



Bruxelles, 15.3.2019.
COM(2019) 136 final

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

**Unija tržišta kapitala: napredak u izgradnji jedinstvenog tržišta kapitala za snažnu
ekonomsku i monetarnu uniju**

{SWD(2019) 99 final}

1. UVOD

Izgradnja unije tržišta kapitala od samog je početka ključni prioritet Junckerove Komisije. Gotovo pet godina od početka njezina mandata neupitna je potreba da se tržišta kapitala bolje integriraju i prodube. U prosincu 2018. čelnici EU-a pozvali su na ostvarivanje ambicioznog napretka u području unije tržišta kapitala do proljeća 2019., kako je navedeno u izvješću Euroskupine čelnicima. Europska središnja banka također je u više navrata naglasila potrebu za napretkom u tom području¹.

Na proljetnom zasjedanju Europskog vijeća 21.–22. ožujka čelnici EU-a raspravljat će o daljnjem razvoju jedinstvenog tržišta, među ostalim o uniji tržišta kapitala, industrijskoj politici i europskoj digitalnoj politici u okviru priprema sljedećeg strateškog programa prioritetnih područja za dugoročnije djelovanje i pozornost EU-a.

Unija tržišta kapitala nužna je kao dopuna bankovnoj uniji te radi jačanja ekonomske i monetarne unije i međunarodne uloge eura². Dublja integracija tržišta kapitala, zajedno s povezanim bankovnim sustavima, može pridonijeti zadržavanju prekograničnih tokova kapitala i podržati ulaganja u državama članicama koje se suočavaju s velikim asimetričnim makroekonomskim šokovima. Ti privatni mehanizmi podjele rizika imaju posebno važnu ulogu u ublažavanju šokova specifičnih za pojedinačne zemlje u ekonomskoj i monetarnoj uniji te pridonose smanjenju rizika u financijskom sektoru. Na primjer, s pomoću novih pravila investicijska društva u EU-u moći će bolje pomoći poduzećima da iskoriste tržišta kapitala, upravljati imovinom i osigurati likvidnost tržišta, čime će se olakšati podjela rizika i ulaganja diljem EU-a.

Unija tržišta kapitala također je važan projekt jedinstvenog tržišta. Poboljšat će dostupnost tržišta kapitala poduzećima i građanima, osobito u manjim zemljama, povezivanjem njihovih lokalnih sustava tržišta kapitala s većim fondovima kapitala u cijelom EU-u. Diversifikacijom izvora financiranja za poduzeća EU-a unija tržišta kapitala može poduprijeti ulaganja u inovacije i tehnološki razvoj i na taj način pridonijeti globalnoj konkurentnosti EU-a.

Na primjer, zahvaljujući novim pravilima o prospektima i o rastućim tržištima MSP-ova, poduzeća će moći proširiti izvore financiranja na cijeli EU, uključujući uvrštenje na burzu u drugoj državi članici. Novi pristup preventivnom restrukturiranju pomoći će održivim poduzećima da se rano restrukturiraju i izbjegnu stečaj, a poštenim poduzetnicima pružiti drugu priliku da pokrenu novo poduzeće umjesto kazne za neuspjeh u njihovu prvom poslovnom pokušaju. Građani će zahvaljujući novim paneuropskim osobnim mirovinskim proizvodima i mjerama za poboljšanje tržišta investicijskih fondova EU-a dobiti nove mogućnosti za štednju i ulaganja. Kad je riječ o lokalnim tržištima, zahvaljujući novim pravilima o pokrivenim obveznicama banke će dobiti stabilan i troškovno učinkovit izvor financiranja.

¹ Vidjeti, npr. uvodnu izjavu Marija Draghija, predsjednika ESB-a, u Odboru Europskog parlamenta za ekonomsku i monetarnu politiku, Bruxelles, 28. siječnja 2019. (<https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2019/html/ecb.sp190128~8b43137b4f.en.html>).

² Komisija je 25. siječnja 2019. pokrenula ciljano savjetovanje o euru i deviznim tržištima, što je jedna od ključnih daljnjih mjera nakon Komunikacije Komisije iz prosinca 2018. pod nazivom „Prema snažnijoj međunarodnoj ulozi eura”. Cilj je tog savjetovanja, koje se završava 31. ožujka, prikupiti stajališta dionika o ulozi eura na valutnim tržištima i procijeniti provodi li se trgovanje eurom učinkovito i na temelju primjerene tržišne likvidnosti.

Osim toga, dobro razvijena unija tržišta kapitala u EU-u važna je iz perspektive globalnih tržišta kapitala i povećava privlačnost EU-a kao odredišta za strana ulaganja, čime se dopunjuje program EU-a za slobodnu i poštenu trgovinu. Na temelju režima istovjetnosti EU-a subjektima iz trećih zemalja omogućen je pristup tržištima EU-a u određenim područjima, uz uvjet da se u predmetnoj trećoj zemlji primjenjuju istovjetni regulatorni i nadzorni standardi. Istodobno će unija tržišta kapitala nakon izlaska Ujedinjene Kraljevine iz EU-a morati dodatno razvijati svoje ključne funkcije za pružanje i nadzor usluga tržišta kapitala održavanjem likvidnosti i izbjegavanjem regionalne fragmentacije. Primjerice, novim pravilima za središnje druge ugovorne strane osigurat će se dosljedniji i pouzdaniji nadzor središnjih drugih ugovornih strana u EU-u i trećim zemljama. Zahvaljujući reformi nadzorne strukture EU-a, europski potrošači, ulagatelji i poduzeća imat će također koristi od snažnijih i bolje integriranih financijskih tržišta. Cjelovitost financijskih tržišta EU-a štitit će se najsuvremenijim okvirom za suzbijanje pranja novca. Bit će potrebno daljnje djelovanje kako bi se osiguralo da tržišna infrastruktura prati sve veći obujam transakcija, dostupnost i usporedivost informacija, zaštitu i dovoljnu usklađenost prava ulagatelja te da ne postoji regulatorna arbitraža ili da ne dolazi do snižavanja nadzornih standarda.

