

Prikazi in analize

Unija kapitalskih trgov – priložnost za EU

Avtor: Anže Božič

Julij 2024

BANKA
SLOVENIJE
EVROSISTEM

Zbirka: Prikazi in analize

Naslov: Unija kapitalnih trgov – priložnost za EU

Avtor: Anže Božič

Leto: 2024

Kraj: Ljubljana

Izdajatelj:
Banka Slovenije
Slovenska 35, 1505 Ljubljana, Slovenija
www.bsi.si

Elektronska izdaja:
<https://www.bsi.si/publikacije/raziskave-in-analize/prikazi-in-analize>

Mnenja in zaključki, objavljeni v prispevkih v tej publikaciji, ne odražajo nujno uradnih stališč Banke Slovenije ali njenih organov.

Uporaba in objava podatkov ter delov besedila sta dovoljeni le z navedbo vira.

© Banka Slovenije

Katalogni zapis o publikaciji (CIP) pripravili v Narodni in univerzitetni knjižnici v Ljubljani
COBISS.SI-ID 201437955
ISBN 978-961-7230-00-0 (PDF)

Kazalo

Povzetek	4
1 Uvod	5
1.1 Pomen unije kapitalskih trgov	6
1.2 Mednarodna primerjava	7
1.3 Vidik Evropskega sistema centralnih bank	10
2 Načrt uresničitve unije kapitalskih trgov	12
2.1 Podpora zelenemu, digitalnemu in vključujočemu gospodarskemu okrevanju z izboljšanjem dostopa do financiranja za podjetja	12
2.2 Vzpostavitev še varnejše EU za dolgoročno varčevanje in vlaganje posameznikov	14
2.3 Združitev nacionalnih kapitalskih trgov v resnično enotni trg	16
2.4 Uspešnost izvedenih aktivnosti pri vzpostavljanju UKT	20
3 Zaključek	21
4 Viri	24

