



# PODLOGA ZA STRATEGIJU RAZVOJA TRŽIŠTA KAPITALA U HRVATSKOJ

Siječanj 2024.



**CFA Society  
Croatia**

Ovu studiju izradila je CFA Udruga Hrvatska u suradnji s tržišnim sudionicima, izdavateljima, ulagateljima, pružateljima infrastrukture financijskog tržišta, savjetnicima i akademskom zajednicom.

Pomoć u izradi također su pružili zaposlenici Zagrebačke burze, HANFA-e, SKDD-a, HGK, Ministarstva financija te članovi stručnih udruženja financijske industrije osnovanih pri HGK.

CFA Udruga Hrvatska zahvaljuje brojnim suradnicima i volonterima koji su bili uključeni u izradu studije, a čija je suradnja, doprinos i predanost tijekom posljednjih nekoliko mjeseci omogućila studiju ovakvog obuhvata. Sve pogreške, međutim, ostaju greške CFA Udruge Hrvatska.

## **PРАВNA OBAVIJEST**

Ovaj dokument odražava isključivo stajališta autora, te se CFA Udruga Hrvatska ne može smatrati odgovornom za bilo kakvu štetu nastalu upotrebom informacija sadržanih u njemu.

Daljnja uporaba je dopuštena pod uvjetom da se ispravno navede izvor.

Za bilo kakvu upotrebu ili reprodukciju fotografija ili drugog materijala, dopuštenje se mora tražiti izravno od nositelja autorskog prava.

## Sadržaj

Kratice .....	5
Sažetak.....	6
Uvod .....	9
Vizija .....	9
Okruženje i pravni okvir .....	12
I. Makroekonomski kontekst.....	13
Ekonomski rast.....	13
Indikatori sentimenta .....	14
Inflacija.....	15
Monetarna politika .....	16
Javne financije.....	17
Platna bilanca .....	18
II. Pregled stanja na domaćem tržištu kapitala .....	19
Vlasnički vrijednosni papiri .....	19
Dužnički vrijednosni papiri .....	21
Investicijski fondovi .....	24
Tržište privatnog kapitala .....	25
Rezultati istraživanja i analize CFA Udruge Hrvatska .....	28
I. Istraživanje stavova sudionika tržišta kapitala.....	28
II. Istraživanje stavova izdavatelja .....	29
III. Rezultati istraživanja i popratna analiza.....	29
Okvir podloge za Strategiju.....	40
I. Svrha i ciljevi .....	40
Prvi stup: Stvaranje poticajnog investicijskog okruženja .....	41
Drugi stup: Povećanje broja izdavatelja i jačanje aktivnosti izdavatelja.....	43
Treći stup: Mobilizacija tržišnih sudionika.....	46
Četvrti stup: Povećanje efikasnosti kroz uklanjanje prepreka .....	47
II. Inicijative podrške Strategiji .....	50
1. Uvođenje investicijskih računa s poreznim olakšicama .....	51
2. Harmonizacija provođenja korporativnih akcija s EU standardima .....	52
3. Digitalizacija procesa .....	57
4. Rezydentnost fondova za porezne potrebe.....	58
5. Pridržavanje najviših standarda korporativnog upravljanja u tvrtkama u državnom vlasništvu koje kotiraju ili će biti uvrštene.....	58
6. Osnivanje zajednice izdavatelja pri HGK .....	59
7. Omogućavanje digitalnog <i>onboarding-a</i> klijenata .....	60
8. Izjednačavanje poreznog tretmana duga i vlasničkog kapitala .....	61

---

9.	Uključivanje malih ulagatelja u javne ponude .....	64
10.	Slobodnije formiranje tržišnih segmenata na burzi .....	65
11.	Uklanjanje utvrđene prekomjerne regulacije .....	69
13.	Nacionalna kampanja za potencijalne izdavatelje .....	75
14.	Ujednačenje porezne prakse prilikom naplate PDV-a u financijskoj industriji.....	75
15.	Poticanje dvostrukih uvrštenja .....	78
16.	Uvođenje financijske pismenosti kao izbornog predmeta u školski kurikulum .....	78
17.	Sheme pomoći za privatni sektor .....	79
18.	Uvođenje sustava prime dealera .....	81
19.	Restrukturiranje Fonda za zaštitu ulagatelja.....	81
20.	Vertikalna integracija burze i depozitorija.....	83
21.	Liberalizacija tržišta depozitara .....	83
22.	Omogućavanje zamjene udjela u investicijskim fondovima uz širi obuhvat .....	85
23.	Rješavanje pitanja novčanih isplata .....	87
24.	Upis fondova u registar Trgovačkog suda.....	88
25.	Liberalizacija prijenosa udjela .....	89
	Popis tablica .....	93
	Popis slika.....	93
	Popis referenci .....	94

## Kratice

<b>AIF</b>	Alternativni investicijski fond
<b>ATVR</b>	Annualized traded value ratio
<b>BDP</b>	bruto društveni proizvod
<b>CAJWG</b>	Corporate Actions Joint Working Group
<b>CDS</b>	Credit default swap
<b>CEE</b>	Central and Eastern Europe
<b>CMU</b>	Capital market union
<b>DEBRA</b>	Debt-equity bias reduction allowance
<b>DTT</b>	Double Taxation Treaty
<b>DZS</b>	Državni zavod za statistiku
<b>EC</b>	Europska komisija
<b>ECB</b>	Europska centralna banka
<b>EIB</b>	Europska investicijska banka
<b>EMU</b>	Europska monetarna unija
<b>ESG</b>	Environmental, Social, Governance
<b>ETF</b>	Exchange traded fund
<b>EU</b>	Europska Unija
<b>EUR</b>	Euro
<b>FINA</b>	Financijska agencija
<b>FTSE</b>	Financial Times Stock Exchange
<b>HANFA</b>	Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga
<b>HBOR</b>	Hrvatska banka za obnovu i razvoj
<b>HGK</b>	Hrvatska gospodarska komora
<b>HNB</b>	Hrvatska narodna banka
<b>IPO</b>	Initial public offering
<b>JWGGM</b>	Joint Working Group on General Meetings
<b>MSCI</b>	Morgan Stanley Capital International
<b>MSP</b>	Mala i srednja poduzeća
<b>OTC</b>	Over the counter
<b>PDV</b>	Porez na dodanu vrijednost
<b>PE</b>	Private Equity
<b>S&amp;P</b>	Standard&Poor`s
<b>SKDD</b>	Središnje klirinško deponitarno društvo
<b>T2S</b>	ARGET2-Securities
<b>UCITS</b>	Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities
<b>VC</b>	Venture capital
<b>ZSE</b>	Zagreb Stock Exchange
<b>ZTK</b>	Zakon o tržištu kapitala

## Sažetak

### Motivacija za studiju

Glavni cilj ove studije je pridonijeti daljnjem napretku tržišta kapitala u Hrvatskoj, s prijedlogom inicijativa koje bi omogućile bolje okruženje za uvrštenje tvrtki različitih veličina na burzu i riješile operativne i tehničke prepreke za daljnji razvoj domaćeg tržišta kapitala.

Razvijeno tržište kapitala donosi značajne koristi gospodarstvu i društvu jer primarno nudi učinkovit način dijeljenja rizika i učinkovitu alokaciju kapitala. Također, disciplinira ponašanje poduzeća te pridonosi transparentnosti poslovanja i kvalitetnijem upravljanju.

Ova studija pokazuje kako domaće tržište kapitala zaostaje za ostalim EU tržištima u pogledu veličine i dubine tržišta te sveukupne aktivnosti. S obzirom na to, identificirali smo inicijative koje mogu pomoći u njegovom daljnjem razvoju.

### Rezultati istraživanja i analize CFA Udruge Hrvatska

CFA Udruga Hrvatska provela je sveobuhvatno istraživanje stavova tržišnih sudionika o stanju na tržištu kapitala te prikupila robusan skup podataka koji omogućuje dublje razumijevanje tržišta kapitala u Hrvatskoj. Istraživanje ovog tipa i obuhvata dosad nije provedeno na domaćem tržištu kapitala.

Istraživanje je obuhvatilo dva tržišna segmenta: tržišne sudionike (ispitanici su osobe zaposlene u društvima koja se bave pružanjem investicijskih usluga u Hrvatskoj ili rade na poslovima vezanim uz pružanje investicijskih usluga) te izdavatelje na Zagrebačkoj burzi. Prvo istraživanje obuhvatilo je 189 ispitanika. Drugo istraživanje obuhvatilo je 23 izdavatelja.

Istraživanje je bilo podijeljeno na opće teme, porezna pitanja, regulatorna pitanja, pitanja vezana uz infrastrukturu te otvorena pitanja.

Oba istraživanja su pokazala slične rezultate. Kao ključne probleme ispitanici su izdvojili nedovoljnu likvidnost, premali broj izdanja i opću razinu financijske pismenosti.

#### **Kao ključne potrebne promjene ispitanici su izdvojili:**

- **Porezne reforme**
- **Kategorizaciju tržišta kao „*emerging market*”**
- **Uvođenje investicijskih računa s poreznim poticajima**
- **Smanjenje troškova i procedura vezanih uz status izdavatelja**

Daljnjom analizom i usporedbom s najboljim praksama tržišta u EU, utvrdili smo područja na kojima je moguće napraviti iskorake prema povoljnijem investicijskom okruženju.

## Okvir podloge za Strategiju

Temeljem rezultata istraživanja i dodatne analize, formiran je okvir prijedloga podloge za Strategiju. Prijedlog glavnog strateškog cilja je **stjecanje međunarodnog statusa tržišta u nastajanju, uz jačanje i poticanje izdavatelja te mobilizaciju i poticanje aktivnosti malih ulagatelja.**

Ovi ciljevi stoje na 4 glavna stupa: 1) stvaranje poticajnog investicijskog okruženja, 2) povećanje broja i aktivnosti izdavatelja, 3) mobilizacija tržišnih sudionika te 4) povećanje efikasnosti kroz uklanjanje prepreka.

Slika 1. Okvir podloge za Strategiju razvoja tržišta kapitala



## Ključne inicijative

Temeljem analize glavnih stupova podloge za strategiju, definirani su prijedlozi pojedinačnih inicijativa. Potporne inicijative mogu se kategorizirati u dvije skupine: inicijative čija je provedba složena i dugotrajnija te inicijative relativno jednostavne provedbe („easy fix“ inicijative). Također, svakoj od navedenih inicijativa je pridodan prioritet u smislu utjecaja na tržište.

Ovakvom segmentacijom inicijativa utvrdili smo sljedeće: **gotovo 30% inicijativa visokog prioriteta ima relativno nisku složenost provedbe. Dakle, s par jednostavnijih zahvata moguće je postići velike efekte na tržištu. Općenito, polovicu navedenih prijedloga inicijativa karakterizira niska složenost provedbe.**

Ukupno je predloženo 25 inicijativa, kako slijedi:

	Inicijativa	Prioritet	Složenost provedbe
1	Uvođenje investicijskih računa s poreznim olakšicama	Visok	Srednja
2	Harmonizacija provođenja korporativnih akcija s EU standardima	Visok	Visoka
3	Digitalizacija procesa	Visok	Visoka
4	Utvrđivanje rezidentnosti fondova za porezne potrebe	Visok	Srednja
5	Podizanje standarda korporativnog upravljanja	Visok	Srednja
6	Osnivanje zajednice ulagatelja pri HGK	Visok	Niska
7	Omogućavanje digitalnog <i>onboardinga</i> klijentima	Visok	Niska
8	Izjednačavanje poreznog tretmana duga i vlasničkog kapitala	Visok	Visoka
9	Aktivnije uključivanje malih ulagatelja u javne ponude	Visok	Niska
10	Slobodnije formiranje tržišnih segmenata na burzi	Visok	Niska
11	Uklanjanje utvrđene prekomjerne regulacije	Visok	Visoka
12	Promjene zakonodavnog okruženja vezano uz poslove skrbništva	Visok	Niska
13	Nacionalna kampanja za potencijalne izdavatelje	Srednji	Niska
14	Ujednačavanje porezne prakse	Srednji	Visoka
15	Poticanje dvostrukog uvrštenja	Srednji	Visoka
16	Uvođenje financijske pismenosti u školski kurikulum	Srednji	Visoka
17	Sheme pomoći za MSP koji žele javno kotirati	Srednji	Visoka
18	Uvođenje sustava <i>prime dealera</i>	Srednji	Niska
19	Restrukturiranje Fonda za zaštitu ulagatelja	Srednji	Niska
20	Vertikalna integracija burze i depozitorija	Niski	Visoka
21	Liberalizacija tržišta depozitara	Niski	Niska
22	Širi obuhvat zamjene udjela	Niski	Niska
23	Rješavanje pitanja novčanih isplata	Niski	Niska
24	Omogućavanje upisa fondova u registar Trgovačkog suda	Niski	Niska
25	Liberalizacija prijenosa udjela	Niski	Niska

### Daljnji koraci

Ova studija bazirana je na istraživanju stavova tržišnih dionika i analizi CFA Udruge Hrvatska. Ideje i inicijative iz ove studije rezultat su dugogodišnjeg iskustva dionika na domaćem tržištu. Studija kao takva predstavlja dobru podlogu za raspravu Ministarstvu financija i ostalim dionicima pri donošenju Strateškog okvira razvoja tržišta kapitala u Hrvatskoj.



## Uvod

CFA Udruga Hrvatska je od siječnja do prosinca 2023. godine, u partnerstvu s Ministarstvom financija, Zagrebačkom burzom, SKDD-om i HGK, provodila projekt izrade podloge za Strategiju razvoja tržišta kapitala u Hrvatskoj.

Projekt je volonterski te je operative troškove snosila CFA Udruga Hrvatska. CFA Udruga je oformila je radnu skupinu sastavljenu od stručnjaka iz industrije. U Radnoj skupini osim članova CFA Udruge sudjelovali su predstavnici stručnih udruženja pri HGK (Udruženje investicijskih društava, depozitara i skrbnika, mirovinskih fondova, UCITS fondova, alternativnih fondova), predstavnici infrastrukture te predstavnici akademske zajednice.

Sam projekt odvijao se u pet faza:

- I) priprema izvješća o ključnim karakteristikama tržišta, pristupu financiranju i trenutnom stanju tržišta kapitala u Hrvatskoj –faza dovršena u lipnju 2023. godine;
- II) istraživanje stavova o razvoju tržišta kapitala ključnih dionika (tržišni sudionici, infrastruktura, izdavatelji), koje je predstavljalo temelj za identifikaciju glavnih problema;
- III) analiza regulatornog okruženja, koja uključuje identifikaciju slučajeva prekomjerne regulacije u Hrvatskoj u odnosu na uredbu EU;
- IV) izrada preporuka inicijativa namijenjenih javnim institucijama, privatnim subjektima i udrugama;
- V) izrada podloge za Strategiju razvoja tržišta kapitala u Hrvatskoj.

Podloga za strategiju se sastoji od prijedloga 4 stupa strategije i 25 pojedinačne inicijative, raspoređene prema prioritetima i stupnju složenosti provedbe.

Ovim projektom CFA Udruga Hrvatska nastavlja svoju misiju stvaranja dodane vrijednosti za stručnjake uključene u proces donošenja investicijskih odluka te educiranje zainteresirane javnosti. CFA Udruga Hrvatska i dalje nastavlja promicati najviše standarde etike, profesionalne standarde prakse i obrazovanja te teži doprinositi razvoju investicijske zajednice i dobrobiti sveukupnog društva.

## Vizija

Dugoročno gledano, razvoj lokalnog tržišta kapitala može imati značajan i višestruki doprinos rastu blagostanja i općem gospodarskom prosperitetu. To se posebno manifestira kroz povećanje i raznolikost izvora financiranja, koje predstavlja alternativu tradicionalnom bankarskom sektoru. Postojanje raznovrsnih izvora financiranja povoljno utječe na investicije i poduzeća, budući da je ključan čimbenik financijske stabilnosti, osobito u periodima krize. Također, potiče raznolikost u obliku financiranja, pružajući poduzećima, uključujući mala i srednja, priliku da pronađu financiranje koje najbolje odgovara njihovim poslovnim planovima.

Smanjenje razlika i jaza u odnosu na razvijene zemlje Europske unije olakšava cirkulaciju kapitala i istodobno smanjuje troškove financiranja, čime se povećava privlačnost lokalnog tržišta kapitala na međunarodnoj razini. Kontinuirani razvoj učinkovitih mehanizama zaštite

ulagatelja igra ključnu ulogu u izgradnji povjerenja ulagatelja. Ovo povjerenje, zajedno s poboljšanim upravljanjem i konkurentnošću hrvatskih tvrtki (kroz natjecanje s drugim zemljama za privlačenje kapitala), može rezultirati dodatnim smanjenjem troškova financiranja.

U skladu s tim ciljevima, ova podloga za Strategiju razvoja tržišta kapitala usmjerena je na implementaciju određenih poboljšanja. To uključuje razvoj infrastrukture, s ciljem ostvarivanja kvantificiranog napretka u obliku stabilnog rasta tržišne kapitalizacije, povećanja broja izdavatelja, poboljšanja likvidnosti i slobodno dostupnih dionica izdavatelja na tržištu.

Podloga za Strategiju također ima ambiciju povećati broj aktivnih malih ulagatelja na tržištu kapitala te diversificirati ulagačku bazu privlačeći nove institucionalne ulagatelje. Ovaj sveobuhvatan pristup razvoju tržišta kapitala ima potencijal stvoriti održive i duboke promjene u financijskom ekosustavu zemlje, što će na kraju podržati rast gospodarstva i blagostanje društva kao cjeline.



**OKRUŽENJE I PRAVNI OKVIR**

## Okruženje i pravni okvir

Unija tržišta kapitala inicijativa je EU za stvaranje istinski jedinstvenog tržišta kapitala u EU. Njezin je cilj potaknuti protok ulaganja i štednje u svim državama članicama, u korist građana, poduzeća i ulagatelja. Iako je ideja CMU stara već više godina, zajednički je stav tržišnih sudionika da nije još u cijelosti zaživjela i da postoji veliki prostor i broj mjera koji se mogu implementirati da bi Europska unija imala tržište kapitala koje može parirati velikim svjetskim tržištima i na taj način doprinijeti njezinoj konkurentnosti.

Potpuno funkcionalnim i integriranim tržištem kapitala:

- stvaraju se novi izvori financiranja za poduzeća, posebno mala i srednja poduzeća (MSP)
- smanjuje se trošak prikupljanja kapitala
- pruža se više mogućnosti štedišama u EU
- olakšavaju se prekogranična ulaganja i privlači više stranih ulaganja u EU
- podupiru se projekti dugoročnih ulaganja, osobito u području zelene i digitalne tranzicije
- financijski sustav EU postaje stabilniji, otporniji i konkurentniji
- jača se međunarodna uloga eura kao investicijske valute, čime se povećava strateška autonomija EU
- povećava se otpornost ekonomske i monetarne unije (EMU).<sup>1</sup>

Unija tržišta kapitala ključna je za gospodarski rast i konkurentnost EU. Iznimno je važna i za provedbu ključnih politika EU: samo tržištem kapitala EU koje dobro funkcionira mogu se namaknuti sredstva potrebna za poticanje oporavka nakon pandemije, zelene i digitalne tranzicije te strateške autonomije EU.

Akcijski plan Unije Tržišta Kapitala ažuriran je 2020. godine te je utvrđen niz zakonodavnih i drugih mjera, kojima se žele ostvariti tri ključna cilja:

1. pružiti potporu zelenom, digitalnom, uključivom i otpornom gospodarskom oporavku poboljšanjem pristupa financiranju za europska poduzeća,
2. učiniti EU još sigurnijim mjestom za dugoročnu osobnu štednju i ulaganja,
3. integrirati nacionalna tržišta kapitala u istinski jedinstveno tržište.<sup>2</sup>

Na lokalnoj razini, razvijeno tržište kapitala predstavlja ključni mehanizam za podršku održivom financiranju gospodarstva i iskorištavanju pozitivnih trendova i napretka ostvarenih na razini Europske unije. Također je vrlo koristan instrument za osiguravanje transparentnosti tvrtki i uvođenje visokih standarda korporativnog upravljanja. Da bi efikasno obavljalo svoju ulogu, lokalno tržište kapitala mora biti transparentno, konkurentno, otporno i regulirano, kako bi osiguralo pošteno okruženje za sve sudionike.

Domaće tržište kapitala svjedočilo je određenim pozitivnim promjenama tijekom posljednjih nekoliko godina, ali postoji prostor za znatnim napretkom i razvojem kako bi se postigla bolja

<sup>1</sup> <https://www.consilium.europa.eu/hr/policies/capital-markets-union/>

<sup>2</sup> Ibid.

integracija na europskoj razini i kako bi se povećala uloga domaćeg tržišta kapitala. Na primjer, trenutno se domaće tržište kapitala još uvijek klasificira kao rubno tržište (engl. "*frontier market*"), što ga čini manje privlačnim za međunarodne ulagatelje. Postoji tek mali broj institucionalnih ulagatelja kojima je dopušteno ulagati u rubna tržišta. Ulagatelji koji smiju ulagati u rubna tržišta obično su oni s visokim apetitom za rizik, sposobni nositi se s većim nestabilnostima i voljni istražiti tržišta koja su manje razvijena i transparentna, odnosno ulagatelji koji su manje regulirani. Rubna tržišta su obično zemlje koje su ispod ili neposredno na rubu tranzicije između tržišta u razvoju i razvijenih tržišta. Ova tržišta često karakterizira veća politička, ekonomska i društvena nestabilnost, manja likvidnost tržišta, te niža razina transparentnosti i pravne zaštite.

Ulagatelji koji se odluče ulagati u rubna tržišta obično su institucionalni ulagatelji, hedge fondovi ili pojedinci s određenim stručnim znanjem o tim tržištima. Važno je napomenuti da ulaganje u rubna tržišta nosi značajne rizike, uključujući političke rizike, rizike valutnih fluktuacija, likvidnost tržišta i nedostatak pravne zaštite ulagatelja.

Rubna tržišta obično karakterizira ograničena likvidnost, niska tržišna kapitalizacija i mali udio slobodno dostupnih dionica (engl. "*free float*"). Ako bi domaće tržište kapitala uspjelo ispuniti kriterije za napredovanje u višu kategoriju tržišta u nastajanju (engl. "*emerging market*"), otvorile bi se nove prilike za rast. To bi također poslalo pozitivan signal svim dionicima na tržištu i donijelo niz prednosti, uključujući veću vidljivost, privlačnost za institucionalne ulagatelje i poboljšan pristup tržištu.

Međutim, kako bi se ostvario taj napredak, potrebno je daljnje unaprjeđenje i razvoj tržišta kapitala. To uključuje poboljšanje integracije s europskim tržištem te povećanje uloge tržišta kapitala na lokalnoj razini.

## I. Makroekonomski kontekst

Početak 2023. godine, Republika Hrvatska je postala dvadeseta zemlja članica europskog valutnog područja, čime je ostvarila duboku integraciju u europske financijske tokove i gotovo potpuno eliminirala valutni rizik iz domaćeg financijskog sustava. Gledajući iz perspektive značaja turističkog sektora za hrvatsku ekonomiju, nužno je istaknuti i izuzetno značajnu ulogu pristupanja Schengenskom prostoru koje je realizirano istog dana.

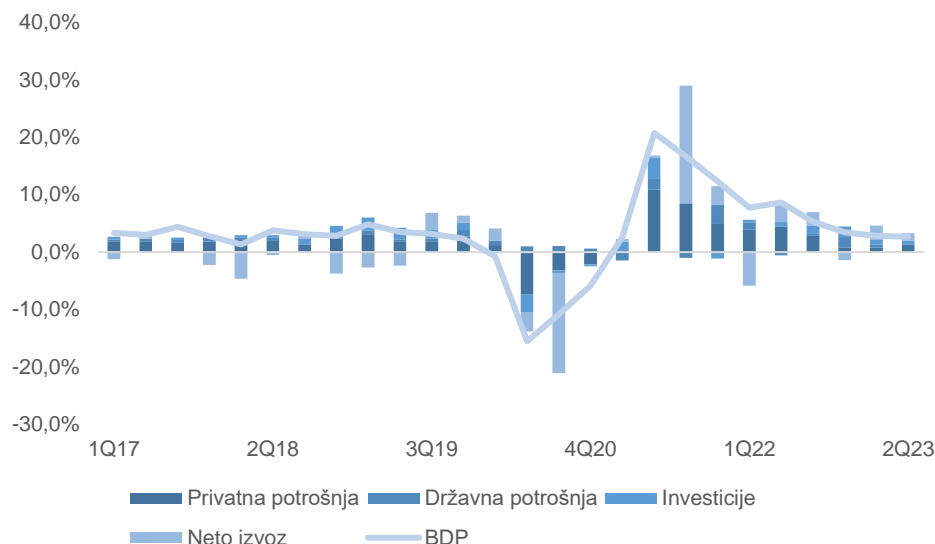
### Ekonomski rast

Geopolitički izazovi i više kamatne stope negativno su se odrazili na ekonomsku aktivnost eurozone. Posljednji dostupni indikatori sentimenta ukazuju na daljnje narušavanje istoga u srpnju i kolovozu, s proizvodnim sektorom duboko u negativnom teritoriju. Istovremeno, ekonomski rast Hrvatske je ostao robustan. Isključujući četiri kvartala pada BDP-a uzrokovana pandemijom COVID-a, Republika Hrvatska bilježi neprekinuti pozitivan trend rasta od kraja 2014. godine. Pod utjecajem smanjenja cijena energenata i sirovina te oporavka domaće potražnje, gospodarska aktivnost je održana na visokim razinama u okruženju geopolitičkih neizvjesnosti, restriktivne monetarne politike i usporavanja rasta vodećih trgovinskih partnera.

S prosječnom stopom rasta 2,3% u prvih devet mjeseci godine, Hrvatska je značajno nadmašila rast šireg područja eurozone od 0,6% u istom periodu, nastavljajući realnu konvergenciju

prema razvijenijim ekonomijama. U prethodnih sedam godina, Hrvatska je ostvarila prosječnu stopu rasta od 3,4%, što je znatno nadmašilo prosječnu stopu rasta od 1,5% u eurozoni i prosječni rast u širem području Europske unije od 1,7%. Ovaj viši rast realnog BDP-a smanjuje dohodovne razlike i doprinosi povećanju dohotka po stanovniku (izraženom u terminima kupovne moći) koji je dostigao 73% prosjeka Europske unije u 2022. godini.

Slika 2. Dinamika BDP-a i doprinosi sastavnica



Izvor: Državni zavod za statistiku

Investicijska aktivnost i rastuća potražnja za uslugama nastavljaju pružati značajan pozitivan doprinos ukupnom ekonomskom rastu. Međutim, recentne objave ekonomskih indikatora, naročito u sektoru građevinarstva, ukazuju na usporavanje rasta privatnih investicija uzrokovano pogoršanim uvjetima financiranja. U turističkom sektoru, Hrvatska nastavlja bilježiti povoljne trendove vidljive u rastu broja dolazaka i noćenja stranih turista, potaknute kontinuiranim oporavkom potražnje u post-pandemijskom periodu. Istovremeno, izvoz roba je značajno opao, kao posljedica pogoršanja ekonomske aktivnosti u zemljama koje su ključni trgovinski partneri Republike Hrvatske, ali i određenih promjena u strukturi potražnje, pri čemu se naglasak sve više stavlja na usluge u odnosu na proizvode.

Tablica 1. Projekcija rasta BDP-a za Eurozону i Hrvatsku

	Eurozona		Hrvatska	
	2023.	2024.	2023.	2024.
Projicirane stope rasta BDP-a (%)	0,6%	1,0%	2,10%	2,60%

izvor: konsenzus analitičara, FocusEconomics

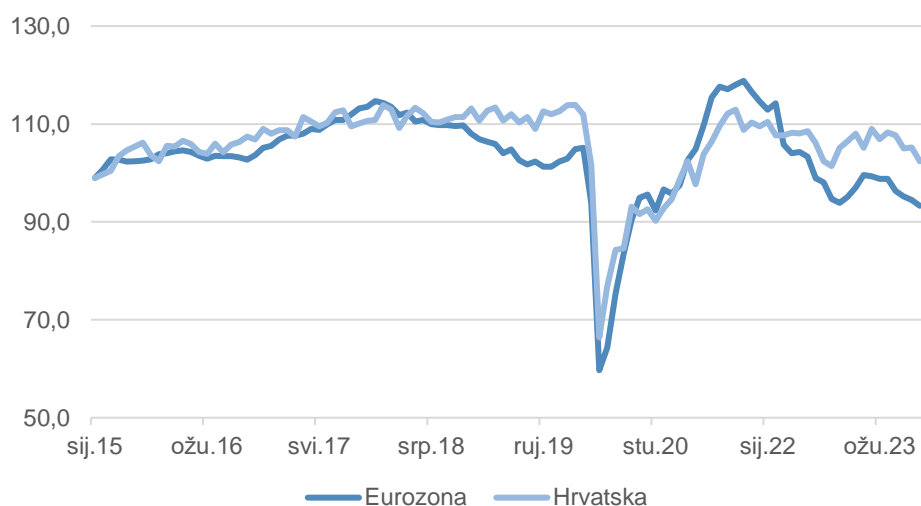
## Indikatori sentimenta

Nakon kontinuiranog rasta i kretanja oko povijesno rekordnih razina tijekom cijele 2021. godine, indikatori sentimenta Europske komisije za eurozону i zemlje članice, koji pokazuju stupanj

ekonomskog povjerenja, počeli su blago opadati već početkom 2022. godine, dok su se pod dodatnim pritiskom našli nakon početka ruske invazije na Ukrajinu.

Indikator ekonomskog sentimenta za Hrvatsku oscilira oko vrijednosti od 100 bodova u proteklim mjesecima, odnosno oko razine svog dugoročnog prosjeka te se kontinuirano kreće na oko 10 bodova višim razinama u odnosu na eurozonu. Promatrano prema sektorima, u protekla tri mjeseca primjetno je narušavanje ekonomskog sentimenta u uslužnom sektoru te industriji, uz istovremeno poboljšanje sentimenta u sektoru trgovine na malo.

Slika 3. Indikator sentimenta Europske komisije



izvor: EC

## Inflacija

Globalna je inflacija dosegla vrhunac u listopadu prošle godine, nakon čega bilježi pad pod utjecajem smanjenja cijena energenata, normalizacije globalnih opskrbnih lanaca te zaoštavanja uvjeta financiranja.

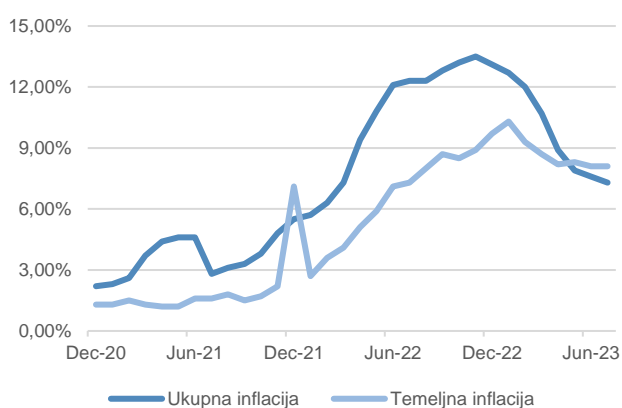
Ukupna inflacija mjerena indeksom potrošačkih cijena kontinuirano se smanjivala tokom 2023. godine te je prema prvoj procjeni Državnog zavoda za statistiku iznosila 4,7% godišnje u studenom, nakon što je u studenom 2022. dosegla svoj vrhunac sa stopom rasta od 13,5% godišnje. Glavni faktor usporavanja ukupne inflacije je bila cijena energije, što je posljedica smanjenja troškova naftnih derivata i povoljnog baznog razdoblja, uzimajući u obzir značajan rast cijena energenata u istom razdoblju prošle godine. U manjoj mjeri usporavanju inflacije pridonijele su i cijene hrane (uključujući alkohol i duhan), no unatoč tome njihov je godišnji rast u studenom i dalje bio visok, na razini od 7,4%, zbog još uvijek prisutnog prelijevanja prijašnjeg porasta cijena energenata i prehrambenih sirovina. Cijene hrane tako i nadalje daju najveći doprinos ukupnoj inflaciji od svih glavnih komponenata indeksa potrošačkih cijena te se na njih odnosi gotovo polovina ukupne inflacije.

Temeljna inflacija (koja isključuje cijene energije i hrane) zabilježila je nešto blaže usporavanje, s 9,7% u prosincu 2022. na 6,6% u listopadu 2023. godine. Inozemni pritisci na rast temeljne

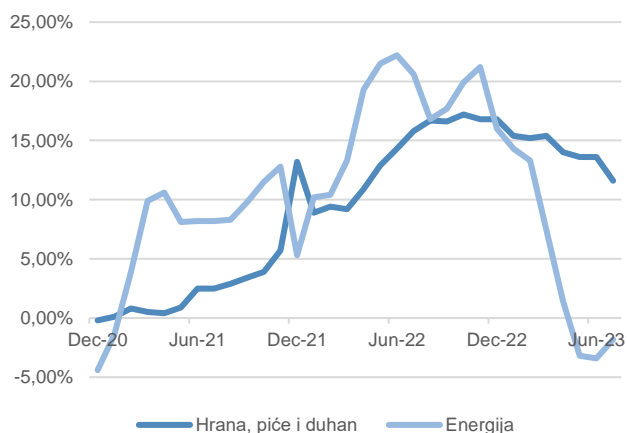
inflacije slabe zbog pojeftinjenja energije i drugih sirovina na svjetskom tržištu te otklanjanja preostalih uskih grla u globalnim opskrbnim lancima. Na usporavanje temeljne inflacije također djeluje i povoljan učinak baznog razdoblja, odnosno iščezavanje učinka znatnog poskupljenja velikog broja proizvoda tijekom 2022. godine. Istovremeno, i dalje je zamjetan efekt neizravnih učinaka prijašnjeg porasta cijena energenata, hrane i ostalih ulaznih troškova. Nadalje, nakon što su u 2022. godini rastu inflacije pridonijeli profiti poduzeća, 2023. godine na zadržavanje temeljne inflacije, a pogotovo inflacije cijena usluga, na povišenim razinama, sve više utječu kretanja na tržištu rada koje obilježava manjak radne snage i snažan rast nominalnih plaća.

Slika 4. Kretanje inflacije

Godišnja stopa rasta ukupne i temeljne inflacije



Godišnja stopa rasta cijena hrane i energije



Izvor: Državni zavod za statistiku

## Monetarna politika

S ciljem obuzdavanja visokih stopa inflacije, Europska centralna banka je od srpnja 2022. do rujna 2023. godine povećala ključne kamatne stope za 450 baznih bodova, čime je okončan najsnažniji ciklus zaoštavanja monetarne politike u eurozoni od njezina osnivanja. Kamatna stopa na prekonocni depozit je pritom povećana s 0,50% na 4,0%, kamatna stopa na glavne operacije financiranja s 0% na 4,5% te kamatna stopa na prekonocni zajam s 0,25% na 4,75%.