Tržišta kapitala potrebno je preobraziti kako bi se osigurao uredan prijelaz u skladu s ciljevima Programa UN-a za održivi razvoj do 2030. i Pariškog klimatskog sporazuma. Europa je predvodnik međunarodnih napora u ispunjavanju tih obveza. EU će provoditi ubrzanu dekarbonizaciju gospodarstva kako bi do 2050. ostvario klimatsku neutralnost³, a otpornost na ekstremne klimatske pojave postajat će sve važnija⁴. Mjere utvrđene u Akcijskom planu o održivom financiranju⁵ pomoći će preusmjeriti tokove privatnog i javnog kapitala prema održivijim ulaganjima, među ostalim na temelju novih pravila koja će ulagateljima omogućiti donošenje informiranih odluka o održivosti njihovih ulaganja. Komisija će 2019. podnijeti izvješće o provedbi tog akcijskog plana.

Kako bismo u današnjem digitalnom svijetu pripremili naša gospodarstva za budućnost, moramo iskoristiti prednosti financijske tehnologije uz istovremenu zaštitu potrošača, kako je navedeno u Akcijskom planu o financijskim tehnologijama⁶. Financijski sektor već se počeo mijenjati pod utjecajem novih tehnologija, kao što su umjetna inteligencija, veliki podaci ili mreže lanaca blokova. Financijska tehnologija omogućuje učinkovitije i jeftinije međusobno povezivanje paneuropskih tržišta i lokalnih ekosustava. Ona može potaknuti i inovacije unutar EU-a i povećati međunarodnu konkurentnost tržišta kapitala u EU-u.

Općenito, tržišta kapitala u Europi neprestano se razvijaju posljednjih 5 godina. Ukupna tržišna kapitalizacija trgovačkih društava uvrštenih na burzu u EU-u sada je iznad razine prije krize, a udio inicijalnih javnih ponuda u EU-u na svjetskom tržištu i dalje je oko 30 %. Udio vlasničkog kapitala uvrštenog na burzu koji su izdala nefinancijska društva povećao se s oko 36 % bruto domaćeg

³ COM (2018) 773, Čisti planet za sve: Europska strateška dugoročna vizija za prosperitetno, moderno, konkurentno i klimatski neutralno gospodarstvo

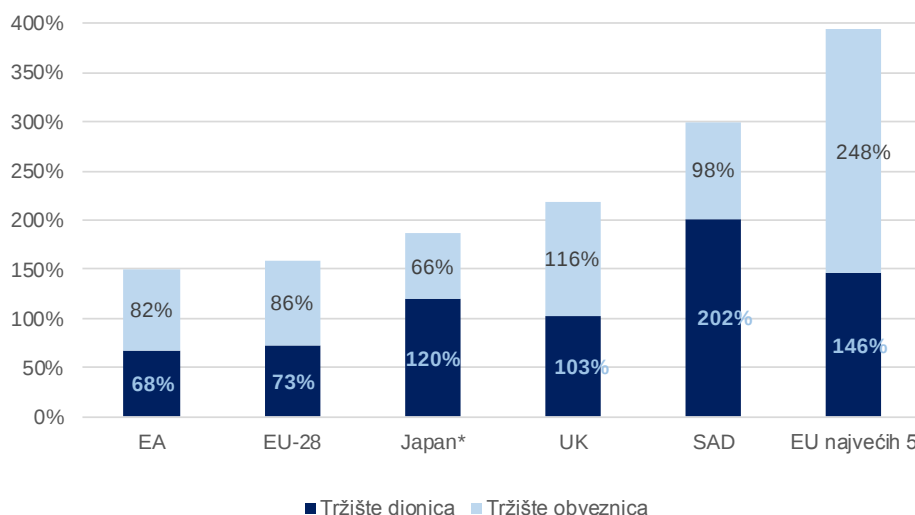
⁴ Globalno zatopljenje od 1,5 °C Posebno izvješće IPCC-a o učincima globalnog zatopljenja od 1,5 °C iznad predindustrijskih razina i o povezanim načinima smanjenja emisija stakleničkih plinova na svjetskoj razini, u kontekstu jačanja globalnog odgovora na prijetnju klimatskih promjena, održivog razvoja i napora za iskorjenjivanje siromaštva.

⁵ Komunikacija Komisije Europskom parlamentu, Europskom vijeću, Vijeću, Europskoj središnjoj banci, Europskom gospodarskom i socijalnom odboru i Odboru regija pod nazivom „Akcijski plan o financiranju održivog rasta”, COM/2018/097 final, 8.3.2018.

⁶ Akcijski plan za financijske tehnologije: za konkurentniji i inovativniji europski financijski sektor, COM(2018) 109 final.

proizvoda EU-a u 2014. na 41 % u 2018. Udio dužničkih vrijednosnih papira porastao je s 8 % na 10 %. Prekogranična distribucija investicijskih fondova s oznakom EU-a također je u stalnom porastu. Ta su kretanja pozitivan znak za daljnji razvoj europskih tržišta kapitala.

