podataka učine dostupnima ulagačima na europskoj razini. Ključni podaci moraju biti usporedivi tako da potencijalni ulagači diljem EU imaju precizan i pouzdan uvid u financijsko stanje MSP-ova. Kada je riječ o kreditnim informacijama MSP-ova u EU postoji velika raznolikost informacija koje se razmjenjuju, načina razmjene i osoba koje im imaju pristup. Stoga će se raditi i na standardizaciji kreditnih podataka.

- Kreditni fondovi

Veliki institucionalni ulagači ili investicijski fondovi mogu ulagati u srednja poduzeća ili izravno dati zajmove čime se dodatno diversificira kreditno posredovanje i povećavaju mogućnosti financiranja. Fondovi za izravne zajmove su potencijalno važan izvor nebankovnog kredita. Zakonodavna regulativa koja se odnosi na ovakvo financiranje razlikuje se od države do države što otežava prekogranično djelovanje. Komisija će raditi na stvaranju regulatornog okvira za djelovanje ovakvih fondova čime će se olakšati prekogranično financiranje i riješiti nedoumice u pogledu zaštite ulagača i financijske stabilnosti.

- Privatni plasmani

Europska poduzeća pokazuju sve veći interes za uporabu tržišta „privatnih plasmana“ za prikupljanje kapitala (obično za iznose veće od 20 milijuna EUR) s pomoću izdavanja dužničkih instrumenata institucionalnim ili drugim iskusnim ulagačima. Međutim, europska poduzeća su još veću količinu sredstava prikupila privatnim plasmanima na tržištima SAD-a. Europski privatni plasmani su ograničeni na mali broj zemalja. Komisija prepoznaje potencijal dodatnog razvoja tog kanala financiranja u EU, stoga će raditi na uklanjanju prepreka za daljnji razvoj ovog načina financiranja poduzeća.

2. Jednostavniji ulazak i prikupljanje kapitala na javnim tržištima za dionička društva.

Javne ponude dužničkih ili vlasničkih instrumenata su glavni izvor financiranja za srednja i velika poduzeća koja žele prikupiti više od 50 milijuna EUR. Javna tržišta su ključna za brzorastuća srednja poduzeća koja se žele afirmirati na svjetskoj sceni. Primjerice, poduzeća uvrštena na tržište AIM (Multilateralna trgovinska platforma MTF londonske burze namijenjena MSP-ovima) u prosjeku su zabilježila rast prometa od 37% i rast zaposlenosti od 20% u roku od godine dana nakon inicijalne javne ponude (IPO). Učinkovita javna tržišta su stoga ključna karika u lancu financiranja. Iako su se posljednjih desetljeća europska javna tržišta vlasničkih i dužničkih instrumenata znatno razvila, ona i dalje zaostaju za drugim razvijenim gospodarstvima. Među državama članicama EU postoje velike razlike, što je djelomično odraz razlike u veličini poduzeća i njihovim potrebama za sredstvima, kao i sklonosti prema trajnom obiteljskom vlasništvu i kontroli nad društvima.

Regulatorno okruženje EU ne pogoduje daljnjem razvoju tih kanala financiranja. Za inicijalne javne ponude vrijednosti manje od 6 milijuna EUR sam trošak naknada za uvrštavanje iznosi 10-15% vrijednosti operacije, dok za veće operacije (50-100 milijuna EUR) te naknade iznose približno 5-8%. Mnogi MSP-ovi smatraju da su ti početni (a i tekući) troškovi uvrštavanja veći od koristi uvrštavanja na burzu. Smanjenjem troškova uvrštavanja moglo bi se većem broju poduzeća omogućiti prikupljanje kapitala na javnim tržištima.

Prospekt, zakonom propisan dokument u kojima se navode sve informacije o poduzeću koje su ulagačima potrebne kako bi donijeli informiranu odluku o ulaganju, je nužan za ulazak na javna tržišta. Zahtjevi koji se odnose na prospekt su usklađeni kako bi se omogućila usporedba mogućnosti ulaganja diljem EU, međutim izrada prospekta je skupa i zahtjevna, posebice za MSP-ove. Prospekti su obično dugi stotine stranica, složeni i detaljni pa ulagači ponekad imaju problema s pronalaskom informacija koje su ključne za ulaganje. Komisija će modernizirati Direktivu o prospektu. Cilj je ažurirati odredbe kojima se utvrđuje kada je prospekt potreban, racionalizirati tražene informacije i postupak odobrenja te za MSP-ove uspostaviti uistinu proporcionalan sustav za izradu prospekata i pristup tržištima kapitala.

Uvesti će se nova kategorija multilateralnih trgovačkih objekata (MTF-ova) koji se nazivaju „SME Growth Markets – tržišta rasta malih i srednjih poduzeća“ kojima će se novim poduzećima osigurati odskočna daska kako bi se pripremila za moguće uvrštavanje na veću burzu. Uspostava tog posebnog tržišta biti će značajna za poticanje lokalnih tržišta i mladih izdavatelja. Komisija će osigurati uspostavu ravnoteže između postizanja dostatne zaštite ulagača i izbjegavanja nepotrebnog administrativnog opterećenja na tim tržištima.

Ulagače mogu privući potencijalni povrati i koristi diversifikacije koji se ostvaruju pristupom brzorastućim MSP-ovima na burzama. Dva su glavna izazova za MSP-ove koji se žele uvrstiti na burzu: nedostatna pozornost koju financijski analitičari posvećuju MSP-ovima i dodatni zahtjevi u pogledu izvješćivanja. Mnogi MSP-ovi uvršteni za trgovanje na multilateralnim trgovinskim platformama (MTF-ovi) objavljuju financijske informacije samo na temelju nacionalnih računovodstvenih standarda, koje zbog nedostatka usporedivosti mogu biti nedostatne kako bi se zadovoljile potrebe međunarodnih ulagača. U suradnji s Odborom za međunarodne računovodstvene standarde (IASB) Komisija će istražiti i mogućnost razvoja dobrovoljnih prilagođenih računovodstvenih rješenja koja bi se mogla primjenjivati za poduzeća uvrštena za trgovanje na SME Growth Markets tržištima.

Za veća poduzeća korporativne obveznice su ključni mehanizam prikupljanja veće količine sredstava dužničkog financiranja. Zahvaljujući niskim kamatnim stopama ukupna vrijednost korporativnih obveznica koje su izdala nefinancijska društva u 2014. je iznosila 340 milijardi EUR. Neki sudionici na tržištu su izrazili bojazni u pogledu ograničene likvidnosti na sekundarnim tržištima, što otežava trgovinu tim instrumentima. Komisija će revidirati funkcioniranje EU-ovih tržišta korporativnih obveznica, a posebnu pozornost će posvetiti poboljšanju likvidnosti tržišta, regulatornim reformama i standardizaciji dokumentacije o ponudi.

Uspostavom konsolidiranog sustava objave instrumenata poboljšati će se uvid u tržište za sudionike na tržištu i za regulatorna tijela, što će povećati privlačnost europskih tržišta kapitala kao ulagačkog odredišta.

Razlike u poreznom tretmanu različitih financijskih instrumenata mogu onemogućiti učinkovito funkcioniranje tržišta kapitala. Povlaštenu porezni tretman dužničkih instrumenata šteti drugim financijskim instrumentima, posebno vlasničkim. Rješavanjem te naklonosti sustava oporezivanja potaknuti će se više vlasničkih ulaganja i ojačati će se kapitalna osnovica poduzeća. Poduzeća s jačom kapitalnom osnovicom biti će manje osjetljiva na šokove što doprinosi financijskoj stabilnosti. Komisija će raditi na pronalasku načina za rješavanje naklonjenosti dužničkim instrumentima u odnosu na vlasničke u okviru šire inicijative o zajedničkoj konsolidiranoj osnovici poreza na dobit.¹³⁰

4.6. Prepreke uspostavljanju unije tržišta kapitala

Zbog raznolikosti nacionalnih tržišta i praksi mnogo toga treba učiniti u EU prije nego se unija tržišta kapitala iz riječi pretvori u stvarnost. Treba se izboriti s velikim brojem problema i izazova.¹³¹

Razne prepreke koje su posljedica povijesnih, kulturnih, gospodarskih i pravnih čimbenika otežavaju integraciju, razvoj te uspostavljanje jedinstvenog tržišta kapitala EU: tradicionalna

¹³⁰ Europska komisija. Akcijski plan o izgradnji unije tržišta kapitala. URL: <http://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/1/2015/HR/1-2015-468-HR-F1-1.PDF> (pristupljeno 25. siječnja 2018.), str. 7-29.

¹³¹ Hamunen, M. (2015). The Impact of a Capital Markets Union in Europe. CFA Institute Magazine [online], 26 (5). Raspoloživo na: URL: <https://www.cfapubs.org/doi/pdf/10.2469/cfm.v26.n5.18> (pristupljeno 22. siječnja 2018.).

sklonost poduzeća određenim načinima financiranja, značajke mirovinskih sustava, primjena bonitetnih propisa i administrativne prepreke, aspekti korporativnog upravljanja i zakona o trgovačkim društvima, nedostatak podataka, obilježja poreznih sustava te neučinkovitost tržišnih struktura. Neke od tih razlika duboko su ukorijenjene pa ih je teško prevladati te se očekuje da će ostati prisutne i na dobro integriranim tržištima kapitala.¹³²

Najveće prepreke uspostavljanju unije tržišta kapitala predstavljaju različiti porezni režimi te razlike koje postoje u korporativnom i stečajnom zakonodavstvu.¹³³ Izazov predstavljaju i nacionalno zakonodavstvo i regulatorna ograničenja koja guše inovaciju. Sadašnje regulatorne, zakonske i porezne strukture pogoduju postojećem stanju. Ako se želi postići unija tržišta kapitala, EU i nacionalne vlasti moraju mijenjati postojeće regulatorne strukture, poticati nove tehnologije i dopustiti tržišnim silama da efikasnije spoje štednje i prilike za investicije. Regulatori trebaju imati eksplicitni mandat da olakšaju nastanak alternativnih oblika posredovanja koji čine uniju tržišta kapitala. Trebali bi ukloniti komplicirane i skupe propise koji su prikladniji velikim bankama te razvijati nove propise¹³⁴ prikladne novim sredstvima i strukturama, uključujući uklanjanje nacionalnih prepreka prijeboju, namiri i uslugama skrbništva te smanjenje troškova prikupljanja kapitala.¹³⁵

Planovi Komisije za CMU su ambiciozni, a posljedice za EU mogu biti dalekosežne, no mora se napomenuti da će konačni rezultati inicijative ovisiti o političkim pregovorima koji će se održati u Bruxellesu i unutar država članica u nadolazećim godinama, kao i o tome s koliko će se otpora Komisija suočiti tijekom provedbe. Mjere koje ne ulaze u usko područje isključive državne nadležnosti, kao što je revizija Direktive o prospektu, će biti lakše za provedbu,¹³⁶ no mjere i uspostavljanje jedinstvene skupine pravila (odnosno usklađivanje

¹³² Europska komisija. Zelena knjiga: Stvaranje unije tržišta kapitala. URL: <http://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/1/2015/HR/1-2015-63-HR-F1-1.PDF> (pristupljeno 25. siječnja 2018.), str. 9.

¹³³ Tržište novca d.d. URL: <http://www.trzistenovca.hr/Home/PdfDownload?folderName=201505&fileName=SilvanaBozic.pdf> (pristupljeno 17. siječnja 2018.).

¹³⁴ UK's Financial Conduct Authority (FCA), čiji je mandat osiguravanje da tržišta dobro funkcioniraju, pozdravlja inovacije i nove tehnologije. To je pomoglo Velikoj Britaniji da postigne svoj godišnji rast od oko 200% u alternativnim modelima financiranja, kao što je crowdfunding.

¹³⁵ Danielsson, J. et al. (2015). Europe's proposed capital markets union: Disruption will drive investment and innovation. Systemic Risk Centre [online]. Raspoloživo na: URL: http://www.systemicrisk.ac.uk/sites/default/files/images/15_0173%20SRC%20Paper%20V4_HR_nocrop%20high%20res.pdf (pristupljeno 23. siječnja 2018.).

¹³⁶ Hamunen, M. (2015). The Impact of a Capital Markets Union in Europe. CFA Institute Magazine [online], 26 (5). Raspoloživo na: URL: <https://www.cfapubs.org/doi/pdf/10.2469/cfm.v26.n5.18> (pristupljeno 22. siječnja 2018.).

pravila) u područjima koja su u isključivoj nadležnosti država članica, kao što je oporezivanje, će biti teško provesti.