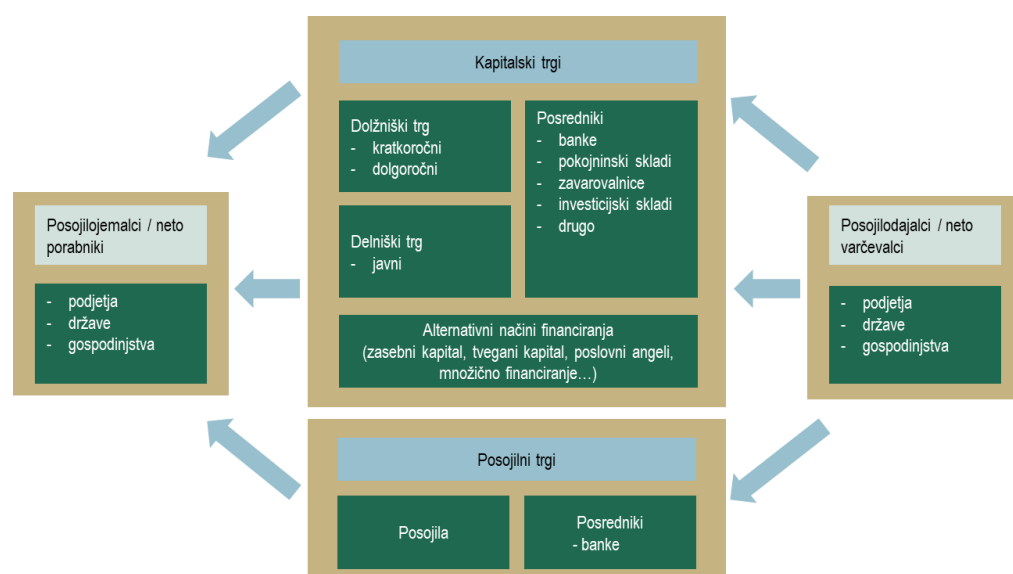
Povzetek

Ta publikacija uvodoma pojasni vlogo, ki jo imajo v gospodarskem sistemu kapitalni trgi, predstavi izhodišča in pomen, ki ga za EU predstavlja uresničitev unije kapitalnih trgov, postavi evropski kapitalni trg v mednarodni okvir ter izpostavi interes, ki ga ima za uresničitev tega projekta Evropski sistem centralnih bank. V drugem delu dokument predstavi načrt, ki ga je Evropska komisija objavila leta 2020 za oblikovanje te unije, ter izpostavi pregled izvedenih aktivnosti. Analiza se zaključi s poudarkom koristi, ki bi jih za EU imela uresničitev unije kapitalnih trgov, in ugotovitvijo, da napredek pri izpolnitvi tega cilja trenutno ni zadovoljiv.

Na kapitalskih trgih se izmenjujejo finančna sredstva (tj. kapital) med imetniki teh sredstev in tistimi, ki omenjena sredstva potrebujejo za svojo uporabo. Praviloma so imetniki kapitala banke in različni vlagatelji, iskalci kapitala pa države, podjetja in posamezniki. Najbolj znana tovrstna trga sta trga lastniških (npr. delnice) in dolžniških vrednostnih papirjev (npr. obveznice), ločimo pa tudi med primarnimi, na katerih izdajatelji prvič ponudijo svoje vrednostne papirje, in sekundarnimi kapitalskimi trgi, na katerih vlagatelji trgujejo z že izdanimi vrednostnimi papirji. Primarni trg je tako namenjen pridobivanju finančnih sredstev, sekundarni trg pa trgovanju prek organiziranega (borznega) trga ali zunaj organiziranega trga¹, z že izdanimi vrednostnimi papirji.

Ključna dobrobit kapitalskih trgov je, da omogočajo, da se denar premika od tistih, ki ga imajo, do tistih, ki ga potrebujejo. S tem kapitalski trgi pomembno prispevajo k spodbujanju rasti gospodarstva in ustvarjanju delovnih mest.

Slika 1: **Struktura kapitalskih trgov**



Vir: PWC

¹ Angl. *over the counter* (OTC).

Pomen in koristi kapitalских trgov poskuša izkoristiti tudi Evropska unija (v nadaljevanju: EU). Leta 2015 je tako Evropska komisija (v nadaljevanju: EK) pripravila prvi akcijski načrt za uresničitev unije kapitalских trgov (v nadaljevanju: UKT), s pomočjo katerega bi na ravni EU nastal enoten kapitalski trg. Po oceni EK je bil načrt večinoma izpolnjen, izzivi pa so ostali predvsem na področjih nadzora, obdavčitve in insolventnosti. Z namenom nadaljnje poglobitve UKT je zato EK 2020 objavila svoj drugi akcijski načrt (Consilium), ki naj bi z izpolnitvijo 16 ukrepov pripomogel h gospodarskemu okrevanju EU po pandemiji covid-19 ter podpiral zeleni in digitalni prehod EU. Uresničitev UKT bi omogočila bolj vključujočo in odporno družbo, saj bi lažje naslovili izzive, ki jih predstavlja starajoče prebivalstvo EU. Povezani kapitalski trgi EU bi pripomogli tudi k svetovni konkurenčnosti in avtonomiji EU (EK CMU, 2020).

1.1 Pomen unije kapitalских trgov

Projekt UKT je torej načrt EU za vzpostavitev enotnega evropskega trga za kapital, z uresnitvijo katerega naj bi se denar (za naložbe in prihranke) prelivaval znotraj EU in s tem koristil potrošnikom, vlagateljem in podjetjem, ne glede na njihovo lokacijo v EU (EK, 2023a).

UKT je pomembna iz dveh vidikov, in sicer 1.) za spodbujanje gospodarske rasti in konkurenčnosti ter 2.) za uresničevanje ključnih politik EU.