Slika 1 - Veličina tržišta kapitala u odabranim područjima (iznosi u 3. tromjesečju 2018., u postocima BDP-a)



* na kraju 2017.

Izvor: Europski institut za tržišta kapitala, Europska središnja banka, Federalne rezerve i vlastiti izračuni.

Napomene: Iako tržišta EU-a i SAD-a nisu u potpunosti usporediva, grafikon pokazuje da tržišta kapitala u EU-28 čine oko 160 % BDP-a Unije, dok u Sjedinjenim Američkim Državama ona čine 300 % BDP-a; burzovna kapitalizacija i obveznice koje izdaju financijske i nefinancijske korporacije; prosjek najvećih pet tržišta u Europskoj uniji dobiven je kao BDP-om ponderirani prosjek za Nizozemsku, Švedsku, Irsku, Dansku i Luksemburg s ponderima od 41 %, 25 %, 17 %, 15 % odnosno 2 %.

Komisija je danas ispunila svoje obveze. Predložila je osnovne sastavnice unije tržišta kapitala raspoređene duž tri osi koje se međusobno nadopunjuju: jedinstveno tržište EU-a, jasna i proporcionalna pravila te učinkovit nadzor. Međutim, aktivna uključenost država članica, kao i nacionalnih dionika i dionika na razini EU-a, i dalje je ključna za uspješnu uniju tržišta kapitala. Nacionalne reforme i mjere od ključne su važnosti za jačanje tržišta kapitala te bi poduzeća, sudionici na financijskim tržištima i ulagatelji trebali u potpunosti iskoristiti te nove mogućnosti. Primjerice, nacionalni porezni režimi te učinkovitost i trajanje stečajnih postupaka imaju znatan učinak na prekogranična ulaganja i tokove kapitala. Ta se pitanja preispituju u okviru europskog semestra u izvješćima po državama članicama, a nekoliko država članica dobilo je od Vijeća savjete ili formalne preporuke u vezi s pitanjima kao što su naklonjenost poreznog sustava zaduživanju i postupci u slučaju nesolventnosti.

2. NAPREDAK OSTVAREN U OKVIRU OVOG MANDATA

Komisija je iznijela sve zakonodavne prijedloge iz Akcijskog plana za uniju tržišta kapitala i preispitivanja sredinom provedbenog razdoblja za uspostavu ključnih uvjeta za uniju tržišta

kapitala⁷. Uz prijedloge iznesene u nastavku, Komisija je donijela i druge dopunske prijedloge relevantne za uniju tržišta kapitala. To su među ostalim prijedlozi o zajedničkoj osnovici poreza na dobit (CCTB)⁸ i o zajedničkoj konsolidiranoj osnovici poreza na dobit (CCCTB), koji će se provoditi u dvije faze, te prijedlog okvira za oporavak i sanaciju središnjih drugih ugovornih strana. Osim toga, u veljači 2019. su zakonodavci su se dogovorili o ciljanoj reformi Uredbe o infrastrukturi europskog tržišta (EMIR) kako bi se osigurala jednostavnija i proporcionalnija pravila za OTC izvedenice.

Komisija je u studenome 2018. pozvala suzakonodavce da ispune ključne uvjete unije tržišta kapitala prije izbora za Europski parlament u svibnju 2019. **Komisija pozdravlja politički angažman Europskog parlamenta i Vijeća koji je doveo do političkog dogovora o 10 prijedloga.**

Međutim, regulatorna reforma samo je dio potrebnih promjena. Zbog toga su **akcijski plan za uniju tržišta kapitala i preispitivanje sredinom provedbenog razdoblja, osim zakonodavnog programa, uključivali niz nezakonodavnih mjera koje je donijela Komisija**⁹. Te su mjere važne same po sebi radi jačanja povjerenja ulagatelja, jačanja ključne tržišne infrastrukture i stvaranja novih kanala financiranja.

Oduvijek je bilo jasno da istinska unija tržišta kapitala ne može nastati preko noći. Iako dosad poduzete mjere počinju pokazivati rezultate, trebat će vremena da se u potpunosti ostvare koristi od zakonodavnih prijedloga Komisije i da njihovi učinci postanu vidljivi na terenu. Sada bi se nacionalna tijela i tržišni subjekti trebali pobrinuti da iskoriste mogućnosti nastale reformom unije tržišta kapitala u korist ekonomske i monetarne unije i širega gospodarstva EU-a.

2.1. Iskoristiti potencijale jedinstvenog tržišta s pomoću novih europskih proizvoda, oznaka i dozvola za prekogranično poslovanje

Komisija je predložila šest zakonodavnih mjera za uvođenje novih pravila za proizvode, oznake i dozvole za prekogranično poslovanje na razini EU-a. Europski parlament i Vijeće postigli su politički dogovor o pet prijedloga. Potreban je hitan napredak u pogledu preostalog jednog prijedloga.

- Uredbama o europskom poduzetničkom kapitalu i fondovima za socijalno poduzetništvo, koje su suzakonodavci donijeli u listopadu 2017., nastoji se potaknuti ulaganja u poduzetnički kapital i socijalne projekte. Njihova je svrha ulagateljima olakšati ulaganja u inovativna mala i srednja poduzeća proširenjem područja primjene uredbe na upravitelje fondova svih veličina i širenjem raspona poduzeća u koja se može ulagati.
- Uredbom o utvrđivanju općeg okvira za sekuritizaciju i uspostavi **jednostavne, transparentne i standardizirane (STS) sekuritizacije**, koja je donesena u prosincu 2017., doprinosi se izgradnji povjerenja u sekuritizacijsko tržište, sprječavaju pogreške iz prošlosti i čiste bilance banaka. U izradi je skup regulatornih i provedbenih tehničkih standarda za utvrđivanje pojedinosti

⁷ Komunikacija „Akcijski plan o izgradnji unije tržišta kapitala”, COM(2015) 468, 30.9.2015.; Komunikacija o preispitivanju akcijskog plana o uniji tržišta kapitala sredinom provedbenog razdoblja, COM(2017) 292, 8.6.2017.