Uspjeh unije tržišta kapitala je povezan s pravnim sustavom u kojem djeluju izdavatelji i investitori pa ovisi o sposobnosti da se prevladaju zakonske i regulatorne barijere prisutne na europskim tržištima kapitala. Postizanje unije tržišta kapitala stoga će biti dug, zahtjevan i neizvjestan proces. Izazov će biti ispuniti sve navedene mjere u zadanom terminu.¹³⁷

Određene prepreke prisutne su i pri stvaranju alternativnih izvora financiranja za MSP-ove. Thomadakis smatra da će mjere za razvoj vjerodostojnog tržišta kapitala za financiranje MSP-ova u EU poboljšati perspektive tržišta kapitala za ta poduzeća, no kako će postizanje značajne uloge tržišta kapitala u financiranju MSP-ova biti izazov za postići jer njihova manja veličina otežava zadržavanje transakcijskih troškova niskima i stvaranje likvidnih tržišta.¹³⁸

4.7. Stajališta institucionalnih entiteta o uniji tržišta kapitala

Pokretanje unije tržišta kapitala izazvalo je veliku pozornost. Razni institucionalni entiteti analizirali su potencijal ove inicijative Europske komisije.

Goldman Sachs i London School of Economics and Political Science (LSE) sazvali su ključne lidere javnog i privatnog sektora kako bi raspravljali o uniji tržišta kapitala te su zaključili da će ona pomoći rastu gospodarstva, stvoriti radna mjesta i pomoći svim sektorima, uključujući mala i srednja poduzeća: „The Capital Markets Union initiative...has the potential to be a real driving force underpinning economic growth and job creation.” (Andrea Leadsom, MP, Economic Secretary to the Treasury). Smatraju da unija tržišta kapitala obećava puno za EU, no da će njezino stvaranje zahtijevati snažnu koordinaciju i otvorenost prema novim načinima djelovanja i od strane industrije i od strane vlada.¹³⁹

¹³⁷ Kaya, O. (2015). Capital Markets Union: An ambitious goal, but few quick wins. Deutsche Bank Research [online]. Raspoloživo na: URL: [http://www.dbresearch.com/PROD/RPS_EN-PROD/PROD000000000441778/Capital Markets Union%3A An ambitious goal%2C but few .PDF](http://www.dbresearch.com/PROD/RPS_EN-PROD/PROD000000000441778/Capital%20Markets%20Union%3A%20An%20ambitious%20goal%2C%20but%20few%20wins.PDF) (pristupljeno 27. siječnja 2018.).

¹³⁸ Thomadakis, A. (2017). Developing EU Capital Markets for SMEs: Mission impossible? ECMI Commentary [online], No. 46. Raspoloživo na: URL: https://www.ceps.eu/system/files/ECMI%20Commentary%20EU%20Capital%20Markets%20for%20SMEs%20A%20Thomadakis_0.pdf (pristupljeno 20. siječnja 2018.).

¹³⁹ Goldman Sachs. URL: <http://www.goldmansachs.com/our-thinking/pages/eu-capital-markets-dialogue/multimedia/key-takeaways.pdf> (pristupljeno 20. siječnja 2018.).

Kaya iz Deutsche Bank Research-a navodi da je stajalište da se EU mora odmaknuti od svoje prevelike ovisnosti o bankovnom financiranju ka diversificiranijem financijskom sustavu široko prihvaćeno po uzoru na pozitivan primjer SAD-a, te da je ideji razvoja unije tržišta kapitala EU pružena velika potpora. Smatra da je akcijski plan za njenu uspostavu kvalitetno dizajniran. Zaključuje da je CMU ambiciozan projekt s velikim potencijalom koji će omogućiti daljnji rast tržišta kapitala u EU, ojačati njihovu ulogu u usporedbi s bankovnih kreditiranjem, biti koristan za tržišta dionica u EU, unaprijediti njihovu integraciju i povećati intra-europska ulaganja. Usklađivanjem pravila i propisa koji reguliraju burze (zakona o trgovačkim društvima, vrijednosnim papirima i insolventnosti) i rješavanjem prepreka u drugim područjima (kao što je oporezivanje) CMU će smanjiti fragmentaciju i potaknuti konsolidaciju europskih tržišta dionica. To će omogućiti europskim financijskim središtima da vrata važnost, povećati likvidnost na tržištima i omogućiti učinkovitije određivanje cijena što će zauzvrat smanjiti troškove sudionika na tržištu te omogućiti veću fleksibilnost u izdavanju dionica.¹⁴⁰

Schildbach i Waibel iz Deutsche Bank Research-a također zaključuju da unija tržišta kapitala EU ima puno potencijala. Smatraju da će stvaranje povoljnijeg okruženja za konsolidiranija, integriranija i likvidnija tržišta dionica koristiti i izdavateljima i market maker-ima. Izdavatelji će imati koristi od veće potražnje investitora te će moći smanjiti svoje snažno oslanjanje na financiranje banaka. Market makeri će imati koristi od jedinstvenog zakonskog i regulatornog okvira. Europski financijski centri postati će konkurentniji i ponovno uspostaviti jači položaj u međunarodnom kontekstu, čime će postati privlačniji inozemnim investitorima. Poticanje domaćinstava da ulože veći dio svoje štednje na burzu će im pomoći da barem djelomično nadoknade znatno manje prinose od tradicionalnih štednih instrumenata kao što su bankovni depoziti i police osiguranja. Zaključuju da mnogo dublje i manje fragmentirano američko tržište dionica treba biti primjer kreatorima politika u EU pri donošenju politika koje se odnose na europska tržišta kapitala.¹⁴¹

¹⁴⁰ Kaya, O. (2015). Capital Markets Union: An ambitious goal, but few quick wins. Deutsche Bank Research [online]. Raspoloživo na: URL: http://www.dbresearch.com/PROD/RPS_EN-PROD/PROD000000000441778/Capital_Markets_Union%3A_An_ambitious_goal%2C_but_few_.PDF (pristupljeno 27. siječnja 2018.).

¹⁴¹ Schildbach, J. i Waibel, M. (2016). European exchange landscape: too fragmented. Deutsche Bank Research [online]. Raspoloživo na: URL: https://www.dbresearch.com/PROD/RPS_EN-PROD/PROD000000000441869/European_exchange_landscape%3A_too_fragmented.PDF (pristupljeno 27. siječnja 2018.).

Danielsson iz SRC-a tvrdi da će, ako se uspješno provede, unija tržišta kapitala dovesti do boljeg pristupa financiranju za poduzeća, a to će osigurati inovativnost, konkurentnost, smanjen sistemski rizik, i u konačnici, rast.¹⁴²

Inicijativa CMU se je suočila i s određenim kritikama. Vincenzo Bavoso tvrdi da je prekomjeren razvoj financiranja putem tržišta kapitala jedan od katalizatora kriza i skandala koji su se razvili tijekom proteklih 15 godina. U središtu njegove kritike je tvrdnja da Komisija putem CMU-a nastoji oživjeti niz praksi i kreditnih kanala koji su prevladavali u godinama prije krize i da se ne uvažavaju opasnosti povezane s financiranjem na tržištu kapitala i njegovim posljedicama pri stvaranju duga. Zelena knjiga Komisije po njemu pokazuje da su dužničke transakcije, a posebice sekuritizacija, ključne za predviđeno funkcioniranje tržišta kapitala EU. Tvrdi da će, unatoč svojim tvrdnjama, CMU dovesti do povećanja duga u financijskom sustavu i do viših razina poluge.¹⁴³

¹⁴² Danielsson, J. et al. (2015). Europe's proposed capital markets union: Disruption will drive investment and innovation. Systemic Risk Centre [online]. Raspoloživo na: URL: http://www.systemicrisk.ac.uk/sites/default/files/images/15_0173%20SRC%20Paper%20V4_HR_nocrop%20high%20res.pdf (pristupljeno 23. siječnja 2018.).

¹⁴³ Bavoso, V. (2017). Capital Markets, Debt Finance and the EU Capital Markets Union: A law and finance critique. ECMI Working Paper [online], No. 5. Raspoloživo na: URL: https://www.ceps.eu/system/files/ECMI%20WP5_CapitalMarketsDebtFinanceEU%20CMU.pdf (pristupljeno 18. siječnja 2018.).

5. REVIZIJA AKCIJSKOG PLANA 2017.

5.1. Postignuća u uspostavljanju unije tržišta kapitala

Cilj inicijative CMU je bio potaknuti promjenu te omogućiti naprednije i učinkovitije financiranje na tržištima kapitala. U provedbu Akcijskog plana krenulo se je 2015. godine.

Na sredini provedbenog razdoblja, 2017., objavljena je revizija ostvarenih postignuća i napretka u provedbi mjera za postizanje CMU koje su navedene u Akcijskom planu. Razmatralo se što je od planiranih koraka Europske komisije postignuto u prve dvije godine od pokretanja inicijative. Zaključak je bio da je Komisija, dosljedno i u skladu s početnim vremenskim rasporedom, ispunjavala svoje obveze. Tijekom posljednjih 18 mjeseci je, u skladu s prvotnim rokovima, donijela više od polovine mjera (20 od 33) koje su najavljene u akcijskom planu. 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; za to da se poštenim poduzetnicima omogući restrukturiranje ili druga prilika u slučaju stečaja. Također je donijela i mjere za potporu ulaganjima osiguravajućih društava i banaka u infrastrukturne projekte.¹⁴⁴

Sa ostvarene gotovo dvije trećine mjera unija tržišta kapitala dobro napreduje i pridonosi boljem pristupu financiranju i većem stupnju održivosti ulaganja. Komisija je, u suradnji s Europskom investicijskom bankom, u kontekstu „inicijative za novoosnovana inovativna i rastuća poduzeća” 2016. osnovala paneuropski krovni fond poduzetničkoga kapitala. EU-ova reforma fondova poduzetničkoga kapitala dogovorena je 2017. godine. Ažuriranim će se pravilima malim i rastućim poduzećima te socijalnim poduzećima olakšati pristup financiranju koje im je potrebno u vlastitoj zemlji ili u inozemstvu. Dogovorena su nova pravila o standardiziranim i transparentnim tržištima sekuritizacija, koja zbog rasterećenja bilanci banaka imaju potencijal osigurati 150 milijardi eura dodatnog financiranja za europska poduzeća. Komisija je predstavila i akcijski plan u kojem se utvrđuje kako europskim potrošačima omogućiti veći izbor financijskih usluga i proizvoda te bolji pristup

¹⁴⁴ Europska komisija. Komunikacija Komisije o preispitivanju akcijskog plana o uniji tržišta kapitala sredinom provedbenog razdoblja. URL: <http://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-10082-2017-INIT/hr/pdf> (pristupljeno 26. siječnja 2018.), str. 2-18.

financijskim uslugama i proizvodima u cijelom EU-u. Zahvaljujući nedavnom prijedlogu o paneuropskom osobnom mirovinskom proizvodu građani će moći ulagati u mirovinsku štednju u cijeloj Europi. Novim zahtjevima u pogledu prospekata smanjit će se opterećenje društava koja izdaju dionice i obveznice.¹⁴⁵ Preispitivanje režima Prospekta je dovršeno i u lipnju 2016. je rezultiralo Uredbom koja ima za cilj: i) olakšati i pojeftiniti pristup malih poduzeća kapitalu; ii) uvođenje pojednostavljenja i fleksibilnosti za izdavatelje (posebno za sekundarne emisije i česte izdavatelje); i iii) unaprijediti prospekte za investitore.¹⁴⁶

Akcijski plan trebao bi biti ispunjen do 2019. godine, što znači da su za provedbu ostalih mjera preostale još dvije godine. No stanje europskog gospodarstva 2017. je drugačije nego što je bilo 2015. kada je Akcijski plan oblikovan i objavljen.

5.2. Novi izazovi uspostavljanju unije tržišta kapitala

Zahvaljujući mjerama Europske unije koje su pokrenute s ciljem popravljivanja stanja u europskom gospodarstvu, situacija se polagano ispravlja te je ostvaren vidljiv napredak. Europsko gospodarstvo je 2017. ušlo je u petu godinu gospodarskog oporavka i petu uzastopnu godinu rasta. Stopa nezaposlenosti pala je na najnižu razinu od 2009. te je u ožujku 2017. iznosila 9,5 %. Bilježi se stopa zaposlenosti od više od 70 % te ponovni rast ulaganja. BDP po stanovniku u EU tek sada dostiže razine zabilježene prije krize. S pomoću nekoliko inicijativa u okviru jačanja jedinstvenog tržišta te šireg Plana ulaganja za Europu doprinijelo se širenju i poboljšanju pristupa europskih poduzeća financiranju.