Povećanje referentnih kamatnih stopa ECB-a prelilo se na povećanje kamatnih stopa na kredite i depozite u bankama zemalja članica, pri čemu je u Hrvatskoj ta stopa rasta manje izražena u usporedbi s drugim zemljama europskog područja. Uzroci blažeg intenziteta rasta u Hrvatskoj kriju se u visokim razinama likvidnosti u sustavu te smanjenju premije rizika uslijed pristupa eurozoni. Dodatno, rast kamatnih stopa obuzdan je i ograničenim udjelom promjenjivih kamatnih stopa u odobravanju kredita te dominacijom depozita kao izvora financiranja banaka.



Unatoč rastu kamatnih stopa na kredite u bankama, kreditna aktivnost stanovništva je ostala robusna, dok je kreditiranje poduzeća usporilo.

Slika 5. Ključne kamatne stope ECB-a



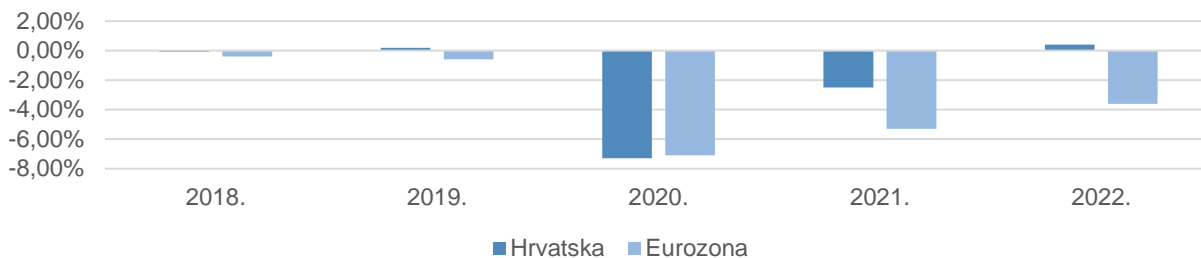
izvor: Europska centralna banka

## Javne financije

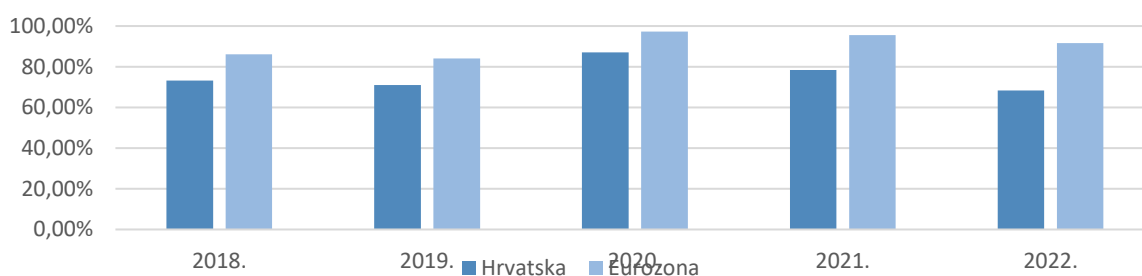
Snažne stope rasta i visoka inflacija povoljno su djelovali na pokazatelje javnih financija. U 2022. godini je ostvaren višak proračuna opće države od 0,4% BDP-a, što je znatno poboljšanje u odnosu na manjak ostvaren 2021. (2,5% BDP-a). Istodobno, zamjetno je smanjen i udio duga opće države u BDP-u, i to sa 78,4% na 68,4%.

U protekloj godini, premija za rizik države, mjerena putem CDS-a, gotovo da nije bilježila značajniji porast i ostala je na povijesno niskim razinama. Ova stabilnost premije uvelike je rezultat pristupa eurozoni. Međutim, u budućnosti će ocjenu rizika najviše oblikovati makroekonomska kretanja i stanje javnih financija. U okruženju rastućih kamatnih stopa valja istaknuti kako kamatni rizik za održivost javnog duga u kratkom roku nije značajan. Ovo je posljedica povoljne strukture ročnosti duga i relativno niskog udjela javnog duga s varijabilnom kamatnom stopom. Također, važnu ulogu igraju stabilne premije za rizik, kao i pozitivni fiskalni rezultati u protekle dvije godine. Treba napomenuti da je tzv. "učinak grude snijega," koji proizlazi iz razlike između implicitne kamatne stope na javni dug i stope gospodarskog rasta, u posljednje dvije godine bio iznimno povoljan. Kamatni rashodi su se smanjivali od 2016. godine i, izraženi kao udio kamatnih rashoda u BDP-u, trenutno su na povijesno najnižim razinama. Istaknimo i važnost visoke razine dostupnih financijskih sredstava iz fondova Europske unije. Iako ima proračunski neutralan učinak, ovo korištenje sredstava posredno smanjuje potrebu za zaduživanjem države i omogućava financiranje nužnih strukturnih projekata.

Slika 6. Proračunski deficit (kao % BDP-a)



Slika 7. Javni dug (kao % BDP-a)



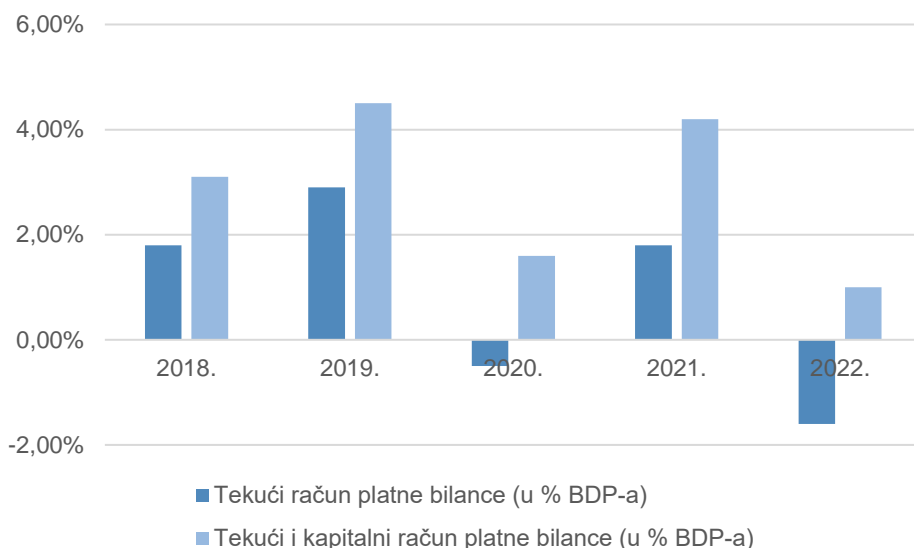
Izvor: Hrvatska narodna banka

### Platna bilanca

U protekloj godini, uvjeti razmjene u Hrvatskoj, odnosno omjer izvoznih i uvoznih cijena, znatno su se pogoršali zbog rasta cijena energenata i drugih sirovina na globalnom tržištu, što je rezultiralo lošijom bilancom u trgovini energentima, koja je porasla s otprilike 3% BDP-a u 2021. na više od 9% BDP-a u 2022. godini. Ovaj trend predstavljao je glavni faktor koji je utjecao na pogoršanje ukupnog salda u međunarodnoj trgovini, što je dovelo do smanjenja viška na tekućem i kapitalnom računu platne bilance s 4,2% BDP-a u 2021. na 1,0% BDP-a u 2022. godini. Nedavno opuštanje pritiska na uvozne cijene, posebno zbog smanjenja cijena energenata na globalnom tržištu, značajno je poboljšalo uvjete razmjene i trgovinsku bilancu Hrvatske s inozemstvom. U prvih sedam mjeseci 2023. godine zamjetno je ostvarivanje pozitivnih rezultata turističkog sektora, što možemo pripisati nastavku normalizacije turističke aktivnosti u post-pandemijskom periodu. Kada se pogledaju fizički pokazatelji poput broja dolazaka i ostvarenih noćenja stranih posjetitelja, primjetan je izuzetno snažan rast tijekom prvih sedam mjeseci 2023. u usporedbi s istim razdobljem prethodne godine. Takva kretanja

upućuju na povećanje turističkih prihoda koje bi moglo dodatno poboljšati bilancu tekućeg i kapitalnog računa platne bilance u 2023. godini.

Slika 8. Platna bilanca RH



Izvor: Hrvatska narodna banka

Tablica 2. Povijesni prikaz odabranih ekonomskih indikatora

	2018.	2019.	2020.	2021.	2022.
BDP - realna godišnja stopa promjene (u %)	2,8	3,4	-8,5	13,1	6,2
Inflacija - prosjek perioda (u %)	1,5	0,8	0,1	2,6	10,8
Stopa nezaposlenosti (ILO)	8,4	6,6	7,5	7,6	7
Deficit proračuna (ESA 2010, u % BDP-a)	-0,1	0,2	-7,3	-2,5	0,4
Javni dug (u % BDP-a)	73,2	71	87	78,4	68,4
Tekući račun platne bilance (u % BDP-)	1,8	2,9	-0,5	1,8	-1,6

izvor: Hrvatska narodna banka

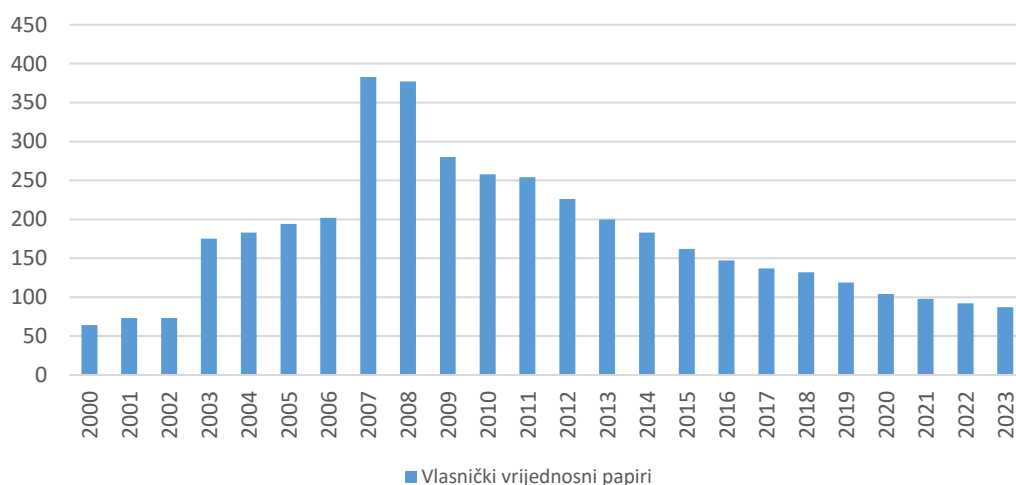
## II. Pregled stanja na domaćem tržištu kapitala

### Vlasnički vrijednosni papiri

Unatoč stabilizaciji gospodarske situacije nakon krize 2008., rijetka nova uvrštenja na dioničko tržište nisu osjetno povećala obujam ukupnog prometa na Zagrebačkoj burzi. U razdoblju od 2014. nadalje, godišnje bi bila uvrštena tek jedna ili dvije dionice, uz izuzetak 2020. i 2021. kada ih je ukupno uvršteno 9 (7 dionica i 2 ETF-a). Međutim, radi snažne industrije mirovinskih fondova u Hrvatskoj, često su ta uvrštenja tehničke naravi i u stvarnosti imaju minimalan ili nikakav „free float“, te ne mogu osigurati dodatnu likvidnost niti fer određivanje cijene.

S druge strane, sve je manji broj izdavatelja čiji su vrijednosni papiri uvršteni na burzu. Od početka 2000. godine, kada su dionice 64 izdavatelja uvrštene na Zagrebačku burzu, broj izdavatelja je u par naglih skokova narastao do vrhunca 2007. godine, kada je ukupno kotiralo 383 izdavatelja. Treba svakako naglasiti da je velik broj tih izdavatelja na burzu došao silom zakona, a radilo se često o tvrtkama koje su imale slabo poslovanje i dugoročno nisu mogla opstati. Usporedno se odvijao snažan proces konsolidacije pojedinih grana, npr. u turizmu, pa je veliki broj izdavatelja nestao s burze radi spajanja i pripajanja. Od tada, broj uvrštenja je u kontinuiranom padu, pa je 2023. godina završila s tek 87 uvrštena dionička izdanja. Za usporedbu: upola manje nego 2003. godine.

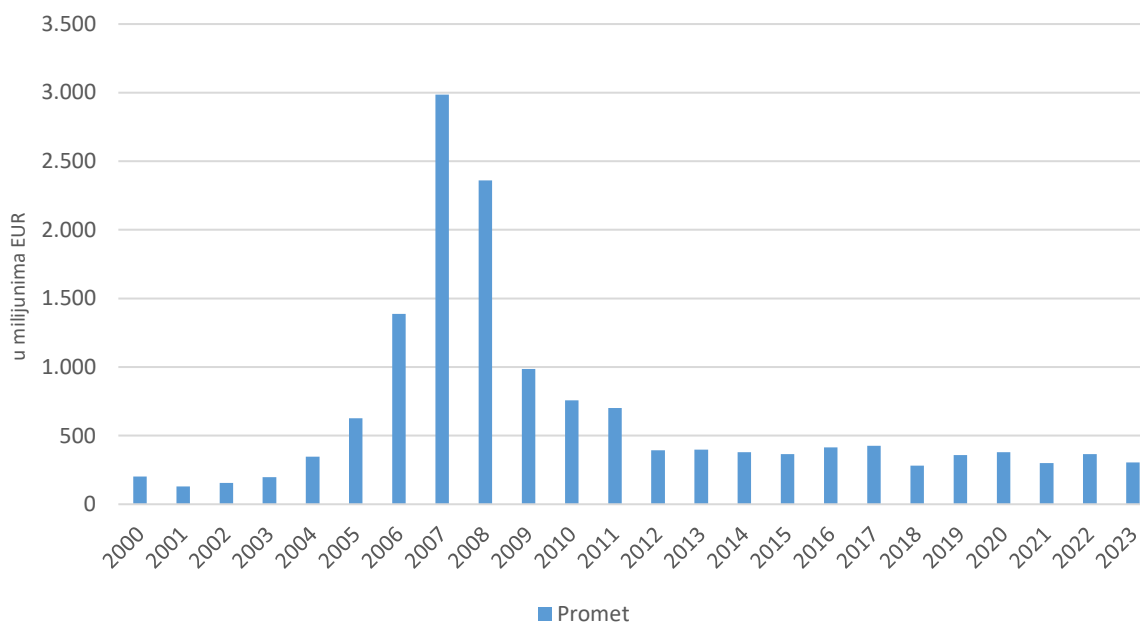
Slika 9. Broj izdanih vlasničkih vrijednosnih papira na Zagrebačkoj burzi



izvor: Zagrebačka burza

Od toga, 6 izdanja vlasničkih vrijednosnih papira uvršteno je u vodeće tržište gdje kotiraju izdavatelji spremni ispunjavati najviše standarde transparentnosti, 20 dionica u službeno, a ostatak u redovito tržište. Promet dionicama bilježi period brzog rasta u periodu do 2007. popraćen razdobljem još bržeg pada u post-kriznim godinama, da bi se stabilizirao na razinama ispod 400 milijuna EUR nakon 2012., gdje stagnira i danas.

Slika 10. Ukupan promet dionicama na ZSE



izvor: Zagrebačka burza

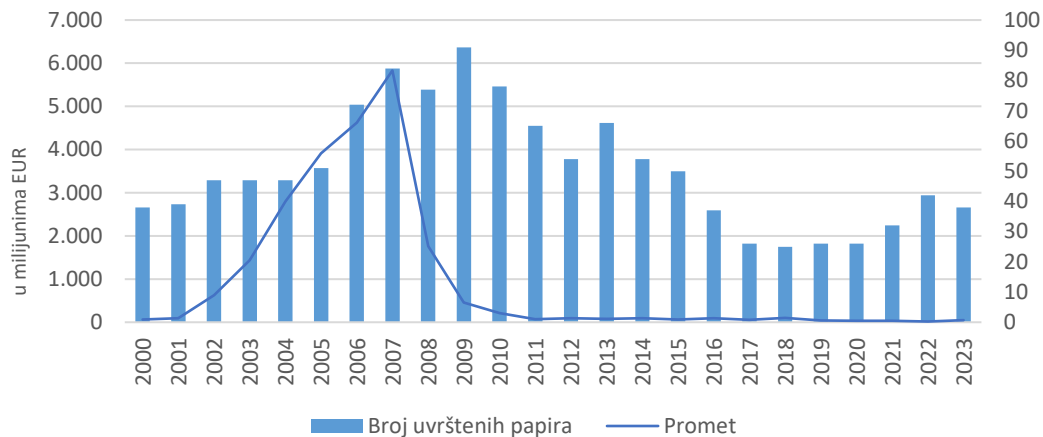
Ukupan promet dionicama na ZSE iznosio je 300 milijuna eura 2021., 366 milijuna eura u 2022. godini i 305 milijuna eura u 2023. Najveći promet u 2023. godini ostvaren je dionicom Podravke. Promet dionicama ovog društva predstavljao je nešto više od 15% ukupnog prometa dionicama na organiziranom tržištu.

Promet pet najtrgovanijih dionica unazad 10 godina prosječno iznosi 50% ukupnog prometa dionicama, što ukazuje da hrvatsko tržište dionica izrazito koncentrirano na nekoliko većih izdanja. Primjerice 2022. top 5 dionica po prometu činilo je 47,65% ukupnog prometa (HT, Tankerska NG, Sunce hoteli, Podravka i Valamar Riviera).

### Dužnički vrijednosni papiri

U segmentu dužničkih vrijednosnih papira, ukupno 11 izdavatelja uvršteno je na Zagrebačku burzu zaključno s krajem 2023. godine. Broj uvrštenih obveznica slijedi sličan trend broja dionica, međutim pad prometa obveznicama još je drastičniji.

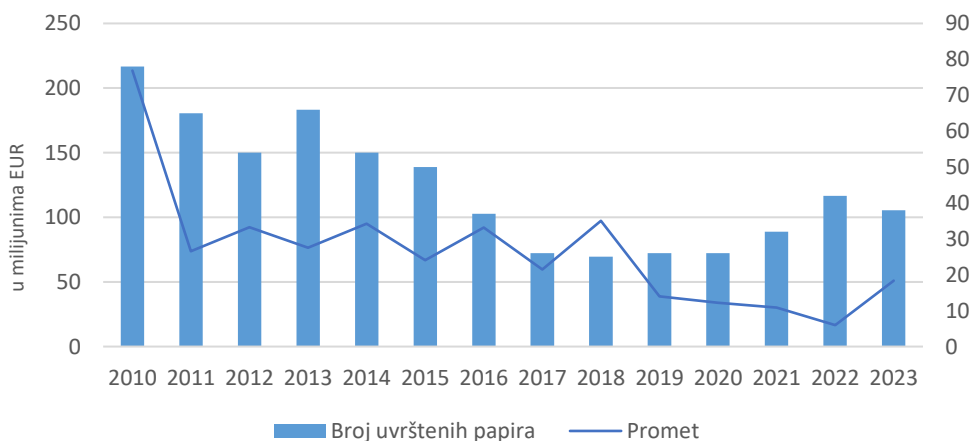
Slika 11. Pregled tržišta dužničkih vrijednosnih papira na ZSE



izvor: Zagrebačka burza

U 2022. godini ukupan promet na tržištu obveznica iznosio je svega 16 milijuna eura, čak upola manje nego prethodne godine. Usporedbe radi, daleke 2000. godine promet obveznicama iznosio je preko 61 milijun eura, a na vrhuncu 2007. godine, preko 5,8 milijardi eura. Pad prometa možda je bolje vizualizirati kada se uklone godine nagle ekspanzije, pa je moguće uočiti prag od 100 milijuna eura prometa godišnje, koji nije moguće prijeći već više od 10 godina.

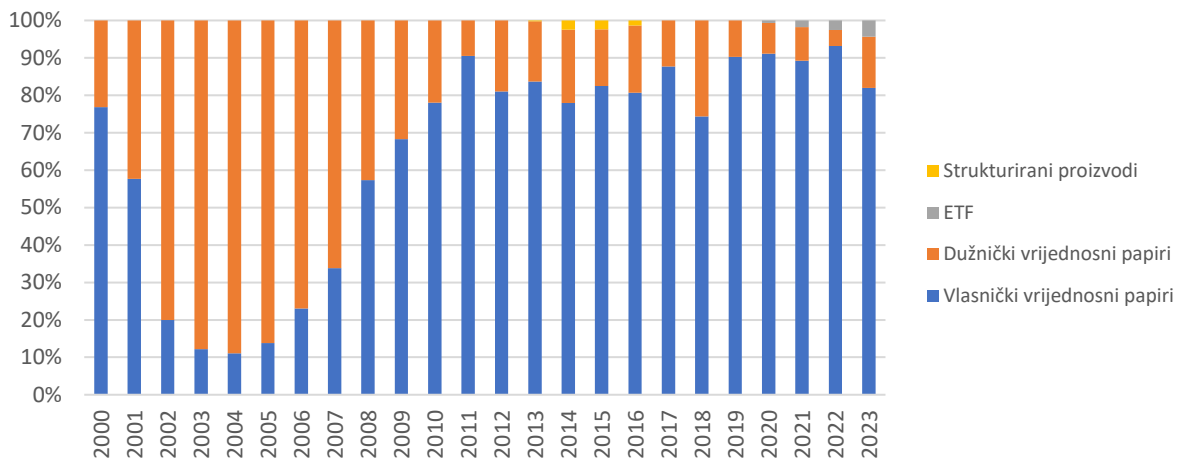
Slika 12. Pregled uvrštenih papira i prometa na obvezničkom tržištu ZSE



izvor: Zagrebačka burza

Pad prometa obveznicama uočljiv je i u udjelu ukupnog prometa. Nekoć dominantan tržišni segment u potpunosti je zamijenjen prometom dionicama. Razlog tome su prije svega promjene u zakonodavnom okviru: prije su se transakcije morale odvijati preko burze, danas to više nije obveza tako da je gotovo sav promet odvija OTC. Na tržištu se pojavio i instrument potpuno nove klase vrijednosnih papira: ETF-ovi.

Slika 13. Struktura prometa na ZSE



izvor: Zagrebačka burza

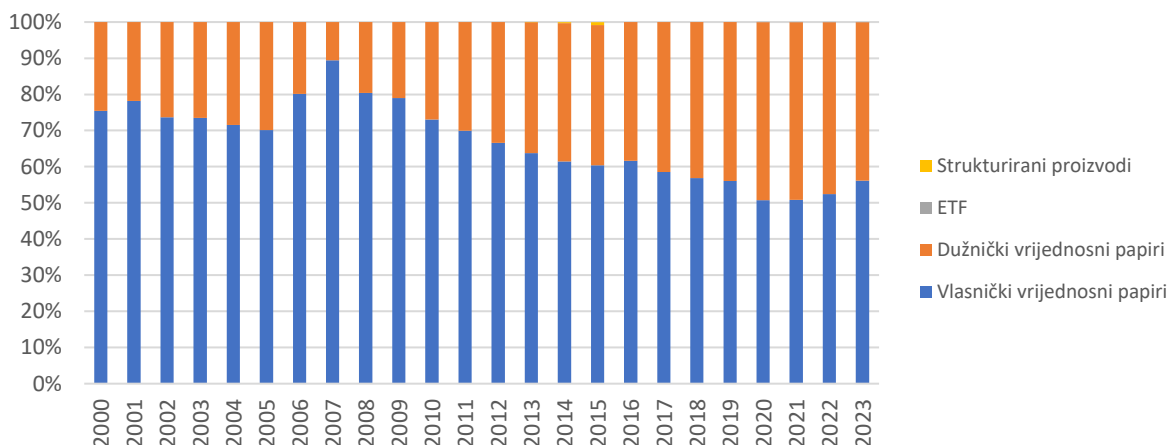
S druge strane, tržišna kapitalizacija uvrštenih obveznica nikad nije bila veća, dosegivši gotovo 18 milijardi eura krajem 2023. godine, što čini gotovo polovicu tržišne kapitalizacije svih vrijednosnih papira uvrštenih na Zagrebačku burzu.

Slika 14. Tržišna kapitalizacija uvrštenih obveznica



izvor: Zagrebačka burza

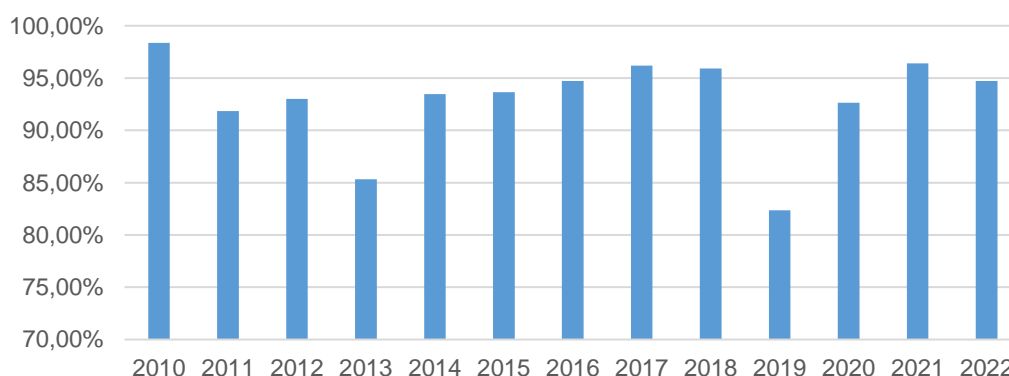
Slika 15. Tržišna kapitalizacija prema vrsti instrumenta



izvor: Zagrebačka burza

Ono što je pritom bitno napomenuti, jest da tržišna kapitalizacija držanih obveznica i trezorskih zapisa čini preko 95% ukupne tržišne kapitalizacije obveznica, odnosno gotovo sav promet obveznica na Zagrebačkoj burzi. Graf u nastavku prikazuje udio prometa državnih obveznica u ukupnom prometu obveznicama od 2010. godine

Slika 16. Udio prometa državnih obveznica u ukupnom prometu obveznicama



izvor: Zagrebačka burza, CFA Udruga Hrvatska

## Investicijski fondovi

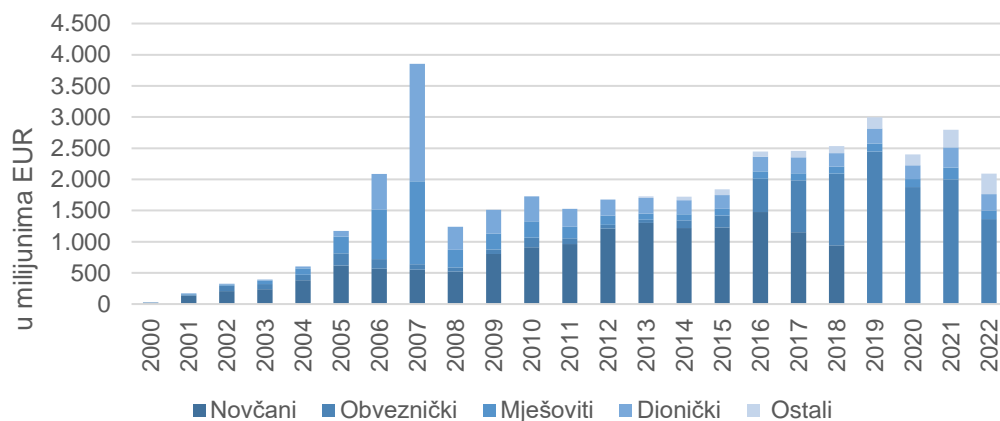
Tržište investicijskih fondova u osnovi je mikrokozmos općih tržišnih trendova. Promatrajući fondove namijenjene malim ulagateljima (UCITS fondovi, i njihovi prethodnici prije usklađivanja s EU UCITS Direktivom 2013. godine – otvoreni investicijski fondovi s javnom ponudom), uočljiva je velika popularnost i nagli rast vrijednosti dioničkih i mješovitih fondova u godinama ekspanzije pred kriznu 2008. godinu.

Nakon pada 2008. godine, kada se imovina hrvatskih investicijskih fondova smanjila preko 60%, ulaganja hrvatskih ulagatelja orijentirana su u konzervativnije strategije. Dominantan tržišni udio novčanih fondova, najkonzervativnije strategije ulaganja, dokinula je europska Direktiva o



novčanim fondovima, nametnuvši strože organizacijske zahtjeve društvima koja njima upravljaju. Rezultat je bila preobrazba novčanih fondova u jedan oblik obvezničkih fondova 2019. godine, ali iz grafa je vidljivo da to nije utjecalo na njihovu popularnost.

Slika 17. Imovina investicijskih fondova u Hrvatskoj



izvor: HANFA

Postupni oporavak ukupne imovine sektora otežala je COVID pandemija 2020. te period naglog rasta tržišnih kamatnih stopa tokom 2022. godine. Rast kamatnih stopa negativno utječe na vrijednost imovine obvezničkih fondova, pa je stoga najpopularniji proizvod industrije, što zbog pada vrijednosti ulaganja, što zbog povlačenja sredstava ulagatelja, izgubio gotovo trećinu imovine tijekom godine.

Usprkos naglom rastu imovine dioničkih fondova tokom 2021. godine, potpomognutom razdobljem ekspanzivne monetarne politike kao odgovor na COVID pandemiju, udio segmenta dioničkih fondova u ukupnoj imovini industrije investicijskih fondova nije nikad vratio svoju nekadašnju popularnost i stagnira na razinama od oko 10%.

### Tržište privatnog kapitala

Kada je riječ o ulaganjima u imovinu kojom se ne trguje na organiziranom tržištu, odnosno ulaganjima na tzv. privatnim tržištima, prvenstveno se misli na *venture capital* i *private equity* fondove.

Povijesno gledano, Hrvatska zaostaje za drugim zemljama EU u pogledu aktivnosti *private equity* i *venture capital* tržišta. U razdoblju od 2007. do 2020. godine, ukupne godišnje investicije tržišta privatnog kapitala iznosile su u prosjeku 0,09% BDP-a, u usporedbi s 0,16% BDP u CEE regiji (zemlje središnje i istočne Europe) i 0,42% BDP za ostale EU zemlje<sup>3</sup>

Analiza HBOR-a i EIB-a, provedena 2022. godine, pokazala je da postoji potencijal ulaganja od ukupno 348 milijuna eura tokom perioda od 2022. do 2026. godine, odnosno oko 70 milijuna eura godišnje. Međutim, ti iznosi nisu dovoljni da pokriju procijenjene potrebe: pa tako veličina

<sup>3</sup> Market gap assesment in the area of private equity and venture capital financing in Croatia – Summary, European Investment Advisory Hub, srpanj 2022.

indikativnog tržišnog jaza u razdoblju od 2023. do 2026. godine iznosi preko 110 milijuna eura godišnje<sup>4</sup>.

---

<sup>4</sup> Ibid.



**REZULTATI ISTRAŽIVANJA I  
ANALIZA CFA UDRUGE HRVATSKA**

## Rezultati istraživanja i analize CFA Udruge Hrvatska

Tijekom 2023. godine, CFA Udruga Hrvatska provela je sveobuhvatno istraživanje stavova tržišnih sudionika o stanju na tržištu kapitala. Ovo istraživanje pruža jedinstven uvid u razmišljanja tržišnih aktera o trenutnom stanju tržišta kapitala te o smjeru u kojem bi se trebalo razvijati.

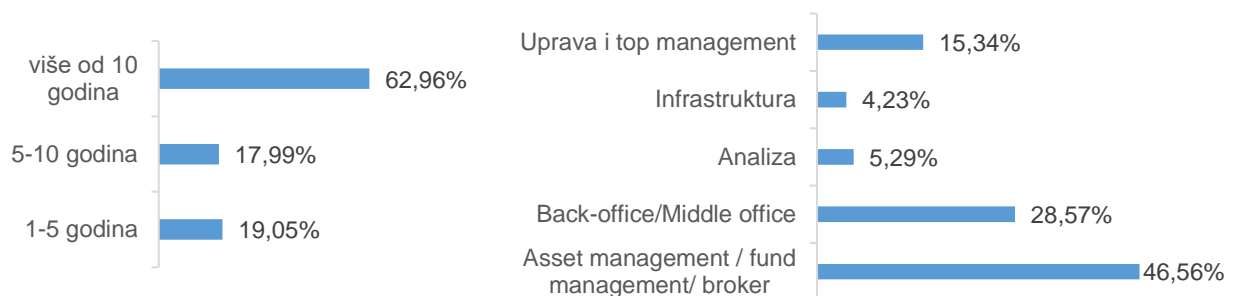
Istraživanje ovog tipa i obuhvata dosad nije provedeno na domaćem tržištu kapitala. Na temelju rezultata istraživanja, CFA Udruga prikupila je robustan skup podataka koji omogućuje dublje razumijevanje tržišta kapitala u Hrvatskoj.

Istraživanje je obuhvatilo dva tržišna segmenta: tržišne sudionike (ispitanici su osobe zaposlene u društvima koja se bave pružanjem investicijskih usluga u Hrvatskoj ili rade na poslovima vezanim uz pružanje investicijskih usluga) te izdavatelje na Zagrebačkoj burzi.

### I. Istraživanje stavova sudionika tržišta kapitala

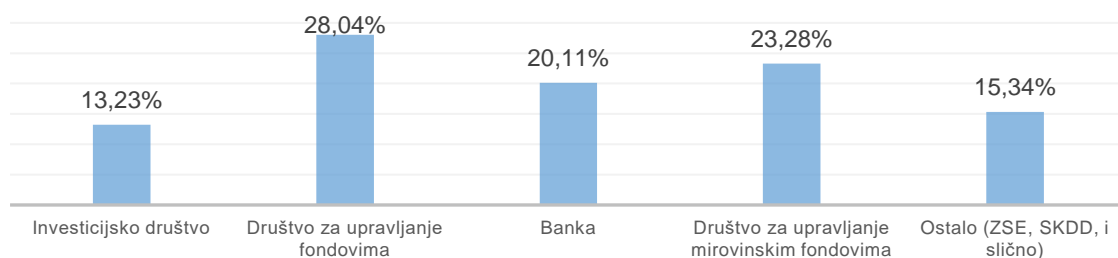
Prvo istraživanje obuhvatilo je sudionike na tržištu kapitala koji se bave pružanjem investicijskih usluga ili rade na poslovima pružanja investicijskih usluga. U istraživanju je sudjelovalo preko 200 ispitanika, od čega se u konačnom uzorku našlo 189 ispitanika. Ispitivanje je provedeno tijekom srpnja 2023. godine.

Slika 18. Radno iskustvo i radno mjesto ispitanika



izvor: CFA Udruga Hrvatska

Slika 19. Radno mjesto ispitanika



izvor: CFA Udruga Hrvatska

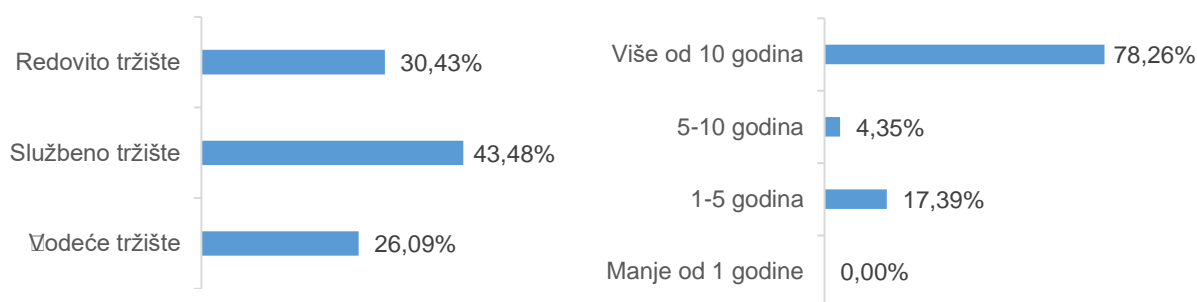
U istraživanju su sudjelovali ispitanici zaposleni u 39 društava iz svih segmenata tržišta kapitala.