1. Spodbujanje gospodarske rasti in konkurenčnosti EU (Consilium) bi lahko dosegli prek:

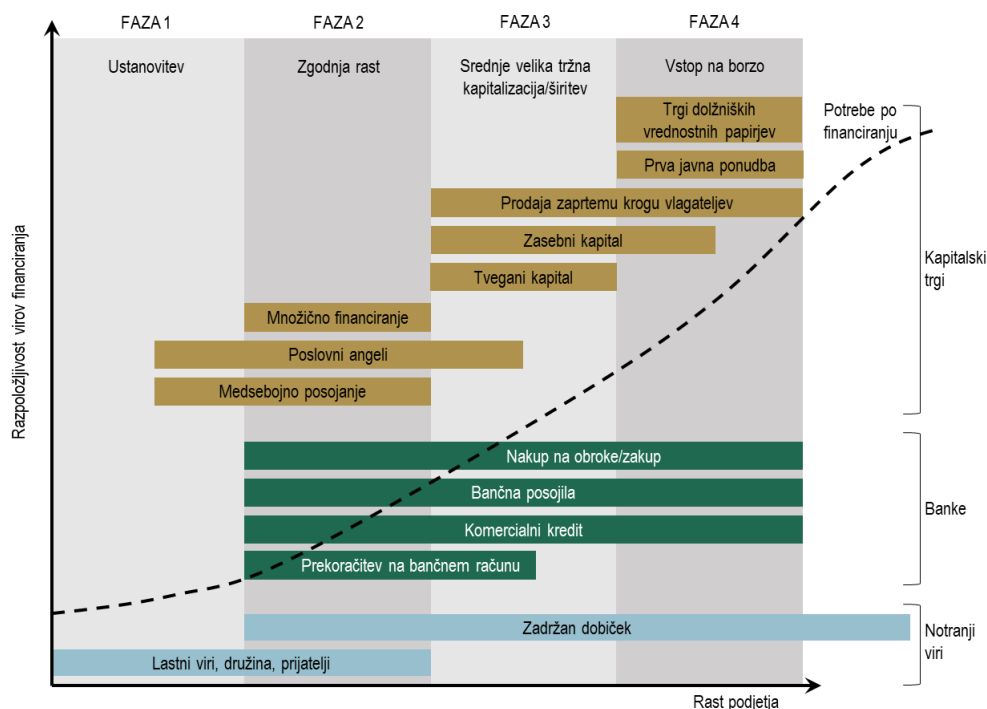
- cenejših, razpršenih, čezmejnih in lažje dosegljivih virov financiranja, predvsem za mala in srednje velika podjetja (v nadaljevanju: MSP), ter infrastrukturnih projektov, ki bi ustvarjala nova delovna mesta (EK, 2020). UKT je ključna za spodbujanje inovacij, saj je bančno financiranje lahko neprimerno ali predrago za financiranje inovativnih MSP, ki so tvegana in imajo malo oprijemljivih sredstev², ki bi jih lahko uporabila za zavarovanje. Zaradi manjših in razpršenih virov finančnih sredstev v EU hitrorastoča evropska podjetja tako pogosto iščejo vire tveganega kapitala v Združenih državah Amerike (v nadaljevanju: ZDA)³. Infrastrukturni projekti, ki so pogosto bolj obsežni in dolgotrajni, pa so praviloma primerni za vlagatelje, kot so zavarovalni in pokojninski skladi, ki skrbijo za bolj dolgoročne naložbe kot banke (MDS, 2023);
- izboljšanih možnosti za varčevalce, ki bi prek varčevanja in dolgoročnega vlaganja lahko poskrbeli za primeren in trajen vir dohodka v starosti (EK, 2020). Večja vključenost malih vlagateljev v kapitalski trg prek naložb v obveznice in delnice bi namreč povečala donose na prihranke, ki so v primeru bančnih depozitov relativno nizki (MDS, 2023);
- stabilnejšega finančnega sistema zaradi več likvidnosti in možnih virov financiranja, dodatnih možnosti za dolgoročne naložbe, čezmejne delitve tveganj med državami članicami EU ter večje odpornosti državljanov EU in podjetij na pretrese v bančnem sistemu (EK, 2020). Podjetja bi zaradi lažjega čezmejnega vlaganja razpršila in znižala svoje stroške financiranja. Podobna podjetja se namreč zdaj soočajo s precej različnimi stroški financiranja, odvisno od države članice EU, v kateri so nastanjena. Uresničitev UKT bi okrepila odpornost in čezmejno delitev tveganja, saj so varčevalci, ki trenutno nalagajo svoja sredstva samo v domača podjetja in banke, izpostavljeni domačim gospodarskim pretresom, čezmejne naložbe pa lahko razpršijo in zmanjšajo ta tveganja. Podjetja s samo domačimi finančnimi viri