No situacija u EU je i dalje problematična. Unatoč skromnom gospodarskom oporavku EU i navedenim postignućima i dalje su prisutne brojne poteškoće i izazovi. Ukupna nezaposlenost pada, no stope nezaposlenosti u državama članicama EU i dalje se znatno razlikuju. Još uvijek je nezaposleno 15,4 milijuna ljudi u EU, što pokazuje da je nezaposlenost i dalje visoka. Ojačana je financijska stabilnost EU, međutim i dalje postoji čvrsta povezanost banaka i njihovih matičnih država te su razine loših kredita visoke. U mnogim državama EU ulaganja se tek počinju oporavljati te i dalje zaostaju za dugoročnim

¹⁴⁵ Europska komisija (2017). Stanje unije 2017. Luxembourg: Ured za publikacije Europske unije, str. 8-43.

¹⁴⁶ Thomadakis, A. (2017). Developing EU Capital Markets for SMEs: Mission impossible? ECMI Commentary [online], No. 46. Raspoloživo na: URL: https://www.ceps.eu/system/files/ECMI%20Commentary%20EU%20Capital%20Markets%20for%20SMEs%20A%20Thomadakis_0.pdf (pristupljeno 20. siječnja 2018.).

trendovima. Niske razine javnih i privatnih ulaganja i niska produktivnost uvelike kočće uspješnost EU u cjelini te dovode do rizika daljnje polarizacije nacionalnih situacija.¹⁴⁷ Stopa ulaganja je i dalje niža nego što je bila prije krize, pa ulaganja i dalje nedovoljno pridonose rastu. Dugotrajno razdoblje nedovoljnih ulaganja sputava potpun oporavak i dugoročni rast.

Tržišta kapitala u EU se danas susreću sa mnogobrojnim izazovima. Najveći izazov predstavlja izlazak Ujedinjene Kraljevine iz EU jer to znači da najveće europsko financijsko središte napušta jedinstveno tržište. Stoga je sve potrebnije daljnje jačanje i integracija okvira za tržište kapitala EU i uspostava unije tržišta kapitala.

Izazov predstavljaju i nove financijske tehnologije (*FinTech*) koje 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 (*crowdfunding*) i druge alternativne načine financiranja, financiranje lanca opskrbe (*supply chain finance*), robotizirano savjetovanje (*robo-advice*), internetsko glasovanje dioničara (*online shareholder voting*) te moguću primjenu tehnologije *blockchaina* nakon trgovanja (*blockchain technology in post-trading*). Financijske tehnologije mogu ponuditi rješenja u nekoliko segmenata i funkcija tržišta kapitala kao što su: izdavanje vlasničkih instrumenata, korporativno upravljanje, upravljanje imovinom, posredovanja kod ulaganja, distribucija proizvoda te infrastruktura tržišta poslijetrgovinskih usluga, uključujući usluge skrbništva nad vrijednosnim papirima. Unija tržišta kapitala mora ponuditi metode kojima se može iskoristi transformacijski kapacitet financijskih tehnologija.

Još jedan izazov predstavlja održivost. Da bi ulaganja bila održivija i da bi sustav mogao promovirati 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 se u održiva ulaganja. Potrebno je utvrditi koji su to ekonomski pokretači za ulaganja osiguravajućih društava i mirovinskih fondova u vlasnički kapital, te moguće učinke regulatornih ograničenja na razini EU-a i nacionalnoj razini. Konačno, potrebno je proširiti geografski doseg tržišta kapitala tako da snažnija i integriranija tržišta kapitala budu korisna za sve države članice. Istovremeno će unija tržišta kapitala dovesti do veće integracije

¹⁴⁷ Europska komisija (2017). Dokument za razmatranje o produbljenju ekonomske i monetarne unije. Luxembourg: Ured za publikacije Europske unije, str. 9-33.

tržišta kapitala, što će poduzećima i ulagateljima omogućiti pristup izdašnjim izvorima financiranja u drugim državama članicama EU-a.¹⁴⁸

Iz priložene analize stanja europskog gospodarstva 2017. vidljivo je da su uloženi naponi počeli donositi rezultate, ali da se i dalje osjećaju dalekosežne posljedice krize te da su pred EU brojni izazovi. Ima prostora za daljnja poboljšanja pa je stoga potrebno: poduzeti daljnje mjere radi dovršavanja ekonomske i monetarne unije; raditi na daljnjoj integraciji kako bi se osiguralo da se financijski sustav može oduprijeti svakoj budućoj krizi; poduzeti daljnje mjere za smanjenje i raspodjelu rizika u bankarskom sektoru; poduzeti daljnje mjere za pružanje boljih mogućnosti financiranja realnog gospodarstva, između ostalog preko tržišta kapitala.¹⁴⁹

Trenutno gospodarsko i političko stanje EU pokazuje koliko su snažna i konkurentna tržišta kapitala, kao i bankarska unija, važni za financiranje gospodarstva EU. Potreba za unijom tržišta kapitala je i dalje jaka, a daljnji rad na njoj uspostavi danas je važniji nego ikada. Stoga je uspostava istinskog jedinstvenog tržišta kapitala – unije tržišta kapitala za sve države članice – i dalje jedan od glavnih prioriteta Europske komisije.

5.3. Nove prioritetne mjere za uspostavljanje unije tržišta kapitala

Zbog novih izazova kojima je 2017. izložena financijska integracija EU i uspostavljanje unije tržišta kapitala, Komisija je zaključila da je potrebno redefinirati Akcijski plan iz 2015. Plan je zato ažuriran i dopunjen novim prioritetnim mjerama za ostvarivanje CMU koje su i dalje primarno usmjerene na pojednostavnjivanje prekograničnih ulaganja, razvoj ekosustava za tržišta kapitala u EU te na rješavanje nekih dodatnih dimenzija razvoja sustava tržišta kapitala u EU. Ove mjere, 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 2019.¹⁵⁰

¹⁴⁸ Europska komisija. Komunikacija Komisije o preispitivanju akcijskog plana o uniji tržišta kapitala sredinom provedbenog razdoblja. URL: <http://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-10082-2017-INIT/hr/pdf> (pristupljeno 26. siječnja 2018.), str. 2-18.

¹⁴⁹ Europska komisija (2017). Dokument za razmatranje o produbljenju ekonomske i monetarne unije. Luxembourg: Ured za publikacije Europske unije, str. 9-33.

¹⁵⁰ Europska komisija. Komunikacija Komisije o preispitivanju akcijskog plana o uniji tržišta kapitala sredinom provedbenog razdoblja. URL: <http://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-10082-2017-INIT/hr/pdf> (pristupljeno 26. siječnja 2018.), str. 2-18.

U reviziji na sredini razdoblja provedbe unije tržišta kapitala utvrđeno je devet novih prioritetnih mjera:

- Jačanje učinkovitosti nadzora, odnosno jačanje ovlasti Europskog nadzornog tijela za vrijednosne papire i tržišta kapitala.¹⁵¹ S obzirom na sve veću međusobnu povezanost financijskih tržišta EU i svijeta, postoji potreba za daljnjom integracijom nadzora na razini EU kako bi se moglo odgovoriti na buduće izazove. Poduzimaju se mjere za povećanje kapaciteta europskih nadzornih tijela kako bi se očuvala uredna tržišta i financijska stabilnost u EU. Ključnu ulogu u poticanju usklađivanja nadzora tržišta imaju ESMA, EIOPA i EBA;¹⁵²
- Poboljšavanje proporcionalnosti propisa radi olakšanja inicijalnih ponuda - donošenje proporcionalnijeg regulatornog okruženja za uvrštavanje malih i srednjih poduzeća na javnim tržištima;
- Poboljšavanje proporcionalnosti propisa radi olakšanja potpore investicijskim društvima - preispitivanje bonitetnih postupaka za investicijska društva;
- Iskorištavanje potencijala financijskih tehnologija – procjena potrebe za okvirom EU za licenciranje i odobravanje prekograničnog poslovanja za *FinTech* aktivnosti;
- Iskorištavanje tržišta kapitala za jačanje bankovnog kreditiranja i stabilnosti;
- Osnaživanje vodeće uloge EU u održivim ulaganjima - provedba daljnjih mjera za održivo financiranje;
- Olakšavanje prekogranične distribucije i nadzora UCITS-a i alternativnih investicijskih fondova;
- Pružanje smjernica o postojećim pravilima EU za postupanje u prekograničnim ulaganjima EU i odgovarajućeg okvira za sporazumno rješavanje ulagačkih sporova;

¹⁵¹ Europska komisija - Priopćenje za tisak. Dovršetak unije tržišta kapitala: Razvoj na temelju prvog kruga postignuća. URL: http://europa.eu/rapid/press-release_IP-17-1529_hr.htm (pristupljeno 26. siječnja 2018.).

¹⁵² Europska komisija. Komunikacija Komisije o preispitivanju akcijskog plana o uniji tržišta kapitala sredinom provedbenog razdoblja. URL: <http://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-10082-2017-INIT/hr/pdf> (pristupljeno 26. siječnja 2018.), str. 2-18.

- Potpora razvoju lokalnih ekosustava tržišta kapitala – predlaganje sveobuhvatne strategije EU za razmatranje mjera potpore razvoju lokalnih i regionalnih tržišta kapitala.

Komisija će uputiti i prijedloge za preostale mjere iz Akcijskog plana iz 2015. godine:

- zakonodavni prijedlog o paneuropskom proizvodu osobne mirovine za pomoć građanima u financiranju umirovljenja – jednostavan, učinkovit i konkurentan proizvod osobnih mirovina na razini EU;
- zakonodavni prijedlog o okviru EU za pokrivene obveznice kako bi se bankama pomoglo u financiranju njihovih aktivnosti kreditiranja;
- zakonodavni prijedlog akta o vrijednosnim papirima kako bi se povećala pravna sigurnost vlasništva nad vrijednosnim papirima u prekograničnom kontekstu – uklanjanje prekograničnih prepreka vlasništvu vrijednosnih papira.¹⁵³

Ukratko se može reći da će u idućim godinama Komisija: 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 u održivom financiranju te iskoristiti potencijal financijskih tehnologija.¹⁵⁴

¹⁵³ Europska komisija - Priopćenje za tisak. Dopršetak unije tržišta kapitala: Razvoj na temelju prvog kruga postignuća. URL: http://europa.eu/rapid/press-release_IP-17-1529_hr.htm (pristupljeno 26. siječnja 2018.).

¹⁵⁴ Europska komisija. Komunikacija Komisije o preispitivanju akcijskog plana o uniji tržišta kapitala sredinom provedbenog razdoblja. URL: <http://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-10082-2017-INIT/hr/pdf> (pristupljeno 26. siječnja 2018.), str. 2-18.

6. UNIJA TRŽIŠTA KAPITALA U KONTEKSTU RAZVITKA FINANCIJSKOG TRŽIŠTA U HRVATSKOJ

6.1. Zagrebačka burza

Zagrebačka burza utemeljena je 1907. u sklopu Trgovačkog doma (današnje Gospodarske komore) kao Sekcija za robu i vrednote, i kao takva funkcionirala je do 1911. Nakon 1. svjetskog rata ponovno je otvorena 1919. pod nazivom Zagrebačka burza za robu i vrednote. Godine 1945., dolaskom socijalističkog režima na vlast, Zagrebačka burza je zatvorena. Obnova burze u Hrvatskoj uslijedila je tek 1991. godine, kada je Zagrebačka burza utemeljena kao centralno mjesto trgovine vrijednosnim papirima u Republici Hrvatskoj.¹⁵⁵ Osim Zagrebačke burze, kao mjesto organiziranog trgovanja vrijednosnim papirima djelovala je i Varaždinska burza (nekadašnje tržište vrijednosnih papira pod nazivom Varaždinsko tržište vrijednosnica – OTC tržište). Ove dvije burze su povezane 2007. godine i time je stvoreno jedinstveno nacionalno tržište kapitala – Zagrebačka burza (*Zagreb Stock Exchange* – ZSE). Danas je Zagrebačka burza jedina burza koja posluje u Hrvatskoj.¹⁵⁶ Konsolidacija hrvatskog tržišta kapitala rezultirala je velikim brojem uvrštenih vrijednosnih papira i povećanim volumenom trgovanja.¹⁵⁷

6.2. Analiza stanja hrvatskog tržišta kapitala

Hrvatsko tržište kapitala je tržište kapitala male tranzicijske zemlje koje je suočeno sa stalnim izazovom uspostavljanja efikasnog djelovanja. Tržišta kapitala tranzicijskih zemalja općenito karakterizira relativno visoka nelikvidnost tržišta koja se očituje u nedostatku stabilnih i visokih dnevnih prometa, visokoj volatilnosti cijena dionica, postojanju brojnih izrazito nelikvidnih dionica te mogućnosti utjecaja na cijenu pri velikim transakcijama. Nasuprot tome, razvijena tržišta kapitala karakterizira visoka likvidnost koja omogućuje izvršavanje transakcija značajnih količina uz vrlo mali utjecaj na cijenu.