Istraživanje je bilo podijeljeno na opće teme, porezna pitanja, regulatorna pitanja i pitanja vezana uz infrastrukturu.

## II. Istraživanje stavova izdavatelja

Drugo istraživanje obuhvatilo je izdavatelje na tržištu kapitala. U istraživanju su sudjelovala 23 izdavatelja, što predstavlja 25% svih izdavatelja na domaćem tržištu. U istraživanju su sudjelovali svi veći izdavatelji.

Slika 20 Profil izdavatelja prema tržišnom segmentu i razdoblju uvrštenja



izvor: CFA Udruga Hrvatska

Istraživanje je bilo podijeljeno na opće teme, porezna pitanja, regulatorna pitanja i pitanja vezana uz infrastrukturu.

## III. Rezultati istraživanja i popratna analiza

U obje ankete ispitanici su većinom nezadovoljni općim stanjem na tržištu kapitala. Kao faktore koji narušavaju atraktivnost domaćeg tržišta kapitala izdvajaju: i) nedovoljnu likvidnost, ii) premali broj izdanja i iii) opću razinu financijske pismenosti.

Tablica 3. Faktori koji utječu na smanjenu atraktivnost tržišta, prema ocjeni tržišnih sudionika

Faktor	Ukupna ocjena važnosti	Stupanj utjecaja
1. Nedovoljna likvidnost na tržištu	6,18	<b>Visok</b>
2. Premalo atraktivnih izdanja	6,05	
3. Nedostatak financijske pismenosti i svijesti o ulaganju	5,72	
4. Visok stupanj i kompleksnost regulatornih zahtjeva te trošak regulative	5,33	
5. Porezno opterećenje i kompleksnost prijave poreza na dohodak	5,28	
6. Visoki troškovi infrastrukture (SKDD i CCP)	4,38	
7. Visoki troškovi transakcija i provizija	4,32	
8. Neadekvatna transparentnost izdavatelja	4,27	
9. Slaba pravna zaštita ulagatelja	4,11	
10. Visok trošak infrastrukture (ZSE)	3,92	<b>Nizak</b>

izvor: Istraživanje stavova tržišnih sudionika, CFA Udruga Hrvatska

Tablica 4. Faktori koji utječu na smanjenu atraktivnost tržišta, prema ocjeni izdavatelja

Faktor	Ukupna ocjena važnosti	Stupanj utjecaja
1. Nedovoljna likvidnost na tržištu	5,78	<b>Visok</b>
2. Premalo atraktivnih izdanja	5,78	
3. Nedostatak financijske pismenosti i svijesti o ulaganju	5,26	
4. Visok stupanj i kompleksnost regulatornih zahtjeva te trošak regulative	5,09	
5. Porezno opterećenje i kompleksnost prijave poreza na dohodak	4,87	
6. Administrativni troškovi povezani sa statusom izdavatelja (SKDD, Zagrebačka burza, HANFA, FINA)	4,74	
7. Visoki troškovi transakcija i provizija	4,43	
8. Slaba pravna zaštita ulagatelja	4,23	<b>Nizak</b>
9. Neadekvatna transparentnost izdavatelja	4,17	

izvor: Istraživanje stavova izdavatelja, CFA Udruga Hrvatska

Kao ključne promjene, potrebne za daljnji razvoj tržišta, ispitanici su izdvojili sljedeće:

Tablica 5. Potrebne promjene na domaćem tržištu kapitala prema mišljenju tržišnih sudionika

Promjene	Faktor prioriteta	Stupanj važnosti
1. Porezne reforme, uvođenje poreznih olakšica te ujednačavanje porezne prakse	7,37	<b>Visok</b>
2. Prekvalifikacija tržišta iz kategorije „frontier market“ u kategoriju „emerging market“	6,31	
3. Uvođenje investicijskih računa za poticanje dugoročnih ulaganja i mobilizaciju štednje kroz ciljane porezne poticaje	5,41	
4. Povećanje komunikacije investicijskih stručnjaka s javnosti (komentiranje investicija, situacije na tržištu i slično)	5,12	
5. Omogućavanje digitalnog „onboardinga“ klijentima	4,82	
6. Efikasnija i troškovno dostupnija infrastruktura (SKDD)	4,72	
7. Povećanje sudjelovanja institucionalnih ulagatelja kroz uvođenje transparentnog sustava odabira prime dealera	4,27	
8. Efikasnija i troškovno dostupnija infrastruktura (ZSE)	3,81	<b>Nizak</b>
9. Uvođenje dodatnih poticaja za ESOP planove	3,16	

izvor: Istraživanje stavova tržišnih sudionika, CFA Udruga Hrvatska

Tablica 6. Potrebne promjene na domaćem tržištu kapitala prema mišljenju izdavatelja

Promjene	Faktor prioriteta	Stupanj važnosti
1. Porezne reforme, uvođenje poreznih olakšica te ujednačavanje porezne prakse	6,04	<b>Značajan</b>
2. Prekvalifikacija tržišta iz kategorije „frontier market“ u kategoriju „emerging market“	4,65	
3. Povećanje komunikacije investicijskih stručnjaka s javnosti (komentiranje investicija, situacije na tržištu i slično)	4	
4. Uvođenje investicijskih računa za poticanje dugoročnih ulaganja i mobilizaciju štednje kroz ciljane porezne poticaje	3,87	
5. Visoki troškovi infrastrukture (SKDD, Zagrebačka burza, HANFA, FINA)	3,83	
6. Uvođenje dodatnih poticaja za ESOP planove	2,87	<b>Nizak</b>
7. Omogućavanje digitalnog „onboardinga“ klijentima	2,74	

izvor: Istraživanje stavova izdavatelja, CFA Udruga Hrvatska

**Promjene u poreznom sustavu.** Tema oporezivanja se nekoliko puta pojavljuje kao jedan od ključnih faktora u ocjeni atraktivnosti i prepreka na domaćem tržištu kapitala. Istraživanje je pokazalo kako većina ispitanika smatra poreznu stopu na kapitalnu dobit umjerenom, međutim ocjenjuju kako je način obračuna i prijave poreza izuzetno kompleksan te odvraća ulagatelje od tržišta: 88% ispitanika ocjenjuje kako treba reformirati sustav obračuna i prijave poreza na dohodak od kapitala, dok je više od 50% ispitanika nezadovoljno ili izrazito nezadovoljno načinom obračuna i prijave poreza na kapitalnu dobit.

Nešto niže razine nezadovoljstva ispitanici su iskazali načinom na koji se obračunava i prijavljuje porez na dividende. Općenito, porezni sustav vezan uz tržište kapitala percipiran je kao pretjerano kompleksan te su kao glavne poteškoće izdvojene kompleksnost poreznih propisa i kompleksnost postupka prijave poreza na dohodak od kapitala i dividendi.

Tablica 7. Glavne poteškoće vezane uz porezni sustav

Poteškoće	Faktor prioriteta	Stupanj važnosti
1. Kompleksnost poreznih propisa	4,48	<b>Visok</b>
2. Kompleksnost postupka prijave poreza na dohodak	4,32	
3. Visina poreznih stopa	3,86	
4. Nepredvidivost i nestabilnost poreznih politika	3,31	
5. Nedostatak fleksibilnosti i prilagodljivosti poreznih propisa	2,57	
6. Neujednačenost porezne prakse	2,47	<b>Nizak</b>

izvor: Istraživanje stavova tržišnih sudionika CFA Udruga Hrvatska

Dodatno, čak 51% ispitanika smatra kako porezna praksa na financijskom tržištu nije ujednačena, pa se kao primjer toga izdvaja naplata PDV-a na investicijske usluge (gdje samo dio financijske industrije obračunava trošak PDV-a na investicijske usluge, primjerice različito se tretiraju upravljačke naknade kod upravljanja portfeljem i upravljačke naknade kod fondova). Dodatno, 59% ispitanika smatra kako treba omogućiti isplate u iz fonda u portfelj pojedinog ulagatelja, i obrnuto, unutar istog društva bez naplate poreza. Navedene isplate trenutno se oporezuju, dok se prelazak iz fonda u fond ne oporezuje.

Kao ključne promjene, koje bi donijele najveće stimulirajuće efekte na tržište kapitala, ispitanici su istaknuli porezne olakšice i poticaje za ulaganje, veću jednostavnost i transparentnost poreznih propisa, te povoljniji porezni tretman kapitalnih dobitaka.

Tablica 8. Ključne potrebne promjene u poreznom sustavu

Promjena	Faktor prioriteta	Stupanj važnosti
1. Porezne olakšice i poticaji za investicije	4,11	<b>Visok</b>
2. Jednostavnost i transparentnost poreznih propisa	3,58	
3. Povoljniji porezni tretman kapitalnih dobitaka	3,06	
4. Efikasnija naplata poreza	2,14	
5. Porezne olakšice za društva listana na burzi	2,12	<b>Nizak</b>

izvor: Istraživanje stavova tržišnih sudionika CFA Udruga Hrvatska

**„Emerging market“ kategorizacija.** Jedna od najvažnijih inicijativa, koja bi donijela koristi tržištu, je strateško usmjeravanje prema kvalifikaciji „*emerging market*“ („tržište u nastajanju“) po MSCI metodologiji. Domaće tržište je trenutno klasificirano kao „*frontier market*“ („rubno tržište“) te mu nedostaju brojni uvjeti da ostvari klasifikaciju tržišta u nastajanju.

Kriteriji za klasifikaciju tržišta razlikuju se među različitim rejting agencijama. Svaka od navedenih agencija, poput MSCI, Standard & Poor's (S&P), FTSE i Dow Jones, koristi vlastite metode i kriterije kako bi klasificirala tržišta prema različitim kategorijama. Pristup svake agencije se razlikuje (prema zahtijevanoj likvidnosti i broju izdanja koji zadovoljavaju kriterije prema veličini tržišne kapitalizacije):

- MSCI:
  - MSCI koristi niz kriterija kao što su makroekonomski uvjeti, politička stabilnost, imovinska prava, trgovanje i procesi poravnanja i namire, te jednostavnost pristupa tržištu.
  - Osim kvantitativnih kriterija, MSCI analizira mišljenja i iskustva institucionalnih ulagatelja kako bi odredila je li tržište razvijeno, u nastajanju ili rubno
- S&P (Standard & Poor's):
  - S&P koristi dvostupanjski pristup. Početna prikladnost tržišta procjenjuje se temeljem kvantitativnih podataka, a u slučaju mogućih promjena klasifikacije provodi se dubinska studija koja uključuje i kvalitativne podatke.
  - Minimalni zahtjevi: Zemlje moraju zadovoljiti minimalne zahtjeve za tržišnu kapitalizaciju, godišnji promet i koeficijent razvijenosti tržišta, koji se mjeri omjerom domaće tržišne kapitalizacije prema nominalnom BDP-u.
- FTSE:
  - FTSE uzima u obzir različite čimbenike, uključujući tržišno i regulatorno okruženje, skrbništvo, izvedenice i veličinu tržišta.
  - Klasifikacija se redovito pregledava kako bi bila u skladu s međunarodnim ulagateljskim zahtjevima, a zemlje se svake godine pregledavaju radi klasifikacije u razvijene, napredne u nastajanju ili sekundarne u nastajanju/granične kategorije.
- Dow Jones:
  - Dow Jones koristi kombinaciju kvantitativnih i kvalitativnih metoda za procjenu zemalja.
  - Ocjena temeljena na tržištu i regulativi: Proces pregleda temelji se na kriterijima tržišta i regulative, strukturi trgovanja, operativnoj učinkovitosti i drugim faktorima koji određuju relativni stupanj razvoja tržišta.

Kako prema navedenim kriterijima stoji Hrvatska i koliki je jaz između trenutne klasifikacije i klasifikacije tržišta u nastajanju? Primjerice, prema MSCI metodologiji, da bi bilo kvalificirano kao tržište u nastajanju, hrvatsko tržište kapitala najveći jaz mora zatvoriti u dijelu koji se odnosi na broj i veličinu izdavatelja te prosječni dnevni promet. MSCI kriteriji zahtijevaju barem 3 izdavatelja na tržištu čija pojedinačna tržišna kapitalizacija mora biti veća od 2.066 milijuna dolara s „*free float*“ tržišnom kapitalizacijom ne manjom od 1.033 milijuna dolara. Likvidnost instrumenta, mjerena prosječnim prometom u odnosu na „*free float*“ tržišnu kapitalizaciju, ne smije biti manja od 15%. Domaće tržište trenutno nema niti jedno izdanje takve veličine i likvidnosti. Čak i kada bi proširili obuhvat, hrvatsko i slovensko tržište kapitala nemaju dovoljno



takvih izdanja (postoje potencijalni izdavatelji te veličine, ali padaju na kriteriju „free-floata“ i likvidnosti).

Tablica 9. MSCI kriteriji za klasifikaciju tržišta

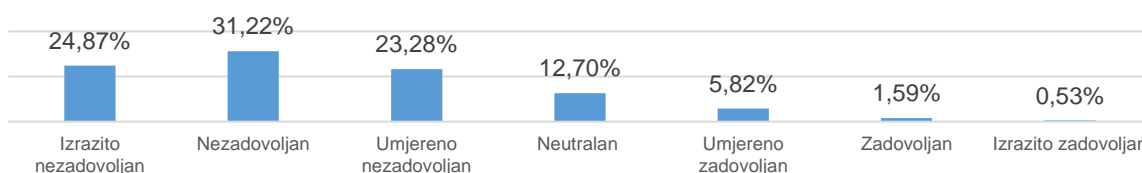
Kriterij	Kategorizacija	
	Frontier market	Emerging market
<b>1. Stupanj ekonomskog razvoja</b>	Nema zahtjeva	Nema zahtjeva
<b>2. Veličina tržišta i likvidnost</b>		
2.1. Broj tvrtki koje zadovoljavaju kriterije Standardnog Indeksa	2	3
Veličina tvrtke (tržišna kapitalizacija)	USD 1.033 mm	USD 2.066 mm
Free-float tržišna kapitalizacija	USD 73 mm	USD 1.033 mm
Likvidnost vrijednosnice	2,5% ATVR	15% ATVR
<b>3. Dostupnost tržišta</b>		
3.1. Otvorenost za strane ulagatelje	Djelomična	Značajna
3.2. Lakoća priljeva/odljeva kapitala	Parcijalna	Značajna
3.3. Učinkovitost operativnog okvira	Umjerena	Kvalitetna i testirana
3.4. Dostupnost financijskih instrumenata	Visoka	Visoka
3.5. Stabilnost institucionalnog okvira	Umjerena	Umjerena

izvor: MSCI

Dakle, postoji značajan jaz između trenutnog stanja na domaćem tržištu i minimalnih uvjeta potrebnih za stjecanje klasifikacije tržišta u nastajanju. Jedini način za premostiti ovaj jaz je stvoriti primamljivo investicijsko okruženje za izdavatelje (kako bi ih se potaknulo na snažnije korištenje instrumenata tržišta kapitala) te stimulirajuće okruženje za ulagatelje (kako bi se osigurala potrebna likvidnost).

**Uvođenje investicijskih računa s poreznim poticajima.** Većina ispitanika u istraživanju rangirala je uvođenje investicijskih računa s poreznim poticajima kao jedan od najvećih prioriteta. Investicijski računi u različitim iteracijama postoje u nekoliko zemalja EU. Investicijski računi su financijski proizvodi koji malim ulagateljima omogućuju ulaganje uštede u različite vrste financijske imovine: dionice, obveznice, ETF-ove, udjele u investicijskim fondovima i slično. Razlikuju se od standardnih skrbičkih i brokerskih računa po tome što omogućuju porezne olakšice te na taj način olakšavaju i potiču ulagatelje. Također, uvođenje ovakvog tipa računa riješilo bi u velikoj mjeri nezadovoljstvo malih ulagača načinom obračuna i prijavom poreza na kapitalnu dobit. Podsjetimo, istraživanje je pokazalo da 88% ispitanika smatra kako treba reformirati sustav obračuna i prijave poreza na dohodak od kapitala radi poboljšanja efikasnosti i pravičnosti.

Slika 21. Zadovoljstvo ispitanika načinom prijave i obračuna poreza na kapitalnu dobit



izvor: Istraživanje stavova tržišnih sudionika, CFA Udruga Hrvatska

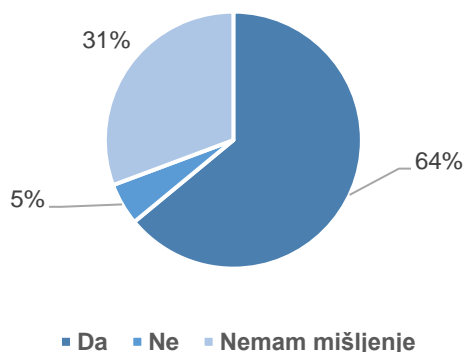
**Administrativno i regulatorno rasterećenje poslovanja te učinkovitiji procesi.** Jedna od tema koja se kontinuirano pojavljuje među ispitanicima, posebno u odgovorima otvorenog tipa, je administrativno i regulatorno rasterećenje poslovanja. Kod administrativnog ograničenja ispitanici navode čitav niz različitih problema, od kojih izdvajamo samo nekoliko:

- snažna potreba za harmonizacijom provođenja korporativnih akcija sukladno EU standardima (uključujući i poticanje elektroničkog glasanja na glavnim skupštinama izdavatelja koji su uvršteni na burzu, potrebu za omogućavanjem digitalizacije prihvata ponuda za preuzimanje)
- nemogućnost primjene DTT porezne stope za fondove, zbog nemogućnosti dobivanja potvrde o rezidentnosti fonda od Porezne uprave
- usklađenje i jasno definiranje pojmova *stvarni vlasnik, ulagatelj, imatelj, dioničar, vlasnik* i sl. u Zakonu o trgovačkim društvima, Zakonu o tržištu kapitala te dokumentima SKDD-a
- nejasnoće oko utvrđivanje identiteta ulagatelja prilikom zasnivanja poslovnog odnosa na daljinu. Način utvrđivanja identiteta klijenta putem videokonferencije potrebno je pojednostaviti na način da se identifikacija klijenta može provesti i posredstvom automatiziranog računalnog softvera (tzv. *liveness test*)
- nemogućnost upisa VC i PE fondova kao vlasnika tvrtki koje ti fondovi drže u portfelju. Trenutno je moguć samo upis društava za upravljanje, što predstavlja pravni rizik
- administrativno opterećen i spor postupak odobravanja i uvođenja novih proizvoda.

**Primarni dileri.** Trenutno samo 4 zemlje u EU nemaju sustav primarnih *dealera* (Cipar, Estonija, Malta i Hrvatska). Istraživanje je pokazalo kako sudionici na domaćem tržištu smatraju da je potrebno uvesti transparentan sustav odabira primarnih dilera. Primarni dileri su ključni igrači u financijskom sustavu jer podržavaju tržište državnih vrijednosnih papira, pridonose likvidnosti i pomažu u vođenju fiskalne i monetarne politike. Osim toga, njihova suradnja s vladinim tijelima olakšava upravljanje državnim dugom i financijskim tržištima:

- Primarni dileri su odabrane financijske institucije koje sudjeluju u procesu izdavanja državnih vrijednosnih papira, kao što su državne obveznice ili trezorski zapisi.
- Održavatelji likvidnosti: Primarni dileri djeluju kao održavatelji likvidnosti za državne vrijednosne papire.
- Primarni dileri obično su financijske institucije s dobrim rejtingom i reputacijom, jer ih državne institucije odabiru da sudjeluju u osjetljivom procesu izdavanja državnih vrijednosnih papira.

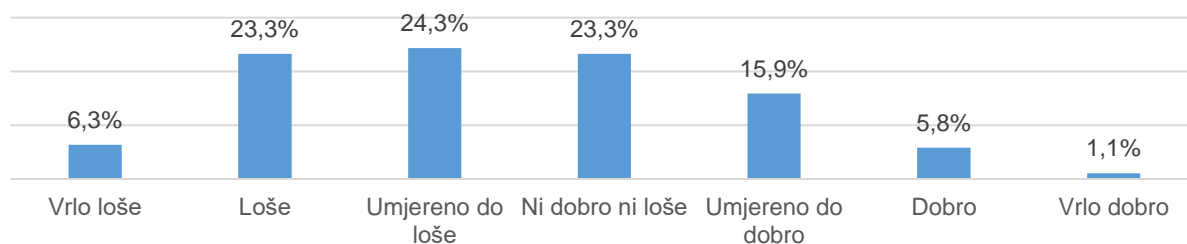
Slika 22. Potreba za "prime dealer" sustavom



izvor: Istraživanje stavova tržišnih sudionika, CFA Udruga Hrvatska

**Stavovi prema regulatoru.** Prilikom ocjenjivanja regulatora tržišni sudionici su iskazali umjereno nezadovoljstvo. Također, 86% ispitanika smatra kako bi smanjenje regulatornih zahtjeva potaknulo veću aktivnost tržišta.

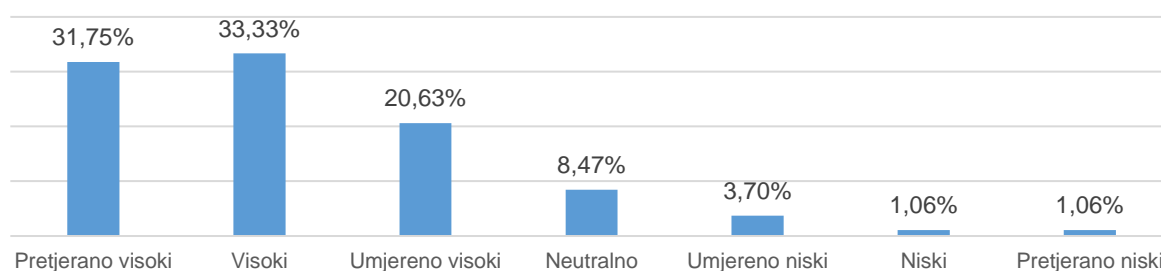
Slika 23. Ocjena trenutnih napora regulatornih tijela u podršci razvoju tržišta kapitala



izvor: Istraživanje stavova tržišnih sudionika, CFA Udruga Hrvatska

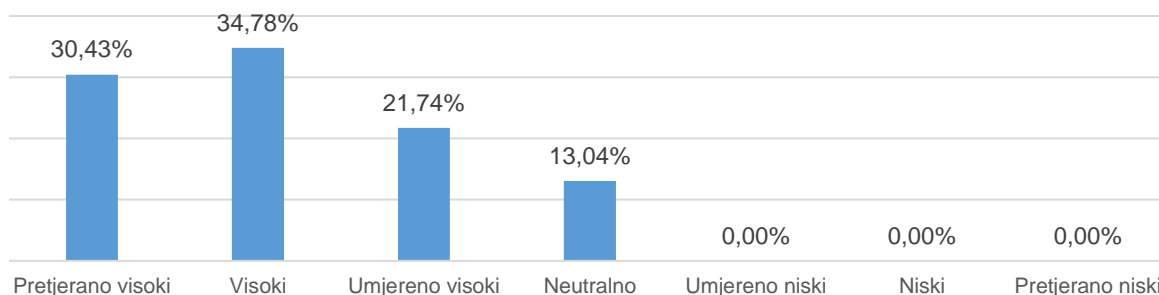
Također, ispitanici, posebno u otvorenim odgovorima, navode neprimjerenost postojeće regulacije na tržište naše veličine. Na isto upućuju i odgovori o primjerenosti stupnja regulatornih zahtjeva: većina ispitanika ih svrstava u kategoriju „previsokih“ ili „visokih“. Istodobno, ispitanici ocjenjuju pozitivnom pravnu sigurnost na tržištu (43% ispitanika smatra da je stupanj pravne sigurnosti na tržištu kapitala umjereno visok do visok).

Slika 24. Primjerenost stupnja regulatornih zahtjeva na tržištu, prema ocjeni tržišnih sudionika



izvor: Istraživanje stavova tržišnih sudionika, CFA Udruga Hrvatska

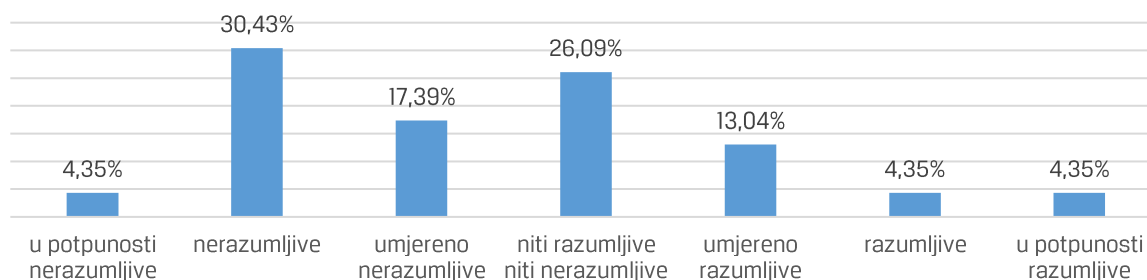
Slika 25. Primjerenost stupnja regulatornih zahtjeva na tržištu, prema ocjeni izdavatelja



izvor: Istraživanje stavova izdavatelja, CFA Udruga Hrvatska

Dodatno, izdavatelji su prijavili kako im često nisu u potpunosti jasne upute regulatora. Istraživanje je ukazalo na potrebu za jačim umrežavanjem izdavatelja i zajedničkim djelovanjem prema drugim dionicima, čime bi se jednostavnije uspostavila najbolja praksa na razini industrije.

Slika 26. Jasnoća uputa regulatornih tijela, prema mišljenju izdavatelja



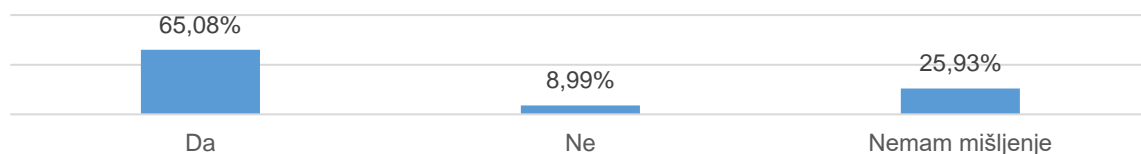
izvor: Istraživanje stavova izdavatelja, CFA Udruga Hrvatska

Iako je ovakav odnos prema regulatoru prirodan, zanimljivo je kako su druga istraživanja pokazala kako je utjecaj regulatora na poticanje razvoja tržišta ipak donekle ograničen. Prema sveobuhvatnoj studiji koju je provela Oxera Consulting<sup>5</sup> na zahtjev Europske komisije, dokazano je kako regulatorna ograničenja nisu primarni uzrok pada broja uvrštenja unutar EU u zadnjih 10 godina, ali i da postoji prostor za buduću modernizaciju i pojednostavljenje pravila uvrštenja.

Također, ispitanici smatraju kako je u Hrvatskoj prisutna praksa prekomjerne regulacije („goldplating“). Europska komisija je definirala "goldplating" u "Smjernicama za bolju regulaciju" iz 2017. godine: "Goldplating opisuje proces kojim država članica prilikom prijenosa direktiva EU u svoje nacionalno zakonodavstvo koristi priliku da nametne dodatne zahtjeve, obveze ili standarde adresatima svog nacionalnog zakona koji idu izvan zahtjeva ili standarda predviđenih u prenesenom zakonodavstvu EU." Jednostavnije rečeno, "goldplating" bi trebalo shvatiti kao implementaciju regulative Europske unije izvan njenih minimalnih zahtjeva.

<sup>5</sup> Oxera Consulting LLP, „Primary and secondary equity markets in the EU“, 2020, <https://www.oxera.com/wp-content/uploads/2020/11/Oxera-study-Primary-and-Secondary-Markets-in-the-EU-Final-Report-EN-1.pdf>

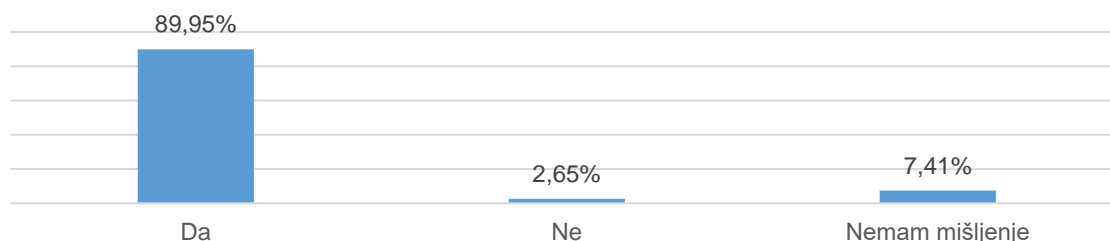
Slika 27. Prisutnost prakse prekomjerne regulacije



izvor: Istraživanje stavova tržišnih sudionika, CFA Udruga Hrvatska

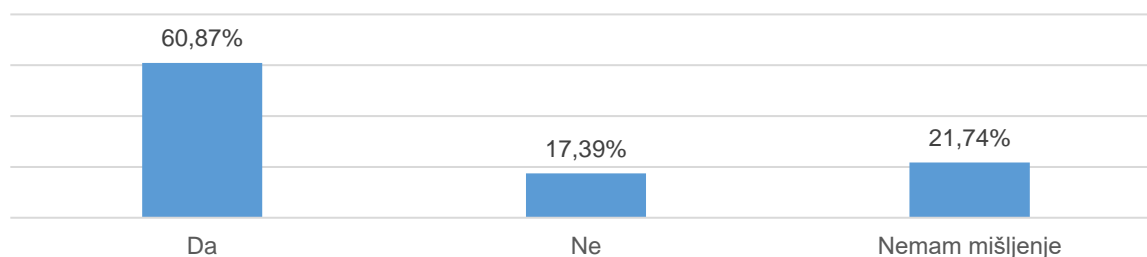
**Digitalizacija u segmentu elektronskog glasanja.** Tržišni sudionici i izdavatelji istaknuli su veliku potrebu za omogućavanjem elektronskog glasanja na skupštinama, kako bi dioničari aktivnije sudjelovali na glavnim skupštinama. Ova potreba je dodatno istaknuta i u pitanjima otvorenog tipa.

Slika 28. Potreba za uvođenjem mjera koje potiču elektroničko glasanje na glavnim skupštinama uvrštenih izdavatelja, prema tržišnim sudionicima



izvor: Istraživanje stavova tržišnih sudionika, CFA Udruga Hrvatska

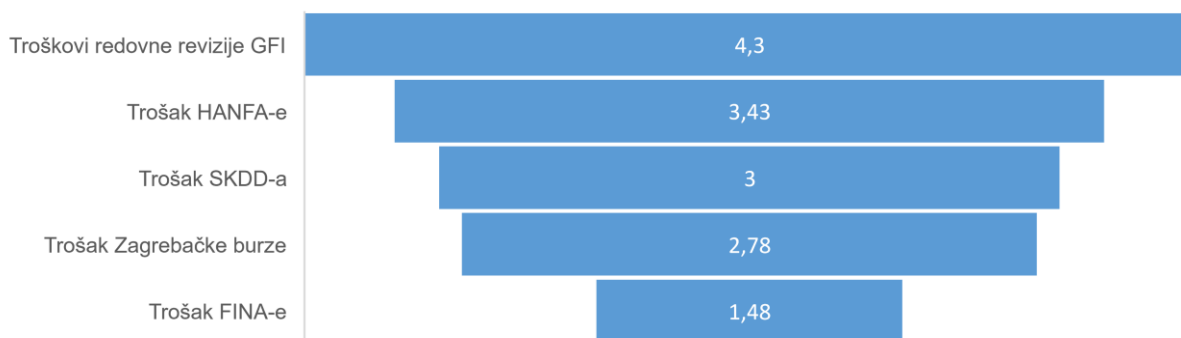
Slika 29. Potreba za uvođenjem mjera koje potiču elektroničko glasanje na glavnim skupštinama uvrštenih izdavatelja, prema izdavateljima



izvor: Istraživanje stavova izdavatelja, CFA Udruga Hrvatska

**Troškovi.** Pitanje troškova uvrštenih i neuvrštenih izdavatelja ima znano širi obuhvat od pitanja troškova Zagrebačke burze i SKDD-a. Naime, tvrtke imaju velik broj troškova povezanih sa statusom izdavatelja. Status izdavatelja podrazumijeva direktne troškove (naknade revizoru, različiti novi formati izvještavanja i stalno proširenje opsega informacija koje treba objaviti), ali i indirektne troškove (agencijski troškovi, niže cijene, upravljanje rizicima, sudski sporovi i regulacija). Troškovi povezani s uvrštenjem na burzu posebno su važni za manje izdavatelje, za koje bi iz tog razloga alternativne opcije privatnog financiranja mogle biti lakše dostupne. Rezultati istraživanja pokazuju da, kao troškove koji ih najviše opterećuju, izdavatelji izdvajaju troškove revidiranja godišnjih izvještaja.

Slika 30. Percepcija troškova izdavatelja



izvor: Istraživanje stavova izdavatelja, CFA Udruga Hrvatska

Ovaj nalaz potvrđuje i nalaz Oxera studije<sup>6</sup>, koja je imala daleko veći obuhvat. Prema njihovom istraživanju, provedenom unutar EU, povratne informacije tržišnih sudionika pokazuju da su početni i tekući troškovi postajanja javnom tvrtkom znatno porasli u posljednjim desetljećima i produbili jaz između javnih i privatnih tvrtki. Oxera procjenjuje kako **ukupni financijski trošak iznosi između 5% i 15% prikupljenog kapitala**, u pravilu na višoj strani spektra za tvrtke koji prikupljaju manje iznose. Dodatno, glavni razlozi za dobrovoljni odabir odlaska s burze uključuju izazove povezane s ispunjavanjem zahtjeva redovnog financijskog izvješćivanja, vrijeme i trošak povezan s usklađivanjem i administracijom, godišnje naknade plaćene savjetnicima, brokerima i burzama te zahtjeve za otkrivanjem cjenovno osjetljivih informacija.

<sup>6</sup> Oxera Consulting LLP, „Primary and secondary equity markets in the EU“, 2020, <https://www.oxera.com/wp-content/uploads/2020/11/Oxera-study-Primary-and-Secondary-Markets-in-the-EU-Final-Report-EN-1.pdf>



**PODLOGA ZA STRATEGIJU RAZVOJA  
TRŽIŠTA KAPITALA U HRVATSKOJ**

## Okvir podloge za Strategiju

### I. Svrha i ciljevi

Svrha ove podloge za Strategiju je predložiti inicijative koje je potrebno provesti kako bi se ostvarili zadani ciljevi. Prijedlog ciljeva i prijedlog inicijativa definirala je Radna skupina temeljem provedenih istraživanja te vlastite analize. Prilikom postavljanja ciljeva i prijedloga inicijativa, posebna pozornost je posvećena da sve inicijative i ciljevi zadovoljavaju „SMART“ kriterije: specifičnost, mjerljivost, ostvarivost, razumnost te vremensku određenost.