⁸ Prijedlogom CCTB-a uravnotežit će se trenutačna porezna naklonjenost dugu u području oporezivanja trgovačkih društava uvođenjem „olakšice za rast i ulaganje” (AGI), koja će poduzećima omogućiti jednake porezne olakšice za vlasnički kapital kao i za dug. Olakšica za rast i ulaganje pridonosi jačanju unije tržišta kapitala stvaranjem neutralnijeg poreznog okruženja koje je pogodno za ulaganja.

⁹ Vidjeti Prilog 1., Radni dokument službi Komisije, SWD(2019)99.

izmijenjenog sekuritizacijskog okvira i osiguranje njegove jasnoće i dosljedne primjene radi ostvarivanja ciljeva politike. Osim Uredbe o sekuritizaciji izmijenjen je i bonitetni okvir za banke i osiguravatelje kako bi se čvršće povezala rizičnost sekuritizacijske pozicije i zahtjevi regulatornog kapitala.

- Uredbom o **paneuropskim osobnim mirovinskim proizvodima**, o kojoj je politički dogovor postignut u prosincu 2018., uvodi se dobrovoljni mirovinski proizvod na razini EU-a kojim bi se mogle dopuniti nacionalne zakonske i strukovne mirovine građana koji to žele. Građanima će omogućiti veći izbor mirovinske štednje i pomoći ublažavanju demografskih izazova starenja stanovništva dopunjavanjem državne i strukovne mirovine.
- Suzakonodavci su u veljači 2019. postigli politički dogovor o **zajedničkim pravilima za pokrivene obveznice**. Usklađena pravila, koja se temelje na visokim nacionalnim standardima i najboljoj praksi, pridonijet će razvoju pokrivenih obveznica kao stabilnog i troškovno učinkovitog izvora financiranja za banke iz EU-a. Na taj će se način proširiti kapacitet banaka da financiraju realno gospodarstvo, a ulagateljima ponuditi širi raspon sigurnijih mogućnosti ulaganja.
- Suzakonodavci su u veljači 2019. dogovorili paket o **olakšavanju prekogranične distribucije fondova za zajednička ulaganja**. Zahvaljujući novim pravilima prekogranična distribucija fondova postat će jednostavnija, brža i jeftinija. Ti će se ciljevi ostvariti poboljšanjem transparentnosti nacionalnih zahtjeva, smanjenjem birokracije i usklađivanjem različitih nacionalnih pravila. Ulagateljima će se povećati izbor i smanjiti troškovi, a istodobno će se zaštititi ulagatelji.
- U skladu s prijedlozima uredbe o **skupnom financiranju**, o čemu su zakonodavci još pregovaraju, platformama za skupno financiranje omogućilo bi se podnošenje zahtjeva za izdavanje dozvole EU-a na temelju jedinstvenog skupa pravila, a time i pružanje usluga u cijelom EU-u. Tim bi se okvirom poduzećima kojima su potrebna financijska sredstva, a posebno novoosnovanim poduzećima, poboljšao pristup inovativnom obliku financiranja, uz istovremene snažne zaštitne mjere za ulagatelje.

Kako bi poduzećima otvorila nove kanale financiranja, Komisija je razmotrila i europske osigurane obveznice za male i srednje kredite te infrastrukturne zajmove. Promicanjem kreditiranja malih i srednjih poduzeća te infrastrukturnih zajmova kao kolaterala, europske osigurane obveznice nadilaze tradicionalne vrste kolaterala koji se upotrebljavaju za pokrivene obveznice. Stoga bi se europskim osiguranim obveznicama mogla poboljšati kreditna sposobnost banaka, posebno prema malim i srednjim poduzećima, i time potencijalno potaknuti rast i otvaranje radnih mjesta u poduzećima. Uzimajući u obzir savjete Europskog nadzornog tijela za bankarstvo, savjetovanja s privatnim dionicima i studije izvedivosti, Komisija će i dalje procjenjivati potrebu za dodatnim mjerama na razini EU-a.

Kako bi povećala povjerenje malih ulagatelja, Komisija je procijenila distribuciju investicijskih proizvoda. U okviru te procjene utvrđeno je nekoliko izazova s kojima se potrošači suočavaju kada namjeravaju ulagati. Neki od tih izazova već su bili obuhvaćeni nedavnim izmjenama zakonodavstva EU-a kojima se poboljšava transparentnost i jača zaštita malih ulagatelja. Komisija će i dalje pratiti i procjenjivati učinkovitost i primjerenost regulatornog okvira za male ulagatelje, među ostalim u okviru revizije Direktive o tržištima financijskih instrumenata i Uredbe o upakiranim investicijskim proizvodima za male ulagatelje i investicijskim osigurateljnim proizvodima.

Osim toga, Komisija procjenjuje nekoliko instrumenata koji bi malim ulagateljima olakšali sudjelovanje na tržištima kapitala. **Programi dioničarstva zaposlenika pružaju malim ulagateljima**

određeno iskustvo u pogledu ulaganja u dionice. Investicijski štedni računi općenito mogu pomoći smanjenju administrativnog opterećenja i potaknuti ulagatelje da sudjeluju na tržištima kapitala uz transparentne uvjete. Komisija će nastaviti surađivati s privatnim dionicima radi razvoja tih instrumenata.