¹⁵⁵ Zagrebačka burza. URL: <http://www.zse.hr/default.aspx?id=64271> (pristupljeno 5. siječnja 2018.).

¹⁵⁶ Cingula, M. i Klačmer Čalopa, M. (2009). Financijske institucije i tržišta kapitala. Varaždin: FOI, str. 53-133.

¹⁵⁷ Zagrebačka burza. URL: <http://www.zse.hr/default.aspx?id=26> (pristupljeno 5. siječnja 2018.).

Benić i Franić su 2008. proveli analizu pokazatelja kojom su htjeli utvrditi da li se hrvatsko tržište suočava sa navedenim problemima s kojima se suočavaju ostala tržišta u razvoju.

Rezultati istraživanja pokazali su da je tržišna kapitalizacija vrlo velika za veličinu hrvatskog gospodarstva. Relativni pokazatelj veličine tržišta u odnosu prema gospodarstvu zemlje je udio tržišne kapitalizacije u BDP-u. Na hrvatskom se tržištu 2007. godine već prilično visok udio tržišne kapitalizacije u BDP-u udvostručio, dok se sa stajališta realnog gospodarstva nije dogodio nikakav veliki pomak (rast BDP-a 5,6%). Na taj je porast osim rasta cijena dionica bitno utjecalo čak sedam inicijalnih javnih ponuda koje su obilježile tržište u 2007. godini. Stoga autori zaključuju da je hrvatsko tržište s obzirom na veličinu gospodarstva znatno veće od ostalih tržišta tranzicijskih zemalja.

No tržišna kapitalizacija ne govori mnogo o efikasnosti i likvidnosti tržišta. Mjera koja se koristi za procjenu efikasnosti tržišta i kao pokazatelj stupnja likvidnosti je obrtaj prometa ($Tn/Mktcap$), omjer ukupnog prometa i tržišne kapitalizacije. Veća vrijednost tog pokazatelja znak je veće likvidnosti. Povećavanje obrtaja prometa upućuje na porast prometa više nego porast tržišne kapitalizacije. Hrvatska ima obrnuti trend pokazatelja jer je znatnije porasla tržišna kapitalizacija nego ukupni promet trgovanja. Ukupni promet na hrvatskom tržištu u 2007. godini nije velik dok je tržišna kapitalizacija nesrazmjerna. Tržišna kapitalizacija bi upućivala na veći ukupni promet. Stoga autori zaključuju da je hrvatsko tržište, kao i ostala tržišta u razvoju, suočeno s visokom razinom nelikvidnosti.

Visoka razina nelikvidnosti sprječava veći dotok kapitala i čini prepreku u razvoju tržišta. Naime, investitori svoja sredstva usmjeravaju na ona tržišta na kojima očekuju veće prinose na ulaganja, a važan faktor svim sudionicama na tržištu kapitala pri donošenju investicijskih odluka je kriterij likvidnosti. Likvidnost im pruža sigurnost i umanjuje rizik da neće biti u mogućnosti zatvoriti svoje pozicije bez velikoga gubitka vrijednosti uložene financijske imovine. Veća razina nelikvidnosti vodi povećanom riziku ulaganja, pri čemu su investitori suočeni s mogućnošću većih gubitaka, ali i ostvarivanja viših prinosa nego na likvidnim i razvijenim tržištima. Investitori se na tržištima tranzicijskih zemalja ne mogu pouzdati da će u svakom trenutku moći obaviti transakciju, posebno veliku, bez znatnije promjene cijene.

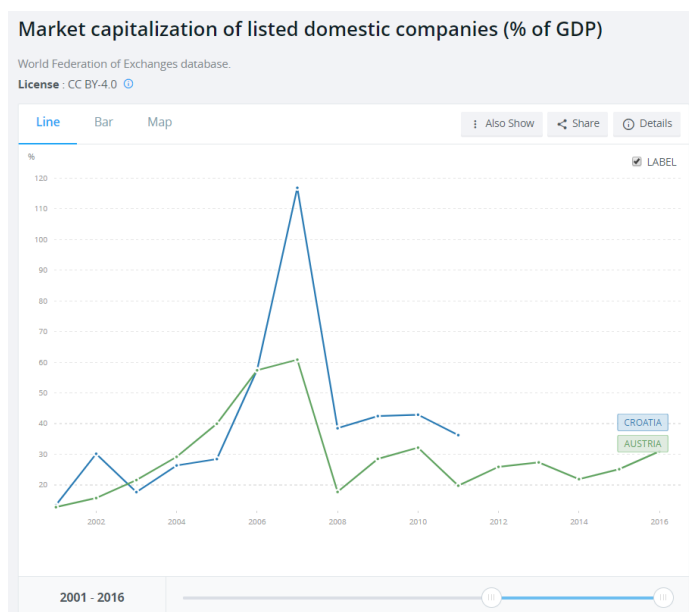
Hrvatsko tržište kapitala dakle karakterizira velika tržišna kapitalizacija no mali obrtaj prometa i visoka razina nelikvidnosti.¹⁵⁸

6.2.1. Usporedba Zagrebačke burze sa austrijskim tržištem kapitala

Kako bi se detaljnije ilustriralo stanje hrvatskog tržišta kapitala izvedena je njegova usporedba sa austrijskim tržištem kapitala koje je puno razvijenije od hrvatskog – austrijsko tržište kapitala je među razvijenijima u EU.

Iako se stupanj razvijenosti austrijskog tržišta kapitala prilično razlikuje od hrvatskog, usporedba tržišne kapitalizacije uvrštenih poduzeća (kao % BDP-a) između ovih dviju zemalja pokazuje da su njihove tržišne kapitalizacije slične. Hrvatske tržišna kapitalizacija je čak viša od austrijske što ukazuje na njezinu znatnu veličinu.

Grafikon 15: Usporedba tržišne kapitalizacija uvrštenih poduzeća Hrvatske i Austrije u razdoblju 2001.-2016. (% BDP-a)



Izvor: World Bank. URL:

<https://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.GD.ZS?end=2016&locations=HR-AT&start=2001&view=chart> (pristupljeno 16.2.2018.)

¹⁵⁸ Benić, V. i Franić, I. (2008). Komparativna analiza likvidnosti tržišta kapitala Hrvatske i zemalja regije. *Financijska teorija i praksa* [online], 32 (4). Raspoloživo na: URL: <https://hrcak.srce.hr/34057> (pristupljeno 15. siječnja 2018.).

Broj uvrštenih društava na hrvatskom tržištu kapitala je također visok u usporedbi s tržištima kapitala slične veličine. 2017. godine je na Zagrebačku burzu bilo uvršteno više od 150 društava.¹⁵⁹ Broj uvrštenih društava najviši je bio 2007. kada je zbog nacionalnih propisa mnogo društava bilo obavezno izlistati svoje dionice. Taj broj se smanjio tokom posljednjih nekoliko godina, ali je i dalje iznimno visok. Usporedbe radi, na austrijsko tržište kapitala uvršteno je oko 100 trgovačkih društava.

Grafikon 16: Usporedba broja uvrštenih poduzeća u Hrvatskoj i Austriji u razdoblju 2001.-2016.



Izvor: World Bank. URL:

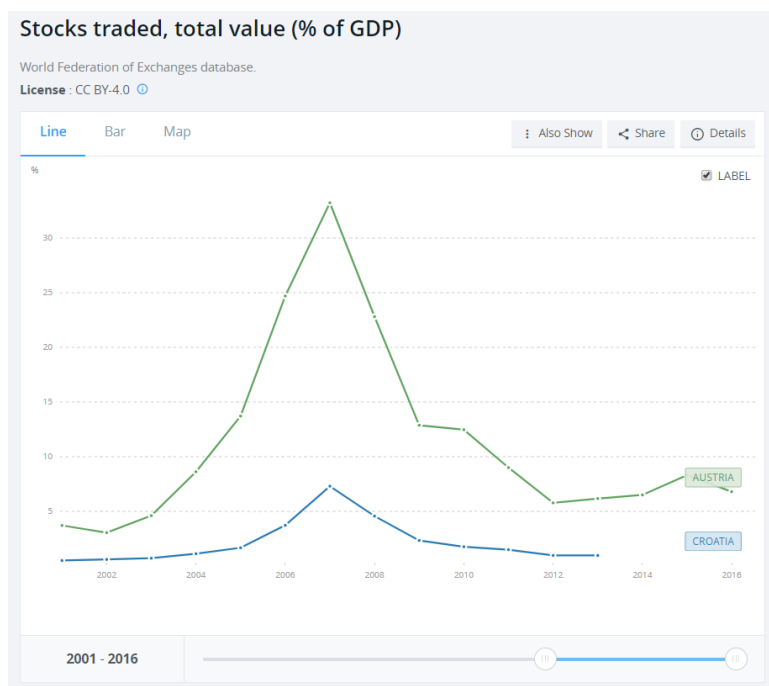
<https://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LDOM.NO?end=2016&locations=HR-AT&start=2001&view=chart> (pristupljeno 16.2.2018.)

Tržišna kapitalizacija i broj uvrštenih društva ne pokazuju stvarnu aktivnost na tržištu kapitala. Pokazatelji koji ilustriraju aktivnost tržišta su trgovanje dionicama i obrtaj prometa. Oba pokazatelja su za hrvatsko tržište kapitala niska. Znatno su viša na austrijskom tržištu

¹⁵⁹ Zagrebačka burza. URL: <http://www.zse.hr/default.aspx?id=64271> (pristupljeno 5. siječnja 2018.).

što pokazuje da je aktivnost hrvatskog tržišta vrlo niska unatoč velikoj tržišnoj kapitalizaciji i velikom broju uvrštenih trgovačkih društava.

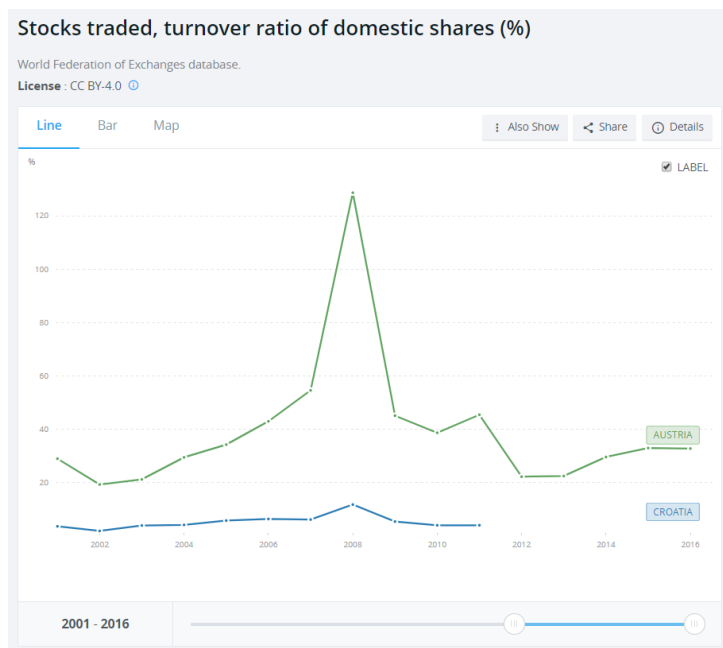
Grafikon 17: Usporedba trgovanja dionicama u Hrvatskoj i Austriji u razdoblju 2001.-2016. (% BDP-a)



Izvor: World Bank. URL:

<https://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.TRAD.GD.ZS?end=2016&locations=HR-AT&start=2001&view=chart> (pristupljeno 16.2.2018.)