**Prijedlog dugoročnog cilja za razvoj domaćeg tržišta kapitala i ove podloge za Strategiju je postizanje „emerging market“ klasifikacije tržišta.** Ovaj cilj u sebi objedinjava sve kvantitativne i kvalitativne kriterije za razvoj tržišta. Ovaj cilj uključuje i dva kvalitativna cilja: i) jačanje i poticanje izdavatelja te ii) mobilizacija štednje i poticanje aktivnosti malih ulagatelja. Za postizanje ovog dugoročnog cilja potrebne su strukturirane strateške inicijative koje obuhvaćaju samo tržište, dostupnost kapitalu, te porezno, regulatorno i administrativno okruženje.

Uspješnost ispunjavanja glavnog cilja ove podloge za Strategiju utvrđuje se temeljem ostvarivanja ključnih pokazatelja uspješnosti, a to su: i) broj tvrtki koje zadovoljavaju kriterije za *emerging market* klasifikaciju, prosječni dnevni promet na ZSE, slobodna tržišna kapitalizacija („*free float*“) te tržišna kapitalizacija u odnosu na BDP.

Tablica 10. Izabrani pokazatelji uspješnosti

Pokazatelj	2021.	2022.	2023.	2028. cilj
Broj tvrtki koje zadovoljavaju EM kriterije*	0	0	0	3
Godišnji promet na ZSE (u milijunima EUR)	337,08	392,74	371,79	900
Tržišna kapitalizacija dionica (% BDP-a)	34,08%	31,22%	38,95%	70%

\*EM kriteriji: a) tržišna kapitalizacija >2.066mm USD, free float tržišna kapitalizacija > 1.066mm USD, likvidnost >15% ATVR

Izvor: Zagrebačka burza, DZS, vlastiti izračuni

Ostvarivanjem ovog cilja, hrvatsko tržište kapitala ostvaruje značajne koristi, posebno iz domene prisutnosti stranih ulagatelja. Tržišta koja su klasificirana kao „*emerging markets*“, podrazumijevaju stupanj razvoja koji nudi i velike koristi za domaće gospodarstvo, posebno za mala i srednja poduzeća s obzirom na dostupnost, opseg i željenu strukturu tržišta. Na takvom tržištu lakše je poticati razvoj tehnoloških inovacija, a time bi i tržište postalo atraktivnije okruženje za male ulagatelje, kao kvalitetniji mehanizam za oplemenjivanje štednje.

U nastavku se nalazi prikaz okvira podloge za Strategiju razvoja tržišta kapitala:



Slika 31 Okvir podloge za Strategiju razvoja tržišta kapitala u Hrvatskoj



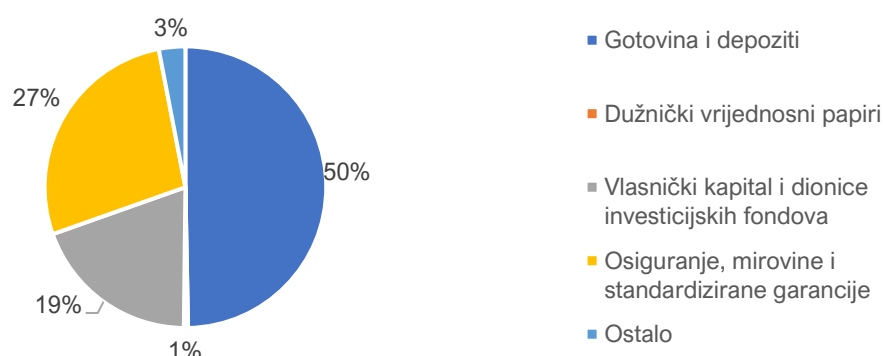
Ovaj dugoročni cilj stoji na 4 glavna podcilja, koji obuhvaćaju i prijedlog inicijativa za njihovu podršku:

### Prvi stup: Stvaranje poticajnog investicijskog okruženja

Ovaj stup uključuje inicijative za mobilizaciju štednje građana, inicijative za digitalizaciju usluga koje podržavaju put prema zelenoj ekonomiji, inicijative koje omogućavaju veći broj investicijskih usluga kroz jednostavnije procese te inicijative za podizanje opće razine financijske pismenosti građana.

**Financijska imovina građana.** Financijska imovina građana u Hrvatskoj većinom se drži u gotovini i depozitima. Prema podacima HNB-a, na kraju 2022. godine gotovo 50% financijske imovine građana nalazi se u gotovini i depozitima, a taj je postotak i puno veći kada bi se od štednje izuzela obvezna štednja u mirovinskim fondovima. Ipak treba napomenuti, kako se u proteklih 10 godina, financijska imovina građana donekle redistribuirala na način da se smanjio udjel koji građani drže u gotovini i depozitima u korist osiguranja, mirovina i standardiziranih garancija.

Slika 32 Financijska imovina stanovništva na 31.12.2022.



Izvor: HNB

Ovakvim pristupom hrvatski građani se djelomično izlažu riziku manjka u planiranju mirovine („*shortfall risk*“) te riziku dugovječnosti. Ovaj rizik podrazumijeva opasnost od potrošnje sredstava prije kraja života ili nedostatka financijskih resursa kako bi se održao određeni životni standard tijekom umirovljenja. Ukoliko je imovina investirana isključivo u instrumente s relativno niskim prinosom (kao što su primjerice depoziti) te nisu optimalno diversificirana, pojedinci se mogu pronaći u situaciji u kojoj investicijski prihodi ne generiraju dovoljno sredstava za održavanje željenog životnog standarda u okolnostima kontinuiranog produljenja životnog vijeka.

Tablica 11 Kretanje financijske imovine stanovništva u proteklih 10 godina

U milijuna EUR	2012.	2022.	% promjena
<b>Financijska imovina</b>	<b>46.358,48</b>	<b>79.365,14</b>	<b>71,20%</b>
Gotovina i depoziti	26.534,84	39.444,73	48,65%
Dužnički vrijednosni papiri	156,73	380,2	142,58%
Kredit	0,9	585,11	64912,01%
Vlasnički kapital i dionice investicijskih fondova	9.248,33	15.404,48	66,56%
Osiguranje, mirovine i standardizirane garancije	9.130,44	21.722,09	137,91%
Izvedeni financijski instrumenti i dioničke opcije zaposlenika	0,13	0	-96,32%
Ostala potraživanja	1.287,11	1.828,52	42,06%

Izvor: HNB

**Za značajne iskorake nije potrebno mnogo.** Treba istaknuti kako za značajne iskorake nisu potrebne dramatične promjene u strukturi financijske imovine građana. Naime, kada bi se samo 1% imovine koju građani drže u depozitima prelilo na Zagrebačku burzu, ukupni promet bi se udvostručio i to bez uzimanja u obzir efekta multiplikatora (godišnji promet na Zagrebačkoj burzi je u 2022. iznosio 392 milijuna eura).

**Jačanje uloge malih ulagatelja.** Unazad nekoliko godina, praksa „*book-buildinga*“ smanjila je ulogu malih ulagatelja u inicijalnim javnim ponudama<sup>7</sup>. Ovaj problem je u Hrvatskoj osobito

<sup>7</sup> Oxera Consulting LLP, „Primary and secondary equity markets in the EU“, 2020, <https://www.oxera.com/wp-content/uploads/2020/11/Oxera-study-Primary-and-Secondary-Markets-in-the-EU-Final-Report-EN-1.pdf>

izražen radi načina na koji mirovinski fondovi izvršavaju svoje investicije. Ovom problemu se može doskočiti na način da se propiše zakonska obveza minimalnog dijela izdanja koji mora biti namijenjen malim ulagateljima.

**Vertikalna integracija burze i depozitorija.** Razdvojenost ova dva bitna elementa tržišta kapitala smanjuje koordinaciju među njima, usporavajući razvoj tržišta i implementaciju novih proizvoda kao što su: elektroničko glasovanje na glavnim skupštinama, trgovanje stranim dionicama, kratka prodaja (eng. „*short selling*“), nemogućnost depozitorija da djeluje kao porezni agent za obračun poreza na kapitalnu dobit i slično. Na dijelu EU tržišta, depozitoriji i burze su vertikalno integrirani čime je poboljšana ukupna efikasnost tržišne infrastrukture.

**Sumarno, prijedlozi potpornih inicijativa za mobilizaciju štednje građana uključuju:**

- **uvođenje investicijskih računa s poreznim olakšicama,**
- **digitalizaciju usluga (primjerice mogućnost digitalnog onboardinga),**
- **omogućavanje dostupnosti većeg broja financijskih instrumenata i usluga građanima,**
- **uvođenje minimalnog dijela izdanja namijenjenog malim ulagateljima,**
- **razmatranje vertikalne integracije burze i depozitorija te**
- **uvođenje financijske pismenosti kao izbornog predmeta u školski kurikulum.**

#### Drugi stup: Povećanje broja izdavatelja i jačanje aktivnosti izdavatelja

Posljednjih je godina Zagrebačka burza zabilježila smanjenje broja izdavatelja, a tržište je obilježeno nedostatkom dinamike. Kombinacija sve manjeg broja uvrštenih tvrtki i malog broja novih IPO-a rezultirala je situacijom u kojoj tržištem kapitala u Hrvatskoj sve više dominira uski krug izdavatelja. Domaće tržište kapitala trenutno je ispod svog potencijala, a postoje mnogi neuvršteni izdavatelji u Hrvatskoj koji ispunjavaju uvjete za uvrštenje i ostvaruju dobre financijske rezultate. Uvrštenje novih jakih izdavatelja značajno bi popravilo profil domaćeg tržišta kapitala i povećalo broj investicijskih opcija za ulagatelje. Osim ispunjavanja minimalnih kriterija, mnoge velike tvrtke koje ne kotiraju na burzi nadmašuju one koje trenutno kotiraju u smislu veličine i profitabilnosti.

Uz glavni problem niske likvidnosti tržišta, izdavatelji smatraju kako postoji niz prepreka infrastrukture i upravljanja koja utječu na poticanje listanja, prije svega direktni troškovi (godišnji troškovi naknada HANFA-e, burze, Fine, SKDD-a). Direktni troškovi i povezane naknade općenito su kod izdavatelja percipirane kao previsoke i pretjerano složene strukture. Osim ovih troškova, postoji i druga razina indirektnih troškova, onih koji su vezani za osiguravanje zadovoljavajuće razine transparentnosti i pravne usklađenosti (ustrojavanje službe za odnose s ulagateljima, usklađivanje poslovnih procesa, izvještavanje i slično) koji su često značajno veći od direktnih troškova. U tom smislu moguće je olakšati izdavateljima izlazak na tržište kapitala putem različitih inicijativa od kojih najvažnije izdvajamo u daljnjem tekstu.

**Porezni tretman duga u odnosu na kapital.** Osim pitanja troškova, koji su u zadnjih nekoliko godina znatno porasli<sup>8</sup>, postoji i pitanje poreznog tretmana duga u odnosu na vlasnički kapital<sup>9</sup>. U većini zemalja EU, dug se tretira povoljnije iz porezne perspektive od vlasničkog kapitala, pri čemu su plaćanja kamata na dug općenito porezno priznat trošak. Nasuprot tome, troškovi povezani s financiranjem vlasničkim kapitalom, kao što su dividende, uglavnom su porezno nepriznati. Ovo nejednako postupanje s dugom i kapitalom dovodi do pristranosti prema dugu u poslovnim odlukama o ulaganjima i može dovesti do visokih razina zaduženosti u korporativnom sektoru EU.

Upravo zato, kako bi podržala stvaranje usklađenog poreznog okruženja koje izjednačava financiranje dugom i vlasničkim kapitalom u EU, Europska komisija podnijela je prijedlog za smanjenje pristranosti duga („DEBRA“: *Debt-equity bias reduction allowance*). Prijedlog uključuje dvije mjere koje se primjenjuju neovisno: poreznu olakšicu za povećanje vlasničkog kapitala i ograničenje poreznog odbitka kod plaćanja kamata.

**Jačanje standarda korporativnog upravljanja.** Još jedan izuzetno važan čimbenik kvalitete i uspješnosti svakog tržišta kapitala su standardi korporativnih upravljanja. Kako bi se povećala učinkovitost i spriječila pretjerana regulacija, regulacija korporativnog upravljanja mora biti dovoljno fleksibilna da zadovolji potrebe tvrtki bez ugrožavanja fokusa na održavanje ekonomske uspješnosti i integriteta tržišta<sup>10</sup>.

Zagrebačka burza usvojila je ažurirani „Kodeks korporativnog upravljanja“ 2019. godine<sup>11</sup>, koji je nastao uz pomoć Europske banke za obnovu i razvoj (EBRD) i konzorcija stručnjaka u sklopu projekta *“Review and Implementation of the Croatian Corporate Governance Code”*, provedenog uz potporu EBRD-a. Nastavno na tu aktivnost, Zagrebačka burza aktivno provodi obrazovne programe za zainteresirane dionike i promiče bolje korporativno upravljanje zajedno s partnerskim organizacijama. Segment u kojem je potrebno posebno jačati standarde korporativnog upravljanja su državne tvrtke, bilo da je riječ o tvrtkama koje kotiraju na burzi ili će jednog dana biti kandidati za uvrštenje.

**Slobodnije formiranje tržišnih segmenata na burzi.** Zagrebačka burza, radi strukture Zakona o tržištu kapitala, ne može slobodno formirati tržišne segmente, zbog čega joj manjka prostora da pravovremeno odgovori zahtjevima tržišta. Tako primjerice ne može formirati segment za ESG ili *green* instrumente, niti se *brandirati* kao tržište za dionice turističkog sektora. Naime, na Zagrebačku burzu su uvrštene 22 dionice turističkog sektora, tržišne kapitalizacije od 3 mlrd EUR ili 15% ukupne kapitalizacije, a promet ovim dionicama čini 20% dioničkog prometa. Formiranje ovog tržišta imat će za cilj motiviranje daljnjih hrvatskih, ali i regionalnih turističkih tvrtki na financiranje putem Burze.

<sup>8</sup> PwC and Economist Intelligence Unit (2019), ‘Capital markets in 2030: the future of capital markets’, <https://www.pwc.com/gx/en/audit-services/capital-market/publications/capital-markets-2030.pdf>.

<sup>9</sup> [https://www.europarl.europa.eu/thinktank/en/document/EPRS\\_BRI\(2022\)733678](https://www.europarl.europa.eu/thinktank/en/document/EPRS_BRI(2022)733678)

<sup>10</sup> OECD (2021), OECD Review of the Corporate Governance of State-Owned Enterprises: Croatia, <https://www.oecd.org/corporate/soe-review-croatia.htm>

<sup>11</sup> HANFA, Zagrebačka burza: Kodeks korporativnog upravljanja, 2019., [https://zse.hr/UserDocsImages/docs/issuers/corp\\_governance/2019%20-%20ZSE%20Kodeks%20Korporativnog%20Ulaganja.pdf](https://zse.hr/UserDocsImages/docs/issuers/corp_governance/2019%20-%20ZSE%20Kodeks%20Korporativnog%20Ulaganja.pdf)

**Poticanje *dual listinga* izdavatelja.** S obzirom na relativno dobru regionalnu povezanost, ne treba zanemariti potencijal dvostrukog uvrštenja za domaće izdavatelje. Koristi dvostrukog uvrštenja uključuju: povećanje likvidnosti, veću prepoznatljivost izdavatelja, bolji *benchmarking*, smanjenje agencijskih troškova, veću uključenost u dioničke indekse. Dvostruko uvrštenje je davno prepoznato i u znanstvenoj literaturi kao jedan od načina smanjenja ukupnog troška kapitala<sup>12</sup>. Dodatno, Doidge, Karolyi i Stulz (2004.)<sup>13</sup> dokazali su kako su dionice izdavatelja s više uvrštenja vrednovane uz valuacijsku premiju, u usporedbi s onima koji imaju samo jedno uvrštenje, koja raste ukoliko je riječ o izdavatelju domicilno iz zemlje s niskom zaštitom ulagatelja.

Unutar EU, dvostruka uvrštenja su uobičajena na većim tržištima, dok primjerice na ZSE trenutno ne postoji niti jedan izdavatelj s dvostrukim uvrštenjem<sup>14</sup>.

Tablica 12. Pregled izdanja s dvostrukim uvrštenjima na europskim burzama

Broj uvrštenja na EU burzama						
Država izdavatelja	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<b>Veliki financijski centri</b>						
Francuska	16	18	17	16	15	16
Njemačka	4	9	12	12	13	12
Irska	0	1	1	1	1	2
Italija	9	11	12	11	8	9
Nizozemska	27	32	33	39	40	37
Španjolska	5	6	6	7	7	6
Švedska	6	9	10	10	10	9
<b>Mali financijski centri</b>						
Bugarska	4	4	4	4	4	4
Hrvatska	0	0	0	0	0	0
Estonija	3	3	4	3	2	5
Mađarska	3	3	4	4	4	3
Poljska	1	1	1	2	2	2
Slovačka	3	3	3	3	2	2

Izvor: Oxera, 2020.

**Zaključno, prijedlozi potpornih inicijativa za povećanje broja izdavatelja uključuju:**

- **osnivanje zajednice izdavatelja, kako bi se uspostavio bolji kanal komunikacije između izdavatelja i ostalih dionika na tržištu,**
- **digitalizaciju procesa (primjerice omogućavanje elektronskog glasovanja na skupštinama, implementacija upotrebe elektroničke platforme kojoj mogu**

<sup>12</sup> Coffee, J.C. (1999), 'The Future as History: The Prospects for Global Convergence in Corporate Governance and Its Implications', *Northwestern University Law Review*, 93:3, pp. 641–708; Coffee, J.C. (2002), 'Racing Towards the Top?: The Impact of Cross-Listings and Stock Market Competition on International Corporate Governance', *Columbia University Center for Law and Economic Studies Working Paper No. 205*; and Stulz, R.M. (1999), 'Globalization, Corporate Finance, and the Cost of Capital', *Journal of Applied Corporate Finance*, 26, pp. 3–28.

<sup>13</sup> Doidge, C., Karolyi, G. and Stulz, R.M. (2004), 'Why are foreign firms listed in the US worth more?', *Journal of Financial Economics*, 71:2, pp. 205–238. Stulz, R.M. (1999), 'Globalization, Corporate Finance, and the Cost of Capital', *Journal of Applied Corporate Finance*, 26, pp. 3–28.

<sup>14</sup> Oxera Consulting LLP, „Primary and secondary equity markets in the EU“, 2020, <https://www.oxera.com/wp-content/uploads/2020/11/Oxera-study-Primary-and-Secondary-Markets-in-the-EU-Final-Report-EN-1.pdf>

**pristupiti izdavatelj i tijela/institucije s ovlaštenjima pri odobravanju zahtjeva za uvrštenje kako bi se osigurala brzina postupka i sl.)**

- **izjednačavanje poreznog tretmana duga i vlasničkog kapitala,**
- **pridržavanje najviših standarda korporativnog upravljanja u tvrtkama u državnom vlasništvu koje kotiraju ili će biti uvrštene**
- **sheme pomoći za privatni sektor, usmjerene na tvrtke koje žele javno kotirati i diversificirati svoje izvore financiranja,**
- **slobodnije formiranje tržišnih segmenata na burzi,**
- **poticanje *dual listinga* te**
- **nacionalnu kampanja koja će se odnositi i na javna i na privatna poduzeća, a koja ima za cilj potaknuti korištenje financiranja tržišta kapitala**

### Treći stup: Mobilizacija tržišnih sudionika

Mobilizacija postojećih tržišnih sudionika jedan je od stupova podloge za Strategiju. Tržišni sudionici na domaćem tržištu kapitala ograničeni su u svojim aktivnostima, prije svega regulatornim okvirom. Daleko najveći institucionalni ulagatelji u Hrvatskoj su mirovinski fondovi.

**Privatizacija.** Nastavak privatizacije državnih tvrtki može ići u različitim smjerovima. Primjer smjera privatizacije može biti i rumunjski model<sup>15</sup>, koji je rezultirao značajnim iskorakom za lokalno tržište kapitala. Navedeni model objedinjavanja državnih tvrtki u jedan fond, koji je putem javnog natječaja dan na upravljanje stručnjacima američke investicijske tvrtke Templeton, predstavlja zanimljiv pristup privatizaciji i revitalizaciji tržišta kapitala u Rumunjskoj. Ovakav pristup ima nekoliko ključnih aspekata:

- **Objedinjavanje u fond:** Konsolidacija državnih tvrtki u jedan fond može pridonijeti boljem upravljanju portfeljem, diversifikaciji rizika, te olakšavanju praćenja i upravljanja tim tvrtkama. Osim toga, može stvoriti učinkovitiji i likvidniji financijski instrument koji je privlačan za domaće i međunarodne ulagatelje.
- **Profesionalno upravljanje:** Angažiranje stručnjaka iz uglednih investicijskih tvrtki s međunarodnim iskustvom može pridonijeti profesionalnom upravljanju fondom. To može poboljšati povjerenje ulagatelja i pridonijeti uspješnosti procesa privatizacije.
- **Postupna prodaja dionica:** Strategija kontinuirane prodaje manjih paketa dionica tvrtki u fondu može pridonijeti stvaranju likvidnosti na tržištu kapitala. Ovaj pristup omogućava postupan i kontroliran proces privatizacije, povećava likvidnost i atraktivnost izdanja, uz smanjenje potencijalnih rizika velikih transakcija.
- **Privlačenje ulagatelja:** Ovakav model može privući širi krug ulagatelja, uključujući male i srednje poduzetnike, domaće institucionalne ulagatelje te međunarodne fondove. Likvidnost na tržištu može pridonijeti povećanju cijena dionica i privlačenju novih ulagatelja.

Provođenje ovakvih inovativnih strategija može biti ključno za ostvarivanje ciljeva privatizacije, kada se za to steknu uvjeti, poput povećanja učinkovitosti tvrtki, privlačenja investicija te stvaranja dinamičnog i likvidnog tržišta.

<sup>15</sup> <https://www.fondulproprietatea.ro/home.html>

**Poticanje državnih tvrtki koje kotiraju na burzi na ulazak u višu tržišnu kotaciju** može biti ključno za poboljšanje likvidnosti tržišta kapitala i privlačenje dodatnih ulagatelja. Kombinacija različitih inicijativa može stvoriti poticajno okruženje za državne tvrtke da razmotre prelazak na višu tržišnu kotaciju, čime se poboljšava dinamika domaćeg tržišta kapitala.

**Zaključno, prijedlozi potpornih inicijativa za mobilizaciju tržišnih sudionika uključuju:**

- **aktivnije sudjelovanje mirovinskih fondova u razvoju tržišta,**
- **strateške privatizacije državnih tvrtki kada se za to steknu uvjeti,**
- **inicijative koje će potaknuti državne tvrtke koje kotiraju na burzi na ulazak u višu tržišnu kotaciju,**
- **mobilizaciju neaktivnih SKDD računa s vrijednosnim papirima,**
- **inicijative za poticanje dostatnog „free floata“ kod izdavatelja te**
- **jačanje komunikacije investicijskih stručnjaka s javnosti, s ciljem stvaranja financijske kulture ulaganja.**

#### Četvrti stup: Povećanje efikasnosti kroz uklanjanje prepreka

Tržišni sudionici ukazali su na velik broj administrativnih i zakonodavnih prepreka koje im u praksi onemogućavaju ili ograničavaju poslovne aktivnosti.

**Harmonizacija provođenja korporativnih akcija s EU standardima.** Postojeće zakonske i operativne prepreke trenutno onemogućavaju provođenje korporativnih akcija sukladno EU standardima. To u praksi podrazumijeva kašnjenje u najavi korporativnih akcija te lošiju operativnu organizaciju procesa. Omogućavanje harmonizacije provođenja korporativnih akcija sukladno EU standardima (uključujući i poticanje elektroničkog glasanja na glavnim skupštinama izdavatelja koji su uvršteni na burzu te digitalizaciju prihvata ponuda za preuzimanje) učinilo bi domaće tržište atraktivnijim i operativnijim kako za domaće tako i za inozemne ulagatelje. Projekt harmonizacije korporativnih akcija podrazumijeva operativno usklađivanje procesa SKDD-a te promjene u popratnoj regulativi (Zakon o trgovačkim društvima, Zakon o preuzimanju, Zakon o tržištu kapitala i sl.). Sam projekt inicirao je SKDD tijekom 2020. godine, kada je napravljena inicijalna gap analiza i prijedlog zakonskih izmjena koje do danas nisu provedene.

**Liberalizacija tržišta.** Na tržištu postoje segmenti poslovanja koje je moguće liberalizirati kako bi se povećala efikasnost. Primjer je omogućavanje investicijskih društvima da obavljaju poslove depozitara za UCITS i AIF fondove, uz iste minimalne uvjete kao i postojeći skrbnici i depozitari. Također, tržišni sudionici ocjenjuju kako je trenutno postupak odobravanja spor i administrativno opterećen te bi digitalizacijom procesa i taj proces bio ubrzan. Digitalizacija procesa podrazumijeva i omogućavanje utvrđivanje identiteta ulagatelja prilikom zasnivanja poslovnog odnosa na daljinu, što velik broj EU zemalja već odavno podržava. Način utvrđivanja identiteta klijenta putem videokonferencije potrebno je pojednostaviti na način da se identifikacija klijenta može provesti i posredstvom automatiziranog računalnog softvera.

**Administrativne promjene u poreznom sustavu.** U cilju povećanja efikasnosti operativnih procesa na tržištu kapitala, nužno je provesti određene administrativne izmjene u poreznom sustavu. Ove promjene bi trebale uključivati pojednostavljenje poreznih postupaka, smanjenje administrativnih prepreka te poboljšanje transparentnosti u poreznim propisima. Osim toga,

suradnja između poreznih agencija i regulatornih tijela može dodatno unaprijediti efikasnost sustava, omogućavajući bolje praćenje financijskih tokova i sprečavanje nepravilnosti. Kroz ove administrativne promjene, stvarali bi se poticajni uvjeti za razvoj tržišta kapitala, potičući investicije i doprinoseći stabilnosti financijskog sustava.

**Promjene zakonodavnog okruženja.** Postojeće zakonodavno okruženje donekle ograničava aktivnosti tržišnih sudionika te čak u nekim slučajevima dovodi do nepotrebnih pravnih rizika. Primjerice, s obzirom da fondovi nemaju pravnu osobnost, Trgovački sud ne dozvoljava upis VC i PE fondova kao vlasnika portfeljnih tvrtki nego samo društava za upravljanje, što predstavlja pravni rizik.

Nadalje, nemogućnost primjene DTT porezne stope za fondove, zbog nemogućnosti dobivanja potvrde o rezidentnosti fonda od Porezne uprave, u praksi znači da su domaći ulagatelji u fondove zaknuti za jednak porezni tretman kao i ostale pravne i fizičke osobe. Vrlo je lako kvantificirati koliko ova administrativna prepreka košta domaće ulagatelje. Samo na primjeru mirovinskih fondova, obvezni i dobrovoljni mirovinski fondovi imaju s krajem 1H2023 uloženo 3,4 milijarde eura u potencijalno oporezivu inozemnu imovinu. Ukoliko je dugoročni prinos (50Y) na tu vrstu imovine oko 8%, možemo pretpostaviti da oko 40% premije dolazi od dividende, dolazimo do 3,2% dividendnog prinosa. Primjenom ovog iznosa na portfelj domaćih mirovinskih fondova dolazimo do iznosa od oko 100 milijuna eura (očekivani prihod od dividendi kroz ulaganja na strana tržišta). Kako se taj prihod u većini država oporezuje, na taj iznos mirovinski fondovi plaćaju oko 20% poreza, što je oko **20 milijuna eura godišnje**. Ovo je iznos za koji su članovi mirovinskih fondova godišnje zaknuti jer društva ne mogu tražiti primjenu DTT porezne stope i nisu u mogućnosti primijeniti mehanizme izbjegavanja dvostrukog oporezivanja i tražiti povrat poreza. Dodatno, ovaj iznos samo raste na godišnjoj razini, kako se povećava imovina mirovinskih fondova. Tom iznosu treba pridodati i iznos koji nije moguće vratiti ostalim ulagateljima (ulagateljima u UCITS i AIF fondove).

**Identifikacija prekomjerne regulacije.** Hrvatsko zakonodavstvo o tržištu kapitala temelji se na zakonodavstvu EU. Uredbe imaju izravan učinak, što znači da postaju dio nacionalnog pravnog sustava po njihovom stupanju na snagu, bez potrebe za prenošenjem. Direktive, s druge strane, moraju biti implementirane u nacionalne pravne sustave. Implementacija direktiva u nacionalni pravni sustav zahtijeva usvajanje pravnog akta ili izmjenu postojećeg pravnog akta, odnosno zakona ili uredbe. Proces određivanja formulacije takvih zakona omogućuje prostor za uvođenje prekomjernih regulacija u odnosu na minimalne zahtjeve proizašle iz implementirane direktive.

Kako je naše istraživanje pokazalo, tržišni sudionici u velikoj mjeri smatraju da je na domaćem tržištu prisutna prekomjerna regulacija. Stoga je Radna skupina izradila dokument u kojem su analizirani primjeri utvrđene prekomjerne regulacije te u kojim slučajevima je moguće relaksirati regulatorni okvir. Utvrđeni primjeri su raznoliki:

- Jedan od primjera nepovoljnijeg položaja dionika na domaćem tržištu, u odnosu na ostatak EU, je slobodno formiranje cijena od strane Zagrebačke burze. U odnosu na druge burze u EU, ZSE je podložna odobrenjima cjenika za svoje usluge od strane regulatora, što u drugim državama nije slučaj. Iz tog razloga, burza ne može biti konkurentna i brzo reagirati na tržišne okolnosti te je stavljena u nepovoljniji položaj u odnosu na druge burze kao i tržišne sudionike.



- Drugi primjer uključuje prijenos CSDR regulative u domaći zakonodavni okvir gdje je propisano da je SKDD obveznik propisa o sprečavanju pranja novca i financiranja terorizma, dok isto CSDR regulativa ne traži.
- Treći primjer se pak odnosi na UAIF, gdje je Direktivom o UAIF-u<sup>16</sup> propisano kako UAIF može upravljati portfeljima u vlasništvu mirovinskih fondova i institucija za strukovno mirovinsko osiguranje, dok je u domaćem zakonodavnom okviru pridodan uvjet postojanja licence društva za upravljanje i UCITS fondovima.

Stavovi tržišnih sudionika te inicijalni nalazi Radne skupine upućuju da bi bilo korisno napraviti detaljnu analizu zakonodavnog okvira, kako bi se utvrdili slučajevi prekomjerne regulacije te napravili prijedlozi za uklanjanje iste, ukoliko je moguće.

**Zaključno, prijedlozi potpornih inicijativa za povećanje efikasnosti kroz uklanjanje prepreka uključuju:**

- **ponovno pokretanje i završetak harmonizacije provođenja korporativnih akcija s EU standardima,**
- **omogućavanje investicijskim društvima da obavljaju poslove depozitara za UCITS i AIF fondove, uz iste minimalne uvjete,**
- **digitalizaciju procesa utvrđivanja identiteta,**
- **rješavanje pitanja upisa fondova u registar Trgovačkog suda,**
- **omogućavanje ishoda potvrde o rezidentnosti fondova od Porezne uprave,**
- **omogućavanje zamjene udjela u investicijskim fondovima uz širi obuhvat,**
- **restrukturiranje Fonda za zaštitu ulagatelja,**
- **ujednačenje porezne prakse prilikom naplate PDV-a u financijskoj industriji,**
- **omogućavanje novčane isplate s računa ulagatelja kojem se pruža investicijska usluga upravljanja portfeljem na novčani račun investicijskog fonda, odnosno općenito isplata na račun investicijskog društva ili kreditne institucije koji pružaju investicijsku ili pomoćnu uslugu iz Zakona o tržištu kapitala,**
- **izuzeće za obvezu plaćanja poreza na dohodak u slučaju prijenosa udjela iz investicijskih fondova u portfelje, sve pod upravljanjem istog društva za upravljanje,**
- **Uklanjanje utvrđene prekomjerne regulacije iz zakonodavnog okvira.**

<sup>16</sup> Čl. 6. st.4. točka a) Direktive 2011/61/EU o upraviteljima alternativnih investicijskih fondova i o izmjeni direktiva 2003/41/EZ i 2009/65/EZ te uredbi (EZ) br. 1060/2009 i (EU) br. 1095/2010

## II. Inicijative podrške Strategiji

Potporne inicijative mogu se kategorizirati dvije skupine, inicijative čija je provedba složena i dugotrajnija te inicijative relativno jednostavne provedbe („*easy fix*“ inicijative). Također, svakoj od navedenih inicijativa pridodan je prioritet u smislu utjecaja na tržište.

Ovakvom segmentacijom inicijativa utvrđeno je sljedeće: **gotovo 30% inicijativa visokog prioriteta ima relativno nisku složenost provedbe. Dakle, s par jednostavnijih zahvata moguće je postići velike efekte na tržištu.** Općenito, polovicu navedenih prijedloga inicijativa karakterizira niska složenost provedbe.

	Inicijativa	Prioritet	Složenost provedbe
1	Uvođenje investicijskih računa s poreznim olakšicama	Visoki	Srednja
2	Harmonizacija provođenja korporativnih akcija s EU standardima	Visoki	Visoka
3	Digitalizacija procesa	Visoki	Visoka
4	Utvrđivanje rezidentnosti fondova za porezne potrebe	Visoki	Srednja
5	Podizanje standarda korporativnog upravljanja	Visoki	Srednja
6	Osnivanje zajednice ulagatelja pri HGK	Visoki	Niska
7	Omogućavanje digitalnog <i>onboardinga</i> klijenata	Visoki	Niska
8	Izjednačavanje poreznog tretmana duga i vlasničkog kapitala	Visoki	Visoka
9	Aktivnije uključivanje malih ulagatelja u javne ponude	Visoki	Niska
10	Slobodnije formiranje tržišnih segmenata na burzi	Visoki	Niska
11	Uklanjanje utvrđene prekomjerne regulacije	Visoki	Visoka
12	Promjene zakonodavnog okruženja vezano uz poslove skrbništva	Visoki	Niska
13	Nacionalna kampanja za potencijalne izdavatelje	Srednji	Niska
14	Ujednačavanje porezne prakse	Srednji	Visoka
15	Poticanje dvostrukog uvrštenja	Srednji	Visoka
16	Uvođenje financijske pismenosti u školski kurikulum	Srednji	Visoka
17	Sheme pomoći za MSP koji žele javno kotirati	Srednji	Visoka
18	Uvođenje sustava <i>prime dealera</i>	Srednji	Niska
19	Restrukturiranje Fonda za zaštitu ulagatelja	Srednji	Niska
20	Vertikalna integracija burze i depozitorija	Niski	Visoka
21	Liberalizacija tržišta depozitara	Niski	Niska
22	Širi obuhvat zamjene udjela	Niski	Niska
23	Rješavanje pitanja novčanih isplata	Niski	Niska
24	Omogućavanje upisa fondova u registar Trgovačkog suda	Niski	Niska
25	Liberalizacija prijenosa udjela	Niski	Niska

## 1. Uvođenje investicijskih računa s poreznim olakšicama

Uspostava investicijskih računa podrazumijeva individualne račune za financijske instrumente te omogućuje dugoročnu štednju fizičkih osoba temeljem ulaganja u financijske instrumente. Osnovna značajka takvog računa je mogućnost uplata i trgovanja financijskim instrumentima unutar računa pod posebnim uvjetima, koji su porezno povoljniji i manje administrativno opterećeni.