Osim toga, u području malih ulaganja **Komisija ispituje digitalna sučelja temeljena na aktualnim tehnologijama** koja bi pojedincima mogla pomoći da na pouzdan, transparentan i vjerodostojan način pronađu prikladne i troškovno učinkovite investicijske proizvode za male ulagatelje. U studiji koja se očekuje krajem godine procijenit će se mogući scenariji razvoja internetskog digitalnog alata za potporu malim ulagateljima pri odlučivanju o ulaganju.

Naposljetku, Komisija je izradila studiju o mogućim poreznim preprekama prekograničnim ulaganjima mirovinskih fondova i društava za životno osiguranje. Komisija namjerava s državama članicama razmotriti rezultate studije kako bi se sve utvrđene prepreke uklonile na dobrovoljnoj osnovi prije nego što eventualno poduzme pravne mjere.

2.2. Jasnija i jednostavnija pravila kao podrška poduzećima i ulagateljima

Komisija je predložila pet zakonodavnih mjera za jednostavnija, jasnija i proporcionalnija pravila namijenjena poduzetnicima, poduzećima i financijskim institucijama. Europski parlament i Vijeće postigli su politički dogovor o četiri prijedloga. potreban je hitan napredak u pogledu preostalog jednog prijedloga.

- **Uredbom o prospektu**, koju su suzakonodavci donijeli u lipnju 2017., smanjuje se birokracija za poduzeća koja traže mogućnosti financiranja tako što prospekt postaje jednostavan za izradu, a ulagateljima jasan za razumijevanje.
- Suzakonodavci su u veljači 2019. postigli dogovor o **proporcionalnijim pravilima za investicijska društva koja su osjetljiva na rizik**. Novim pravilima osigurat će se jednaki uvjeti za velike i sistemske financijske institucije, koje će podlijegati istim pravilima i nadzoru kao banke, a za nesistemska investicijska društva uvest će se jednostavnija bonitetna pravila koja će ih manje opterećivati. Tim će se uravnoteženim pristupom potaknuti tržišno natjecanje i povećati ulaganja uz očuvanje financijske stabilnosti.
- U prosincu 2018. postignut je politički dogovor o Direktivi o **okvirima za preventivno restrukturiranje, pružanju druge prilike i mjerama za povećanje učinkovitosti restrukturiranja i postupaka u slučaju nesolventnosti i razrješenja od dugova**. Time će se održivim poduzećima u financijskim poteškoćama pomoći da se učinkovito restrukturiraju, a poštenim poduzetnicima omogućiti da nakon stečaja dobiju drugu priliku. Riječ je o ključnom uvjetu za ostvarivanje dinamičnog poslovnog okruženja kojim se među ostalim promiču inovacije, izbjegavaju nepotrebne likvidacije, gubitak znanja i radnih mjesta te sprečava akumuliranje loših kredita.
- Suzakonodavci su u ožujku 2019. dogovorili nova pravila **kojima će se olakšati financiranje malih poduzeća na tržištima kapitala**. Predloženim pravilima smanjit će se administrativna opterećenja za mala i srednja poduzeća koja pokušavaju pristupiti „rastućim tržištima MSP-ova”, novoj kategoriji mjesta trgovanja koja je namijenjena malim izdavateljima, uvođenjem proporcionalnijeg pristupa kako bi se poduprlo uvrštenje malih i srednjih poduzeća na burzu. Prijedlogom se nastoji i zaštititi ulagatelje i cjelovitost tržišta.
- Potrebno je nastaviti s radom kako bi se postignuo dogovor o predloženoj **uredbi o pravu koje se primjenjuje na učinke ustupanja potraživanja na treće strane**. Uredbom će se znatno povećati

pravna sigurnost i time promicati prekogranična ulaganja tako što će se odrediti koje se nacionalno pravo primjenjuje na učinke na treće strane ako je riječ o prekograničnom ustupanju potraživanja.

Kao dugoročni ulagatelji, osiguravatelji imaju značajnu ulogu u financiranju realnoga gospodarstva zbog toga što više ulažu u vlasnički kapital. **Komisija je donijela izmjenu okvira Solventnost II za bonitetni tretman kvalificiranog privatnog vlasničkog kapitala i privatno plasiranih dužničkih instrumenata. Osim toga, Komisija je donijela prilagođeniji bonitetni tretman za dugoročna ulaganja osiguravajućih društava u vlasnički kapital.** Suzakonodavci trenutačno analiziraju izmjene. Zahvaljujući tim izmjenama kvalificirana ulaganja osiguravatelja u privatni vlasnički kapital imat će koristi od nižeg kapitalnog zahtjeva, posebno ako se takva ulaganja kvalificiraju kao dugoročni vlasnički kapital. Osim toga, Komisija novim pravilima za privatno plasirane dužničke instrumente za izračun kapitalnih zahtjeva dopušta druge mogućnosti pored upotrebe vanjskih rejtinga. Time će se ukloniti trenutačni nedostaci privatno plasiranih dužničkih instrumenata u odnosu na korporativne obveznice s investicijskim rejtingom.