² Nepremičnine, zemljišča, stroji, oprema, pohištvo, inventar (izdelki in materiali) ipd.

³ Npr. Spotify in BioNTech.

so prav tako lahko prikrajšana za finančno likvidnost v primeru recesije v domači državi članici EU (MDS, 2023). V nasprotju z javno in domačo delitvijo tveganj bi UKT tako okrepila predvsem zasebno in čezmejno delitev tveganj (Constâncio, 2016).

Slika 2: Viri financiranja po fazah rasti podjetja



Vir: Evropsko računsko sodišče

- Uresničevanje ključnih politik EU: S pomočjo UKT bi lahko javne in bančne vire dopolnili z drugimi zasebnimi viri ter tako aktivirali dodatna finančna sredstva za ključne strateške projekte EU, kot sta digitalni in zeleni prehod. Hkrati bi tudi povečali strateško avtonomijo EU prek krepitev mednarodne vloge evra kot naložbene valute (Consilium), ki lahko privabi več vlagateljev in izdajateljev po vsem svetu k evrskim finančnim instrumentom (EK, 2020a).

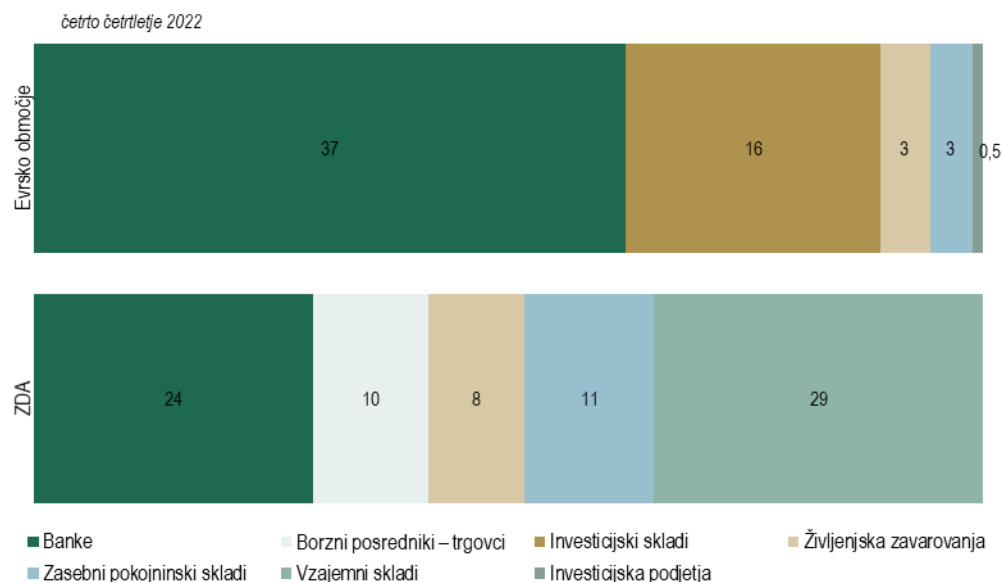
Pristna UKT bi pomenila, da se tržni udeleženci z enakimi lastnostmi v EU soočajo z 1) enakimi pravili glede finančnih instrumentov in storitev, 2) imajo enak dostop do finančnih instrumentov in storitev 3) ter so enakopravno obravnavani pri svojih dejavnostih na trgu (Constâncio, 2016).