Cilj je da se, uvođenjem ovakvog računa, fizičkim osobama omogući dugoročna štednja u financijskim instrumentima koje će moći izabrati sami ili će ih po ovlaštenju izabrati upravitelj. To je jedan od načina na koji bi se bankovni depoziti stanovništva mogli preusmjeriti u financijske instrumente, tj. na tržište kapitala. Na taj način dolazi do dvostrukog učinka – poticanja novog oblika dugoročne štednje građana i stjecanja novog kapitala za financiranje gospodarstva. Također, određivanjem vrste instrumenata kojima se može trgovati, država može usmjeravati sredstva u tvrtke ili projekte koje smatra prioritarnima.

Ovom inicijativom želi se povećati broj malih ulagatelja na domaćem tržištu kapitala, a posljedično i povećati potražnju i rast svijesti da poduzeća mogu izabrati tržište kapitala kao izvor financiranja.

Prijedlog glavnog obilježja investicijskog računa je da ulagatelj može trgovati financijskim instrumentima na računu bez nastanka poreznih obveza. Porezna obveza utvrđuje se tek isplatom sredstava na osnovni uplatni račun štedište u banci. Domaće zakonodavstvo već poznaje sadržajno vrlo sličan pravni institut prilikom prelaska između fondova istog društva za upravljanje. U tom bi slučaju štedište imale veću fleksibilnost u donošenju odluka s istom svrhom i koristima.

Investicijski računi su poznat instrument unutar EU te postoje (u različitim iteracijama) u Francuskoj, Mađarskoj, Finskoj, Italiji, Estoniji i Švedskoj, te u UK. Analizom predmetnih tržišta te specifičnostima vezanim uz domaće tržište pripremljen je prijedlog strukture i obilježja investicijskih računa u RH.

### **Cilj i svrha inicijative:**

Cilj ove inicijative je mobilizirati štednju građana i potaknuti građane na aktivniju participaciju na tržištu kapitala. Uvođenje investicijskih računa za građane predstavlja značajan korak k omogućavanju pojedincima da aktivnije upravljaju svojim financijskim sredstvima i sudjeluju na tržištu kapitala. Investicijski računi pružaju građanima mogućnost i stimulaciju na ulaganja u različite financijske instrumente, kao što su dionice, obveznice, indeksni fondovi ili drugi oblici financijskih instrumenata.

### **Prijedlog inicijative:**

Predlaže se uvođenje investicijskog računa za građane sa sljedećim obilježjima (prijedlog je baziran na mađarskom modelu investicijskih računa):

- Investicijski račun mogu otvoriti samo fizičke osobe, građani RH
- Investicijski račun se može otvoriti kod investicijskog društva

- Fizička osoba može otvoriti jedan investicijski račun godišnje
- Na pojedinačni račun se mogu uplatiti novčana sredstva do ukupne visine 50.000,00 eura
- Novčana sredstva se mogu uplatiti samo u prvoj godini nakon otvaranja računa.
- Protekom 5 godina od otvaranja računa, sredstva su oslobođena porezne obveze (nema obveze plaćanja poreza na dohodak od kapitala, dakle primitaka po osnovi kamata, kapitalnih dobitaka, dividendi i udjela u dobiti na temelju udjela u kapitalu)
- Period u kojem se ne smiju isplaćivati novčana sredstva s računa je najmanje 5 godina od kupnje
- Na investicijskom računu mogu se držati financijski instrumenti izdani u RH te udjeli u fondovima registriranim u RH
- Ukoliko se sredstva povlače prije pete godine, aktivira se obveza plaćanja poreza na kapitalnu dobit

### **Podloga za prijedlog:**

Ključni aspekti uvođenja investicijskih računa za građane:

- Diversifikacija portfelja građana: Investicijski računi omogućavaju građanima da diversificiraju svoj portfelj, što znači ulaganje u različite vrste sredstava radi smanjenja rizika. Ovo je važno kako bi se povećala otpornost portfelja na fluktuacije na tržištu.
- Edukacija građana: Uvođenje investicijskih računa prati edukativni program koji pomaže građanima da bolje razumiju različite vrste investicija, rizike i prilike na tržištu. Edukacija igra ključnu ulogu u poticanju odgovornog ulaganja i donošenju informiranih odluka.
- Povećanje financijske pismenosti: Investicijski računi mogu doprinijeti povećanju financijske pismenosti među građanima, jer ih potiču da aktivno prate prinose svojih portfelja, razumiju tržišne trendove i stvaraju dugoročne strategije ulaganja.
- Prilika za dugoročnu štednju: Investicijski računi pružaju građanima mogućnost da dugoročno štede i ostvare prinos na svoja sredstva uz porezne olakšice. Ovo je posebno važno za planiranje mirovine ili ostvarivanje drugih financijskih ciljeva.
- Transparentnost i zaštita ulagatelja: Uvođenjem investicijskih računa može se postići veća transparentnost na tržištu, a regulatorne mjere mogu pružiti dodatnu zaštitu ulagateljima od neetičkih praksi ili prijevara.
- Stvaranje poticajnog okruženja: Implementacija investicijskih računa može stvoriti poticajno okruženje za financijsko tržište, potičući rast i razvoj kapitalnih tržišta te doprinoseći ukupnom ekonomskom razvoju.

## **2. Harmonizacija provođenja korporativnih akcija s EU standardima**

### **Cilj i svrha inicijative:**

Tijekom 2020. godine pokrenuta je inicijativa od strane SKDD-a za harmonizacijom korporativnih akcija s EU standardima. U tu svrhu, formirane su radne skupine i angažirani konzultanti kako bi se identificirao jaz između lokalnog zakonodavstva i EU regulative te pripremili prijedlozi izmjena zakonodavnog i operativnog okvira. Ovo usklađenje bi za

posljedicu imalo značajan iskorak domaćeg tržišta u smislu efikasnosti i transparentnosti informacija te bi isto kao takvo postalo atraktivnije i za domaće, a posebno za strane ulagatelje.

### **Prijedlog inicijative:**

Sam postupak usklađenja podijeljen je u dvije faze: i) izmjena zakonodavnog okvira i podzakonskih akata i ii) izmjena operativnih postupaka unutar SKDD-a.

### **Prijedlog izmjena:**

[Zakon o tržištu kapitala trebalo bi izmijeniti kako bi uključivao:](#)

Novi odjeljak koji se bavi korporativnim akcijama i regulira, među ostalim:

- olakšavanje ostvarivanja prava krajnjeg ulagatelja od strane posrednika koji se sastoje od barem (i) posrednika koji poduzimaju potrebne korake kako bi krajnji ulagatelj ili treća strana koju je imenovao krajnji ulagatelj, mogli ostvariti prava ili (ii) posrednici koji ostvaruju prava koja proizlaze iz vrijednosnih papira na temelju izričitog odobrenja i uputa krajnjeg ulagatelja i u korist krajnjeg ulagatelja;
- da se informacije potrebne kako bi se krajnjim ulagateljima omogućilo ostvarivanje prava koja proizlaze iz njihovih vrijednosnih papira ili obavijest gdje se takve informacije mogu pronaći na internetskim stranicama Izdavatelja, pravodobno prenose između Izdavatelja i Krajnjih ulagatelja i obrnuto putem Lanca posrednika, pri čemu se takve informacije pružaju:
  - o na jeziku na kojem Izdavatelj objavljuje svoje financijske informacije i, osim ako to nije opravdano uzimajući u obzir bazu krajnjih ulagatelja Izdavatelja, također na jeziku uobičajenom u sferi međunarodnih financija, te
  - o u formatiranom elektroničkom obliku, u skladu s međunarodno primijenjenim industrijskim standardima, koji omogućuje interoperabilnost i izravnu obradu.

Posrednici moraju (i) omogućiti Krajnjim ulagateljima, koji nisu Posrednici, pristup svim informacijama, kao i svim mogućnostima postupanja Krajnjih ulagatelja, na jasan i razumljiv način, putem opće dostupnih alata i mjera, osim ako se Krajnji ulagatelj drugačije ne odluči, i (ii.) osigurati da takvi alati i mjere omogućuju da Posrednici obrađuju postupke Krajnjih ulagatelja.

Informacije se prenose između posrednika putem Posredničkog lanca, osim ako (i) Izdavatelj informacije ne dostavi izravno Krajnjem ulagatelju ili trećoj strani koju je imenovao Krajnji ulagatelj ili (ii) informacije može Posrednik izravno prenijeti Izdavatelju ili Krajnjem ulagatelju ili trećoj strani koju je imenovao Krajnji ulagatelj.

Prijenos informacija dodatno se regulira podzakonskim aktom donesenim od strane HANFA-e ili SKDD u skladu s tržišnim standardima za obradu korporativnih akcija, kako ih definira i koristi industrija vrijednosnih papira u Europskoj uniji;

- da se obrada korporativnih akcija, u skladu s tržišnim standardima za obradu korporativnih akcija koje definira i koristi industrija vrijednosnih papira u Europskoj uniji, primjenjuje na sve vrijednosne papire, bilo uvrštene ili neuvrštene na uređeno tržište.

Pravo na odustajanje od primjene relevantnih tržišnih standarda trebalo bi se predvidjeti za Izdavatelje vrijednosnih papira koji nisu uvršteni na uređeno tržište;

- (i) definiciju korporativnih akcija i da se (ii) korporativne akcije dodatno kategoriziraju u podzakonski akt koji donosi HANFA ili SKDD u skladu s tržišnim standardima za obradu korporativnih akcija koje definira i koristi industrija vrijednosnih papira u Europskoj uniji;
- da će se (i) korporativne akcije obrađivati putem SKDD u skladu s tržišnim standardima za obradu korporativnih akcija koje definira i koristi industrija vrijednosnih papira u Europskoj uniji i da (ii) takve tržišne standarde, trenutačno CAJWG tržišne standarde za obradu korporativnih akcija, HANFA može definirati/propisati u podzakonskom aktu i/ili SKDD u svojim propisima;
- da se (i) korporativne akcije obrađuju poštujući ključne datume i njihov slijed u skladu s relevantnim podzakonskim aktom ili propisima SKDD-a te da (ii) relevantne ključne datume, uključujući, između ostalog, datum objave, ex-date, datum zapisa, datum plaćanja, zajamčeni datum sudjelovanja, razdoblje izbora, rok za zaštitu kupaca, zajamčeni datum sudjelovanja, tržišni rok itd. HANFA može definirati/propisati podzakonskim aktom i/ili SKDD u svojim propisima;
- da HANFA i/ili SKDD podzakonskim aktom propisuje vrstu informacija i podatkovnih elemenata koje treba pružiti i prenijeti u vezi s korporativnim akcijama;
- sankcije u slučaju da se ne poštuju relevantna pravila o korporativnim akcijama utvrđena Zakonom o tržištu kapitala, relevantnim podzakonskim aktima i propisima SKDD-a

Novi odjeljak koji se bavi upravljanjem transakcijama i regulira, između ostalog:

- da (i) upravljanje transakcijama provodi SKDD u skladu s tržišnim standardima za obradu korporativnih akcija koje definira i koristi industrija vrijednosnih papira u Europskoj uniji te da (ii) takvi tržišni standardi, trenutačno CAJWG tržišni standardi za korporativne akcije i T2S standard za korporativne akcije (tržišne zahtjeve, transformacije i zaštitu kupaca)
- Hanfa može definirati/propisati podzakonskim aktom i/ili SKDD u svojim propisima da (i) upravljanje transakcijama obavlja SKDD u skladu s tržišnim standardima za obradu korporativnih akcija koje definira i koristi industrija vrijednosnih papira u Europskoj uniji i da (ii) takve tržišne standarde, trenutno CAJWG tržišne standarde za obradu korporativnih akcija i standarde korporativnih akcija T2S (tržišna potraživanja, transformacije i zaštita kupaca), HANFA može definirati/propisati zakonskim podzakonskim aktom i/ili SKDD u svojim propisima.

#### Izmjene i dopune Zakona o trgovačkim društvima:

Relevantni dio Zakona o trgovačkim društvima koji se bavi glavnom skupštinom trebalo bi izmijeniti kako bi se, među ostalim, uključilo i reguliralo:

- da se dio Zakona o tržištu kapitala koji se bavi korporativnim akcijama primjenjuje na proces glavne skupštine;
- da bi Posljednji posrednik trebao svojim klijentima ponuditi mogućnost da (i) iskoriste Obavijest o sudjelovanju ili (ii) da na druge načine ostvare glasačka prava, pružanjem potrebnog dokaza o pravu;

- da u slučaju elektroničkog glasovanja, posrednik koji dobije potvrdu o primitku glasova ili potvrdu da su glasovi valjano zabilježeni i prebrojani, dužan bez odgode proslijediti je Krajnjem ulagatelju ili trećoj strani koju je imenovao Krajnji ulagatelj. Takve se potvrde dostavljaju u skladu s općim pravilima o prijenosu informacija u vezi s glavnom skupštinom;
- vremenski rokovi za objavu Saziva, priopćavanje Obavijesti o sastanku SKDD-u, datum evidencije i rok izdavatelja;
- da bi sva ažuriranja Obavijesti o sastanku trebala biti priopćena na isti način na koji je priopćena Obavijest o sastanku; i
- da bi trebalo regulirati naslovljene pozicije/prava.

Dodatne primjedbe u vezi s predloženim izmjenama i dopunama Zakona o tržištima kapitala:

Tijekom rasprava održanih sa SKDD-om, SKDD je predložio da se razmotri izmjena postojećih odredbi Zakona o trgovačkim društvima kojima se regulira istiskivanje, način da se (i) plaćanje naknade za manjinske dioničare može izvršiti putem SKDD-a, te (ii) da se rok za plaćanje naknade revidira s obzirom na dan upisa relevantne odluke u trgovački registar.

Razumijemo da postojeće odredbe kojima se regulira istiskivanje same po sebi ne predstavljaju prostor za usklađivanje s relevantnim standardima. Međutim, razumijemo da je cilj prijedloga SKDD-a osigurati jednostavniju obradu relevantnih korporativnih akcija općenito, te da ga u tom smislu treba dodatno promatrati i rješavati.

U skladu sa Standardima SRD II i korporativnih akcija, odredbe i standardi koji se primjenjuju na obradu glavnih skupština u velikom su dijelu u skladu s odredbama i standardima za obradu korporativnih akcija. U tom smislu, detaljnim opisom djelatnosti iz točke 2.2.3.a) predlaže se da se u Zakon o trgovačkim društvima uključi upućivanje da se glavne skupštine obrađuju u skladu s odredbama Zakona o tržištu kapitala o korporativnim akcijama. Napominjemo da je alternativni pristup uključivanje relevantnih odredbi i standarda obrade glavnih skupština u Zakon o trgovačkim društvima (umjesto da se osigura odgovarajuća primjena relevantnog dijela Zakona o tržištu kapitala).

#### Izmjene i dopune Zakona o preuzimanju dioničkih društava:

Zakon o preuzimanju dioničkih društava trebalo bi izmijeniti kako bi uključivao i regulirao:

- mogućnost prihvaćanja ponude za preuzimanje u elektroničkom obliku.

#### Izmjene i dopune Uredbi o SKDD-u

Uredbe o SKDD-u, posebno pravila SKDD-a i postupke SKDD-a, trebalo bi izmijeniti kako bi uključile:

- novi odjeljak koji se bavi općim načelima obrade i reguliranja korporativnih akcija, među ostalim:
  - o primjenu relevantnih tržišnih standarda za obradu korporativnih akcija koje definira i koristi industrija vrijednosnih papira u Europskoj uniji, trenutačno CAJWG tržišni standardi za obradu korporativnih akcija;

- (i) kategorije korporativnih akcija u skladu s CAJWG tržišnim standardima za obradu korporativnih akcija i (ii) utvrđivanje posebnih korporativnih akcija predviđenih hrvatskim zakonima koje spadaju u svaku kategoriju;
- detaljan protok informacija (i) od Izdavatelja do SKDD-a, (ii) od SKDD-a do njegovih sudionika i (iii) od sudionika SKDD-a do Krajnjih ulagatelja, a sve u skladu s CAJWG tržišnim standardima za obradu korporativnih akcija;
- pružanje informacija između Izdavatelja, SKDD-a i Posrednika u formatiranom elektroničkom obliku koristeći relevantne ISO standard, i pružanje informacija od strane SKDD-a i Posrednika Krajnjim ulagateljima opće dostupnim alatima i mjerama, putem sigurnih elektroničkih sredstava, na jasan i razumljiv način;
- da Izdavatelj može imenovati zastupnika koji će biti član SKDD-a i koji će biti ovlašten u ime Izdavatelja unijeti sve podatke potrebne za obradu korporativnih radnji Izdavatelja u IT sustav SKDD-a;
- vrsta informacija i podatkovnih elemenata koje treba pružiti i prenijeti u vezi s korporativnim akcijama;
- relevantne ključne datume za obradu korporativnih akcija, u skladu s CAJWG tržišnim standardima za obradu korporativnih akcija, uključujući, između ostalog, datum objave, ex-datum, datum zapisa, datum plaćanja, zajamčeni datum sudjelovanja, razdoblje izbora, rok za zaštitu kupaca, zajamčeni datum sudjelovanja, tržišni rok itd.;
- obrada (i) plaćanja u gotovini i (ii) plaćanja vrijednosnim papirima u skladu s CAJWG tržišnim standardima za obradu korporativnih akcija;
- da SKDD nije dužan pridržavati se uputa Izdavatelja ako su u suprotnosti s CAJWG tržišnim standardima za obradu korporativnih akcija;
- novi odjeljak koji se bavi općim načelima upravljanja transakcijama i regulira, između ostalog:
  - (i) definicije tržišnih zahtjeva, transformacije i zaštite kupaca te (ii) opće obrade upravljanja transakcijama u skladu s tržišnim standardima za obradu korporativnih akcija koje definira i koristi industrija vrijednosnih papira u Europskoj uniji;
- novi odjeljak koja se bavi glavnom skupštinom i regulira, između ostalog:
  - primjenu relevantnih tržišnih standarda za glavne skupštine koje definira i koristi industrija vrijednosnih papira u Europskoj uniji, trenutačno JWGGM tržišne standarde za glavne skupštine;
  - detaljan protok informacija (i) od Izdavatelja do SKDD-a, (ii) od SKDD-a do njegovih sudionika i (iii) od sudionika SKDD-a do Krajnjih ulagatelja, a sve u skladu s JWGGM tržišnim standardima za glavne skupštine;
  - pružanje informacija između Izdavatelja, SKDD-a i Posrednika u formatiranom elektroničkom obliku, koristeći relevantne ISO standarde, i pružanje informacija od strane SKDD-a i Posrednika Krajnjim ulagateljima opće dostupnim alatima i mjerama, putem sigurnih elektroničkih sredstava, na jasan i razumljiv način;
  - da Izdavatelj može imenovati agenta, koji će biti član SKDD-a, i koji će biti ovlašten unijeti sve podatke potrebne za obradu glavnih skupština u IT sustav SKDD-a u ime Izdavatelja;
  - vrste informacija i podatkovnih elemenata koje treba pružiti i prenijeti u vezi s glavnom skupštinom;
  - vremenski okvir u odnosu na posljednji posrednički rok i rok izdavatelja;



- proces stvaranja, pomirenja i priopćavanja Obavijesti o sudjelovanju;
- da SKDD nije dužan pridržavati se uputa Izdavatelja ako su u suprotnosti s JWGGM tržišnim standardima za glavne skupštine.

### 3. Digitalizacija procesa

#### **Cilj i svrha inicijative:**

Digitalizacija procesa u financijskom sektoru može značajno poboljšati efikasnost, transparentnost i brzinu postupaka.

#### **Prijedlog inicijative:**

Elektronsko glasovanje na skupštinama: Omogućavanje elektronskog glasovanja na skupštinama dioničara povećava praktičnost i sudjelovanje. Dioničari mogu elektronski sudjelovati u procesima glasovanja, bez obzira na svoju fizičku lokaciju. To ubrzava procese donošenja odluka i čini ih transparentnijima.

Elektroničke platforme za uvrštenje: Implementacija elektroničkih platformi za podnošenje zahtjeva za uvrštenje na burzu pojednostavljuje cijeli proces. Izdavatelji i ovlaštene institucije mogu elektronički predavati i pratiti dokumentaciju, ubrzavajući evaluaciju i odobrenje zahtjeva.

Digitalna komunikacija između dionika: Digitalne platforme omogućavaju brzu i sigurnu razmjenu informacija između izdavatelja, regulatornih tijela, burzi i drugih dionika. To smanjuje potrebu za fizičkim dokumentima i poboljšava transparentnost procesa.

Online edukacija i podrška: Digitalne platforme mogu pružiti online edukaciju izdavateljima, ulagateljima i regulatorima. Ovo je posebice važno u kontekstu uvrštenja na burzu, gdje je obuka o procesima i zahtjevima ključna.

Elektronički potpisi i sigurnosni protokoli: Korištenje elektroničkih potpisa i naprednih sigurnosnih protokola osigurava autentičnost i integritet elektroničkih dokumenata, čime se smanjuje potreba za fizičkim potpisima i povećava sigurnost procesa.

Pristup podacima u stvarnom vremenu: Implementacija digitalnih rješenja omogućuje pristup relevantnim informacijama u stvarnom vremenu. Ovo je ključno za informirane odluke tijekom procesa uvrštenja.

Ovi digitalni alati ne samo da ubrzavaju procese uvrštenja na burzu, već također poboljšavaju transparentnost, smanjuju potrebu za fizičkom dokumentacijom te pružaju više sigurnosnih i analitičkih mogućnosti. Važno je osigurati da se takva digitalna transformacija provodi uz poštovanje relevantnih sigurnosnih i regulatornih standarda.

#### 4. Rezidentnost fondova za porezne potrebe

##### Podloga za prijedlog:

Iz razloga što fondovi nemaju pravnu osobnost i zbog toga ne mogu ishoditi od Porezne uprave potvrdu o rezidentnosti, obveznici su plaćanja poreza na dobit na stranim tržištima na koje zatim nemaju pravo na povrat.

Posljedica ovakvog sustava prije svega se očituje na imovini domaćih ulagatelja. Primjerice, prema našoj procjeni, članovi obveznih mirovinskih fondova su radi ovoga zaknuti za oko 20 milijuna eura godišnje povrata poreza na koji imaju pravo, a ne mogu ga ostvariti. Dodatno, ovaj iznos samo raste na godišnjoj razini kako se povećava imovina mirovinskih fondova.

##### Prijedlog izmjena:

S ciljem primjene ugovora o izbjegavanju dvostrukog oporezivanja za obvezne i dobrovoljne mirovinske fondove, te otvorene investicijske fondove s javnom ponudom i alternativne investicijske fondove, potrebno je dopuniti zakonodavni okvir na način da se jasno definira porezni status svih mirovinskih i investicijskih fondova osnovanih u RH, odnosno potvrdi da su mirovinski i investicijski fondovi rezidenti Republike Hrvatske u smislu primjene ugovora o izbjegavanju dvostrukog oporezivanja. Na taj način mirovinski i investicijski fondovi bit će u mogućnosti od Porezne uprave ishoditi potvrdu o rezidentnosti koja je u većini slučajeva nužna kako bi se primijenila DTT porezna stopa definirana pojedinim ugovorom o izbjegavanju dvostrukog oporezivanja.

#### 5. Pridržavanje najviših standarda korporativnog upravljanja u tvrtkama u državnom vlasništvu koje kotiraju ili će biti uvrštene

##### Cilj i svrha inicijative:

Poticanje državnih tvrtki, koje kotiraju na burzi, na ulazak u višu tržišnu kotaciju može biti ključno za poboljšanje likvidnosti tržišta kapitala i privlačenje dodatnih ulagatelja.

##### Prijedlog inicijative:

Nekoliko inicijativa koje bi mogle potaknuti takav napredak:

- **Financijski poticaji:** Država može ponuditi financijske poticaje ili olakšice tvrtkama koje prelaze na viši tržišni segment. To može uključivati smanjenje poreza na kapitalnu dobit, povlastice za izdavanje novih dionica ili drugih oblika poticaja koji bi potaknuli tvrtke na napredovanje.
- **Programi mentorstva i edukacije:** Vlada može pokrenuti programe mentorstva i edukacije usmjerene na pomoć državnim tvrtkama u razumijevanju i pripremi za višu tržišnu kotaciju. Stručnjaci iz financijskog sektora mogli bi dijeliti svoje znanje i iskustvo kako bi tvrtkama pomogli u ispunjavanju zahtjeva i očekivanja više razine kotacije.
- **Unapređenje transparentnosti i korporativnog upravljanja:** Povećanje transparentnosti i poboljšanje korporativnog upravljanja može povećati povjerenje ulagatelja i olakšati

tvrtkama pridržavanje standarda više tržišne kotacije. Vlada može poticati ove prakse putem regulativa, ali i pružanjem resursa za implementaciju najboljih standarda.

- Poticanje institucionalnih ulagatelja: Vlada može poticati institucionalne ulagatelja, poput mirovinskih fondova i investicijskih banaka, da ulažu u državne tvrtke koje su u višem segmentu tržišta. Ovo može pomoći u povećanju likvidnosti i vrijednosti dionica, čineći ih privlačnijim za širi spektar ulagatelja.
- Sudjelovanje u programima restrukturiranja: Vlada može podržati državne tvrtke u procesima restrukturiranja kako bi ih učinila konkurentnijima na višoj razini tržišne kotacije. Ovo može uključivati pomoć u smanjenju duga, optimizaciju poslovnih procesa ili implementaciju strategija rasta.
- Promocija javnih ponuda za preuzimanje (IPO): Poticanje državnih tvrtki da razmotre javne ponude za preuzimanje (IPO) može biti ključno za postizanje više tržišne kotacije. Ova inicijativa može uključivati pružanje informacija i podrške tvrtkama tijekom procesa IPO-a.

Kombinacija ovih inicijativa može stvoriti poticajno okruženje za državne tvrtke da razmotre prelazak na višu tržišnu kotaciju, čime se poboljšava dinamika domaćeg tržišta kapitala.

## 6. Osnivanje zajednice izdavatelja pri HGK

### Cilj i svrha inicijative:

Naše istraživanje je pokazalo kako postoji potreba za udruživanjem izdavatelja i zajedničkom komunikacijom prema ostalim dionicima. Osnivanje zajednice izdavatelja može imati značajan utjecaj na tržište kapitala, pridonoseći transparentnosti, sigurnosti i razvoju financijskog sektora. Takva zajednica uključuje različite izdavatelje, uključujući tvrtke koje izdaju dionice ili obveznice, s ciljem unaprjeđenja poslovanja, zaštite interesa izdavatelja te jačanja povjerenja ulagatelja.

Jedan od ključnih razloga za osnivanje zajednice izdavatelja jest olakšavanje dijaloga između izdavatelja, regulatornih tijela i ulagatelja. Kroz redovite sastanke, radne skupine i razmjenu informacija, izdavatelji mogu zajedno raditi na usklađivanju s regulatornim zahtjevima, dijeljenju najboljih praksi i identificiranju izazova s kojima se suočavaju na tržištu.

Ova zajednica također može pridonijeti razvoju standarda i smjernica vezanih uz izdavanje vrijednosnih papira, što će dodatno ojačati integritet tržišta. Kroz međusobnu podršku, ali i podršku potencijalnim novim izdavateljima, izdavatelji mogu podizati svijest o važnosti etičkog poslovanja, transparentnosti financijskih izvještaja te pridržavanja zakonskih propisa.

Osim toga, zajednica izdavatelja može se fokusirati na obrazovanje i informiranje svojih članova o najnovijim trendovima, tehnologijama i promjenama na tržištu kapitala. Kroz suradnju, izdavatelji mogu zajednički raditi na inovacijama, poboljšavajući pritom konkurentnost i održivost tržišta.

U konačnici, osnivanje zajednice izdavatelja vrijednosnih papira ima potencijal unaprijediti integritet tržišta, poboljšati povjerenje ulagatelja te potaknuti stabilan i održiv rast financijskog sektora.

## Prijedlog inicijative:

Kao prirodno okruženje za osnivanje Zajednice izdavatelja predlažemo HGK u kojem već djeluje nekoliko zajednica i udruženja sličnog tipa. Osnivanje Zajednice izdavatelja pri HGK ostvarilo bi sve gore navedene ciljeve i razriješilo probleme s kojima se izdavatelji susreću u praksi.

### 7. Omogućavanje digitalnog *onboarding-a* klijenata

#### Cilj i svrha inicijative:

Digitalna identifikacija novih klijenata, tj. zasnivanje poslovnog odnosa na daljinu, uobičajena je u Europi i svijetu već godinama. Europske financijske institucije u kombinaciji s računalnom tehnologijom uspješno smanjuju troškove provjere dokumenata i identiteta osoba, skraćuju vrijeme i dostupnost procesa otvaranja računa te značajno smanjuju mogućnost ljudske pogreške u identifikaciji osobe i autentičnosti računa.

U EU, nositelji bankarskih licenci N26, Monzo i Revolut (i mnogi drugi), koriste razne pružatelje usluga digitalne identifikacije kod kojih postupak otvaranja računa traje samo nekoliko minuta. Na žalost, u RH zasnivanje poslovnog odnosa na daljinu na opisani način, prema našem shvaćanju, do sada nije bio moguć. Predmetni pravilnik iz 2018. je zahtijevao snimanje razgovora između osobe koja zasniva odnos na daljinu i operatera u instituciji s kojom se zasniva poslovni odnos. Navedeno nikako nije rješenje u duhu digitalizacije.

Spomenute inozemne institucije imaju sve više korisnika i u RH, te je jedino logično domaćim pružateljima investicijskih usluga omogućiti isti tretman i prakse. Konkurencija iz EU nema potrebu i interes razvijati domaće tržište kapitala pa stroža domaća regulativa ima za posljedicu i dodatni odljev ulagatelja s domaćeg tržišta.

Trenutno se u Sloveniji regulator i nadležna ministarstva intenzivno bave istom tematikom i izgledno je da će investicijskim društvima omogućiti zasnivanje poslovnog odnosa na navedeni način.

Kako izgleda digitalna identifikacija prilikom zasnivanja poslovnog odnosa na daljinu s npr. investicijskim društvom? Od potencijalnog klijenta se zahtjeva provjera i potvrda identiteta pomoću slike dokumenta koja se snima putem kamere telefona ili računala (u slučaju osobne iskaznice snimanje prednje i stražnje strane), koja računalna tehnologija uz pomoć unaprijed zadanih parametara pregleda (podudaranje sigurnosnih elemenata i oblika dokumenta ovisno o zemlji).

Nakon što su dokumenti učitani, sljedeći korak je provjera i uparivanje biometrije - provjera je li osoba na dokumentu u tom trenutku osobno prisutna i odgovara li fotografiji iz dokumenta (tzv. *liveness test*). Od korisnika se traži da dok gleda u kameru izvodi određene pokrete (ovisno o aplikaciji, neke zahtijevaju okretanje glave, dok druge gledanje lijevo-desno), na temelju kojih algoritmi prepoznaju radi li se o živoj osobi ili ne. Zatim dolazi provjera odnosno *biometrics matching*, gdje na temelju crta lica algoritmi (i umjetna inteligencija) uspoređuju lice na osobnom dokumentu s licem na videu kako bi otkrili i spriječili zlouporabu. Procesi digitalne identifikacije mogu se prilagoditi lokalnim zahtjevima i regulativi u pogledu vrste dokumenata,

valjanosti dokumenata (npr. min. 3 mjeseca), ograničenja za dobne skupine i sl. Za poticaj razvoja tržišta i privlačenje što većeg broja malih ulagatelja, Pravilnikom bi se trebao maksimalno pojednostaviti proces *onboardinga* i nedvosmisleno isključiti potreba za videokonferencijom.

Navedena tehnologija je testirana na velikom broju korisnika (samo N26 je imao 8 milijuna korisnika u 2021.), omogućuje višu razinu sigurnosti identifikacije osobe, te nudi automatiziranu pohranu i dostupnost podataka za kasniju automatsku provjeru isteka ili pregled grupa osoba zbog zahtjeva sustava za sprečavanje pranja novca. Uz pomoć digitalizacije procesa, skraćujemo proces otvaranja računa za korisnike, približavamo uslugu mlađim generacijama i istovremeno gradimo veću konkurenciju na tržištu, što potiče i druge pružatelje modernizaciji. Sa stajališta kibernetičke sigurnosti (i DORA regulative), većina pružatelja usluga ima certifikate kvalitete različitih standarda, primjerice ISO 27001, ISO 27017 i 27018, SOC 1 i SOC 2, PCI/DSS itd., stoga bi bilo razumno takve standarde, koji su općeprihvaćeni na tržištu, spomenuti u propisima.

Prema važećem Pravilniku o postupku procjene rizika od pranja novca i financiranja terorizma te načinu provođenja mjera pojednostavljene i pojačane dubinske analize stranke (NN 144/21), pojednostavljena dubinska analiza stranke može podrazumijevati provjeru identiteta stranke i/ili stvarnog vlasnika stranke kada transakcije premaše internim aktom utvrđeni prag (čl. 15. st. 3.). Isto tako, Smjernice o korištenju rješenja za uvođenje stranaka na daljinu prema članku 13. stavku 1. Direktive (EU) 2015/849 EBA/GL/2022/15 predviđaju ograničenja obujma transakcije do trenutka kada se izvrši pregled (točka 19.b). Obzirom da je sustav sprječavanja pranja novca i financiranja terorizma utemeljen na procjeni rizika stranke i poslovnog odnosa, provedba pojednostavljene dubinske analize ograničena je na klijente i poslovne odnose nižeg rizika.

### **Prijedlog inicijative:**

S ciljem definiranja procesa u skladu s pripadajućom regulativom i potrebama i duhom tržišta, predlažemo omogućiti zasnivanje poslovnog odnosa na daljinu bez potrebe uparivanja biometrije, tj. tzv. *liveness testa*, za sve klijente nižeg rizika koji će imati portfelj (vrijednosni papiri + gotovina) u iznosu do 10.000,00 EUR. Navedeni klijenti bi efektivno prošli samo prvi korak opisanog procesa (unos osobnih podataka i slike dokumenata, te računalnu provjeru istih, ali bez *liveness testa*).

U slučaju prelaska tog praga predlažemo obvezno provođenje *liveness testa* ili provjere tj. identifikacije klijenta uživo. Isplata sredstava za klijente do 10.000,00 EUR koji ne bi bili obveznici *liveness testa* bi trebala biti omogućena samo i isključivo na tekući račun u vlasništvu navedene osobe, kao još jedan vid zaštite u procesu.