Grafikon 18: Usporedba obrtaja prometa Hrvatske i Austrije u razdoblju 2001.-2016. (%)



Izvor: World Bank. URL: <https://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.TRNR?end=2016&locations=HR-AT&start=2001&view=chart> (pristupljeno 16.2.2018.)

Hrvatsko tržište kapitala je suočeno i sa visokom razinom koncentracije. Tržišna kapitalizacija ZSE je koncentrirana u malom broju dionica: primjerice 2016. najvećih pet dionica nosi nešto više od polovice vrijednosti tržišta, dok je u prvih pet dionica s najvećom *free float* kapitalizacijom sumirano 46% ukupne tržišne kapitalizacije. Najlikvidnija dionica u 2016. nosila je gotovo 19% ukupnog prometa, dok je pet najtrgovanijih dionica zaslužno za 49% prometa.¹⁶⁰

Još jedan negativan aspekt stanja na hrvatskom financijskom tržištu i problem cjelokupnog hrvatskog financijskog sustava je visoka razina financijske nepismenosti u Hrvatskoj. Prema rezultatima istraživanja „Mjerenje financijske pismenosti“¹⁶¹ kojeg su HANFA i HNB

¹⁶⁰ Zagrebačka burza. URL: <http://www.zse.hr/default.aspx?id=178&yr=2016> (pristupljeno 6. siječnja 2018.).

¹⁶¹ Mjerenje je provela agencija Ipsos d.o.o. prema metodologiji Organizacije za ekonomsku suradnju i razvoj (OECD) koja financijsku pismenost definira kao kombinaciju informiranosti, znanja, vještina, stavova i ponašanja potrebnih za donošenje ispravnih financijskih odluka za ostvarenje individualne dobrobiti. U istraživanju su se mjerile tri osnovne kategorije: financijsko znanje, financijsko ponašanje i odnos prema trošenju novca. Rezultati istraživanja omogućuju usporedbu nacionalne razine financijske pismenosti građana Hrvatske s rezultatima istraživanja provedenih u ostalim zemljama, temelj su za sustavno oblikovanje edukativnih programa za unaprjeđenje financijske pismenosti, a također će biti korisna osnova za ocjenjivanje uspješnosti budućih edukativnih projekata.

predstavili 2016. godine, prosječna ocjena financijske pismenosti hrvatskih građana iznosi samo 11,7 od mogućih 21 bodova.¹⁶²

6.3. Rezultati unije tržišta kapitala u Hrvatskoj

Pokazatelji su ilustrirali kako se hrvatsko tržište kapitala suočava s mnogim problemima, no potrebno je naglasiti kako se aktivno radi na njihovom rješavanju. Hrvatska, kao i ostale tranzicijske zemlje, od samog prelaska na tržišnu privredu radi na prilagođavanju svog tržišta kapitala procesima i uvjetima koji vladaju u razvijenim zemljama. U razvoju hrvatskog tržišta kapitala je puno elemenata koje je potrebno zadovoljiti kako bi nacionalno tržište kapitala moglo parirati razvijenim svjetskim financijskim tržištima. Potrebno je prilagoditi nacionalni okvir poslovanja pravnim okvirima razvijenih tržišta kapitala, konkretno razvijenih tržišta kapitala država članica EU.

Proces prilagodbe i razvoja je na intenzitetu dobio 2005. godine kada je Hrvatska započela pregovore o priključenju Europskoj uniji čime su joj nametnute brojne obveze u vezi tržišta kapitala: oblikovanje novih zakonskih okvira¹⁶³, prilagodba i izmjena postojećih zakona i određene inovacije.¹⁶⁴

Daljnje promjene i inovacije na hrvatskom tržištu kapitala nastupile su nakon ulaska Hrvatske u Europsku uniju 2013. godine. Kada je ušla u EU hrvatsko tržište kapitala – Zagrebačka burza – službeno je postalo dio tržišta kapitala EU što znači da se na hrvatsko tržište kapitala odnose europski zakoni i odredbe koji uređuju tržišta kapitala EU. Slijedom toga, sve reforme i inicijative koje je EU provela u razdoblju nakon financijske krize odnose se i na hrvatsko tržište, pa time i inicijativa unija tržišta kapitala. Hrvatska je kao članica EU obvezna raditi na svom dijelu obveza u postizanju Unije tržišta kapitala. U raznim pothvatima Zagrebačke burze od 2015. nadalje vidljivo je da se u Hrvatskoj radi na implementaciji odluka Komisije vezanih uz ovu inicijativu, primjerice osnivanje Progress tržišta namijenjenog malim i srednjim poduzećima jasno pokazuje da hrvatsko tržište kapitala ide u korak sa događanjima na europskim tržištima kapitala. U nastavku su navedene najvažnije promjene i inovacije na

¹⁶² HANFA - Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga. URL: <http://www.hanfa.hr/vijesti/04022016-predstavljeni-rezultati-istraganja-mjerenje-financijske-pismenosti/> (pristupljeno 28. siječnja 2018.).

¹⁶³ Poslovanje i aktivnosti organiziranog tržišta kapitala u Hrvatskoj primarno su uređeni Zakonom o tržištu kapitala. Cilj ovog zakona je usklađivanje s direktivama Europske unije na financijskom području.

¹⁶⁴ Cingula, M. i Klačmer Čalopa, M. (2009). Financijske institucije i tržišta kapitala. Varaždin: FOI, str. 231-285.

hrvatskom tržištu kapitala uvedene nakon pristupanja Hrvatske Europskoj uniji, a naglasak je stavljen na inovacije na Zagrebačkoj burzi koje su logičan rezultat provođenja inicijative unija tržišta kapitala.

Bitna promjena na hrvatskom tržištu kapitala nastupila je 2015. godine kada je Zagrebačka burza uspješno završila proces preuzimanja Ljubljanske burze od CEE Stock Exchange Group. Pošto obje burze dijele razvojni put i okvir u kojem posluju, a uzimajući u obzir sličnosti slovenskog i hrvatskog tržišta kapitala s obzirom na stupanj razvoja, strukturu i potencijal, očekivani su brojni pozitivni učinci i sinergije ove akvizicije za oba tržišta.¹⁶⁵ Akvizicijom Ljubljanske burze se Zagrebačka burza istaknula kao pokretač konsolidacijskih procesa u regiji.¹⁶⁶

2016. godine je došlo do odvajanja uređenog tržišta od multilateralne trgovinske platforme (MTP), koja je dobila novi naziv – CE Enter. CE Enter tržište je alternativno tržište kojim upravlja Burza, a odvajanjem se nastojalo dodatno naglasiti razliku između uređenog tržišta i CE Entera, kojeg karakteriziraju niži zahtjevi u vezi transparentnosti izdavatelja i financijskih instrumenata kojima se trguje. Odredbe koje se odnose na CE Enter tržište uređene su u okviru zasebnih Pravila CE Enter tržišta.¹⁶⁷

Nakon što je deset godina, od jeseni 2007. do ljeta 2017., koristila X-Stream trgovinsku platformu NASDAQ OMX-a,¹⁶⁸ u srpnju 2017. godine Zagrebačka burza je promijenila trgovinsku platformu prešavši na novi trgovinski sustav Xetra Deutsche Börse. Promjenom trgovinskog sustava postignuto je nekoliko strateški bitnih ciljeva: sada oba tržišta kojima upravlja Zagrebačka burza (hrvatsko i slovensko) imaju istu platformu baš kao i brojna druga tržišta u europskom okruženju, stvorene su pretpostavke za uštede u ovom području, a vrlo je bitno i da je Xetra platforma automatizmom usklađena s novom europskom regulativom, što u značajnoj mjeri smanjuje regulatorni rizik Zagrebačke burze. Krajem 2017. odobrena su i nova Pravila Burze, usklađena s MIFID II regulativom i pripadajućim uredbama te delegiranim i provedbenim aktima, a izvršene su i izmjene u Pravilima CE Enter tržišta.¹⁶⁹

Danas Zagrebačka burza upravlja dvama tržištima: Uređenim tržištem i Multilateralnom trgovinskom platformom. Pokrenuta je specijalistička trgovina (*market making*) te je

¹⁶⁵ Zagrebačka burza. URL: <http://www.zse.hr/default.aspx?id=64271> (pristupljeno 5. siječnja 2018.).

¹⁶⁶ Zagrebačka burza. URL: <http://www.zse.hr/default.aspx?id=178&yr=2015> (pristupljeno 6. siječnja 2018.).

¹⁶⁷ Zagrebačka burza. URL: <http://www.zse.hr/default.aspx?id=178&yr=2016> (pristupljeno 6. siječnja 2018.).

¹⁶⁸ Zagrebačka burza. URL: <http://www.zse.hr/default.aspx?id=26> (pristupljeno 5. siječnja 2018.).

¹⁶⁹ Zagrebačka burza. URL: <http://www.zse.hr/default.aspx?id=178&yr=2017> (pristupljeno 6. siječnja 2018.).

započelo trgovanje strukturiranim proizvodima. Sve su to značajni noviteti na hrvatskom tržištu kapitala.

Zagrebačka burza radi i na rješavanju problema niske razine financijske pismenosti u Hrvatskoj. Uz potporu Europske banke za obnovu i razvoj, 2010. godine je osnovana Akademija Zagrebačke burze – edukativni odjel burze. Akademija je najveći pružatelj usluga edukacije o financijskim tržištima u Hrvatskoj. Djeluje na podizanju razine financijske pismenosti i opće javnosti i poduzetnika, a posljednjih je godina značajno usmjerena na financijsko opismenjivanje i edukaciju mladih.¹⁷⁰

Zagrebačkoj burzi je 2015. odobren status lokalnog operatera (*Local Operating Unit, LOU*) od strane Međunarodnog regulatornog nadzornog odbora (*Regulatory Oversight Committee*) te je započela s dodjeljivanjem i administriranjem LEI oznaka (*Legal Entity Identifier*) kao prva organizacija iz Hrvatske i uže regije koja ovu uslugu važnu za globalnu financijsku stabilnost pruža sudionicima tržišta.¹⁷¹ Krajem 2017. akreditirana je za lokalnog operatera LEI oznaka od strane GLEIF-a (*Global Legal Entity Identifier Foundation*), čime je postala 17. organizacija u svijetu kojoj je dodijeljen ovaj status.¹⁷²

Zajedno s Bugarskom i Makedonskom burzom, Zagrebačka burza je 2014. godine osnovala dioničko društvo SEE LINK sa sjedištem u Skopju u Makedoniji, s ciljem stvaranja regionalne platforme za trgovanje vrijednosnim papirima uvrštenima na ta tri tržišta koja je postala operativna 2016. godine.¹⁷³ Do kraja 2016. u SEE Link mrežu uključile su se i Beogradska i Ljubljanska burza, čime je SEE Link omogućio integraciju regionalnog tržišta kapitala kako bi se pozitivno utjecalo na likvidnost te omogućio jednostavniji i efikasniji pristup za investitore i lokalne brokere.¹⁷⁴ SEE Link sustav za međuburzovnu razmjenu naloga trenutačno podržava trgovanje na sedam regionalnih burzi, s ukupnom tržišnom kapitalizacijom većom od 38,5 milijarde USD i više od 500 vrijednosnica dostupnih za trgovanje.¹⁷⁵ Predstavlja inicijativu usmjerenu povećanju likvidnosti u Južnoj i Istočnoj Europi. EBRD podržava ove napore regionalne zajednice koji će doprinijeti jačanju mogućnosti financiranja putem tržišta kapitala i jačanju regionalnih tržišta. SEE Link će

¹⁷⁰ Zagrebačka burza. URL: <http://www.zse.hr/default.aspx?id=64271> (pristupljeno 5. siječnja 2018.).

¹⁷¹ Zagrebačka burza. URL: <http://www.zse.hr/default.aspx?id=178&yr=2015> (pristupljeno 6. siječnja 2018.).

¹⁷² Zagrebačka burza. URL: <http://www.zse.hr/default.aspx?id=178&yr=2017> (pristupljeno 6. siječnja 2018.).

¹⁷³ Zagrebačka burza. URL: <http://www.zse.hr/default.aspx?id=64271> (pristupljeno 5. siječnja 2018.).

¹⁷⁴ Zagrebačka burza. URL: <http://www.zse.hr/default.aspx?id=178&yr=2016> (pristupljeno 6. siječnja 2018.).