1.2 Mednarodna primerjava

Zanimivo primerjavo in vpogled v možnosti razvoja evropskega kapitalskega trga ponuja kapitalski trg v ZDA, ki velja za dobro razvitega.

Kot je razvidno s slike 3, so v primerjavi z ZDA evropski kapitalski trgi relativno majhni, banke pa predstavljajo izrazito večji del finančnega sistema. Precej manjši del v evrskem območju predstavljajo zavarovalnice in pokojninski skladi, ki lahko s svojimi dolgoročnimi naložbami prispevajo k spodbujanju financiranja infrastrukturnih projektov.

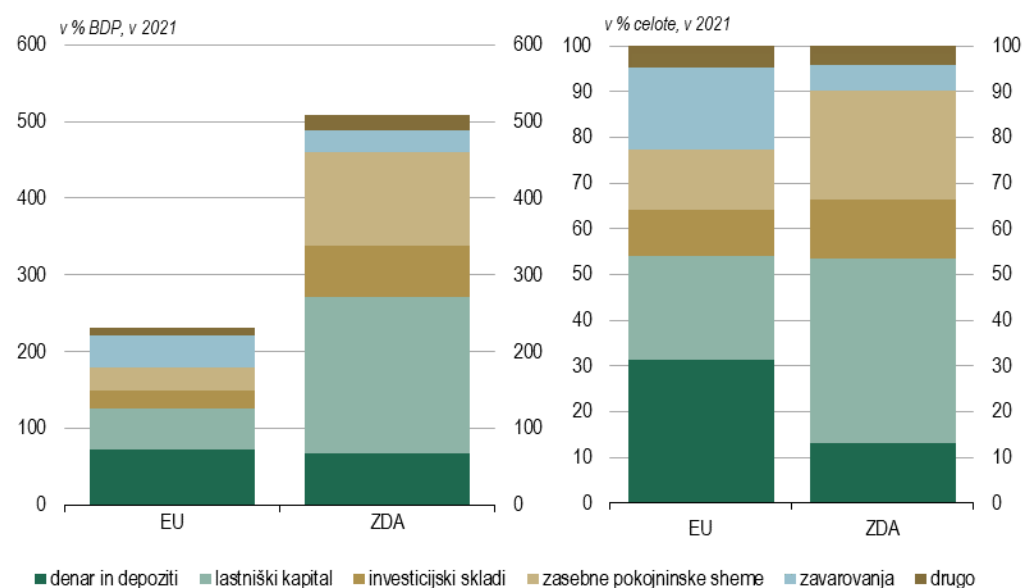
Slika 3: **Struktura trga evrskega območja in ZDA⁴**



Vir: MDS, 2023

Slika 4 na levi strani prikazuje, da v ZDA gospodinjstva več svojih prihrankov hranijo na kapitalskem trgu; v delnicah, investicijskih skladih in zasebnih pokojninskih shemah. Razlog za to je predvsem v manj razvitem javnem pokojninskem sistemu v ZDA. Prevlada bančnega sistema v EU je razvidna iz desne strani slike 4, kjer lahko razberemo, da gospodinjstva v EU nekaj več kot 30 % svojih prihrankov hranijo v bankah, medtem ko je v ZDA ta delež trikrat manjši.