## **8. Izjednačavanje poreznog tretmana duga i vlasničkog kapitala**

### **Cilj i svrha inicijative:**

Mnoge EU zemlje imaju porezne sustave koji potiču financiranje dugom u odnosu na kapital, putem poreznih olakšica na plaćanje kamata. Ova poticajna praksa omogućuje tvrtkama da odbiju kamate povezane sa zaduživanjem iz porezne obveze, dok istovremeno ne omogućava slične olakšice za troškove povezane s financiranjem kapitala, poput isplate dividendi.

Šest država članica Europske unije (Belgija, Cipar, Italija, Malta, Poljska i Portugal) već su implementirale zakonodavne mjere s ciljem rješavanja porezno potaknute pristranosti dugu u odnosu na vlasnički kapital. Ove mjere variraju u svojem dizajnu, ali zajedničko im je da promiču porezne olakšice na kapitalna ulaganja.

Prijedlog inicijative može ići u dva smjera: u smjeru prijedloga EU DEBRA inicijative (snažne mjere) ili u smjeru blažih mjera.

### **Prijedlog snažnije inicijative (puna primjena DEBRA inicijative):**

DEBRA podrazumijeva dvije zasebne mjere koje se primjenjuju neovisno: poreznu olakšicu za vlasnički kapital i ograničenje (poreznog) odbitka kod kamata. Prijedlog DEBRA-e namijenjen je svim poreznim obveznicima koji su obveznici poreza na dobit u jednoj ili više država članica EU, uključujući stalne poslovne jedinice u jednoj ili više država članica EU subjekta koji je rezident treće zemlje za porezne svrhe. Izuzeće su financijske institucije.

#### Odbitak na korporativni kapital

Predložena Direktiva potiče korištenje vlasničkog kapitala putem porezne olakšice za vlasnički kapital za potrebe poreza na dobit 10 uzastopnih poreznih godina. Odbitak se izračunava tako da se osnovica za odbitak pomnoži s nominalnom kamatnom stopom (NIK).

Porezna olakšica za kapital = Osnovica X nominalna kamatna stopa (NIK)

#### Izračun osnovice za odbitak

Osnovica se izračunava kao razlika između razine neto kapitala na kraju porezne godine i razine neto kapitala na kraju prethodne porezne godine. Prijedlog definira vlastiti kapital i neto kapital kako slijedi:

- Vlasnički kapital: zbroj uplaćenog kapitala poreznog obveznika, dioničke premije, revalorizacijske rezerve i drugih rezervi te dobiti ili gubitka prenesenih u budućnost.
- Neto kapital: razlika između kapitala poreznog obveznika i zbroja porezne vrijednosti udjela poreznog obveznika u kapitalu povezanih poduzeća i vlastitih dionica poreznog obveznika.

#### Nominalna kamatna stopa (NIK)

Primjenjiva nominalna kamatna stopa ovisi o 10-godišnjoj nerizičnoj kamatnoj stopi za relevantnu valutu i uvećana je za premiju rizika od 1% (1,5% u slučaju malih i srednjih poduzeća).

#### Smanjenje vlasničkog kapitala poreznog obveznika

Ako dođe do smanjenja vlasničkog kapitala poreznog obveznika koji je imao koristi od odbitka na povećanje vlasničkog kapitala, iznos izračunat na isti način kao i odbitak postao bi oporeziv. Međutim, ovo se pravilo ne primjenjuje ako porezni obveznik pruži dokaze da je to smanjenje isključivo zbog gubitaka nastalih tijekom porezne godine ili zbog zakonske obveze.

## Ograničenja

Porezna olakšica na kapital se oduzima od porezne osnovice poreznog obveznika za potrebe poreza na dobit do 30% zarade poreznog obveznika prije kamata, poreza, deprecijacije i amortizacije (EBITDA).

### Daljnje ograničenje odbitka kamata

Osim toga, prijedlog istodobno ima za cilj obeshrabriti korištenje duga. Proporcionalno ograničenje ograničit će odbitak kamata do 85% prekoračenih troškova posudbe (tj. plaćene kamate minus primljene kamate). Stoga se 15% prekomjernih troškova posudbe neće odbiti od porezne osnovice poreznog obveznika.

### Pravila protiv zlouporabe

Kako bi se izbjegla zlouporaba porezne olakšice za kapital, prijedlog predviđa određena pravila protiv zlouporabe. Konkretno, pravila protiv zlouporabe usmjerena su na sheme uspostavljene kako bi se zaobišli uvjeti prema kojima se povećanje kapitala kvalificira za naknadu prema predloženoj Direktivi.

Prvo pravilo protiv zlouporabe propisuje da osnovica ne uključuje iznos bilo kakvog povećanja koje je rezultat:

- Davanje kredita između povezanih poduzeća;
- Prijenosa udjela između povezanih društava ili poslovne aktivnosti kao neograničenog poslovanja;
- Doprinosu u gotovini od osobe rezidentne, za porezne svrhe, u jurisdikciji koja ne razmjenjuje informacije s državom članicom u kojoj porezni obveznik želi ostvariti poreznu olakšicu na kapitalu.

Drugo pravilo protiv zlouporabe utvrđuje uvjete za uzimanje u obzir povećanja kapitala koja proizlaze iz doprinosa u naravi ili ulaganja u imovinu. Prijedlogom se propisuje da države članice poduzimaju odgovarajuće mjere kako bi osigurale da se vrijednost imovine uzima u obzir za izračun osnovice odbitka samo ako je imovina neophodna za obavljanje dohodovne djelatnosti poreznog obveznika.

Treće pravilo protiv zlouporabe usmjereno je na ponovnu kategorizaciju starog kapitala u novi kapital, što bi se, primjerice, moglo postići likvidacijom i osnivanjem novih poduzeća. Države članice poduzimaju odgovarajuće mjere kako bi osigurale da se, ako je povećanje kapitala rezultat reorganizacije grupe, takvo povećanje uzima u obzir samo u onoj mjeri u kojoj ne rezultira pretvaranjem kapitala (ili njegovog dijela) koja je već postojala u grupi prije reorganizacije u novi kapital.

Međutim, ako porezni obveznik može pružiti dostatne dokaze da je relevantna transakcija izvršena iz valjanih komercijalnih razloga i da ne dovodi do dvostrukog odbitka definiranog odbitka na kapitalu, pravila protiv zlouporabe ne bi se trebala primjenjivati.

### **Prijedlog blaže inicijative („prilagođena DEBRA“):**

Prijedlog prilagođene DEBRA inicijative podrazumijeva samo jednu mjeru ograničenje (poreznog) odbitka kod kamata.

Proporcionalno ograničenje ograničava odbitak kamata do 85% prekoračenih troškova posudbe (tj. plaćene kamate minus primljene kamate). Stoga se 15% prekomjernih troškova posudbe neće odbiti od porezne osnovice poreznog obveznika. Takav režim riješio bi pristranost prema dugu u odnosu na kapital, ali bez dodjeljivanja poreznih olakšica za financiranje putem vlasničkog kapitala.

## 9. Uključivanje malih ulagatelja u javne ponude

### Cilj i svrha inicijative:

Mali ulagatelji običajno imaju ograničen pristup ulaganju u inicijalne javne ponude. Međutim, kako bi se doskočilo ovom problemu, pojedine zemlje su razvile digitalne alate koji omogućavaju malim ulagateljima veće sudjelovanje u javnim ponudama. U Australiji, primjerice, postoji aplikacija koju je razvila tvrtka OnMarket Book Builds u suradnji s lokalnom burzom, namijenjena malim ulagateljima, upravo u svrhu izravnog sudjelovanja u javnim ponudama na proporcionalnoj razini.<sup>17</sup> Praksa iz Australije predlaže rezerviranje najmanje 25% svakog IPO-a za širu javnost, za razliku od institucionalnih ulagatelja. Ako javnost ne ispuni kvotu, dio od rezerviranih 25% za koji nije podnesena prijava može se dodijeliti institucionalnim ulagateljima.

Primjeri iz Singapura, Hong Konga i Francuske također podržavaju ovakav smjer razvoja tržišta. Tamo je sudjelovanje malih ulagatelja u inicijalnim javnim ponudama uređeno Pravilima burze koja osiguravaju da je značajan udio ponude dostupan malim ulagateljima:

- Pravila uvrštenja na burzu u Hong Kongu dopuštaju najviše 75% izdanja svojim institucionalnim klijentima.<sup>18</sup> Ostatak izdanja potrebno je ponuditi malim ulagateljima
- Singapore Stock Exchange s druge strane, ima i pragove ponude: za javne ponude manje od 52 milijuna eura, najmanje 40% izdanja mora biti primarno dostupno malim ulagateljima<sup>19</sup>
- U Francuskoj postoji uredba i preporuka regulatora kako izdavatelj barem 10% izdanja mora primarno ponuditi malim ulagateljima<sup>20</sup>
- Slična praksa postoji i u Belgiji<sup>21</sup>

<sup>17</sup> OnMarket BookBuilds (2016), 'Submission regarding proposed changes to admission requirements for listed entities'.

<sup>18</sup> Stock Exchange of Hong Kong Limited n.d., Appendix 6: Placing Guidelines for Equity Securities, [http://en-rules.hkex.com.hk/net\\_file\\_store/new\\_rulebooks/c/o/consol\\_mb.pdf](http://en-rules.hkex.com.hk/net_file_store/new_rulebooks/c/o/consol_mb.pdf).

<sup>19</sup> Singapore Exchange Limited (2017), 'Minimum Allocation to Facilitate Greater Retail Participation in IPOs', Response to Consultation, March, <https://api2.sgx.com/sites/default/files/170307%2BResponse%2Bto%2Bpublic%2Bconsultation.pdf>.

<sup>20</sup> General Regulation and recommendations of the Autorité des marchés financiers

<sup>21</sup> (Royal Decree of 17 May 2007 )



Sudjelovanje malih ulagatelja u javnim ponudama donosi i koristi izdavateljima, primjerice u slučajevima privatizacije, kada je uočljiv viši stupanj participacije malih ulagatelja (primjer su inicijalne javne ponude iz Estonije i UK) <sup>22</sup>

### **Prijedlog inicijative:**

Kako bi se malim ulagateljima omogućilo snažnije sudjelovanje na tržištu kapitala, predlažemo promjenu zakonodavnog okvira kojom bi se propisao minimalni iznos izdanja koji se mora ponuditi malim ulagateljima. S obzirom na analizu drugih zemljama, predlažemo da se prag postavi na **15% izdanja uz najmanje 100 dioničara**.

## **10. Slobodnije formiranje tržišnih segmenata na burzi**

### **Cilj i svrha inicijative:**

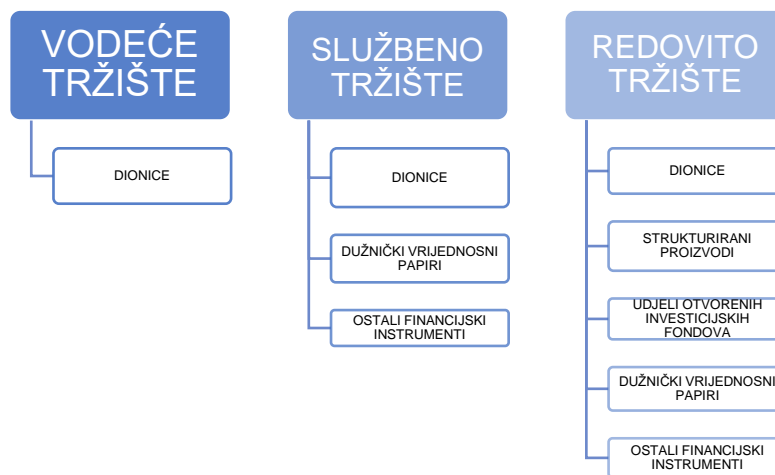
Burza radi strukture Zakona o tržištu kapitala ne može slobodno formirati tržišne segmente, zbog čega joj nedostaje prostora da pravovremeno odgovori zahtjevima tržišta. Tako, primjerice, Burza ne može formirati segment za ESG ili green instrumente, niti se *brandirati* kao tržište za dionice turističkog sektora. Naime, na Burzu je uvršteno 22 dionice turističkog sektora, tržišne kapitalizacije od 3 mlrd EUR ili 15% ukupne kapitalizacije, a promet ovim dionicama čini 20% dioničkog prometa. Formiranje ovog tržišta imat će za cilj motiviranje daljnjih hrvatskih, ali i regionalnih turističkih tvrtki na financiranje putem Burze.

EU je prepoznala potrebu za slobodnijim formiranjem segmenata i iz tog razloga je u planu donošenje „Listing Acta“ koji će upravo to dozvoliti.

---

<sup>22</sup> See the panel chaired by Lord Myners, CBE (2014), ‘An independent review for the Secretary of State for Business, Innovation and Skills: IPOs and Bookbuilding in Future HM Government Primary Share Disposals,’ 16 December, [https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment\\_data/file/388660/bis-14-1300-myners-independent-review-for-secretary-of-state-for-business-ipos-and-bookbuilding-in-future-hm-government-primary-share-disposals.pdf](https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/388660/bis-14-1300-myners-independent-review-for-secretary-of-state-for-business-ipos-and-bookbuilding-in-future-hm-government-primary-share-disposals.pdf).

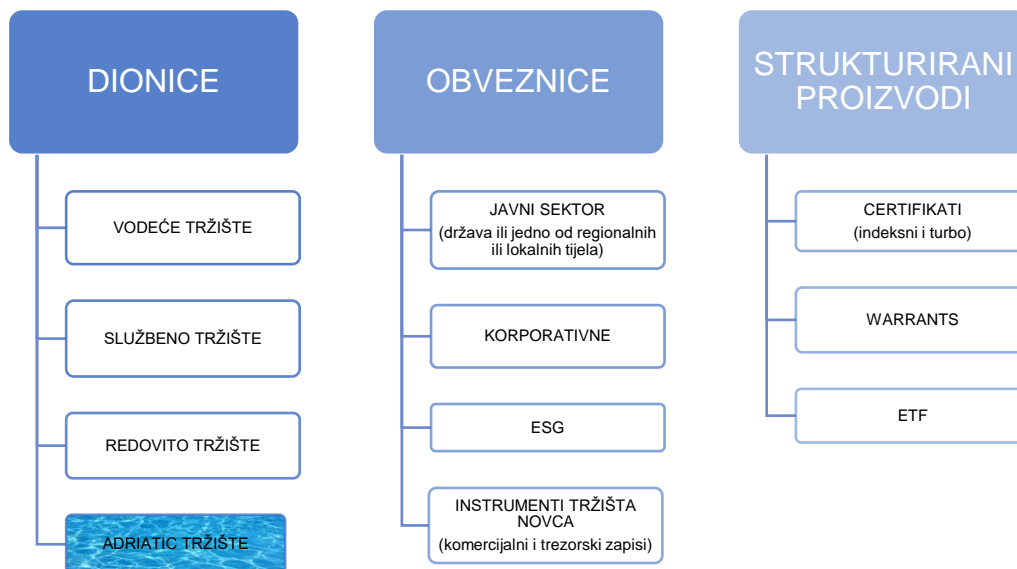
Slika 33 Tržišna segmentacija na Zagrebačkoj burzi



### Prijedlog inicijative:

Kako bi se omogućio prostor za pravovremeno odgovaranje zahtjevima tržišta, predlažemo izmjene zakonodavnog okvira. Također, u nastavku donosimo prijedlog nove segmentacije tržišta na Zagrebačkoj burzi.

Slika 34 Prijedlog nove segmentacije na Zagrebačkoj burzi



Prijedlog izmjena ZTK:

### Financijski instrumenti uvršteni za trgovanje na uređenom tržištu

#### Članak (1)

(1) Pravilima uređenog tržišta utvrđuju se segmenti uređenog tržišta i jasna i transparentna pravila o uvrštenju financijskih instrumenata za trgovanje na uređenom tržištu.

(2) Pravila iz stavka 1. ovoga članka moraju osigurati da se svim financijskim instrumentima uvrštenim za trgovanje na uređenom tržištu može trgovati korektno, uredno i djelotvorno.

(3) U slučaju izvedenica, pravilima iz stavka 1. ovoga članka osigurava se da su izvedenice oblikovane na način koji omogućuje uredno formiranje njihove cijene, kao i postojanje učinkovite namire.

(4) Prilikom provjere ispunjavaju li financijski instrumenti uvjete utvrđene u ovom članku, burza mora primjenjivati odredbe Delegirane uredbe Komisije (EU) 2017/568 od 24. svibnja 2016. o dopuni Direktive 2014/65/EU Europskog parlamenta i Vijeća u pogledu regulatornih tehničkih standarda za uvrštenje financijskih instrumenata za trgovanje na uređenim tržištima (Tekst značajan za EGP).

(5) Izdavatelji financijskih instrumenata uvrštenih na uređeno tržište moraju osigurati postojanje identifikacijskog broja odnosno identifikacijske oznake sukladno odredbama članka 3. Delegirane Uredbe Komisije (EU) 2017/585 od 14. srpnja 2016. o dopuni Uredbe (EU) br. 600/2014 Europskog parlamenta i Vijeća u pogledu regulatornih tehničkih standarda za standarde i formate podataka za referentne podatke o financijskom instrumentu i tehničke mjere u odnosu na aranžmane koje trebaju uvesti Europsko nadzorno tijelo za vrijednosne papire i tržišta kapitala i nadležna tijela (Tekst značajan za EGP) (SL L 87, 31. 3. 2017.).

## **Uvjeti za uvrštenje vrijednosnih papira u trgovanje na uređenom tržištu**

### **Članak (2)**

(1) Vrijednosni papiri koji se uvrštavaju za trgovanje na uređenom tržištu, osim uvjeta iz članka (1)\_\_\_ stavak 2. ovoga Zakona, moraju ispunjavati i sljedeće uvjete:

1. pravni položaj izdavatelja u smislu njegovoga osnivanja i ustroja mora biti u skladu s propisima Republike Hrvatske ili države sjedišta izdavatelja,
2. izdavatelj odnosno podnositelj zahtjeva za uvrštenje u trgovanje na uređenom tržištu je ispunio obveze iz \_\_\_\_\_ dijela ovoga Zakona<sup>23</sup>,
3. vrijednosni papiri su slobodno prenosivi,
4. vrijednosni papiri izdani su u skladu s propisima koji se na njih odnose,
5. vrijednosni papiri ispunjavaju uvjete za učinkovitu namiru transakcija.

(2) Smatra se da je uvjet iz točke 5. stavka 1. ovoga članka ispunjen:

- ~~1. ako izdavatelj ima sjedište u Republici Hrvatskoj i vrijednosni papiri su izdani kao nematerijalizirani vrijednosni papiri i upisani su u središnji depozitorij;~~
- ~~2. u ostalim slučajevima, ako se radi o vrijednosnim papirima koji su izdani kao nematerijalizirani vrijednosni papiri i upisani su u središnji depozitorij, odnosno~~
- ~~3. ako su vrijednosni papiri izdani kao materijalizirani vrijednosni papiri koji se nalaze na zbirnoj pohrani u središnjem depozitoriju, te ako je ispunjen uvjeti za namiru burzovnih poslova tim vrijednosnim papirima iz čl. od toga je 448 ispunjeno zakonom.~~

## **Uvjeti za uvrštenje dionica u trgovanje na uređenom tržištu**

### **Članak (3)**

<sup>23</sup> Dio Zakona koji se odnosi na obvezu izrade i objave prospekta i drugih informacija.

- (1) Očekivana tržišna kapitalizacija dionica za koje je podnesen zahtjev za uvrštenje u trgovanje ili, ako se to ne može procijeniti, kapital i rezerve društva, uključujući dobit i gubitak iz prethodne financijske godine, iznosi najmanje 1 000 000 EUR.
- (2) Stavak 1. ovoga članka ne primjenjuje se na uvrštenje u trgovanje dionica koje su zamjenjive s dionicama koje su već uvrštene za trgovanje.
- (3) Javnosti mora biti distribuirano najmanje 10 % upisanog kapitala koji predstavlja razred dionica na koje se odnosi zahtjev za uvrštenje za trgovanje.
- (4) Ako je postotak dionica distribuiran javnosti manji od 10% upisanog kapitala, zahtjev za uvrštenje u trgovanje može biti odobren samo ako uređeno tržište smatra da će dostatan broj dionica biti distribuiran javnosti u kratkom vremenskom razdoblju<sup>24</sup>.
- (5) Ako se uvrštenje za trgovanje traži za dionice koje su zamjenjive s dionicama koje su već uvrštene za trgovanje, uređena tržišta dužna su radi ispunjenja zahtjeva iz stavka 3. utvrditi je li javnosti distribuiran dovoljan broj dionica u odnosu na sve izdane dionice, a ne samo na dionice koje su zamjenjive s dionicama koje su već uvrštene za trgovanje.

### **Podnositelj zahtjeva za uvrštenje vrijednosnih papira u trgovanje na uređenom tržištu**

#### **Članak (4)**

- (1) Zahtjev za uvrštenje vrijednosnih papira u trgovanje na uređenom tržištu može podnijeti izdavatelj ili osoba koju izdavatelj ovlasti.
- (2) Iznimno od stavka 1. ovoga članka, prenosivi vrijednosni papiri mogu biti uvršteni za trgovanje na uređenom tržištu i bez suglasnosti izdavatelja ako su već uvršteni na uređeno tržište države članice ili na burzu treće zemlje, ako su zakonske odredbe treće zemlje:
  - a) u svezi sa zahtjevom za uvrštenje vrijednosnih papira, usporedive onima propisanim ovim zakonom i propisima donesenim na temelju ovoga zakona;
  - b) u svezi s izradom prospekta izdanja ili prospekta uvrštenja vrijednosnih papira, usporedive onima propisanim ovim zakonom i propisima donesenim na temelju ovoga zakona;
  - c) ako na toj burzi postoje pretpostavke obveze transparentnosti koje su usporedive s onima na uređenom tržištu za uvrštene vrijednosne papire i
  - d) ako je zajamčena razmjena informacija u svrhu nadzora trgovanja s nadležnim tijelima u toj državi.
- (3) U slučaju iz stavka 2. ovoga članka, uređeno tržište obvezno je u roku od 3 (tri) dana od uvrštenja obavijestiti izdavatelja da se njegovim vrijednosnim papirima trguje na tom uređenom tržištu.
- (4) Izdavatelj nije dužan ispunjavati obveze prema pravu Unije u vezi s početnim, stalnim ili *ad hoc* obvezama objavljivanja izravno bilo kojem uređenom tržištu koje je njegove vrijednosne papire uvrstilo za trgovanje bez njegove suglasnosti.

### **Odlučivanje o uvrštenju financijskih instrumenata za trgovanje na uređenom tržištu**

#### **Članak (5)**

- (1) O uvrštenju financijskih instrumenata za trgovanje na uređenom tržištu odlučuje burza.

---

<sup>24</sup>Čl.(3)(5) prijedloga LA: Ako je postotak dionica koje drže građani manji od 10 % upisanog kapitala, države članice dužne su osigurati da uređena tržišta zahtijevaju da se dovoljan broj dionica distribuira građanima kako bi se ispunio zahtjev iz stavka 4.

(2) Ako zahtjev za uvrštenje vrijednosnih papira za trgovanje na uređenom tržištu nije podnijela osoba navedena u članku (4) ovoga zakona, burza će zahtjev odbaciti.

(3) Burza će odbiti zahtjev za uvrštenje za trgovanje na uređenom tržištu ako:

1. financijski instrumenti ne ispunjavaju uvjete iz članka (2) ovoga zakona;
2. nisu ispunjeni uvjeti iz članka (3) ovoga zakona, kada se zahtjev za uvrštenje odnosi na dionice;
3. prema podacima kojima burza raspolaže proizlazi da bi uvrštenje bilo štetno po interese ulagatelja.

(4) Burza je dužna obavijestiti Agenciju o svakom zaprimljenom zahtjevu za uvrštenje vrijednosnih papira za trgovanje na uređenom tržištu.

(5) O uvrštenju financijskih instrumenata za trgovanje na uređenom tržištu burza bez odgode obavještava Agenciju i javnost.

(6) Burza je dužna na svojim internetskim stranicama objaviti sve podatke o uvrštenju financijskih instrumenata za trgovanje na uređenom tržištu.

## 11. Uklanjanje utvrđene prekomjerne regulacije

### Cilj i svrha inicijative:

S obzirom da je istraživanje pokazalo kako tržišni sudionici u velikoj mjeri smatraju da je na domaćem tržištu prisutna prekomjerna regulacija, Radna skupina je izradila zasebni dokument u kojem se analiziraju primjeri utvrđene prekomjerne regulacije te u kojim slučajevima je moguće pojednostavniti regulatorni okvir.

### Prijedlog inicijative:

Identifikacija prekomjernih regulacija: Provesti temeljitu analizu trenutnih regulatornih zahtjeva i identificirati područja gdje tržišni sudionici smatraju da postoji prekomjerna regulacija. Komunicirati s različitim dionicima, uključujući poslovnu zajednicu, udruge industrije i stručnjake za regulativu, kako bismo dobili različite perspektive. Ovaj proces je prilika da hrvatsko zakonodavstvo bude puno fleksibilnije od nekih susjednih država, te tako privuče i dodatne izdavatelje iz tih jurisdikcija, te stvori reputaciju tržišta na kojem je u najvećoj mjeri olakšan izlazak na burzu ili sudjelovanje na financijskom tržištu.

Revizija postojećih propisa: Analiza trenutnih regulatornih zahtjeva kako bismo identificirali one koji nisu nužni ili su neproporcionalno opterećujući. Razmotriti reviziju i pojednostavljenje propisa koji često dovode do administrativnih barijera za poslovanje.

Jedan od primjera nepovoljnijeg položaja dionika na domaćem tržištu u odnosu na ostatak EU je slobodno formiranje cijena od strane Zagrebačke burze. Burza je u nepovoljnijem položaju u odnosu na druge Burze u Europi, budući da je podložna odobrenjima cjenika za svoje usluge od strane regulatora, što u drugim državama nije slučaj. Iz tog razloga burza ne može biti konkurentna i brzo reagirati na tržišne okolnosti te je na ovaj način stavljena u nepovoljniji položaj u odnosu na druge burze kao i tržišne sudionike. Drugi primjer uključuje prijenos CSDR regulative u domaći zakonodavni okvir kojim je propisano da je SKDD obveznik propisa o sprečavanju pranja novca i financiranja terorizma, dok isto CSDR regulativa ne traži. Treći

primjer se pak odnosi na UAIF, gdje je Direktivom o UAIF-u<sup>25</sup> propisano kako UAIF može upravljati portfeljima u vlasništvu mirovinskih fondova i institucija za strukovno mirovinsko osiguranje, dok je u domaćem zakonodavnom okviru pridodan uvjet postojanja licence društva za upravljanje i UCITS fondovima. Stavovi tržišnih sudionika te inicijalni nalazi Radne skupine upućuju da bi bilo korisno napraviti detaljnu analizu zakonodavnog okvira kako bi se utvrdili slučajevi prekomjerne regulacije te napravili prijedlozi za uklanjanje iste, ukoliko je moguće.

### **Prijedlog izmjena:**

Konkretno, navodimo jedan prijedlog izmjene (slobodno formiranje cijena burze), za ostale je potrebna daljnja detaljna analiza.

### Prijedlog izmjene ZTK:

#### Naknade za usluge uređenog tržišta

(1) Burza je dužna donijeti cjenik u kojem mora odrediti naknade za usluge uređenog tržišta, uključujući i popuste, na transparentan, korektan i nediskriminirajući način, vodeći se razumnim komercijalnim uvjetima.

(2) Naknade za kolokacijske usluge burza mora odrediti u skladu s Delegiranom uredbom Komisije (EU) 2017/573 od 6. lipnja 2016. o dopuni Direktive 2014/65/EU Europskog parlamenta i Vijeća o tržištu financijskih instrumenata u pogledu regulatornih tehničkih standarda o zahtjevima kojima se osiguravaju korektne i nediskriminirajuće kolokacijske usluge i strukture naknada (Tekst značajan za EGP) (SL L 87, 31. 3. 2017.)

(3) Naknade iz stavka 1. i 2. ovoga članka ne smiju stvarati poticaj za postavljanje/izlaganje, izmjenu ili otkazivanje naloga ili izvršenje transakcija na način kojim se doprinosi neurednim uvjetima trgovanja ili zlouporabi tržišta.

(4) Burza može prilagoditi naknade za povučene naloge razmjerno njihovom vremenskom trajanju na tržištu te prilagoditi naknade za svaki financijski instrument na koji se primjenjuju. Burza može odrediti više naknade za izlaganje naloga koji se potom povlače, sudionike koji imaju veći omjer povučenih naloga od izvršenih te sudionike koji koriste tehniku visokofrekventnog algoritamskog trgovanja.

(5) Burza mora odmah nakon objave ili promjene cjenika obavijestiti Agenciju o svakoj promjeni visine naknada iz stavka 1. i 2. ovoga članka, zajedno s obrazloženjem kojim dokazuje da je promjena naknada u skladu sa zahtjevima iz stavka 1. ovoga članka.

(6) Burza mora otkloniti nedostatke i podnijeti izvješće o njihovom ispravku kako je određeno rješenjem Agencije o neusklađenosti cjenika burze sa stavkom 1. ovoga članka, najkasnije u roku od 3 (tri) radna dana od pravomoćnosti rješenja.

(7) Cjenik burze i njegove izmjene i dopune stupaju na snagu 15. dan od dana javne objave na internetskim stranicama burze, osim ako burza u pojedinim slučajevima iz opravdanih razloga ne odredi

<sup>25</sup> Čl. 6. st.4. točka a) Direktive 2011/61/EU o upraviteljima alternativnih investicijskih fondova i o izmjeni direktiva 2003/41/EZ i 2009/65/EZ te uredbi (EZ) br. 1060/2009 i (EU) br. 1095/2010

kraći rok stupanja na snagu. O promjeni cjenika burza istovremeno obavještava članove burze elektroničkom poštom.

## 12. Promjene zakonodavnog okruženja vezano uz poslove skrbništva

### ZAKON O TRGOVAČKIM DRUŠTVIMA

#### **Cilj i svrha inicijative:**

Zakon o trgovačkim društvima značajnim dijelom utječe na aktivnosti u *post trading* fazi te ga je nužno pojmovno uskladiti sa Zakonom o tržištu kapitala, koristiti mogućnosti koje pruža regulativa EU kako bi se olakšala administracija, smanjili troškovi i jasnije definirali određeni datumi, čija definicija u niti jednom momentu ne bi smjela biti dvojbena.

#### **Prijedlog inicijative:**

- Članak 279. st. (3)

Odredba o podnošenju dokaza o posjedovanju udjela koja se mora odnositi na početak 21. dana prije održavanja skupštine je u praksi zbunjujuća jer nije jasno odnosi li se samo na dionice koje glase na donositelja ili dionice uvrštene na uređeno tržište, pa predlažemo da se isto u zakonu jasno i nedvojbeno propiše. Ukoliko se navedeno odnosi samo na dionice koje glase na donositelja, predlažemo uvođenje tog instituta za sve dionice koje su uvrštene na uređeno tržište. Međutim, s obzirom na specifičnosti dionica koje glase na donositelje, predlažemo da rok za ostale dionice koje su uvrštene na uređeno tržište bude 10 dana prije održavanja skupštine. Na ovaj bi se način standardiziralo postupanja na tržištu te značajno olakšalo ispunjavanju zahtjeva iz Direktive (EU) 2017/828.

Tijekom savjetovanja o Nacrtu prijedloga Zakona o izmjenama i dopunama Zakona o trgovačkim društvima, ova problematika je komentirana te je odgovoreno da je odredbom članka 279. stavka 3. Zakona o trgovačkim društvima jasno propisano kako se dokaz o posjedovanju udjela odnosi na početak 21. dana prije održavanja skupštine za sva dionička društva kod kojih su dionice uvrštene na uređeno tržište.

Napominjemo da je postupanje društava čije su dionice uvrštene na uređeno tržište u pravilu potpuno drugačije u praksi, a što je vidljivo u njihovim objavama poziva za sudjelovanje na glavnim skupštinama dioničara, čime se otvara prostor za potencijalne tužbe i osporavanje odluka glavnih skupština predmetnih društava, te je nužno da se ova praksa čim prije uredi ili nedvojbenom definicijom u ZTD-u ili komuniciranjem prema društvima kako bi se osvijestila ova problematika.

- Utvrđivanje identiteta samo onih dioničara koji drže više od određenog postotka dionica ili prava glasa

DIREKTIVA (EU) 2017/828 EUROPSKOG PARLAMENTA I VIJEĆA od 17. svibnja 2017. o izmjeni Direktive 2007/36/EZ u pogledu poticanja dugoročnog sudjelovanja dioničara propisuje da države članice mogu predvidjeti da je trgovačkim društvima, koja imaju sjedište na njihovu državnom području, dopušteno zatražiti utvrđivanje identiteta samo onih dioničara koji drže više od određenog postotka dionica ili prava glasa. Taj postotak ne smije biti veći od 0,5 %.

Zakon o trgovačkim društvima ne predviđa takvu mogućnost.

Mišljenja smo da je korist trgovačkih društava, od zaprimljenih informacija o identitetu dioničara ispod 0,5%, beznačajna u odnosu na ogromnu administraciju i troškove na strani posrednika u smislu zaprimanja, obrade i dostave podataka. Posljedično, ti će se troškovi prenijeti na dioničare. Obzirom na stupanj razvoja hrvatskog tržišta kapitala, smatramo neprimjerenim nametanje dodatnih troškova koji negativno utječu na percepciju tržišta, tim više što se to najviše odnosi na najranjiviju skupinu ulagatelja - male ulagatelje.

Stoga smatramo nužnim iskoristiti mogućnost koju Direktiva pruža te tako zaštititi tržište i male ulagatelje od bespotrebne administracije i troškova.

- Neusklađenost pojmova

Potrebno je nedvojbeno definirati pojam "dioničar" u Zakonu u trgovačkim društvima, posebice imajući u vidu članak 528. Zakona o tržištu kapitala, koji predviđa vođenje nematerijaliziranih vrijednosnih papira na računu kod središnjeg depozitorija koji ne glasi na ime njihova zakonitog imatelja, nego osobe koja, na temelju posebnog (posrednog ili neposrednog) odnosa sa zakonitim imateljem (skrbnik, povjerenik, zastupnik ili netko treći) za zakonitog imatelja drži te vrijednosne papire.

## ZAKON O TRŽIŠTU KAPITALA

### **Cilj i svrha inicijative:**

Jasnije definiranje pojmova stvarnog i zakonitog imatelja vrijednosnih papira.

### **Prijedlog inicijative:**

Praksa je pokazala da je terminologija koja se u inozemstvu uobičajeno koristi za stvarnog i zakonitog imatelja vrijednosnih papira (*beneficial vs. Legal owner*) nespretno prenesena u Zakon o tržištu kapitala te stoga predlažemo izmjene članka 528. na način da isti glasi kako slijedi:

„Stvarni i zakoniti imatelj nematerijaliziranih vrijednosnih papira

Članak 528.

(1) Stvarni imatelj nematerijaliziranoga vrijednosnog papira je subjekt kojem pripada tražbina, odnosno pravo iz nematerijaliziranoga vrijednosnog papira.