Komisija je preispitala funkcioniranje tržišta korporativnih obveznica u EU-u. Za veća poduzeća korporativne obveznice značajne su radi prikupljanja veće količine sredstava dužničkog financiranja. Iako su nefinancijska društva u EU-u povećala izdanja korporativnih obveznica tijekom proteklog desetljeća, taj instrument i dalje nije u potpunosti iskorišten kao alat za financiranje poduzeća. Komisija je osnovala stručnu skupinu za ocjenjivanje korporativnih tržišta EU-a. Njezina je zadaća bila osigurati usporednu analizu tržišta korporativnih obveznica te dati preporuke o tome kako poboljšati njihovo funkcioniranje. Komisija je već poduzela mjere na temelju preporuka stručne skupine, primjerice donijela je zakonodavni prijedlog o promicanju uvrštenja MSP-ova na burzu kako bi se smanjilo administrativno opterećenje za izdavatelje korporativnih obveznica. Ocjena tržišta korporativnih obveznica pridonijet će, prema potrebi, i budućim revizijama zakonodavstva EU-a.

Komisija se obvezala i da će utvrditi i promicati najbolju praksu za privatne plasmane. Privatnim plasmanima dužničkih instrumenata proširuje se ponuda raspoloživih sredstava za neuvrštena poduzeća srednje veličine. Jedna je studija¹⁰ pokazala da bi privatni plasman dužničkih instrumenata kod institucionalnih ulagatelja u budućnosti mogao imati veću ulogu u financiranju poduzeća srednje veličine. U njoj je istaknut i znatan potencijal za rast privatnih plasmana u EU-u zbog novih domaćih tržišta i povećanja prekograničnih aktivnosti. Na temelju nalaza studije Komisija potiče države članice da podrže razvoj privatnih plasmana kao alternativnog izvora financiranja.

Osim mjera koje je Komisija već poduzela, postoji i nekoliko mjera u tijeku čije će rezultate Komisija uzeti u obzir. To uključuje **studiju o financiranju opskrbnog lanca i studiju o opsegu istraživanja o malim i srednjim poduzećima te o učinku novih pravila iz Direktive o tržištima financijskih instrumenata o razdvajanju plaćanja istraživanja.**

Kako bi se iskoristio potencijal inovacija, Komisija je od jedne **stručne skupine¹¹ zatražila i da ocijeni pravila za inovativne poslovne modele i tehnologije.** Rezultate studija i analiza tek treba pregledati te će sljedeća Komisija odlučiti o mogućim daljnjim mjerama.

Europsko vijeće za inovacije, koje je sada u završnoj fazi pilot-projekta, povezat će programe EU-a u sustav „sve na jednom mjestu” za inovatore s velikim potencijalom, koji će biti prilagođen revolucionarnim i disruptivnim inovacijama. Europsko vijeće za inovacije, koje će postati u potpunosti operativno u okviru sljedećeg programa EU-a za istraživanje i inovacije Obzor Europa, osigurat će

¹⁰ Vidjeti [internetsku stranicu Komisije o tržištima u EU-u za privatne plasmane](#).

¹¹ Stručna skupina za regulatorne prepreke financijskim inovacijama.

bespovratna sredstva i mješovito financiranje (kombinirana nepovratna sredstva i vlasnički kapital) kako bi se prevladali tržišni nedostaci u financiranju inovacija visokog rizika i privukla privatna ulaganja.

Stabilno investicijsko okruženje ključno je za poticanje ulaganja u EU-u. Komisija je 19. srpnja 2018. donijela Komunikaciju u kojoj se pojašnjava način na koji se zakonodavstvom EU-a štite ulaganja i kako ulagatelji mogu ostvariti svoja prava u skladu sa zakonodavstvom EU-a pred nacionalnim upravama i sudovima¹².

Zaštita ulaganja postala je još važnija u svjetlu presude u predmetu Achmea od 6. ožujka 2018. Time je potvrđeno stajalište Komisije da se ulagatelji iz EU-a ne mogu osloniti na bilateralne ugovore o ulaganju unutar EU-a i, posebno, da je arbitražna između ulagatelja i države u tim ugovorima nespojiva sa zakonodavstvom EU-a. Nakon dijaloga između Komisije i država članica sve su se države članice u siječnju 2019. obvezale da će raskinuti bilateralne ugovore o ulaganju unutar EU-a, a većina država članica obvezala se poduzeti mjere kako bi osigurale da Ugovor o energetskej povelji ne može poslužiti kao osnova za arbitražu između ulagatelja i država članica EU-a.

2.3. Učinkovitiji nadzor tržišta kapitala u EU-u

Komisija je predložila dvije zakonodavne mjere kako bi osigurala integriraniji i učinkovitiji nadzor tržišta kapitala, što je ključno za uniju tržišta kapitala i nužno za veću financijsku integraciju i veću podjelu rizika s privatnim sektorom. Postignut je politički dogovor o jednom prijedlogu. Potreban je hitan napredak u pogledu preostalog jednog prijedloga.

- Izmijenjena pravila za **stroži nadzor središnjih drugih ugovornih strana**, dogovorena u ožujku 2019., za jačanje financijske stabilnosti EU-a. Tom će se reformom osigurati dovoljno snažan nadzorni okvir EU-a da se njime predvidi i smanji rizik središnjih drugih ugovornih strana u EU-u i sistemskih središnjih drugih ugovornih strana koje su izvan EU-a i koje pružaju usluge klijentima u EU-u
- Ostvaren je dobar napredak u pregovorima o reformi **europskih nadzornih tijela kako bi se financijski nadzor u Europi učinio jačim i integriranijim** te o prijedlogu za **jačanje nadzornog okvira za borbu protiv pranja novca i financiranja terorizma**, kojim je u rujnu 2018. izmijenjen izvorni prijedlog¹³. **Komisija poziva Europski parlament i države članice da hitno postignu politički sporazum i spremna je nastaviti pružati potpunu potporu radi ostvarenja tog cilja.**

Učinkovit nadzor važan je za poticanje malih ulaganja, s obzirom na to da štedište moraju biti sigurni da će moguća ulaganja osigurati primjeren povrat u odnosu na razinu preuzetog rizika. **Nakon zahtjeva Komisije tri su europska nadzorna tijela u siječnju 2019. objavila rezultate svoje prve sveobuhvatne analize troškova i uspješnosti** glavnih kategorija investicijskih proizvoda za štedište, npr. uzajamnih fondova, osiguranja, mirovina i strukturiranih proizvoda. Prvi rezultati pružaju osnovu

¹² Komunikacija Komisije Europskom parlamentu i Vijeću „Zaštita ulaganja unutar EU-a”, COM/2018/547 final.