¹⁷⁵ Zagrebačka burza. URL: <http://www.zse.hr/default.aspx?id=178&yr=2017> (pristupljeno 6. siječnja 2018.).

standardizirati i unaprijediti financijske usluge u regiji, što će regiju učiniti privlačnijom stranim investitorima.¹⁷⁶

Dio razvojno orijentirane strategije Zagrebačke burze – kojoj je cilj na tržištu Hrvatske i Slovenije stvoriti uvjete koji kompanijama u svim fazama rasta mogu osigurati kapital potreban za rast te na taj način doprinijeti stvaranju pozitivnog okruženja za poduzetnike, gospodarski rast i zaposlenost – su dva projekta: Funderbeam i Progress.¹⁷⁷

1. Funderbeam South-East Europe

Funderbeam South-East Europe je društvo sa sjedištem u Zagrebu, u kojem Zagrebačka burza ima 20%-tni udio, osnovano u rujnu 2016. u partnerstvu s Funderbeamom iz Estonije, a poduprto od strane Europske banke za obnovu i razvoj kroz njihov Shareholders Special Fund. Funderbeam je *crowdfunding* platforma za *startup* kompanije na kojoj ulagatelji odmah nakon inicijalne faze ulaganja mogu trgovati svojim udjelima, a zahvaljujući inovativnom sustavu temeljenom na *bitcoin* tehnologiji.¹⁷⁸ To je novi model financiranja *startup*-ova. U prvoj će fazi Funderbeam SEE biti usmjeren prema kompanijama iz Hrvatske, Slovenije i Srbije, a u budućnosti je planirano poslovanje Funderbeam SEE-a proširiti na širu regiju, no otpočeka će pristup tržištu imati ulagatelji iz cijelog svijeta.¹⁷⁹ U samo deset mjeseci 2017. godine putem Funderbeam SEE-a je kroz četiri kampanje za hrvatske *startup* i MSP kompanije prikupljeno više od 2 milijuna EUR kapitala, a uspješno se trguje i udjelima putem Funderbeam platforme.¹⁸⁰

2. SME Growth Market – Progress

U srpnju 2016. Zagrebačka burza je započela proces razvoja regionalnog tržišta kapitala namijenjenog malim i srednjim poduzećima kojeg podržava Europska banka za obnovu i razvoj.¹⁸¹ Ovaj zajednički projekt Zagrebačke burze i EBRD-a nazvan je SME Growth Market. Usmjeren je na financiranje MSP-ova putem tržišta kapitala – putem Zagrebačke burze, odnosno putem Ljubljanske burze (koja je u vlasništvu Zagrebačke) za slovenske poduzetnike.¹⁸²

¹⁷⁶ Zagrebačka burza. URL: <http://zse.hr/?id=51972> (pristupljeno 15. veljače 2018.).

¹⁷⁷ Zagrebačka burza. URL: <http://www.zse.hr/default.aspx?id=178&yr=2017> (pristupljeno 6. siječnja 2018.).

¹⁷⁸ Zagrebačka burza. URL: <http://www.zse.hr/default.aspx?id=64271> (pristupljeno 5. siječnja 2018.).

¹⁷⁹ Zagrebačka burza. URL: <http://www.zse.hr/default.aspx?id=178&yr=2016> (pristupljeno 6. siječnja 2018.).

¹⁸⁰ Zagrebačka burza. URL: <http://www.zse.hr/default.aspx?id=178&yr=2017> (pristupljeno 6. siječnja 2018.).

¹⁸¹ Zagrebačka burza. URL: <http://www.zse.hr/default.aspx?id=178&yr=2016> (pristupljeno 6. siječnja 2018.).

¹⁸² Novac za sve. URL: <https://novaczasve.com/index.php/poduzetnistvo/vijestipp/158-zse-pokrece-platformu-za-financiranje-malih-i-srednjih-poduzeca> (pristupljeno 17. siječnja 2018.).

U lipnju 2017. Zagrebačka burza je održala SME Growth Market konferenciju, gdje je najavila Progress - novu trgovinsku platformu Zagrebačke burze za mala i srednja poduzeća, putem koje će ta poduzeća – umjesto dužničkim financiranjem – svoj rast moći financirati dioničkim kapitalom. U drugoj polovici 2017. godine započele su intenzivne pripreme vezane uz Progress platformu: kreirana je internetska stranica, uspostavljen je pravni okvir donošenjem pravila Progress tržišta te drugih akata i dokumenata, a objavljen je i natječaj za stjecanje statusa savjetnika na Progress tržištu. Početak rada platforme očekuje se u prvom kvartalu 2018. godine.¹⁸³ Procjenjuje se da bi u pet godina na toj platformi pedesetak kompanija iz Hrvatske i regije moglo prikupiti i do 100 milijuna EUR prodajom dionica, ali na daleko jednostavniji način nego redovnim izlaskom na burzu. U početku će kupnja dionica tvrtki biti dopuštena samo institucionalnim ulagačima, poput mirovinskih i investicijskih fondova.¹⁸⁴

Ovim projektom Zagrebačka burza želi aktivno pomoći razvoju hrvatskog gospodarstva. Predstavlja dio razvojno orijentirane strategije Burze s ciljem da se na hrvatskom tržištu kreiraju uvjeti koji kompanijama u svim fazama rasta mogu osigurati potreban kapital te se na taj način doprinese stvaranju pozitivnog okruženja za poduzetnike, gospodarski rast i zaposlenost. Proces razvoja tržišta za MSP-ove snažno podupire i Europska unija kroz svoju regulativu, kojom su upravo ovakve trgovinske platforme zamišljene kao mjesta namijenjena MSP-ovima kako bi im se tim putem omogućio lakši pristup kapitalu potrebnom za rast i razvoj.¹⁸⁵ Inovativan pristup financiranju rasta europskih poduzeća, koja su tradicionalno više usmjerena na kredite komercijalnih banaka prepoznat je kao prioritet.

Zagrebačka burza među prvim zemljama u okruženju razvija platformu za financiranje MSP-ova omogućavajući im lakši pristup financiranju instrumentima tržišta kapitala. Ova inicijativa je bitna jer MSP-ovi čine većinu svih privatnih privrednih subjekata u Hrvatskoj, a imaju znatno otežan pristup financiranju, posebno nakon financijske krize.

U Hrvatskoj postoji 13.440 poduzeća koja se mogu klasificirati kao srednja i mala, dok njih čak 1.332 ima kapital između 2 i 20 milijuna EUR, a koja predstavljaju ciljnu skupinu za privlačenje na Progress. Hrvatski MSP-ovi zaostaju za europskim prosjekom sudjelovanja u stvaranju dodane vrijednosti.¹⁸⁶ Iako zapošljavaju najviše, otprilike 40% zaposlenika, još

¹⁸³ Zagrebačka burza. URL: <http://www.zse.hr/default.aspx?id=178&yr=2017> (pristupljeno 6. siječnja 2018.).

¹⁸⁴ Novac za sve. URL: <https://novaczasve.com/index.php/poduzetnistvo/vijestipp/158-zse-pokrece-platformu-za-financiranje-malih-i-srednjih-poduzeca> (pristupljeno 17. siječnja 2018.).

¹⁸⁵ Progress Market. URL: <https://progress.market/hr> (pristupljeno 15. veljače 2018.).

¹⁸⁶ Zagrebačka burza. URL: <http://www.zse.hr/default.aspx?id=77901> (pristupljeno 15. veljače 2018.).

uvijek nisu dostigli razinu prije krizne 2008. godine. Jedan od razloga svakako je i taj što u Hrvatskoj čak 70% njihovog financiranja dolazi od banaka. Osim što su krediti manje dostupni brzorastućim poduzećima koja ne mogu garantirati povrat kredita vlastitom imovinom, problem leži i u tome što se koriste za pokrivanje obrtnog kapitala i premošćivanje likvidnosti, a nose i rizik kontinuiranog refinanciranja, pa mnogobrojna poduzeća završe s više uzastopnih kreditnih linija i većinu prihoda koriste za pokrivanje kamata i naknada. K tome je čak 70% kreditnih linija kratkoročno uz kamatne stope od čak jedan ili dva postotna boda više od onih za velike, zrele kompanije. Slična je situacija i na drugim tržištima u okruženju.

Među tim poduzećima je i nemali broj onih koja su u obiteljskom vlasništvu te trebaju prenijeti vlasništvo na iduću generaciju. Gotovo 40% njih želi imenovati direktora izvan obitelji, dok tridesetak posto želi prodati kompaniju. Pronalazak strateškog partnera ili prodaja poduzeća zahtjevan je i dugotrajan proces pa ne čudi činjenica da je u Hrvatskoj samo 1% vlasnika uspjelo osigurati budućnost poslovanja na taj način.

Sve su to razlozi zbog kojih se Zagrebačka burza odlučila na lansiranje Progress platforme. Putem Progressa bit će moguće prikupljanje novog kapitala, ali i tehničko listanje dionica koje omogućava jednostavniju promjenu, odnosno transfer vlasništva, čime će se omogućiti rješavanje jednog od velikih problema malih i srednjih poduzetnika koji nemaju mogućnost prijenosa poslovanja unutar obitelji ili postojećeg menadžmenta.¹⁸⁷

Platforma će malim i srednjim poduzećima, prvo iz Hrvatske, a zatim i iz regije, omogućiti da prikupe kapital za rast poslovanja putem izdavanja dionica ili da se samo listaju te na taj način testiraju atraktivnost svojih dionica na tržištu. Progress je inovativni model inkubatora za mala i srednja poduzeća, društva s ograničenom odgovornošću koja se žele pretvoriti u dionička društva i prikupiti novac na burzi, gdje će tim poduzećima Burza dati znanja, odnosno pomoći im pri identificiranju adekvatnih savjetnika u tom složenom procesu, osigurati im fer troškove transakcije, savjetovati ih tijekom procesa financiranja, ali pomoći im i u osiguravanju mogućih dodatnih sredstava kroz korištenje sredstava razvojnih banaka i agencija, te suradnju s državnim i ostalim institucijama koje pomažu financiranje razvoja gospodarstva. Uz to, Zagrebačka burza nastojat će kroz platformu kompanijama koje se odluče ući u proces listanja i prikupljanja dioničkog kapitala osigurati i alternativne izvore

¹⁸⁷ Progress Market. URL: <https://progress.market/hr> (pristupljeno 15. veljače 2018.).

financiranja za subvencioniranje savjetnika ili analitičara koji će tijekom procesa pratiti malo ili srednje poduzeće.¹⁸⁸

Dakle, Progress tržište je multilateralna trgovinska platforma u Hrvatskoj i Sloveniji, kojom upravlja Zagrebačka burza d.d., a koja je namijenjena malim i srednjim poduzećima. Prilikom investiranja u financijske instrumente kojima se trguje na Progress tržištu, investitori trebaju biti svjesni rizika ulaganja u te instrumente te u obzir trebaju uzeti sljedeće:

- Progress tržište predstavlja alternativno tržište kojim upravlja Burza;
- Osnovna značajka Progress tržišta su niži zahtjevi transparentnosti koji se postavljaju pred izdavatelje u odnosu na uređeno tržište i posljedično s tim povezan veći rizik ulaganja u financijske instrumente kojima se trguje na Progress tržištu;
- Burza osigurava dovoljnu razinu javno dostupnih podataka, regulatornih informacija o izdavateljima, uključujući financijske izvještaje, te o financijskim instrumentima kojima se trguje na Progress tržištu u cilju osiguranja fer i urednog trgovanja i određivanja cijena;
- Primanje financijskih instrumenata u trgovinu na Progress tržištu nije ekvivalent uvrštenja takvih financijskih instrumenata na uređeno tržište kojim upravlja Zagrebačka burza d.d.¹⁸⁹

Priložena analiza promjena i projekata pokrenutih na Burzi jasno pokazuje da se aktivno radi na tome da hrvatsko tržište kapitala ide u korak sa tržištima kapitala razvijenih europskih država. Može se reći da je Zagrebačka burza prerasla iz lokalne u regionalno značajnu organizaciju koja predvodi trendove u razvoju regionalnog tržišta kapitala. Projekti koje je posljednjih godina pokrenula i realizirala značajni su za budućnost hrvatskog, ali i regionalnog tržišta kapitala. Tim projektima planira nastaviti unaprjeđivati učinkovitost tržišta kapitala kako bi ono bilo aktivnim sudionikom ekonomije zemlje i jedan od generatora rasta. Ako se promotri strategija Zagrebačke burze jasno je da je njen cilj biti organizacija koja podržava društva u svim fazama njihovog razvoja – od ideje, tj. *startup* faze, do prelaska u svijet dioničkih društava kao mala ili srednja poduzeća, i na kraju do uvrštenja na uređeno tržište.¹⁹⁰

¹⁸⁸ Zagrebačka burza. URL: <http://www.zse.hr/default.aspx?id=77901> (pristupljeno 15. veljače 2018.).