(2) Nematerijalizirani vrijednosni papiri vode se na računu kod središnjeg depozitorija koji glasi na ime njihovog stvarnog imatelja.

(3) Ako su vrijednosni papiri upisani na račun bez valjane pravne osnove ili ako je ta osnova otpala, subjekt na čije ime glasi račun kod središnjeg depozitorija nije stvarni imatelj upisanih vrijednosnih papira, osim ako je prilikom stjecanja postupao u dobroj vjeri.

(4) Iznimno od odredbe stavka 2. ovoga članka, nematerijalizirani vrijednosni papiri mogu se voditi na računu kod središnjeg depozitorija koji ne glasi na ime njihovog stvarnog imatelja, nego na ime zakonitog imatelja kao osobe koja, na temelju posebnog, posrednog ili neposrednog, odnosa sa stvarnim imateljem (skrbnik, povjerenik, zastupnik ili netko treći) za stvarnog imatelja drži te vrijednosne papire.“



U tom smislu bi i ostalu terminologiju u Zakonu trebalo prilagoditi. Posebice naglašavamo nužnost prilagođavanja gore navedene terminologije u Poglavlju III. Informacije o promjenama u glasačkim pravima.

## ZAKON O POREZU NA DOBIT I ZAKON O POREZU NA DOHODAK

### **Cilj i svrha inicijative:**

Nužno je uskladiti postupak oporezivanja dividendi na hrvatskom tržištu kapitala sa standardima koja preporučuje Europska komisija.

### **Prijedlog inicijative:**

Većina zemalja članica EU primjenjuje porez na dividendu. Međutim, sam postupak oporezivanja se razlikuje od zemlje do zemlje. Kompleksnost postupka oporezivanja negativno utječe na funkcioniranje tržišta kapitala, povećava troškove prekograničnog investiranja te u konačnici smanjuje interes za ulaganje na takva tržišta. Obzirom da je postupak oporezivanja dividendi, na način kako se danas radi na hrvatskom tržištu, relativno nov, u praksi je primijećeno da postoje područja na kojima bi se mogla provesti odgovarajuća poboljšanja koja bi značajno utjecala na pojednostavljenje samog postupka oporezivanja, kao što su:

- nužnost izdavanja osobnog identifikacijskog broja (OIB) te dostavljanje podataka o krajnjem vlasniku prilikom isplate dividende, iako se ne koristi povlaštena stopa iz ugovora o izbjegavanju dvostrukog oporezivanja, su specifičnost na domaćem tržištu kapitala čime značajan iznos sredstava ostaje blokiran kod isplatitelja, uključujući i porez, što u otežanim uvjetima poslovanja predstavlja značajan rizik;
- prema preporukama na nivou EU, isplata dividende trebala bi biti što bliže datumu utvrđivanja popisa imatelja prava na dividendu, a preporučljivo je sljedeći radni dan, čime su strani ulagatelji na hrvatskom tržištu kapitala, zbog zahtjevne dokumentacije / procedure, u pravilu uskraćeni za mogućnost korištenja povlaštene stope poreza iz ugovora o izbjegavanju dvostrukog oporezivanja pri samoj isplati dividende te moraju tražiti povrat plaćenog poreza;
- obrazac za primjenu povlaštene stope poreza iz ugovora o izbjegavanju dvostrukog oporezivanja, kao i sam proces umanjenja porezne obveze, u potpunosti odstupa od uobičajenog postupanja na razvijenim tržištima na kojima se i potvrda o rezidentnosti, a koja bi za naše tržište predstavljala ogroman napredak, ne smatra zadovoljavajućim te se predlažu dodatna administrativna pojednostavljenja za postizanje umanjenje porezne obveze (potvrda lokalnog financijskog posrednika, elektronička razmjena dokumenata i sl.);
- pored uobičajenog povrata poreza, brojne razvijene zemlje imaju postupak tzv. „brzog povrata poreza“ uz pojednostavljeno i standardizirano postupanje, kako u smislu zahtjeva za dokumentacijom, tako i u smislu roka za povrat poreza (maksimalno 6 mjeseci).

Europska komisija je predložila jedinstvena pravila kojima bi se gore navedena problematika unificirala na nivou Europske unije, a koja bi trebala stupiti na snagu 1.1.2027. godine. Obzirom na izrazito kompleksan postupak oporezivanja dividendi na hrvatskom tržištu kapitala, predložemo implementaciju predloženih pravila u što kraćem vremenskom periodu.

## ZAKON O KREDITNIM INSTITUCIJAMA

### **Cilj i svrha inicijative:**

Uklanjanje nužnosti držanja dionica kreditnih institucija na skrbničkim računima na ime, kako bi se postupanje na hrvatskom tržištu kapitala ujednačilo s postupanjima na razvijenim tržištima kapitala, olakšalo administriranje unutar lanca posrednika te smanjili troškovi investiranja.

### **Prijedlog inicijative:**

Predlažemo brisanje stavka 7. Članka 20. Zakona o kreditnim institucijama, a koji određuje da, ako se dionice kreditnih institucija vode na skrbničkom računu, isti mora glasiti na ime.

Postojanje zbirnih računa vrijednosnih papira uobičajena je praksa na razvijenim tržištima, uključujući tržišta EU. Zbirni računi, pored drugih koristi, značajno pojednostavljaju prekogranično investiranje te smanjuju troškove i administraciju. Postojanje bilo kakvih specifičnosti, kao što je u ovom slučaju vođenje dionica kreditnih institucija na skrbničkim računima na ime, stranim posrednicima / ulagateljima značajno otežava ulaganje na hrvatsko tržište kapitala, a posebice ulaganje u dionice kreditnih institucija.

Strani ulagatelji, posebice institucionalni, lokalnom tržištu kapitala u pravilu pristupaju putem financijskih posrednika, lokalnih i/ili globalnih skrbnika, te istima podatak o krajnjem vlasniku ne mora nužno biti poznat. Stoga, postojanje ovakve odredbe o vođenju dionica kreditnih institucija implicira dodatan administrativan rad od strane stranih posrednika, kao i lokalnih skrbnika, čime se poskupljuje ulaganje na hrvatsko tržište kapitala te isto čini manje atraktivnim.

Strani ulagatelji su svjesni da na tržištima uobičajeno postoji obveza izvještavanja u slučaju prelaska odgovarajućih pragova ulaganja (5%, 10% i slično), ali nikako ne očekuju da bi se nekakve dodatne obveze uvodile za držanje pojedinog vrijednosnog papira.

Projekt izgradnje jedinstvenog sustava namire vrijednosnih papira u EU, TARGET2-Securities (T2S), imao je za cilj integraciju i harmonizaciju visoko fragmentiranih sustava namire u EU, kako bi se snizili troškovi prekogranične namire vrijednosnih papira te povećala konkurentnost. Isti zahtijeva od zemalja EU, koje su se priključile projektu, uklanjanje preostalih tehničkih i regulatornih barijera, kako bi se postiglo potpuno otvoreno i efikasno okruženje za prekograničnu namiru u EU. Jedan od preduvjeta za harmonizaciju je postojanje zbirnih računa vrijednosnih papira, kao i nepostojanje bilo kakvih barijera / ograničenja za korištenje zbirnih računa vrijednosnih papira od strane stranih sudionika.

Obzirom na sve gore izneseno, vjerujemo da negativne implikacije postojanja predmetne odredbe značajno nadmašuju koristi od iste u praksi, kroz otežano i nestandardno ulaganje stranih ulagatelja na hrvatsko tržište kapitala, a koje nije uobičajeno na drugim razvijenim tržištima te nije u skladu sa smjerom u kojem idu tržišta EU.

### 13. Nacionalna kampanja za potencijalne izdavatelje

#### **Cilj i svrha inicijative:**

Nacionalna kampanja usmjerena na poticanje poduzeća, bilo javnih ili privatnih, na korištenje financiranja tržišta kapitala može igrati ključnu ulogu u jačanju gospodarstva, poticanju rasta poduzeća i stvaranju dinamičnog tržišta kapitala.

#### **Prijedlog inicijative:**

**Edukacija i svijest:** Kampanja bi trebala pružiti sveobuhvatnu edukaciju o prednostima korištenja tržišta kapitala. Fokusiranje na objašnjavanje različitih instrumenata financiranja, poput izdanja dionica ili obveznica, pomoći će poduzećima da bolje razumiju svoje mogućnosti.

**Podrška savjetodavnim uslugama:** Pružanje informacija o dostupnosti savjetodavnih usluga, poput financijskih analiza, korporativnog upravljanja i strategijskog planiranja, može pomoći poduzećima u pripremi za sudjelovanje na tržištu kapitala.

**Promocija uspješnih primjera:** Istaknuti uspješne priče poduzeća koja su koristila tržište kapitala kako bi ostvarila rast, širenje i inovacije. Ove priče mogu poslužiti kao motivacija i inspiracija za druga poduzeća.

**Pružanje informacija o regulatornom okviru:** Kampanja bi trebala obuhvatiti informacije o regulatornim aspektima sudjelovanja na tržištu kapitala, olakšavajući poduzećima razumijevanje pravnih i regulatornih obveza.

**Suradnja s financijskim institucijama:** Partnerstvo s financijskim institucijama, poput burze, investicijskih savjetnika i drugih financijskih posrednika pomaže u jačanju infrastrukture tržišta kapitala i pruža dodatnu podršku poduzećima.

**Radionice i seminari:** Organizacija radionica, seminara i konferencija na kojima se razmjenjuju informacije, najbolje prakse i iskustva može značajno doprinijeti edukaciji i poticanju interesa za tržište kapitala.

Ovakva kampanja trebala bi biti sveobuhvatna, kontinuirana i prilagođena specifičnostima nacionalnog gospodarstva. Cilj je stvoriti svijest o prednostima tržišta kapitala, smanjiti strahove i prepreke te potaknuti poduzeća na iskorištavanje mogućnosti koje pruža sudjelovanje na tržištu kapitala.

### 14. Ujednačenje porezne prakse prilikom naplate PDV-a u financijskoj industriji

#### **Prijedlog inicijative:**

Prijedlog inicijative je da se investicijske usluge upravljanja portfeljem, te pohrane i administriranja imovinom, oslobode oporezivanja porezom na dodanu vrijednost (PDV).

#### **Podloga za prijedlog:**

Zakonom o porezu na dodanu vrijednost (Narodne novine broj 73/13, 99/13, 148/13, 153/13, 143/14, 115/16, 106/18, 121/19, 138/20, 39/22, 113/22, 33/23, dalje: „Zakon o PDV-u“) odredbom članka 40. propisano je da su PDV-a oslobođene usluge upravljanja investicijskim fondovima. Međutim, usluga upravljanja portfeljem nije taksativno navedena u izuzećima. Trošak PDV-a za navedenu uslugu društva prevladavaju na klijenta, efektivno poskupljujući uslugu upravljanja portfeljem u odnosu na uslugu upravljanja fondom.

Neovisno o pravnim razlikama u statusu imovine portfelja (imovina ulagatelja) i imovine fonda (suvlasnička zajednica ulagatelja), smatramo da su ove dvije usluge po svojoj prirodi iste, te da bi i upravljanje portfeljem kao investicijska usluga trebalo biti oslobođeno oporezivanja PDV-om. Naime, u oba slučaja riječ je o upravljanju imovinom ulagatelja, s time da se kod ulaganja u investicijske fondove izdaju udjeli u fondu u korist ulagatelja, dok se kod upravljanja portfeljem sklapa ugovor o upravljanju portfeljem na temelju kojeg klijent uobičajeno uplaćuje novčana sredstva u korist investicijskog društva, a investicijsko društvo u zamjenu za navedeno kupuje financijske instrumente koji čine portfelj ulagatelja, te ne bi smjela postojati razlika u odnosu na porezni tretman. Efekt izmjena bio bi zadržavanje sredstava u portfeljima klijenata, gdje bi mogla biti reinvestirana.

SKDD-ove usluge održavanja pozicija vrijednosnih papira na transakcijskim računima i na računima ulagatelja nisu oporezive PDV-om, dok se iste usluge koje investicijska društva i banke pružaju ulagateljima smatraju administriranjem i pohranom i kao takve podliježu oporezivanju PDV-om. Važno je pritom naglasiti da se u oba slučaja ulagateljima efektivno pruža ista usluga pri čemu se koriste iste cijene/vrijednosti za izračun naknade i da, zbog različitog poreznog tretmana iste usluge s aspekta PDV-a, svi tržišni sudionici nisu u ravnopravnom položaju.

### **Prijedlog izmjena:**

Za ostvarenje ovog cilja primarno je potrebno izmijeniti Zakon o PDV-u u članku 40. na sljedeći način:

#### Članak 40 Zakona o PDV-u – postojeće stanje

(1) PDV-a su oslobođene:

- a) transakcije osiguranja i reosiguranja, uključujući s njima povezane usluge što ih obavljaju posrednici u osiguranju i reosiguranju i zastupnici u osiguranju,
- b) odobravanje kredita i zajmova, uključujući i posredovanje u tim poslovima te upravljanje kreditima ili zajmovima kada to čini osoba koja ih odobrava,
- c) ugovaranje kreditnih garancija i svi drugi poslovi po kreditnim garancijama ili kojemu drugom osiguranju novca te upravljanje kreditnim garancijama kada to čini osoba koja odobrava kredit,
- d) transakcije, uključujući posredovanje, u vezi sa štednim, tekućim i žiroračunima, plaćanjima, transferima, dugovima, čekovima i drugim prenosivim instrumentima, osim naplate duga,
- e) transakcije, uključujući posredovanje, u vezi s valutama, novčanicama i kovanicama koje se koriste kao zakonsko sredstvo plaćanja, osim kolekcionarskih predmeta, odnosno kovanica od zlata, srebra ili

drugog metala te novčanica koje se u pravilu ne koriste kao zakonsko sredstvo plaćanja ili kovanica od numizmatičkog interesa,

f) transakcije, uključujući posredovanje, osim upravljanja i pohrane, u vezi s dionicama, udjelima u trgovačkim društvima ili udruženjima, obveznicama i drugim vrijednosnim papirima, uz iznimku dokumenata kojima se utvrđuje neko pravo nad dobrima te prava ili vrijednosnih papira kojima se utvrđuju određena prava na nekretninama,

g) usluge upravljanja investicijskim fondovima,

h) isporuka poštanskih maraka po nominalnoj vrijednosti za poštanske usluge u tuzemstvu te državnih i drugih sličnih biljega,

i) priređivanje lutrijskih igara, igara na sreću u casinima, igara klađenja i igara na sreću na automatima,

j) isporuka građevina ili njihovih dijelova i zemljišta na kojem se one nalaze, osim isporuka prije prvog nastanjenja odnosno korištenja ili isporuka kod kojih od datuma prvog nastanjenja odnosno korištenja do datuma sljedeće isporuke nije proteklo više od dvije godine. Građevinom u smislu ovoga Zakona smatra se objekt pričvršćen za zemlju ili učvršćen u zemlji,

k) isporuka zemljišta, osim građevinskog zemljišta,

l) najam stambenih prostorija.

#### Članak 40 Zakona o PDV-u – prijedlog novog rješenja:

(1) PDV-a su oslobođene:

a) transakcije osiguranja i reosiguranja, uključujući s njima povezane usluge što ih obavljaju posrednici u osiguranju i reosiguranju i zastupnici u osiguranju,

b) odobravanje kredita i zajmova, uključujući i posredovanje u tim poslovima te upravljanje kreditima ili zajmovima kada to čini osoba koja ih odobrava,

c) ugovaranje kreditnih garancija i svi drugi poslovi po kreditnim garancijama ili kojemu drugom osiguranju novca te upravljanje kreditnim garancijama kada to čini osoba koja odobrava kredit,

d) transakcije, uključujući posredovanje, u vezi sa štednim, tekućim i žiroračunima, plaćanjima, transferima, dugovima, čekovima i drugim prenosivim instrumentima, osim naplate duga,

e) transakcije, uključujući posredovanje, u vezi s valutama, novčanicama i kovanicama koje se koriste kao zakonsko sredstvo plaćanja, osim kolekcionarskih predmeta, odnosno kovanica od zlata, srebra ili drugog metala te novčanica koje se u pravilu ne koriste kao zakonsko sredstvo plaćanja ili kovanica od numizmatičkog interesa,

f) transakcije, uključujući posredovanje, u vezi s dionicama, udjelima u trgovačkim društvima ili udruženjima, obveznicama i drugim vrijednosnim papirima, uz iznimku dokumenata kojima se utvrđuje neko pravo nad dobrima te prava ili vrijednosnih papira kojima se utvrđuju određena prava na nekretninama,

g) usluge upravljanja investicijskim fondovima i upravljanja portfeljem,

- h) isporuka poštanskih maraka po nominalnoj vrijednosti za poštanske usluge u tuzemstvu te državnih i drugih sličnih biljega,
- i) priređivanje lutrijskih igara, igara na sreću u casinima, igara klađenja i igara na sreću na automatima,
- j) isporuka građevina ili njihovih dijelova i zemljišta na kojem se one nalaze, osim isporuka prije prvog nastanjenja odnosno korištenja ili isporuka kod kojih od datuma prvog nastanjenja odnosno korištenja do datuma sljedeće isporuke nije proteklo više od dvije godine. Građevinom u smislu ovoga Zakona smatra se objekt pričvršćen za zemlju ili učvršćen u zemlji,
- k) isporuka zemljišta, osim građevinskog zemljišta,
- l) najam stambenih prostorija.

## 15. Poticanje dvostrukih uvrštenja

### Cilj i svrha inicijative:

Poticanje tvrtki na *dual listing*, odnosno listanje dionica na više od jedne burze, može pridonijeti povećanju likvidnosti, vidljivosti i pristupa kapitalu.

### Prijedlog inicijative:

Regulatorno olakšanje: Smanjenje regulatornih prepreka može ubrzati proces *dual listinga*. Regulatori mogu razmotriti pojednostavljenje postupaka i zahtjeva kako bi olakšale tvrtkama prijelaz na druga tržišta.

Edukacija i savjetovanje: Organiziranje edukativnih programa i savjetovanje s tvrtkama o prednostima *dual listinga* može pomoći u rasvjetljavanju procesa i poticati tvrtke da razmotre ovu opciju.

Stvaranje povoljnih uvjeta na domaćem tržištu: Unapređenje domaćeg poslovnog okruženja može motivirati tvrtke da ostanu na domaćem tržištu i dalje razvijaju svoje poslovanje. Poboljšanje transparentnosti, korporativnog upravljanja i regulatornog okvira čini domaće tržište atraktivnijim.

Promocija uspješnih primjera: Promocija uspješnih primjera *dual listinga* pomaže stvaranju pozitivnog sentimenta prema ovom pristupu. Razmjena iskustava između tvrtki koje su već prošle kroz *dual listing* može pružiti vrijedne informacije i poticati druge tvrtke.

Kombinacija ovih strategija može stvoriti povoljno okruženje za tvrtke koje razmišljaju o *dual listingu*, istovremeno podržavajući razvoj tržišta kapitala i jačanje gospodarske održivosti.

## 16. Uvođenje financijske pismenosti kao izbornog predmeta u školski kurikulum

### Cilj i svrha inicijative:

Uvođenje financijske pismenosti u školski kurikulum izuzetno je važno s obzirom na rastuću kompleksnost suvremenog financijskog okruženja. Nastava o financijama omogućava mladima

stjecanje ključnih vještina koje će im pomoći u donošenju informiranih financijskih odluka te izgradnji održivih financijskih navika.

Financijska pismenost uči učenike osnovama upravljanja osobnim financijama, uključujući pravilno budžetiranje, štednju, rizike i investicijske strategije. Osim toga, omogućava im razumijevanje važnosti kritičkog razmišljanja prilikom donošenja odluka o novcu, čime se smanjuje rizik od financijskih problema u budućnosti.

Učenje financijske pismenosti također doprinosi izgradnji ekonomske stabilnosti na društvenoj razini, jer obrazovani pojedinci imaju bolje šanse za uspješno sudjelovanje u gospodarstvu. U konačnici, uključivanje financijske pismenosti u školski kurikulum postavlja temelje za odgovorno financijsko ponašanje građana, čime se stvara snažnije i održivije društvo.

Prema posljednjem dostupnom istraživanju o financijskoj pismenosti, u Hrvatskoj prosječna ocjena financijske pismenosti građana iznosi 12 od mogućih 20 bodova ili 60%, što je neznatno bolje u odnosu na posljednje istraživanje (59%)<sup>26</sup>. Ukupna ocjena kombinacija je financijskog znanja, stavova i ponašanja potrebnih za donošenje dobrih financijskih odluka i konačno postizanje individualnoga financijskog blagostanja. Bolji rezultat ostvaren je kod komponente financijskih stavova ili odnosa prema novcu, dok je prosječna ocjena financijskog ponašanja građana pala s 56% na 53%. Prvi put ove godine mjerena je digitalna financijska pismenost, koja uključuje pitanja o poznavanju digitalnih tehnologija, ponašanju i stavovima vezanima uz ponašanje u digitalnom svijetu. Prosječna ocjena digitalne financijske pismenosti građana Hrvatske iznosi 4,87 od mogućih 10 bodova, pri čemu je najbolji rezultat ostvaren u komponenti digitalnog ponašanja. Iz navedenog je jasno kako postoji velik prostor za napredak.

Konkretno, financijska pismenost će:

- stvoriti bolje razumijevanje tržišta kapitala i pomoći u donošenju bolje informiranih odluka o ulaganjima
- pripremiti građane za sve veću integraciju digitalnih tehnologija u financijski sektor.

Na taj način moguće je pridonijeti mobilizaciji štednje na tržištu kapitala, što je usmjereno na održivu i zelenu transformaciju gospodarstva.

### **Prijedlog inicijative:**

Uvođenje predmeta „Financijska pismenost“ u školski kurikulum za osnovne i srednje škole.

## **17. Sheme pomoći za privatni sektor**

### **Cilj i svrha inicijative:**

Sheme pomoći za privatni sektor, usmjerene na tvrtke (prije svega MSP) koje žele javno kotirati i diversificirati svoje izvore financiranja, igraju ključnu ulogu u poticanju gospodarskog rasta i

<sup>26</sup> Mjerenje financijske pismenosti i financijske uključenosti u hrvatskoj 2023.

[https://www.hnb.hr/documents/20182/4362027/hp07062023\\_prezentacija.pdf/2788e7a0-6303-3498-653d-7df647a41d10?t=1686141550141](https://www.hnb.hr/documents/20182/4362027/hp07062023_prezentacija.pdf/2788e7a0-6303-3498-653d-7df647a41d10?t=1686141550141)

razvoja. Ove inicijative pružaju podršku tvrtkama koje razmišljaju o koracima prema javnoj kotaciji na burzi kako bi ostvarile brojne prednosti.

Prvo, takve sheme omogućavaju pristup kapitalu putem izdanja javnih dionica, čime se tvrtkama otvara mogućnost diversifikacije njihovih izvora financiranja.

Dodatno, sheme pomoći pružaju stručnu podršku tvrtkama tijekom procesa izlaska na burzu. Edukacija o pravilima tržišta kapitala, regulatornim zahtjevima te najboljim praksama korporativnog upravljanja pomaže tvrtkama u pripremi za uspješan prijelaz na tržište.

Ove sheme također često uključuju olakšice, poput smanjenja administrativnih tereta ili poreznih pogodnosti, kako bi potaknule tvrtke da se upuste u ovaj korak. Time se stvara okruženje koje potiče inovaciju, rast i konkurentnost privatnog sektora.

Kroz podršku tvrtkama koje teže javnoj kotaciji, ove sheme pomažu stvaranju dinamičnih i likvidnih tržišta kapitala. Također, omogućavaju veću dostupnost kapitala tvrtkama koje žele proširiti svoje poslovanje, financirati inovacije i povećati svoju tržišnu vrijednost.

U konačnici, sheme pomoći za tvrtke koje žele javno kotirati predstavljaju važan instrument za poticanje rasta privatnog sektora, jačanje kapaciteta tvrtki te stvaranje povoljnog okvira za održiv ekonomski razvoj.

U državama EU postoje različite primjene shema pomoći:

- LSEG je pokrenuo svoj ELITE program 2012. u Italiji, kroz Borsa Italiana. Program je osmišljen kako bi pomogao tvrtkama u kretanju financijskim ekosustavom, pripremio ih za rast i savjetovao ih o njihovim mogućnostima i prilikama.
- Euronext je pokrenuo slične inicijative, s programima kao što su IPOready, TechShare i FamilyShare, čiji je cilj podizanje svijesti o vlasničkom financiranju za manje tvrtke i informiranje o mogućnostima koje nude javna tržišta.
- Deutsche Börse uspostavila je shemu Venture Network, usmjerenu na spajanje tvrtki visokog rasta s ulagateljima prije IPO-a.

### **Prijedlog inicijative:**

Stimuliranje tržišnog segmenta malih i srednjih poduzeća putem povratnih zajmova može biti inovativan pristup za podršku ovom sektoru. Evo nekoliko ključnih prednosti ovakvog programa:

- **Smanjenje financijskih prepreka:** Mali i srednji poduzetnici često se suočavaju s financijskim izazovima u procesu pripreme za IPO, uključujući troškove revizije, savjetodavnih usluga i marketinških aktivnosti. Povratni zajmovi omogućuju im pristup kapitalu kako bi pokrili ove troškove, čime se smanjuje financijski pritisak prije izlaska na javno tržište.
- **Poticanje rasta i razvoja:** Ovaj model potiče mala i srednja poduzeća da pristupe javnom kapitalu, čime se potiče njihov rast i razvoj. IPO može pružiti priliku za širenje poslovanja, istraživanje novih tržišta i ulaganje u inovacije, a povratni zajmovi pomažu u olakšavanju inicijalnih financijskih izazova.



- **Diversifikacija izvora financiranja:** Pružajući alternativu tradicionalnim izvorima financiranja poput bankarskih kredita ili privatnih investicija, povratni zajmovi pomažu u diverzifikaciji izvora sredstava za mala i srednja poduzeća. To može pridonijeti povećanju financijske stabilnosti i smanjenju ovisnosti o određenim izvorima kapitala.
- **Podrška savjetodavnim uslugama:** Pored pokrivanja troškova revizije i kapitala, povratni zajmovi mogu biti usmjereni i na podršku za savjetodavne usluge, uključujući stručnjake za komunikaciju, korporativno upravljanje ili strategijsko planiranje. Ovo dodatno povećava šanse za uspješan IPO.
- **Fleksibilnost povrata:** Model povratnih zajmova omogućuje fleksibilnost u povratu sredstava. Kroz dinamične uvjete vraćanja, koji su prilagođeni financijskom uspjehu poduzeća nakon IPO-a, ova inicijativa može osigurati održivost programa i pravedan pristup sredstvima.
- **Stvaranje povoljnog okruženja:** Državne potpore ovog tipa šalju pozitivnu poruku poduzetnicima i ulagateljima. Pomažući malim i srednjim poduzećima u stvaranju financijske infrastrukture potrebne za IPO, države potiču povjerenje ulagatelja i pomažu u stvaranju povoljnog okruženja na tržištu kapitala.

Ova inicijativa ima potencijal potaknuti razvoj tržišta kapitala, promicati rast malih i srednjih poduzeća te pridonijeti jačanju gospodarske održivosti. Važno je osigurati transparentnost, odgovornost i učinkovito upravljanje kako bi program bio uspješan i održiv.

## 18. Uvođenje sustava *prime dealera*

### Cilj i svrha inicijative:

Trenutno samo 4 zemlje u EU nemaju sustav primarnih *dealera* (Cipar, Estonija, Malta i Hrvatska). Naše istraživanje je pokazalo kako sudionici na domaćem tržištu smatraju da je potrebno uvesti transparentan sustav odabira primarnih dilera. Primarni dileri su ključni igrači u financijskom sustavu jer podržavaju tržište državnih vrijednosnih papira, pridonose likvidnosti i pomažu u vođenju fiskalne i monetarne politike. Osim toga, njihova suradnja s vladinim tijelima olakšava upravljanje državnim dugom i financijskim tržištima.

### Prijedlog inicijative:

Uvođenje transparentnog modela odabira *prime dealera* koji će uzimati u obzir povijesnu količinu trgovanja državnim obveznicama (putem ZSE ) i spremnosti institucije na provođenje *market making* aktivnosti, a sve u svrhu povećanja trgovanja državnim vrijednosnim papirima.

## 19. Restrukturiranje Fonda za zaštitu ulagatelja,

### Podloga za prijedlog:

Prema postojećem regulatornom uređenju, Fond za zaštitu ulagatelja financira se uplatama članova na način da se redoviti doprinos sastoji od dijela koji uzima u obzir prihode (tzv. varijabilni dio) i broj aktivnih klijenata pomnožen s iznosom od 0,66 EUR-a.

Pravilima SKDD, koji djeluje kao Operater fonda za zaštitu ulagatelja, propisano je da se osnovica za izračun redovitog doprinosa člana Fonda temelji na:

- I. prihodu koji je član ostvario u proteklom tromjesečju pružajući pojedinu investicijsku uslugu ili obavljajući investicijsku aktivnost,
- II. broju aktivnih klijenata člana.

Stope za izračun redovitog doprinosa koji se temelji na prihodu jesu sljedeće:

- 1% za investicijske usluge i aktivnosti zaprimanja i prijenosa naloga u vezi jednog ili više financijskih instrumenata, izvršavanja naloga za račun klijenata, usluge provedbe ponude, odnosno prodaje financijskih instrumenata uz ili bez obveze otkupa (prihodi knjiženi na kontima 700, 701, 704 i 705),
- 1,5% za investicijsku uslugu upravljanja portfeljem (prihod knjižen na kontu 702),
- 2% za pomoćne usluge administriranja financijskih instrumenata za račun klijenata, uključujući i poslove skrbništva i s tim povezane usluge, kao na primjer upravljanje novčanim sredstvima, odnosno instrumentima osiguranja, isključujući uslugu središnjeg vođenja računa u smislu točke 2. Odjeljka A Priloga Uredbe (EU) br. 909/2014.

Izračun redovitog doprinosa koji se temelji na prihodu jednak je sumi umnožaka propisanih stopa i ostvarenih prihoda za svaku vrstu usluge. Izračun redovitog doprinosa koji se temelji na broju aktivnih klijenata člana dobiva se umnoškom broja aktivnih klijenata i iznosa od 0,66 EUR. Ukupan izračun redovitog doprinosa jednak je zbroju svih pojedinačnih iznosa dobivenih gornjim izračunima.

Smatramo da je ovakvo rješenje koje broj aktivnih klijenata množi s fiksnim iznosom prekomjerno otegotno u odnosu na sve navedene investicijske usluge, a posebno u odnosu na investicijska društva / društva za upravljanje investicijskim fondovima koji streme usluge pružati većem broju malih klijenata uz konkurentne naknade na europskoj razini. Također, ovakav način obračuna varijabilnih naknada u nepovoljniji položaj stavlja uslugu zaprimanja i prijenosa, odnosno izvršavanja naloga na domaćem tržištu u odnosu na istu uslugu na inozemnim tržištima, zbog razlike u osnovici za obračun koja kod domaćeg trgovanja uključuje bruto prihod, a kod stranog neto prihod.

### **Prijedlog izmjena:**

Za ostvarenje ovog cilja primarno je potrebno sagledati, analizirati i kvantificirati (ciljanu) veličinu fonda/imovine te u skladu s tim prilagoditi funkcioniranje Fonda tržišnim uvjetima.

Bez obzira na potrebne kalibracije izračuna doprinosa, posebno bi bilo važno doprinose članova voditi kao imovinu člana kroz depozite za osiguranje štete ili dozvoliti poziciju u npr. dužničkim vrijednosnim papirima, sve do nastupa osiguranog slučaja kada bi se pojavio trošak za člana. Alternativno, SKDD bi ostao Operater Fonda, obračunavao svoju naknadu za administriranje, ali bi trebao raspoređivati imovinu u *fixed income* strategije investicijskih fondova u RH. Kada bi se desio osiguran slučaj, aktivirale bi se isplate iz investicijskih fondova i to bi članovima Fonda bio trošak. Do nastupa osiguranog slučaja, svi zarađuju: i društva za upravljanje fondovima (kroz naknadu za upravljanje) i HANFA (3 bps na AUM fondova) i SKDD (kroz svoju naknadu za administriranje), a rezidual ide u bilancu i račun dobiti i gubitka članova Fonda.

## 20. Vertikalna integracija burze i depozitorija

### Prijedlog inicijative:

Zagrebačka burza je društvo u privatnom vlasništvu, uvršteno na Službeno tržište Burze. Ima oko 150 dioničara, uključujući institucionalne ulagatelje (mirovinski fond i EBRD). Vlasnik je 100% Ljubljanske burze od 2015., te 30% Makedonske burze od 2022. godine. Usprkos teškim tržišnim okolnostima, burza je uspjela, iz vlastitih sredstava i dokapitalizacijom od institucionalnih ulagatelja, prikupiti sredstva za dvije značajne investicije i postati regionalni horizontalni integrator.

Depozitorij odnosno SKDD je u većinskom vlasništvu države: FINE (56,62%), RH (39,15%), ZSE (1,23%) i ostalih (3%).

Od 28 država EU, samo 5 država imaju depozitorij za sve vrijednosne papire u potpunom ili djelomičnom državnom vlasništvu.

Razdvojenost ova dva bitna elementa tržišta kapitala smanjuje koordinaciju među njima, usporava razvoj tržišta i implementaciju novih proizvoda kao što su elektroničko glasovanje na glavnim skupštinama, trgovanje stranim dionicama, kratka prodaja, SKDD kao porezni agent za obračun poreza na kapitalnu dobit itd.

Kao prednosti vertikalne integracije ističu se:

- Stvaranje integriranog (regionalnog) tržišta kapitala koje pod upravljanjem ima cijeli lanac od kreiranja transakcije do namire
- Lakše i brže uvođenje novih proizvoda, trgovanje stranim instrumentima, pristup novih članova
- Potencijalno manji ukupni troškovi trgovanja i namire za članove i ulagatelje, te depozitorija i uvrštenja za izdavatelje, radi sinergijskih efekata integracije.
- Nema potrebe za dokapitalizacijom, štoviše, vlasnicima se oslobađaju dodatna sredstva iz kapitala
- Učvršćivanje financijske pozicije tržišne infrastrukture, kako bi mogla podržavati veća ulaganja u tehnologiju, ali i daljnje akvizicije, te pojednostaviti procese omogućivši time pristup globalnim ulagateljima
- Integracijom se osiguravaju preduvjeti za daljnji razvoj tržišta kapitala te njegovo daljnje širenje i pozicioniranje kao regionalnog lidera.

## 21. Liberalizacija tržišta depozitara

### Prijedlog inicijative:

Prijedlog inicijative je omogućavanje investicijskim društvima da, pod jednakim uvjetima i organizacijskim zahtjevima kao postojeći depozitari, obavljaju poslove depozitara za UCITS fondove i za alternativne investicijske fondove s javnom ponudom. U ovom trenutku, investicijska društva mogu obavljati poslove depozitara isključivo za alternativne investicijske fondove s privatnom ponudom.