¹³ Komisija je iznijela prijedlog izmjene izvornog prijedloga o europskim nadzornim tijelima radi koncentriranja ovlasti u području sprečavanja pranja novca u odnosu na financijski sektor u Europskom nadzornom tijelu i radi jačanja njegova mandata kako bi se osiguralo da sva relevantna tijela djelotvorno i dosljedno nadziru rizike od pranja novca te da međusobno surađuju i razmjenjuju informacije.

za buduće procjene te za daljnji razvoj zahtjeva za izvješćivanje, uključujući, prema potrebi, moguće proširenje područja primjene i poboljšanja metodologije.

2.4. Održivo financiranje

Komisija je donijela tri zakonodavna prijedloga kako bi se finansijskom sektoru EU-a omogućilo da bude predvodnik na putu prema klimatski neutralnom, resursno učinkovitijem i otpornijem kružnom gospodarstvu. **Europski parlament i Vijeće postigli su politički dogovor o dva prijedloga. Još je potrebno ostvariti napredak u jednom od triju zakonodavnih prijedloga:**

- suzakonodavci i dalje razmatraju jedinstveni **sustav klasifikacije EU-a** (taksonomiju) kako bi se utvrdilo koje su gospodarske djelatnosti ekološki održive. Time će se ulagateljima i drugim gospodarskim subjektima dati jasnije informacije o tome koje se aktivnosti mogu smatrati „zelenima”. Na tom će se sustavu temeljiti i standardi i oznake za održive finansijske proizvode. Komisija je predložila da do kraja 2021. ocijeni je li primjereno proširiti taksonomiju kako bi se obuhvatili ostali ciljevi održivosti, posebno socijalni ciljevi.
- U ožujku 2019. postignut je politički dogovor o Uredbi o **objavljivanju podataka o održivim ulaganjima i rizicima za održivost**. Novim pravilima pojasnit će se i uskladiti pristup tome kako bi institucionalni ulagatelji trebali u postupak donošenja odluka o ulaganjima uključiti okolišne, socijalne i upravljačke (ESG) čimbenike. Njima će se i povećati transparentnost strategija ulaganja koje se temelje na okolišnim, socijalnim i upravljačkim čimbenicima za krajnje ulagatelje
- naposljetku, u veljači 2019. suzakonodavci su postigli politički dogovor o Uredbi o **referentnim vrijednostima EU-a za klimatsku tranziciju i referentnim vrijednostima EU-a u skladu s Pariškim sporazumom**. Ti novi tržišni standardi uzimat će u obzir ugljični otisak poduzeća i ulagatelje bolje informirati o tome kako njihova ulaganja pridonose borbi protiv klimatskih promjena.

U tijeku su i brojne nezakonodavne mjere u području održivog financiranja. To uključuje taksonomiju koju je izradila tehnička stručna skupina za održivo financiranje radi utvrđivanja okolišno održivih gospodarskih djelatnosti, koja će biti uključena u zakonodavni postupak povezan s prijedlogom Komisije o jedinstvenom sustavu klasifikacije EU-a; izvješće stručne skupine o objavljivanju podataka koji se odnose na klimu; i tehnički rad na standardu EU-a za zelene obveznice. Komisija ažurira i neobvezujuće smjernice o nefinancijskim informacijama poduzeća na temelju izvješća tehničke stručne skupine te će ih objaviti do sredine 2019. Trenutačno se radi i na pripremi uvođenja znaka za okoliš EU-a za finansijske proizvode te na procjeni, zajedno s Europskim nadzornim tijelom za vrijednosne papire i tržište kapitala, potrebe uključivanja održivosti u rejtinge. Naposljetku, Europsko nadzorno tijelo za bankarstvo, Europsko nadzorno tijelo za osiguranje i strukovno mirovinsko osiguranje i Europski odbor za sistemske rizike analiziraju je li izvedivo uključiti održivost u bonitetne zahtjeve.

2.5. Lokalna tržišta kapitala

Poticanje lokalnih tržišta kapitala jedan je od glavnih ciljeva unije tržišta kapitala. Snažna lokalna tržišta prije svega koriste poduzećima srednje veličine koja su dovoljno velika da iskoriste lokalna tržišta kapitala, ali premala da bi potražila prekogranično financiranje. Zemljopisna blizina dovodi do smanjenja troškova transakcija te poduzetnicima pomaže u prevladavanju kulturnih

prepreka, a ulagateljima pomaže u razumijevanju poduzeća koja financijski podupiru. Njome se također povećava mogućnost produktivne upotrebe lokalnih ušteda.