¹⁸⁹ Progress Market. URL: <https://progress.market/hr/about> (pristupljeno 15. veljače 2018.).

¹⁹⁰ Zagrebačka burza. URL: <http://www.zse.hr/default.aspx?id=178&yr=2016> (pristupljeno 6. siječnja 2018.).

Projekti i strateški ciljevi Zagrebačke burze u skladu su sa inicijativom EU – unijom tržišta kapitala. Projekti SME Growth Market i Funderbeam pokazuju da Hrvatska aktivno radi na ispunjavanju mjera iz Akcijskog plana za postizanje unije tržišta kapitala. Preostaje za vidjeti kakav će biti rezultat ovih projekata i hoće li oni biti uspješni.

Osim Zagrebačke burze, važnu ulogu u ispunjavanju obveza Hrvatske prema uniji tržišta kapitala ima i HANFA koja je regulator tržišta kapitala u Hrvatskoj. HANFA je aktivno uključena u javnu raspravu o uniji tržišta kapitala, pokušava utjecati na smjer razvoja inicijative uzimajući u obzir stupanj razvoja hrvatskog tržišta kapitala i strukturu nacionalnog gospodarstva. Podržava opće ciljeve koji se žele postići osnivanjem unije tržišta kapitala, a detektirala je i mjere koje bi mogle imati negativan učinak na izdavatelje i na tržište kapitala u Hrvatskoj.¹⁹¹

¹⁹¹ Tržište novca d.d. URL:
<http://www.trzistenovca.hr/Home/PdfDownload?folderName=201505&fileName=SilvanaBozic.pdf>
(pristupljeno 17. siječnja 2018.).

7. ZAKLJUČAK

Poduzeće u potrazi za financijskim sredstvima poseže za unutarnjim ili vanjskim izvorima financiranja. Unutarnji izvori financiranja mogu biti vlastita sredstva, sredstva od obitelji i prijatelja ili zadržana dobit. Vanjski izvori financiranja su banke koje izdaju kredite i tržišta kapitala na kojima se kapital prikuplja izdavanjem vrijednosnih papira – dionica ili obveznica. Tržišta kapitala i bankovno kreditiranje su najvažniji mehanizmi povezivanja potencijalnih ulagača i korisnika financiranja.

Nacionalna tržišta kapitala svih 28 država članica EU dio su zajedničkog tržišta kapitala EU. Učinkovito funkcioniranje ovih tržišta je nakon nekoliko godina pozitivnih kretanja ugrozila globalna financijska kriza koja je započela 2007./2008. Do krize je integracija tržišta kapitala konstantno napredovala a prekogranična ulaganja su rasla. Nakon krize integracija je izgubila zamah i ušla u fazu stagnacije, bilježi se pad prekograničnih ulaganja, a ulagači se povlače na domaća tržišta. Europska tržišta kapitala manje su konkurentna na globalnoj razini, njihova povijesna važnost se smanjuje, a europska poduzeća nastavljaju zaostajati za ostalim industrijama. Tržište kapitala EU se po veličini tržišne kapitalizacije nalazi iza ekonomija slične veličine. Sedamnaest nezavisnih europskih nacionalnih burzi pokazuje da su europske burze čak i nakon pedeset godina integracije, konsolidacije i liberalizacije tokova kapitala, i dalje previše fragmentirane, rascjepkane i okrenute prema unutra. Većina tržišne kapitalizacije je koncentrirana u samo pet najvećih burzi, a razlike u razvijenosti tržišta kapitala između država članica su velike.

Zbog nerazvijenosti europskih tržišta kapitala, pri prikupljanju financijskih sredstava od vanjskih izvora europska poduzeća se tradicionalno više oslanjaju na bankovno financiranje nego na tržišta kapitala. Podaci pokazuju da banke pružaju oko 70% vanjskog financiranja, a tržišta kapitala oko 30%, dok je u SAD-u situacija obrnuta. Kriza je otkrila mane nediversificiranog europskog modela financiranja i pokazala prednosti diversificiranog američkog modela koji se odlikuje ravnotežom između bankovnog financiranja i financiranja na tržištu kapitala. Nakon krize uslijedio je međunarodni regulatorni odgovor koji je zbog poteškoća u kojima su se našle banke uveo pravila kojima su otežani uvjeti bankovnog kreditiranja. Bankovni krediti postali su skuplji i manje dostupni. Posebno problematičnim se pokazalo kreditiranje europskih malih i srednjih poduzeća koja su iznimno važna za gospodarstvo EU. Zbog sve manje dostupnosti kredita došlo je do pada ulaganja, a

nezaposlenost je naglo porasla. Kao odgovor na takvo stanje u gospodarstvu, EU je pokrenula niz mjera s ciljem oporavka.

Europska komisija krenula je u ambicioznu reformu europskog financijskog sektora koja je još uvijek u tijeku. Prvo je trebalo ojačati banke za što je pokrenuta inicijativa pod nazivom bankarska unija čiji je cilj postići čvršći financijski sustav unificiranim i efikasnijim upravljanjem europskim bankama. Osim toga potrebno je poboljšati negativnu situaciju na europskim tržištima kapitala i ojačati ih kako bi ona dobila veću ulogu u financiranju europskog gospodarstva i time pomogla smanjiti ovisnost o bankovnom financiranju. S tom svrhom Komisija je u rujnu 2015. pokrenula inicijativu unija tržišta kapitala koja obuhvaća niz mjera kojima je cilj stvaranje istinski integriranog jedinstvenog tržišta kapitala do 2019. Nakon rasprave započete objavom Zelene knjige objavljen je Akcijski plan u kojem je navedeno dvadeset ključnih mjera za postizanje unije tržišta kapitala.

Unija tržišta kapitala pokrenuta je kao odgovor na poteškoće u financiranju europskih poduzeća. Cilj je razvoj dubokih i likvidnih tržišta kapitala diljem EU kojim će se dopuniti bankarski sektor, potaknuti poduzeća da se počnu češće obraćati tržištima kapitala u potrazi za financijskim sredstvima, smanjiti prevelika ovisnost europskih poduzeća o bankovnom financiranju, povećati privlačnost EU kao mjesta za ulaganje i doprinijeti rastu gospodarstva. Unija tržišta kapitala bi trebala dovesti do situacije u kojoj MSP-ovi mogu pribaviti financijska sredstva jednako lako kao i velika društva, u kojoj su troškovi ulaganja i pristup investicijskim proizvodima usklađeni u cijeloj EU, u kojoj je financiranje putem tržišta kapitala sve dostupnije i u kojoj dobivanje financiranja u drugoj državi članici neće biti otežano nepotrebnim pravnim i nadzornim preprekama.

Većina institucionalnih entiteta složna je u pozitivnoj ocjeni ove inicijative i njezinih perspektiva. Smatraju da će njena uspješna provedba smanjiti fragmentaciju te omogućiti daljnju integraciju, konsolidaciju, rast i razvoj tržišta kapitala EU. Ojačati će se uloga tržišta kapitala u usporedbi s bankovnim kreditiranjem, a europska poduzeća će imati bolji pristup financiranju. Europska tržišta kapitala vratiti će važnost i konkurentnost u međunarodnom kontekstu čime će postati privlačnija inozemnim investitorima. Inicijativa će stoga pomoći u povećanju ulaganja, rastu gospodarstva i stvaranju novih radnih mjesta.

Unija tržišta kapitala je ambiciozna inicijativa koja obećava puno za EU. Ipak, njezino uspostavljanje se zbog raznolikosti nacionalnih tržišta i praksi suočava s brojnim preprekama i izazovima te zahtijeva otvorenost prema inovacijama, i od strane industrije i od strane vlade.

Konačni rezultati će ovisiti o koordinaciji, kooperativnosti i prilagodbi država članica na planirane promjene. Sa mjerama koje ne zadiru u nadležnost država članica neće biti problema, no mjere u područjima koja su u isključivoj nadležnosti država članica će biti teže za provesti. Stoga je postizanje unije tržišta kapitala dugoročan i zahtjevan projekt sa neizvjesnim rezultatima. Zahtijeva potpunu uključenost i posvećenost svih sudionika: država članica, europskih institucija, trgovačkih društava, ulagatelja i nadzornih tijela.

Na sredini programskog razdoblja, 2017., objavljena je revizija Akcijskog plana u kojoj su ocijenjena postignuća i preispitani prioriteti. Komisija je u 18 mjeseci od početka provedbe, u skladu s prvotnim rokovima, donijela više od polovine najavljenih mjera. Zaključak revizije je da unija tržišta kapitala dobro napreduje i pridonosi boljem pristupu financiranju i većem stupnju održivosti ulaganja. Europsko gospodarstvo je 2017. ušlo u petu godinu skromnog gospodarskog oporavka, no nezaposlenost je i dalje visoka a razine ulaganja su i dalje niske, posebno u državama članicama koje su jače pogođene krizom, što sputava potpun oporavak i dugoročan rast. Gospodarstvo EU se suočava i sa nekoliko novih izazova. Najveći izazov predstavlja izlazak Ujedinjene Kraljevine iz EU i odlazak najvećeg financijskog centra. Izazov predstavljaju i nove financijske tehnologije koje transformiraju tržišta kapitala, a čija primjena u EU ne ide očekivanom brzinom. Ovako gospodarsko i političko stanje EU pojačava potrebu za snažnim i konkurentnim tržištima kapitala i daljnjom integracijom preostalih tržišta, pa je daljnji rad na uspostavi unije tržišta kapitala danas važniji nego ikada. Akcijski plan za njeno uspostavljanje je ažuriran i dopunjen novim prioritetnim mjerama. Mjere bi trebale biti provedene do 2019. godine, što se pokazuje kao izazov s obzirom na to da su preostale još samo dvije godine.

S obzirom na to da je Hrvatska članica Europske unije, hrvatsko tržište kapitala je dio tržišta kapitala EU pa se sve reforme i inicijative koje je EU pokrenula nakon krize odnose i na hrvatsko tržište, time i unija tržišta kapitala. Od 2015. do danas Zagrebačka burza je pokrenula nekoliko ambicioznih projekata koji pokazuju da Hrvatska aktivno radi na ispunjavanju mjera iz Akcijskog plana za postizanje unije tržišta kapitala i na tome da hrvatsko tržište kapitala ide u korak sa događanjima na tržištima kapitala razvijenih europskih država. Posebno je važno pokretanje Progress tržišta koje je usmjereno na financiranje MSP-ova putem tržišta kapitala te pokretanje Funderbeam South-East Europe-a, novog modela financiranja startupova. Preostaje za vidjeti kakav će biti rezultat tih projekata i hoće li oni biti uspješni.

POPIS LITERATURE

Knjige

1. Cingula, M. i Klačmer Čalopa, M. (2009). Financijske institucije i tržišta kapitala. Varaždin: FOI.
2. Mishkin, F.S. i Eakins, S.G. (2005). Financijska tržišta + institucije. 4. izd. Zagreb: Mate d.o.o.
3. Mishkin, F.S. (2010). Ekonomija novca, bankarstva i financijskih tržišta. Zagreb: Mate d.o.o.
4. Saunders, A. i Millon Cornett, M. (2006). Financijska tržišta i institucije. 2. izd. Zagreb: Masmedia.

Članci objavljeni na mrežnim stranicama

5. Bavoso, V. (2017). Capital Markets, Debt Finance and the EU Capital Markets Union: A law and finance critique. ECMI Working Paper [online], No. 5.
Raspoloživo na:
URL:https://www.ceps.eu/system/files/ECMI%20WP5_CapitalMarketsDebtFinanc%20eEU%20CMU.pdf (pristupljeno 18. siječnja 2018.).
6. Benić, V. i Franić, I. (2008). Komparativna analiza likvidnosti tržišta kapitala Hrvatske i zemalja regije. Financijska teorija i praksa [online], 32 (4). Raspoloživo na: URL: <https://hrcak.srce.hr/34057> (pristupljeno 15. siječnja 2018.).
7. Danielsson, J. et al. (2015). Europe's proposed capital markets union: Disruption will drive investment and innovation. Systemic Risk Centre [online]. Raspoloživo na:
URL:http://www.systemicrisk.ac.uk/sites/default/files/images/15_0173%20SRC%20Paper%20V4_HR_nocrop%20high%20res.pdf (pristupljeno 23. siječnja 2018.).
8. Enhancing the assessment of stock markets. URL:
http://siteresources.worldbank.org/INTTOPACCFINSER/Resources/Stock_Assess.pdf (pristupljeno 26. siječnja 2018.).