**Prijedlog izmjena:**

Širi obuhvat tržišnih sudionika koji mogu obavljati poslove depozitara, pod jednakim uvjetima kao i postojeći depozitari, donio bi tržištu veću konkurenciju, veću raznolikost usluga, niže cijene, poboljšanu kvalitetu, inovacije i specijalizaciju.

Trenutno u Hrvatskoj poslove depozitara za UCITS fondove i AIF-ove s javnom ponudom mogu obavljati samo kreditne institucije, dok je u velikom broju EU zemalja ista mogućnost pružena i investicijskim društvima koja zadovoljavaju zakonske preduvjete.

Tako je investicijskim društvima dozvoljeno obavljati poslove depozitara AIF-ova u slijedećem državama: Njemačka, UK, Irska, Italija, Francuska, Luksemburg, Nizozemska, Slovačka, Danska, Švedska, Austrija, Slovenija.

Što se tiče UCITS fondova, u sljedećim državama investicijska društva mogu obavljati poslove depozitara za takve fondove: Mađarska, Francuska, Luksemburg, Belgija, Španjolska, Italija.

Također, omogućavanje investicijskim društvima da obavljaju poslove depozitara, pod jednakim uvjetima kao i postojeći depozitari, bilo bi i u skladu s rješenjima i intencijama EU regulatornog okvira.

**Članak 33. UCITS direktive:**

- Depozitar je institucija na koju se primjenjuje bonitetni nadzor i koja podliježe kontinuiranom praćenju poslovanja.
- Države članice određuju koje kategorije institucija, navedene u stavku 2., ispunjavaju uvjete za depozitara.

**Članak 21. st. 3. t. 2. AIFMD direktive:**

Depozitar je: (b) investicijsko društvo koje ima registrirano sjedište u Uniji, koje podliježe zahtjevima u vezi adekvatnosti kapitala u skladu s člankom 20. stavkom 1. Direktive 2006/49/EZ, uključujući kapitalne zahtjeve za operativni rizik, koje je dobilo odobrenje za rad u skladu s Direktivom 2004/39/EZ i koje također pruža pomoćnu uslugu pohrane i administriranja financijskih instrumenata za račun klijenata u skladu s točkom 1. odjeljka B. Priloga I. Direktivi 2004/39/EZ; takva investicijska društva, u svakom slučaju, moraju imati kapital koji nije niži od iznosa temeljnog kapitala iz članka 9. Direktive 2006/49/EZ

**Prijedlog izmjena:**

Za ostvarenje ovog cilja, primarno je potrebno izmijeniti Zakon o otvorenim investicijskim fondovima s javnom ponudom (Narodne novine, broj: 44/16, 126/19, 110/21, 76/22, dalje: „ZOIF“) te Zakon o alternativnim investicijskim fondovima (Narodne novine, broj 21/18, 126/19, 110/21, 83/23, dalje: „ZAIIF“).

**Članak 4. st. 1. t. 7. ZOIF-a – postojeće stanje:**

Depozitar je kreditna institucija ili podružnica kreditne institucije kojoj su povjereni poslovi propisani odredbama članka 219., 220. i 221. ovoga Zakona.

#### Članak 4. st. 1. t. 7. ZOIF-a – prijedlog novog rješenja:

Depozitar je kreditna institucija ili podružnica kreditne institucije, investicijsko društvo ili podružnica investicijskog društva kojoj su povjereni poslovi propisani odredbama članka 219., 220. i 221. ovoga Zakona.

#### Članak 187. ZAIF-a – postojeće stanje:

(1) Depozitar AIF-a osnovanog u Republici Hrvatskoj isključivo može biti depozitar iz članka 186. stavka 3. ovoga Zakona, s tim da depozitar iz članka 186. stavka 3. točaka 2., 4. i 5. ovoga Zakona ne može biti depozitar AIF-ovima iz članka 151. ovoga Zakona čiji se udjeli nude malim ulagateljima.

#### Članak 187. ZAIF-a – prijedlog novog rješenja:

(1) Depozitar AIF-a osnovanog u Republici Hrvatskoj isključivo može biti depozitar iz članka 186. stavka 3. ovoga Zakona.

S obzirom da je status depozitara uređen i podzakonskim propisima, potrebno je izmijeniti i Pravilnik o obavljanju poslova depozitara UCITS fonda (Narodne novine, broj 41/17, 139/20) te Pravilnik o obavljanju poslova depozitara AIF-a (Narodne novine, broj 25/19, 139/20, 100/22).

## 22. Omogućavanje zamjene udjela u investicijskim fondovima uz širi obuhvat

### **Podloga za prijedlog:**

ZOIF-om i ZAIF-om je zamjena udjela definirana na način da omogućuje isključivo zamjenu u istim takvim vrstama fondova (udjeli u UCITS-u mogu se zamijeniti samo za udjele u UCITS fondovima, a isto vrijedi i za udjele u AIF-ovima), Navedeno onemogućuje ulagateljima u investicijske fondove, društva za upravljanje koja upravljaju i s UCITS i s AIF fondovima, zamjenu udjela. Prema postojećem uređenju, ulagatelj u UCITS bi prvo morao podnijeti zahtjev za otkupom udjela, te tek po isplati novčanih sredstava na ime otkupa udjela ulagatelj bi mogao zatražiti izdavanje udjela u AIF-ovima. Iako je zamjena istovremeni otkup i izdavanje udjela, kod nje ne dolazi do isplate novčanih sredstava na račun samog ulagatelja. Stoga bi trebalo omogućiti zamjenu udjela između različitih vrsta investicijskih fondova, istovremeno vodeći računa da ulagatelj u AIF-ove s privatnom ponudom udovoljava regulatornim uvjetima koji se zahtijevaju za ulagatelje u AIF-ove s privatnom ponudom. Nadalje, Pravilnik o udjelima AIF-ova (NN 26/2019, 132/2020, dalje u tekstu: „Pravilnik“) propisuje da je zamjena udjela u AIF-ovima moguća samo kada je riječ o istoj vrsti AIF-a (udjeli u AIF-u s javnom ponudom mogu se zamijeniti samo za udjele u istom takvom AIF-u, a udjeli u AIF-u s privatnom ponudom mogu se zamijeniti samo za udjele u istom takvom AIF-u).

### **Prijedlog izmjena:**

Za ostvarenje ovog cilja primarno je potrebno izmijeniti ZOIF, ZAIF te Pravilnik.

#### Članak 176. ZOIF-a – postojeće stanje:

Zamjena udjela u UCITS fondovima je istovremeni otkup udjela u jednom UCITS fondu i izdavanje udjela u drugom UCITS fondu kojim upravlja isto društvo za upravljanje, od strane istog ulagatelja, i to za novčana sredstva koja se ulagatelju isplaćuju na ime otkupa udjela u UCITS fondu.

#### Članak 176. ZOIF-a – prijedlog novog rješenja:

Zamjena udjela u investicijskim fondovima je istovremeni otkup udjela u jednom investicijskom fondu i izdavanje udjela u drugom investicijskom fondu kojim upravlja isto društvo za upravljanje, od strane istog ulagatelja, i to za novčana sredstva koja se ulagatelju isplaćuju na ime otkupa udjela u UCITS fondu.

#### Članak 161. ZAIF-a – postojeće stanje:

Zamjena udjela u AIF-ovima istodobni je otkup udjela u jednom AIF-u i izdavanje udjela u drugom AIF-u kojim upravlja isti UAIF, od strane istog ulagatelja, i to za novčana sredstva koja se ulagatelju isplaćuju na ime otkupa udjela u AIF-u.

#### Članak 161. ZAIF-a – prijedlog novog rješenja:

Zamjena udjela u investicijskim fondovima je istovremeni otkup udjela u jednom investicijskom fondu i izdavanje udjela u drugom investicijskom fondu kojim upravlja isto društvo za upravljanje, od strane istog ulagatelja, i to za novčana sredstva koja se ulagatelju isplaćuju na ime otkupa udjela u investicijskom fondu.

#### Članak 5. Pravilnika – postojeće stanje:

(1) U skladu sa Zakonom, propisima donesenim na temelju Zakona, prospektom i/ili pravilima otvorenog AIF-a, UAIF koji upravlja s više otvorenih AIF-ova može ulagatelju u otvoreni AIF na njegov zahtjev omogućiti zamjenu svih ili dijela udjela otvorenog AIF-a za udjele u drugim otvorenim AIF-ovima kojima upravlja.

(2) Zamjenu udjela iz stavka 1. ovoga članka UAIF ne smije provesti ako je onemogućen izračun neto vrijednosti imovine bilo kojeg od otvorenih AIF-ova čijim se udjelima namjerava izvršiti zamjena.

(3) UAIF može, ako je to predviđeno prospektom i/ili pravilima otvorenih AIF-ova kojima upravlja, prilikom zamjene udjela u otvorenom AIF-u obračunavati izlaznu naknadu za otvoreni AIF čije udjele otkupljuje, odnosno ulaznu naknadu za otvoreni AIF čije udjele izdaje.

(4) Zamjena udjela u otvorenim AIF-ovima ne smije trajati dulje niti financijski opteretiti ulagatelja više od provedbe prodaje udjela u jednom i kupnje udjela u drugom otvorenom AIF-u kojima upravlja isti UAIF.

(5) Zamjena udjela se obavlja na temelju podnošenja zahtjeva za zamjenu udjela koji predstavlja istovremeni zahtjev za otkup udjela u otvorenom AIF-u i zahtjev za izdavanjem udjela u drugom otvorenom AIF-u kojim upravlja isti UAIF, od strane istog ulagatelja i to za novčana sredstva koja se ulagatelju isplaćuju na ime otkupa udjela u otvorenom AIF-u, pri čemu se novčana sredstva doznačuju izravno u korist drugog otvorenog AIF-a u kojem se zahtijeva izdavanje udjela. Na zamjenu udjela se primjenjuju ista pravila propisana Zakonom, propisima donesenim na temelju Zakona, prospektom i/ili pravilima AIF-a s javnom ponudom koja se primjenjuju i na pojedinačne transakcije otkupa i izdavanja udjela.

(6) Zamjena udjela otvorenog AIF-a s javnom ponudom moguća je samo za udjele u drugom otvorenom AIF-u s javnom ponudom, kojim upravlja isti UAIF.

(7) Zamjena udjela otvorenog AIF-a s privatnom ponudom moguća je samo za udjele u drugom otvorenom AIF-u s privatnom ponudom, kojim upravlja isti UAIF.

#### Članak 5. Pravilnika – prijedlog novog rješenja:

(1) U skladu sa Zakonom, propisima donesenim na temelju Zakona, prospektom i/ili pravilima otvorenog AIF-a, UAIF koji upravlja s više otvorenih AIF-ova može ulagatelju u otvoreni AIF na njegov zahtjev omogućiti zamjenu svih ili dijela udjela otvorenog AIF-a za udjele u drugim otvorenim AIF-ovima kojima upravlja.

(2) Zamjenu udjela iz stavka 1. ovoga članka UAIF ne smije provesti ako je onemogućen izračun neto vrijednosti imovine bilo kojeg od otvorenih AIF-ova čijim se udjelima namjerava izvršiti zamjena.

(3) UAIF može, ako je to predviđeno prospektom i/ili pravilima otvorenih AIF-ova kojima upravlja, prilikom zamjene udjela u otvorenom AIF-u obračunavati izlaznu naknadu za otvoreni AIF čije udjele otkupljuje, odnosno ulaznu naknadu za otvoreni AIF čije udjele izdaje.

(4) Zamjena udjela u otvorenim AIF-ovima ne smije trajati dulje niti financijski opteretiti ulagatelja više od provedbe prodaje udjela u jednom i kupnje udjela u drugom otvorenom AIF-u kojima upravlja isti UAIF.

(5) Zamjena udjela se obavlja na temelju podnošenja zahtjeva za zamjenu udjela koji predstavlja istovremeni zahtjev za otkup udjela u otvorenom AIF-u i zahtjev za izdavanjem udjela u drugom otvorenom AIF-u kojim upravlja isti UAIF, od strane istog ulagatelja i to za novčana sredstva koja se ulagatelju isplaćuju na ime otkupa udjela u otvorenom AIF-u, pri čemu se novčana sredstva doznačuju izravno u korist drugog otvorenog AIF-a u kojem se zahtijeva izdavanje udjela. Na zamjenu udjela se primjenjuju ista pravila propisana Zakonom, propisima donesenim na temelju Zakona, prospektom i/ili pravilima AIF-a s javnom ponudom koja se primjenjuju i na pojedinačne transakcije otkupa i izdavanja udjela.

### 23. Rješavanje pitanja novčanih isplata

#### **Prijedlog inicijative:**

Prijedlog inicijative jest omogućiti ulagateljima, kojima se pruža investicijska usluga upravljanja portfeljem, isplatu iz portfelja na račun investicijskog fonda (u slučaju kada se novčana sredstva iz portfelja koriste radi izdavanja udjela u fondu), odnosno iz portfelja u portfelj, sve pod upravljanjem istog društva za upravljanje, a ne na račun samog ulagatelja, kao što je sada slučaj. Nadalje, inicijativa je usmjerena i na ostale slučajeve u kojima se ulagatelju koji je obveznik poreza na dohodak pruža neka investicijska usluga ili pomoćna usluga iz Zakona o tržištu kapitala, a kako bi se omogućila isplata na račun kreditne institucije ili investicijskog društva.

#### **Podloga za prijedlog:**

S obzirom da je investicijska usluga upravljanja portfeljem po svom sadržaju slična pružanju usluge upravljanja investicijskim fondovima, iznimku od obveze isplate na račun ulagatelja, kada je riječ o primitku koji predstavlja oporeziv dohodak u smislu Zakona, trebalo bi proširiti na način da uključuje i isplate s investicijske usluge upravljanja portfeljem, sve pod upravljanjem istog društva za upravljanje. U tom slučaju, ulagatelj kojem se pruža takva investicijska usluga, daje nalog društvu da se novčana sredstva isplate u korist računa samog

fonda ili drugog portfelja. Također, smatramo da je potrebno omogućiti i obrnutu situaciju, na temelju koje bi ulagatelj u fondove mogao tražiti isplatu u korist novčanog računa društva koje pruža investicijsku uslugu upravljanja portfeljem. Naime, postojeće rješenje propisuje obvezu isplate prvo na račun ulagatelja (u odnosu na novčana sredstva kod investicijske usluge upravljanja portfeljem), a koji potom mora ponovno obavljati novčanu uplatu u korist društva za upravljanje (ovaj puta radi pružanja usluge upravljanja fondovima). Navedeno je i vremenski i troškovno otegotno (trošak platnog prometa) te smatramo da bi se ulagateljima trebalo omogućiti brže i jednostavnije korištenje usluga istog društva.

Napominjemo da nije riječ o pravnom izvoru europske unije koji bi potom bio neadekvatno implementiran u domaće zakonodavstvo: *The taxation of income from securities (i.e. income from investments - usually dividends and interest) paid to individuals is not harmonised at EU-level, nor does the European Commission intend to harmonise it.*

### **Prijedlog izmjena:**

Za ostvarenje ovog cilja primarno je potrebno izmijeniti Zakon o porezu na dohodak u članku 86. st. 1., kao i Pravilnik o porezu na dohodak (NN 10/17, 128/17, 106/18, 1/19, 80/19, 1/20, 74/20, 138/20, 1/21, 102/22, 112/22, 156/22, 1/23, 3/23, 56/23) u članku 92. st. 1.

#### Članak 86. st. 1. Zakona o porezu na dohodak - postojeće stanje:

Tijela državne uprave i pravosudna tijela i druga državna tijela, tijela i službe jedinica lokalne i područne (regionalne) samouprave, zavodi, neprofitne organizacije, poduzetnici - pravne i fizičke osobe, obavljaju isplate primitaka koji se smatraju dohotkom obveznicima poreza na dohodak te isplate primitaka koji se ne smatraju dohotkom, odnosno na koje se ne plaća porez na dohodak fizičkim osobama na njihov račun za plaćanje sukladno propisu kojim se uređuje platni promet kod banke, a iznimno u gotovom novcu na propisan način.

#### Članak 86. st. 1. Zakona o porezu na dohodak – prijedlog novog rješenja:

Tijela državne uprave i pravosudna tijela i druga državna tijela, tijela i službe jedinica lokalne i područne (regionalne) samouprave, zavodi, neprofitne organizacije, poduzetnici - pravne i fizičke osobe, obavljaju isplate primitaka koji se smatraju dohotkom obveznicima poreza na dohodak te isplate primitaka koji se ne smatraju dohotkom, odnosno na koje se ne plaća porez na dohodak fizičkim osobama na njihov račun za plaćanje sukladno propisu kojim se uređuje platni promet kod banke, a iznimno u gotovom novcu na propisan način. Iznimka u odnosu na prethodno navedenu obvezu plaćanja fizičkim osobama na račun za plaćanje ne primjenjuje se kada fizička osoba koristi neku od investicijskih usluga ili pomoćnih usluga iz Zakona o tržištu kapitala istog društva za upravljanje, odnosno investicijskog društva, u kojem slučaju je moguće plaćanje i u korist odgovarajućeg računa investicijskog društva ili kreditne institucije koji pružaju investicijsku uslugu ili pomoćnu uslugu.

## **24. Upis fondova u registar Trgovačkog suda**

### **Podloga za prijedlog:**

Trgovački sud ne dozvoljava upis VC i PE fondova kao vlasnika portfeljnih tvrtki, nego samo društava za upravljanje, što predstavlja pravni rizik.



### Prijedlog izmjena:

Zakonom o alternativnim investicijskim fondovima (ZAIF, NN 21/18), člankom 83. stavkom 3. predviđena je sljedeća obveza društava za upravljanje:

"Kao vlasnik ili imatelj zasebne imovine AIF-ova iz stavka 1. ovoga članka u sve knjige, upisnike, registre ili očevidnike, javne ili privatne, upisuje se UAIF koji upravlja AIF-om, s naznakom da navedenu imovinu drži za račun AIF-a."

Budući da se investicijski fondovi bez pravne osobnosti zastupani po društvima za upravljanje nisu uspijevali upisati u sudski registar na način kako je predviđeno ZAIF-om, predložena je izmjena ZAIF-a (NN 126/19) koja je i sada na snazi:

"Kao vlasnik ili imatelj zasebne imovine AIF-ova iz stavka 1. ovoga članka u sve knjige, upisnike, registre ili očevidnike, javne ili privatne, kao upravitelj imovine upisuje se UAIF koji upravlja AIF-om, s naznakom, kada je to moguće i primjenjivo, da navedenu imovinu drži za račun AIF-a."

Prijedlog inicijative je izmjena članka 83. stavka 3. ZAIF-a na način da se vrati obveza društava za upravljanje da se investicijski fondovi bez pravne osobnosti navode u sudskom registru kao vlasnici trgovačkih društava ali zastupani po društvu za upravljanje. Članak 83. stavak 3. bi trebao ponovno glasiti:

"Kao vlasnik ili imatelj zasebne imovine AIF-ova iz stavka 1. ovoga članka u sve knjige, upisnike, registre ili očevidnike, javne ili privatne, upisuje se UAIF koji upravlja AIF-om, s naznakom da navedenu imovinu drži za račun AIF-a."

Nakon izmjene članka 83. stavka 3. ZAIF-a, dodatni prijedlog inicijative je sastanak sa predstavnicima sudskog registra Trgovačkog suda u Zagrebu, kako bi se pronašao način da se u slučajevima, u kojima je investicijski fond bez pravne osobnosti (posebice PE i VC fondovi) vlasnik trgovačkog društva, upisuje puni naziv vlasnika trgovačkog društva na način da glasi: „društvo za upravljanje (naziv) u svoje ime a za račun investicijskog fonda (naziv)“.

## 25. Liberalizacija prijenosa udjela

### Prijedlog inicijative:

Prijedlog inicijative jest da se izmjenama postojećeg Zakona o porezu na dohodak (NN 115/16, 106/18, 121/19, 32/20, 138/20, 151/22, 114/23, dalje u tekstu: „Zakon o porezu na dohodak“) omogući unos udjela iz investicijskih fondova u portfelje, kao i mogućnost prijenosa imovine iz portfelja u portfelj, uz uvjet da investicijsku uslugu upravljanja portfeljem pruža isto investicijsko društvo, na način koji ne bi predstavljao nastanak porezne obveze plaćanja poreza na dohodak.

### Podloga za prijedlog:

Uzevši u obzir da društva za upravljanje fondovima, pored djelatnosti upravljanja investicijskim fondovima iz ZOIF-a i ZAIF-a, mogu biti, te u pravilu i jesu, ovlaštena pružati investicijsku uslugu upravljanja portfeljem (pomoćna usluga prema ZOIF-u i ZAIF-u), smatramo da je ovu odredbu potrebno proširiti tako da uključuje i mogućnost uplate udjela u fondovima u portfelj, odnosno prijenos u portfelj pod upravljanjem istog društva za upravljanje, a isto vrijedi i za mogućnost prijenosa imovine, koja čini jedan portfelj, u drugi portfelj, sve pod upravljanjem istog

investicijskog društva. Uzevši u obzir sličnosti investicijske usluge upravljanja portfeljem i klasičnog upravljanja imovinom fondova (*asset management*), te da zamjena udjela između fondova pod upravljanjem istog društva ne podliježe oporezivanju, ne postoji niti jedan razlog zašto se opisana iznimka kod otuđenja financijskih instrumenata ne bi proširila na način da uključuje i prijenos udjela iz fondova u portfelje, sve pod upravljanjem istog društva za upravljanje.

Napominjemo da nije riječ o pravnom izvoru EU koji bi potom bio neadekvatno implementiran u domaće zakonodavstvo: *The taxation of income from securities (i.e. income from investments - usually dividends and interest) paid to individuals is not harmonised at EU-level, nor does the European Commission intend to harmonise it.*

### **Prijedlog izmjena:**

Za ostvarenje ovog cilja, primarno je potrebno izmijeniti Zakon o porezu na dohodak u dijelu koji propisuje što se ne smatra otuđenjem financijske imovine.

#### Članak 67. st. 4. Zakona o porezu na dohodak – postojeće stanje

(4) Otuđenjem iz stavka 3. ovoga članka ne smatra se:

1. prijenos udjela iz jednog u drugi dobrovoljni mirovinski fond
2. zamjena vrijednosnih papira s istovrsnim papirima istog izdavatelja pri čemu se ne mijenjaju odnosi među članovima i kapital izdavatelja, kao i zamjena vrijednosnih papira ili udjela u kapitalu trgovačkih društava, odnosno financijskih instrumenata drugim ili drugima vrijednosnim papirima, odnosno financijskim instrumentima te stjecanja vrijednosnih papira, odnosno financijskih instrumenata u slučajevima statusnih promjena pri čemu u svim slučajevima nema novčanog tijeka i pod uvjetom da je osiguran slijed stjecanja financijske imovine
3. podjela dionica istog izdavatelja pri čemu ne dolazi do promjene temeljnog kapitala niti novčanog tijeka
4. zamjena udjela između investicijskih pod-fondova unutar istog krovnog fonda, odnosno zamjena udjela između investicijskih fondova kojima upravlja isto društvo za upravljanje, pod uvjetom da je osiguran slijed stjecanja financijske imovine
5. otkup udjela u Fondu hrvatskih branitelja iz Domovinskog rata i članova njihovih obitelji i/ili
6. otuđenje dužničkih vrijednosnih papira i instrumenata tržišta novca koje izdaje Republika Hrvatska i jedinice lokalne i područne (regionalne) samouprave.

#### Članak 67. st. 4. Zakona o porezu na dohodak – prijedlog novog rješenja:

(4) Otuđenjem iz stavka 3. ovoga članka ne smatra se:

1. prijenos udjela iz jednog u drugi dobrovoljni mirovinski fond
2. zamjena vrijednosnih papira s istovrsnim papirima istog izdavatelja pri čemu se ne mijenjaju odnosi među članovima i kapital izdavatelja, kao i zamjena vrijednosnih papira ili udjela u kapitalu trgovačkih

društava, odnosno financijskih instrumenata drugim ili drugima vrijednosnim papirima, odnosno financijskim instrumentima te stjecanja vrijednosnih papira, odnosno financijskih instrumenata u slučajevima statusnih promjena pri čemu u svim slučajevima nema novčanog tijeka i pod uvjetom da je osiguran slijed stjecanja financijske imovine

3. podjela dionica istog izdavatelja pri čemu ne dolazi do promjene temeljnog kapitala niti novčanog tijeka

4. zamjena udjela između investicijskih pod-fondova unutar istog krovnog fonda, odnosno zamjena udjela između investicijskih fondova kojima upravlja isto društvo za upravljanje, odnosno prijenos udjela u investicijskim fondovima u portfelje kojima upravlja isto društvo za upravljanje, odnosno prijenos imovine koja čini portfelj u drugi portfelj, pri čemu isto investicijsko društvo pruža investicijsku uslugu upravljanja portfeljem, pod uvjetom da je osiguran slijed stjecanja financijske imovine

5. otkup udjela u Fondu hrvatskih branitelja iz Domovinskog rata i članova njihovih obitelji i/ili

6. otuđenje dužničkih vrijednosnih papira i instrumenata tržišta novca koje izdaje Republika Hrvatska i jedinice lokalne i područne (regionalne) samouprave.



**DODACI**

## Popis tablica

Tablica 1. Projekcija rasta BDP-a za Eurozonu i Hrvatsku .....	14
Tablica 2. Povijesni prikaz odabranih ekonomskih indikatora .....	19
Tablica 3. Faktori koji utječu na smanjenu atraktivnost tržišta, prema ocjeni tržišnih sudionika .....	29
Tablica 4. Faktori koji utječu na smanjenu atraktivnost tržišta, prema ocjeni izdavatelja .....	30
Tablica 5. Potrebne promjene na domaćem tržištu kapitala prema mišljenju tržišnih sudionika .....	30
Tablica 6. Potrebne promjene na domaćem tržištu kapitala prema mišljenju izdavatelja .....	30
Tablica 7. Glavne poteškoće vezane uz porezni sustav .....	31
Tablica 8. Ključne potrebne promjene u poreznom sustavu .....	31
Tablica 9. MSCI kriteriji za klasifikaciju tržišta .....	33
Tablica 10. Izabrani pokazatelji uspješnosti .....	40
Tablica 11. Kretanje financijske imovine stanovništva u proteklih 10 godina .....	42
Tablica 12. Pregled izdanja s dvostrukim uvrštenjima na europskim burzama .....	45

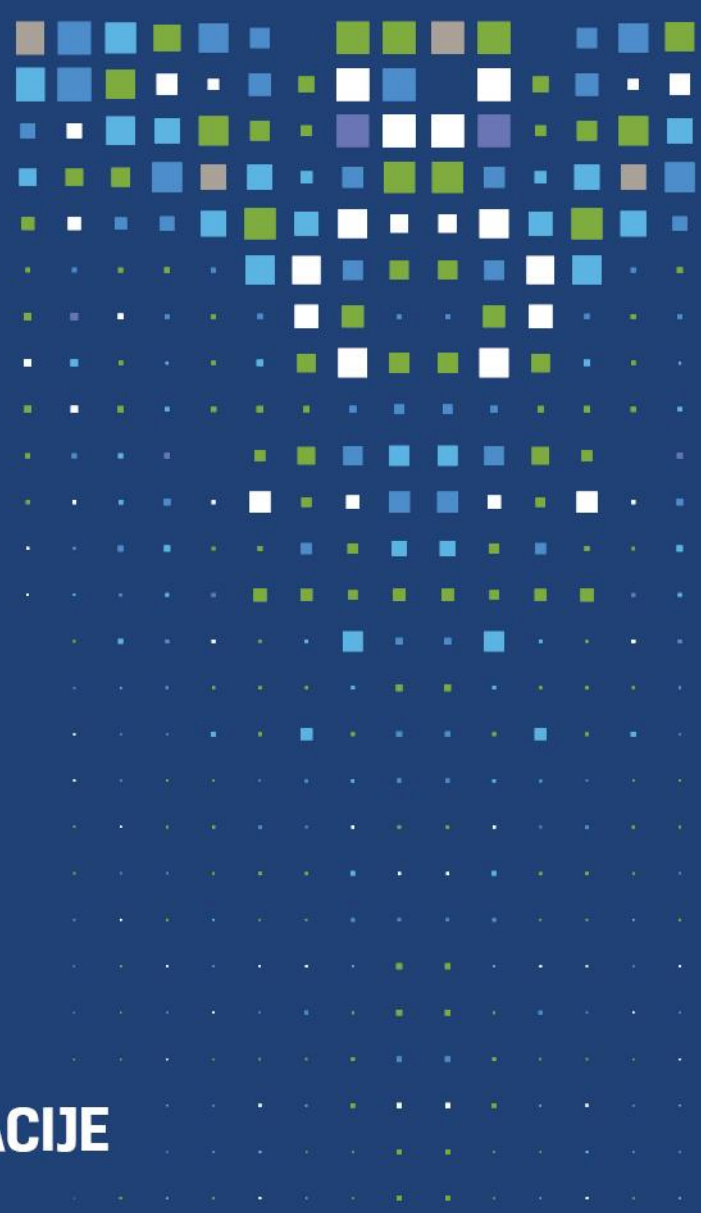
## Popis slika

Slika 1. Okvir podloge za Strategiju razvoja tržišta kapitala .....	7
Slika 2. Dinamika BDP-a i doprinosi sastavnica .....	14
Slika 3. Indikator sentimenta Europske komisije .....	15
Slika 4. Kretanje inflacije .....	16
Slika 5. Ključne kamatne stope ECB-a .....	17
Slika 6. Proračunski deficit (kao % BDP-a) .....	18
Slika 7. Javni dug (kao % BDP-a) .....	18
Slika 8. Platna bilanca RH .....	19
Slika 9. Broj izdanih vlasničkih vrijednosnih papira na Zagrebačkoj burzi .....	20
Slika 10. Ukupan promet dionicama na ZSE .....	21
Slika 11. Pregled tržišta dužničkih vrijednosnih papira na ZSE .....	22
Slika 12. Pregled uvrštenih papira i prometa na obvezničkom tržištu ZSE .....	22
Slika 13. Struktura prometa na ZSE .....	23
Slika 14. Tržišna kapitalizacija uvrštenih obveznica .....	23
Slika 15. Tržišna kapitalizacija prema vrsti instrumenta .....	24
Slika 16. Udio prometa državnih obveznica u ukupnom prometu obveznicama .....	24
Slika 17. Imovina investicijskih fondova u Hrvatskoj .....	25
Slika 18. Radno iskustvo i radno mjesto ispitanika .....	28
Slika 19. Radno mjesto ispitanika .....	28
Slika 20. Profil izdavatelja prema tržišnom segmentu i razdoblju uvrštenja .....	29
Slika 21. Zadovoljstvo ispitanika načinom prijave i obračuna poreza na kapitalnu dobit .....	33
Slika 22. Potreba za "prime dealer" sustavom .....	35
Slika 23. Ocjena trenutnih napora regulatornih tijela u podršci razvoju tržišta kapitala .....	35
Slika 24. Primjerenost stupnja regulatornih zahtjeva na tržištu, prema ocjeni tržišnih sudionika .....	35
Slika 25. Primjerenost stupnja regulatornih zahtjeva na tržištu, prema ocjeni izdavatelja .....	36

Slika 26. Jasnoća uputa regulatornih tijela, prema mišljenju izdavatelja .....	36
Slika 27. Prisutnost prakse prekomjerne regulacije .....	37
Slika 28. Potreba za uvođenjem mjera koje potiču elektroničko glasanje na glavnim skupštinama uvrštenih izdavatelja, prema tržišnim sudionicima.....	37
Slika 29. Potreba za uvođenjem mjera koje potiču elektroničko glasanje na glavnim skupštinama uvrštenih izdavatelja, prema izdavateljima.....	37
Slika 30. Percepcija troškova izdavatelja.....	38
Slika 31 Okvir podloge za Strategiju razvoja tržišta kapitala u Hrvatskoj.....	41
Slika 32 Financijska imovina stanovništva na 31.12.2022.....	42
Slika 33 Tržišna segmentacija na Zagrebačkoj burzi.....	66
Slika 34 Prijedlog nove segmentacije na Zagrebačkoj burzi.....	66

## Popis referenci

- Coffee, J.C. (1999), 'The Future as History: The Prospects for Global Convergence in Corporate Governance and Its Implications', *Northwestern University Law Review*, 93:3, pp. 641–708;
- Coffee, J.C. (2002), 'Racing Towards the Top?: The Impact of Cross-Listings and Stock Market Competition on International Corporate Governance', *Columbia University Center for Law and Economic Studies Working Paper No. 205*
- Doidge, C., Karolyi, G. and Stulz, R.M. (2004), 'Why are foreign firms listed in the US worth more?', *Journal of Financial Economics*, 71:2, pp. 205–238. Stulz, R.M. (1999), 'Globalization, Corporate Finance, and the Cost of Capital', *Journal of Applied Corporate Finance*, 26, pp. 3–28.
- European Parliament Think Tank (2024), Debt-equity bias reduction allowance (DEBRA) [https://www.europarl.europa.eu/thinktank/en/document/EPRS\\_BRI\(2022\)733678](https://www.europarl.europa.eu/thinktank/en/document/EPRS_BRI(2022)733678)
- HANFA, Zagrebačka burza (2019.): Kodeks korporativnog upravljanja, 2019., [https://zse.hr/UserDocsImages/docs/issuers/corp\\_governance/2019%20-%20ZSE%20Kodeks%20Korporativnog%20Ulaganja.pdf](https://zse.hr/UserDocsImages/docs/issuers/corp_governance/2019%20-%20ZSE%20Kodeks%20Korporativnog%20Ulaganja.pdf)
- Market gap assesment in the area of private equity and venture capital financing in Croatia – Summary, European Investment Advisory Hub, srpanj 2022.
- OECD (2021), OECD Review of the Corporate Governance of State-Owned Enterprises: Croatia, <https://www.oecd.org/corporate/soe-review-croatia.htm>
- Oxera Consulting LLP,(2020.) „Primary and secondary equity markets in the EU“,2020,<https://www.oxera.com/wp-content/uploads/2020/11/Oxera-study-Primary-and-Secondary-Markets-in-the-EU-Final-Report-EN-1.pdf>
- PwC and Economist Intelligence Unit (2019), 'Capital markets in 2030: the future of capital markets', <https://www.pwc.com/gx/en/audit-services/capital-market/publications/capital-markets-2030.pdf>.
- Stulz, R.M. (1999), 'Globalization, Corporate Finance, and the Cost of Capital', *Journal of Applied Corporate Finance*, 26, pp. 3–28.



## KONTAKTI I KORISNE INFORMACIJE

Podloga za **strategiju razvoja  
tržišta kapitala u Hrvatskoj**



**Organizator i sponzor projekta:**

CFA Udruga Hrvatska



**Adresa:**

Savska cesta 32, 10000 Zagreb, Hrvatska



**Telefon:**

+385 01 770 7042



**E-mail:**

info@croatia.cfasociety.org



**Web stranica:**

<https://www.cfacroatia.org/>



**Voditeljica projekta:**

Maja Bešević Vlajo, CFA

E-mail: [president@croatia.cfasociety.org](mailto:president@croatia.cfasociety.org)