Razvoj lokalnih tržišta kapitala zahtijeva komplementarno djelovanje na razini država članica, prekogranične i regionalne inicijative te djelovanje na razini EU-a. Poduzete su brojne mjere na nacionalnoj razini, uključujući nacionalne strateške planove za razvoj tržišta kapitala, poboljšanje poslovnog okruženja i javnu potporu za pristup financiranju. Komisijina Služba za potporu strukturnim reformama pružila je tehničku podršku tim inicijativama na nacionalnoj razini. Potiče se regionalna suradnja kako bi se otvorila tržišta i promicale prekogranične veze, olakšala vanjska ulaganja i uvrštenje financijskih instrumenata na stranim burzama te povezale tržišne infrastrukture i regionalno usklađivanje pravila. Na razini EU-a financijski instrumenti koje nudi Europska investicijska banka pridonose razvoju lokalnih tržišta kapitala povećanjem dostupnosti financijskih proizvoda i rješavanjem problema manjka financijskih sredstava za mala i srednja poduzeća.

3. ZAKLJUČCI

Komisija je sada donijela mjere na koje se obvezala na početku mandata i u preispitivanju sredinom programskog razdoblja, a koje se odnose na uspostavu uvjeta za razvoj unije tržišta kapitala. Te zakonodavne i nezakonodavne mjere važan su korak prema ostvarivanju učinkovitijih i likvidnijih tržišta kapitala u EU-u, na kojima poduzeća i ulagatelji mogu pristupiti tržišnom financiranju pod jednakim uvjetima, neovisno o tome gdje se fizički nalaze na jedinstvenom tržištu. Time što ulagateljima i poduzećima omogućuje prekogranični pristup ulaganjima i financiranju, unija tržišta kapitala dovodi do bolje podjele rizika s privatnim sektorom i smanjenja rizika u financijskom sustavu te pridonosi ublažavanju gospodarskih šokova u europodručju i šire. Dobro integriranim tržištima kapitala jača se jedinstveno tržište, podupire program slobodne i poštene trgovine te se EU čini još privlačnijim odredištem za ulaganja u promjenjivom i sve složenijem geopolitičkom okruženju.

Komisija je u tekućem mandatu blisko surađivala s Europskim parlamentom i Vijećem te je ostvarila znatan napredak u vezi s mnogim prijedlozima. Važno je da su zakonodavci uložili sve napore u što brže donošenje zakonodavstva u tijeku. Komisija će i dalje podupirati ta nastojanja. Međutim, samo zakonodavstvo nije dovoljno za ostvarenje unije tržišta kapitala. U njezinoj izgradnji ključnu ulogu imaju i države članice, nacionalna tijela i privatni dionici.

Iako je učinak Komisijina djelovanja već vidljiv, trebat će neko vrijeme da se u potpunosti ostvari na terenu. Međutim, jasno je da je potrebno nastaviti raditi na stvaranju dinamične unije tržišta kapitala u EU-u. U svakom slučaju, buduće mjere morat će uzeti u obzir učinak izlaska Ujedinjene Kraljevine iz EU-a na tržišta kapitala te druge kratkoročne ili srednjoročne gospodarske i društvene izazove. Među tim su izazovima temeljne i najvjerojatnije brze promjene koje proizlaze iz dekarbonizacije gospodarstva, klimatskih promjena i tehnološkog razvoja.

Europsko vijeće poziva se da obnovi svoj angažman u vezi s unijom tržišta kapitala i podrži te napore u okviru svojeg sljedećeg strateškog programa. To je ključno za jedinstveno tržište, ekonomsku i monetarnu uniju i snažan euro te, u konačnici, za globalnu konkurentnost EU-a.

4. PREGLED NAPRETKA ZAKONODAVNIH AKATA U PODRUČJU UNIJE TRŽIŠTA KAPITALA

OPIS POLITIKE		
	Europski parlament	Vijeće Europske unije
UNIJA TRŽIŠTA KAPITALA		
Sekuritizacija	Doneseno	Doneseno
Prospekt	Doneseno	Doneseno
Europski fondovi poduzetničkog kapitala (EuVECA)	Doneseno	Doneseno
Paneuropski osobni mirovinski proizvod (PEPP)	Politički dogovor	Politički dogovor
Pokrivene obveznice	Politički dogovor	Politički dogovor
Skupno financiranje	Pregovarački mandat	Nema dogovora
Prekogranična distribucija fondova za zajednička ulaganja	Politički dogovor	Politički dogovor
Preispitivanje investicijskih društava	Politički dogovor	Politički dogovor
Preventivno restrukturiranje, druga prilika i učinkovitost postupaka	Politički dogovor	Politički dogovor
Promicanje rastućih tržišta MSP-ova	Politički dogovor	Politički dogovor
Primjenjivo pravo na učinke ustupanja potraživanja na treće strane	Pregovarački mandat	Nema dogovora
Preispitivanje europskih nadzornih tijela, uključujući stroža pravila za suzbijanje pranja novca	Pregovarački mandat	Pregovarački mandat
Uredba o infrastrukturi europskog tržišta (nadzor)	Politički dogovor	Politički dogovor
ODRŽIVO FINANCIRANJE		
Održivo financiranje: taksonomija	Nema dogovora	Nema dogovora
Održivo financiranje: objavljivanje	Politički dogovor	Politički dogovor
Održivo financiranje: niske emisije ugljika i pozitivan ugljični učinak	Politički dogovor	Politički dogovor

DRUGI PRIJEDLOZI VAŽNI ZA UNIJU TRŽIŠTA KAPITALA

Zajednička konsolidirana osnovica poreza na dobit	Doneseno izvješće	Nema dogovora
Uredba o infrastrukturi europskog tržišta (REFIT)	Politički dogovor	Politički dogovor
Oporavak i sanacija središnjih drugih ugovornih strana	Pregovarački mandat	Nema dogovora