9. Equity market indicators: A primer. URL:
http://siteresources.worldbank.org/INTTOPACCFINSER/Resources/Equity_Primer.pdf (pristupljeno 26. siječnja 2018.).
10. Hamunen, M. (2015). The Impact of a Capital Markets Union in Europe. CFA Institute Magazine [online], 26 (5). Raspoloživo na: URL:
<https://www.cfapubs.org/doi/pdf/10.2469/cfm.v26.n5.18> (pristupljeno 22. siječnja 2018.).
11. Institutional foundations for financial markets. URL:
<http://siteresources.worldbank.org/INTTOPACCFINSER/Resources/Institutional.pdf> (pristupljeno 1. studenog 2018.).
12. Kaya, O. (2015). Capital Markets Union: An ambitious goal, but few quick wins. Deutsche Bank Research [online]. Raspoloživo na: URL:
http://www.dbresearch.com/PROD/RPS_EN-PROD/PROD0000000000441778/Capital_Markets_Union%3A_An_ambitious_goal%2C_but_few_.PDF (pristupljeno 27. siječnja 2018.).
13. Lechtenfeld, R. i Thomadakis, A. (2017). Recent Developments in European Capital Markets – Key findings from the 2017 ECMI Statistical Package. ECMI Research Report [online], No. 12. Raspoloživo na: URL:
https://www.ceps.eu/system/files/ECMIRR12_Developments_EUCapital_Markets_0.pdf (pristupljeno 19. siječnja 2018.).
14. Mai, H. (2016). Euro-area financial sector: growing and changing. Deutsche Bank Research [online]. Raspoloživo na:
URL:https://www.dbresearch.com/PROD/RPS_EN-PROD/PROD0000000000448377/Euro-area_financial_sector%3A_growing_and_changing.PDF (pristupljeno 28. siječnja 2018.).
15. Pill, H. et al. (2015). Unlocking Europe's economic potential through financial markets. Goldman Sachs Global Investment Research [online], Issue No: 15/07. Raspoloživo na: URL: <http://www.goldmansachs.com/our-thinking/pages/eu-capital-markets-dialogue/multimedia/gir-report.pdf> (pristupljeno 29. siječnja 2018.).
16. Schildbach, J. i Waibel, M. (2016). European exchange landscape: too fragmented. Deutsche Bank Research [online]. Raspoloživo na: URL:

https://www.dbresearch.com/PROD/RPS_EN-PROD/PROD0000000000441869/European_exchange_landscape%3A_too_fragme nted.PDF (pristupljeno 27. siječnja 2018.).

17. Thomadakis, A. (2017). Developing EU Capital Markets for SMEs: Mission impossible? ECMI Commentary [online], No. 46. Raspoloživo na: URL: https://www.ceps.eu/system/files/ECMI%20Commentary%20EU%20Capital%20M arkets%20for%20SMEs%20A%20Thomadakis_0.pdf (pristupljeno 20. siječnja 2018.).

Dokumenti Europske unije

18. Europska komisija. Akcijski plan o izgradnji unije tržišta kapitala. URL: <http://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/1/2015/HR/1-2015-468-HR-F1-1.PDF> (pristupljeno 25. siječnja 2018.).
19. Europska komisija. Commission staff working document: Economic analysis accompanying the mid-term review of the capital markets union action plan. URL: https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/staff-working-document-cmu-mid-term-review-june2017_en.pdf (pristupljeno 15. siječnja 2018.).
20. Europska komisija. European Financial Stability and Integration Review 2017. URL: https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/european-financial-stability-and-integration-review-2017_en.pdf (pristupljeno 3. siječnja 2018.).
21. Europska komisija. Komunikacija Komisije o preispitivanju akcijskog plana o uniji tržišta kapitala sredinom provedbenog razdoblja. URL: <http://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-10082-2017-INIT/hr/pdf> (pristupljeno 26. siječnja 2018.).
22. Europska komisija - Priopćenje za tisak. Dovršetak unije tržišta kapitala: Razvoj na temelju prvog kruga postignuća. URL: http://europa.eu/rapid/press-release_IP-17-1529_hr.htm (pristupljeno 26. siječnja 2018.).
23. Europska komisija. URL: https://ec.europa.eu/commission/sites/beta-political/files/cmu-factsheet_en.pdf (pristupljeno 23. siječnja 2018.).
24. Europska komisija. URL: https://ec.europa.eu/info/system/files/6capital-markets-in-eu_en.pdf (pristupljeno 22. siječnja 2018.).

25. Europska komisija. URL:http://europa.eu/rapid/attachment/IP-15-4433/hr/CMU_Infographics_A4_printing.pdf(pristupljeno 23. siječnja 2018.).
26. Europska komisija. Zelena knjiga: Stvaranje unije tržišta kapitala. URL: <http://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/1/2015/HR/1-2015-63-HR-F1-1.PDF> (pristupljeno 25. siječnja 2018.).
27. Europska komisija (2014). Jedna valuta za jednu Europu – Put do eura. Luxembourg: Ured za publikacije Europske unije.
28. Europska komisija (2014). Politike Europske unije: Unutarnje tržište. Luxembourg: Ured za publikacije Europske unije.
29. Europska komisija (2015). Politike Europske unije: Bankarstvo i financije. Luxembourg: Ured za publikacije Europske unije.
30. Europska komisija (2015). Politike Europske unije: Deset prioriteta za Europu. Luxembourg: Ured za publikacije Europske unije.
31. Europska komisija (2015). Politike Europske unije: Ekonomska i monetarna unija i euro. Luxembourg: Ured za publikacije Europske unije.
32. Europska komisija (2017). Stanje unije 2017. Luxembourg: Ured za publikacije Europske unije.
33. Europski parlament. URL: <http://www.europarl.europa.eu/atyourservice/hr/displayFtu.html?ftuId=theme2.html> (pristupljeno 10. siječnja 2018.).
34. Europski parlament. URL: http://www.europarl.europa.eu/ftu/pdf/hr/FTU_2.1.1.pdf (pristupljeno 10. siječnja 2018.).
35. Europski parlament. URL: http://www.europarl.europa.eu/ftu/pdf/hr/FTU_2.1.3.pdf (pristupljeno 10. siječnja 2018.).
36. Europski parlament. URL: http://www.europarl.europa.eu/ftu/pdf/hr/FTU_2.6.1.pdf (pristupljeno 10. siječnja 2018.).
37. Europski parlament. URL: http://www.europarl.europa.eu/ftu/pdf/hr/FTU_2.6.2.pdf (pristupljeno 10. siječnja 2018.).

38. Europski parlament. URL:
http://www.europarl.europa.eu/ftu/pdf/hr/FTU_2.6.13.pdf (pristupljeno 10. siječnja 2018.).
39. Europski parlament. URL:
http://www.europarl.europa.eu/ftu/pdf/hr/FTU_2.6.14.pdf (pristupljeno 10. siječnja 2018.).

Mrežne stranice

40. Goldman Sachs. URL: <http://www.goldmansachs.com/our-thinking/pages/eu-capital-markets-dialogue/multimedia/key-takeaways.pdf> (pristupljeno 20. siječnja 2018.).
41. HANFA - Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga. URL:
<http://www.hanfa.hr/vijesti/04022016-predstavljani-rezultati-istrazivanja-mjerenje-financijske-pismenosti/> (pristupljeno 28. siječnja 2018.).
42. Hrvatska udruga korporativnih rizničara. URL:
<http://www.treasury.hr/docs/hukrhr/dokumentitekst/73/0.0/original.pdf> (pristupljeno 4. svibnja 2018.).
43. Lider Media. URL: <https://lider.media/aktualno/tvrtke-i-trzista/pwc-100-najvecih-svjetskih-poduzeca-ostvarilo-je-rekordnih-17-4-bilijuna-dolara/> (pristupljeno 17. siječnja 2018.).
44. Novac za sve. URL:
<https://novaczasve.com/index.php/poduzetnistvo/vijestipp/158-zse-pokrece-platformu-za-financiranje-malih-i-srednjih-poduzeca> (pristupljeno 17. siječnja 2018.).
45. Progress Market. URL: <https://progress.market/hr/about> (pristupljeno 15. veljače 2018.).
46. Progress Market. URL: <https://progress.market/hr> (pristupljeno 15. veljače 2018.).

47. Tržište novca d.d. URL: <http://www.trzistenovca.hr/Home/PdfDownload?folderName=201505&fileName=SilvanaBozic.pdf> (pristupljeno 17. siječnja 2018.).
48. Zagrebačka burza. URL: <http://www.zse.hr/default.aspx?id=178&yr=2015> (pristupljeno 6. siječnja 2018.).
49. Zagrebačka burza. URL: <http://www.zse.hr/default.aspx?id=178&yr=2016> (pristupljeno 6. siječnja 2018.).
50. Zagrebačka burza. URL: <http://www.zse.hr/default.aspx?id=178&yr=2017> (pristupljeno 6. siječnja 2018.).
51. Zagrebačka burza. URL: <http://www.zse.hr/default.aspx?id=26> (pristupljeno 5. siječnja 2018.).
52. Zagrebačka burza. URL: <http://www.zse.hr/default.aspx?id=64271> (pristupljeno 5. siječnja 2018.).
53. Zagrebačka burza. URL: <http://www.zse.hr/default.aspx?id=77901> (pristupljeno 15. veljače 2018.).
54. Zagrebačka burza. URL: <http://zse.hr/?id=51972> (pristupljeno 15. veljače 2018.).

POPIS GRAFIKONA, SLIKA I TABLICA

Grafikon 1: Burzovna kapitalizacija u EU-u (vrijednost svih dionica) u % BDP-a.....	24
Grafikon 2: Kapitalizacija tržišta dionica (kao % BDP-a) 2013. u svakoj državi članici EU28.....	25
Grafikon 3: Burzovna kapitalizacija u EU – apsolutni iznosi (podaci zaključno s krajem 2014).....	26
Grafikon 4: Ukupna tržišna kapitalizacija uvrštenih poduzeća.....	27
Grafikon 5: Burzovna kapitalizacija i dužnički vrijednosni papiri (% BDP-a).....	28
Grafikon 6: Tržišna kapitalizacija uvrštenih poduzeća.....	29
Grafikon 7: Tržišna kapitalizacija u bilijunima EUR (lijevo) i postotku (%) BDP-a (desno).....	30
Grafikon 8: Tržišni udjeli u smislu burzovne tržišne kapitalizacije, odabrana područja.....	31
Grafikon 9: Prosječna tržišna kapitalizacija po uvrštenom poduzeću (milijarda EUR).....	32
Grafikon 10: Obrtaj prometa tržišta dionica.....	33
Grafikon 11: Udio bankovnog i nebankovnog financiranja NFC-ova (ne-financijskih poduzeća) u europodručju i SAD-u.....	37
Grafikon 12: Financiranje nefinancijskog sektora 2014. godine u %.....	38
Grafikon 13: Izvori financiranja NFC-a u EU (2010.-2015., % od ukupnog).....	39
Grafikon 14: Proporcija zaposlenika zaposlenih u pojedinim poduzećima (%).....	40
Grafikon 15: Usporedba tržišne kapitalizacija izlistanih poduzeća Hrvatske i Austrije u razdoblju 2001.-2016. (% BDP-a).....	78
Grafikon 16: Usporedba broja izlistanih poduzeća u Hrvatskoj i Austriji u razdoblju 2001.-2016.....	79
Grafikon 17: Usporedba trgovanja dionicama u Hrvatskoj i Austriji u razdoblju 2001.-2016. (% BDP-a).....	80

Grafikon 18: Usporedba obrtaja prometa Hrvatske i Austrije u razdoblju 2001.-2016. (%).....	81
Slika 1: Shematski prikaz tržišta kapitala u širem okviru financijskog sustava.....	6
Slika 2: Funding escalator.....	36
Tablica 1: GFCI (Global Financial Centres Index) usporedba EU financijskih tržišta 2007. i 2015.....	34