Slika 4: **Finančna sredstva gospodinjstev**



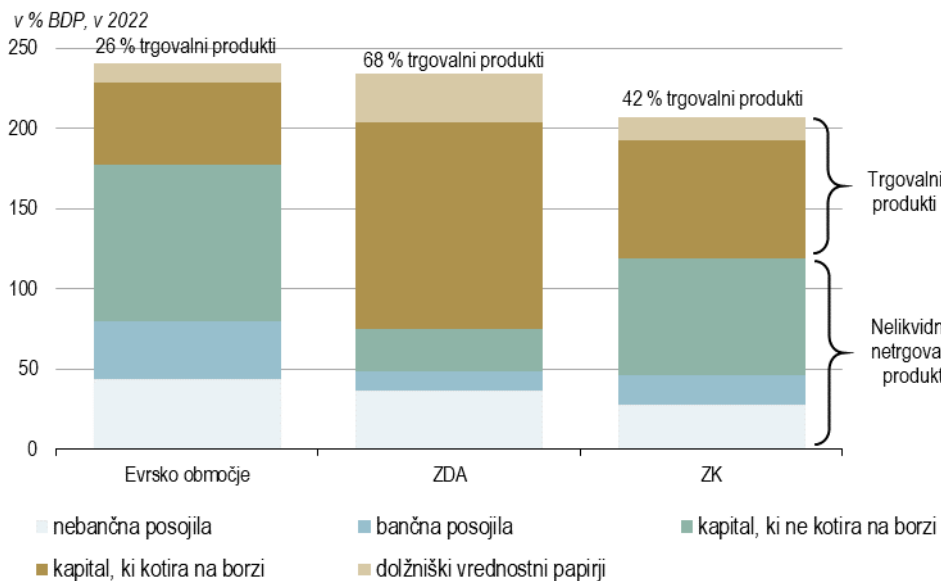
Vir: MDS, 2023

Strukturo financiranja nefinančnih gospodarskih družb v evrskem območju, ZDA in Združenem kraljestvu (v nadaljevanju: ZK) lahko razberemo s slike 5. Podjetja v evrskem območju se, podobno kot gospodinjstva, precej manj zanašajo na tržne vire financiranja (manj kot 30 %), medtem ko v ZDA znaša ta delež skoraj 70 %, v ZK pa

⁴ V bilijonih (bn = 10¹²) EUR

42 %. Manjši delež tovrstnega financiranja je ovira predvsem za rast in inovativnost MSP v EU.

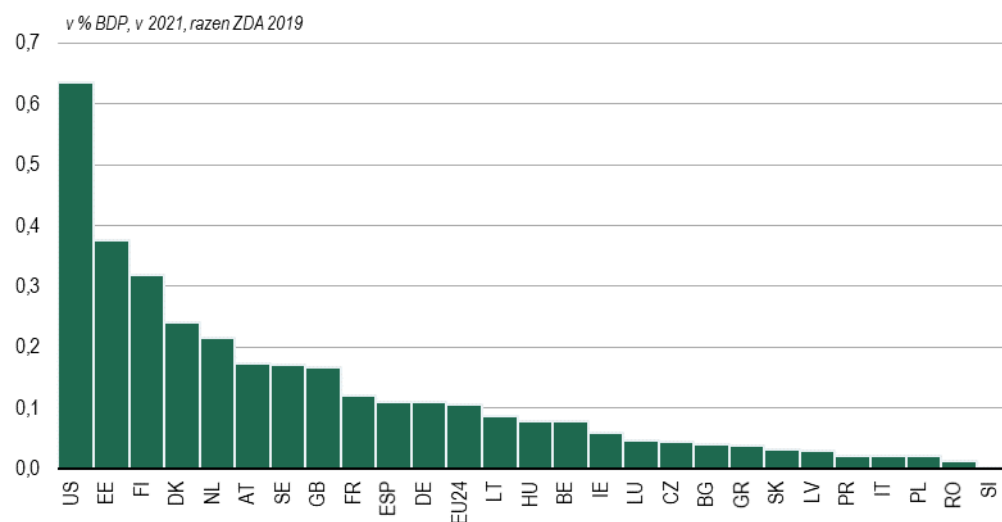
Slika 5: **Struktura financiranja nefinančnih gospodarskih družb**



Vir: MDS, 2023

Slika 6 ponazarja delež naložb tveganega kapitala glede na bruto domači proizvod (v nadaljevanju: BDP) po posameznih gospodarstvih. Delež financiranja prek tveganega kapitala je v EU precej manjši kot v ZDA, a med državami članicami EU obstajajo precejšnje razlike. V tem prostoru tako že obstajajo dobre prakse, ki bi se lahko razširile na več držav članic EU. Ker je financiranje prek tveganega kapitala pomembno za zagonska in inovativna MSP, so ta lahko omejena v svojem razvoju, če poslujejo v finančnem sistemu, v katerem prevladujejo banke.

Slika 6: **Naložbe tveganega kapitala**

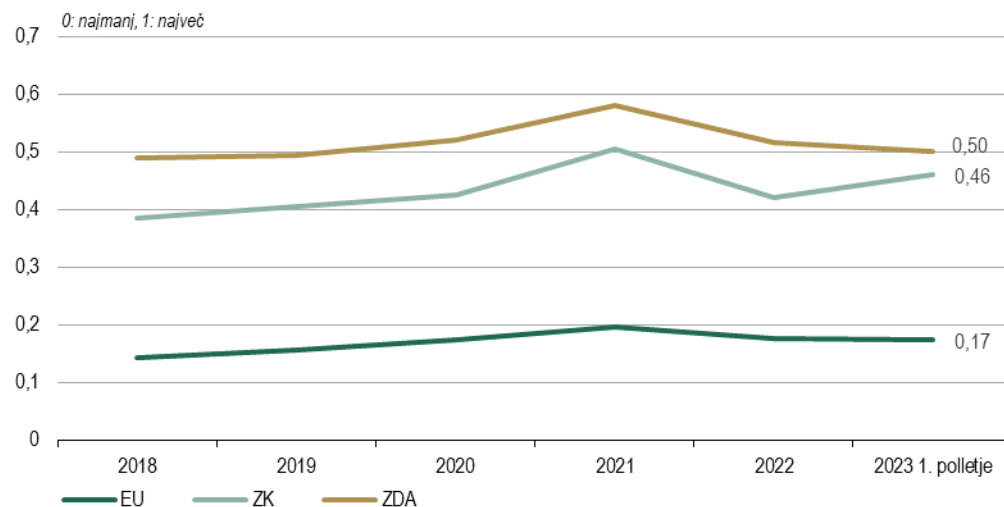


Vir: MDS, 2023

Pomemben vidik je tudi konkurenčnost kapitalskega trga EU, ki je nepogrešljiv dejavnik pri zadrževanju naložb v EU in pridobivanju novih tujih naložb. Agregatni kazalnik konkurenčnosti (slika 7), ki zajema podatke o dostopu do finančnih sredstev, tržni likvidnosti in prehodu na trajnosten ter digitalen trg, kaže, da se evropski kapitalski trgi s tega

vidika v zadnjih petih letih niso bistveno izboljšali in še vedno precej zaostajajo za kapitalnimi trgi v ZDA in ZK.

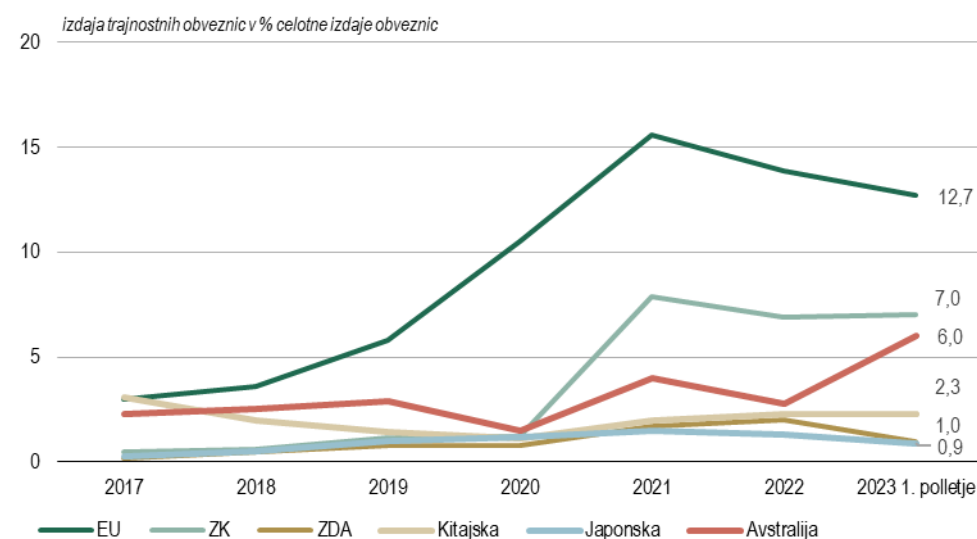
Slika 7: Kazalnik svetovne konkurenčnosti



Vir: AFME, 2023

Kljub temu pa EU spada v svetovni vrh glede izdaje obveznic ESG (slika 8)⁵, ki izdajatelje zavezujejo k spoštovanju standardov oziroma financiranju projektov, ki upoštevajo okoljske, družbene in korporativne dejavnike. Glede na celotno izdajo obveznic znaša delež teh obveznic nekaj več kot 12 %, medtem ko se v drugih večjih gospodarstvih ta delež giblje med 1 % in 7 %. Delež je v EU sicer v zadnjih letih nekoliko upadel predvsem zaradi velikega porasta izdaje običajnih obveznic (AFME, 2023).

Slika 8: Kazalnik izdaje obveznic ESG



Vir: AFME, 2023

1.3 Vidik Evropskega sistema centralnih bank

Z vidika Evropskega sistema centralnih bank (v nadaljevanju: ESCB) je UKT pomembna zaradi izboljšanja: 1) prenosa učinkov ukrepov denarne politike v evrskem območju (transmisije) ter 2) makroekonomske in finančne stabilnosti.

⁵ ESG – Okoljski (Environmental), družbeni (Social) in dejavniki korporativnega upravljanja (Governance).

UKT bi okrepila prenos učinkov ukrepov denarne politike Evropske centralne banke (v nadaljevanju: ECB) na realno gospodarstvo z izboljšanjem pretoka informacij na kapitalnem trgu⁶, saj so ob pomanjkanju ustreznih informacij vlagatelji lahko zadržani pri posojilni aktivnosti. Dodatno bi s poenotenjem pravnih sistemov UKT lahko prispevala k zmanjšanju heterogenosti prenosa učinkov denarne politike v različne države članice evrskega območja. Ker se cene in donosi finančnih sredstev hitreje prilagodijo spremembam denarne politike kot obrestne mere bank, bi se z uresničenjem UKT pohitril prenos učinkov ukrepov denarne politike v realno gospodarstvo. S tem bi se izboljšali tudi konkurenčnost in razpoložljivost finančnih sredstev (Constâncio, 2016).

Finančno stabilnost bi UKT izboljšala prek večje odpornosti gospodarstva pred različnimi gospodarskimi šoki in bančnimi krizami. Po mnenju Constância postane gospodarstvo z izboljšanjem konkurenčnosti dostopa do finančnih virov bolj zaščiteno pred morebitnimi pretresi v bančnem sektorju. Tako povečana finančna stabilnost zmanjšuje potrebo po uporabi nestandardnih ukrepov denarne politike, ki poskušajo povečati pretok denarja do gospodinjstev in podjetij.

Na makroekonomsko okolje in denarno politiko ECB bi ugodno vplival tudi razvoj listinjenja⁷ v evrskem območju. ECB bi imela ob sprostitvi bilanc bank in povečanem posojanju gospodarstvu več manevrskega prostora za izvajanje denarne politike v kriznih časih, izboljšala bi se dostopnost in kakovost zavarovanj ter število vrednostnih papirjev, ki bi bili primerni za nakupe v okviru programov nakupov vrednostnih papirjev, ki jih izvaja ECB (Constâncio, 2016).

Ker denarna politika ECB ne more naslavljalati specifičnih gospodarskih pretresov posameznih držav članic evrskega območja, je lahko UKT pomemben blažilec za evropsko gospodarstvo. Ob olajšanem pretoku finančnih sredstev med državami članicami evrskega območja bi se zaradi čezmejnega deljenja namreč zmanjšala tveganja (Constâncio, 2016).

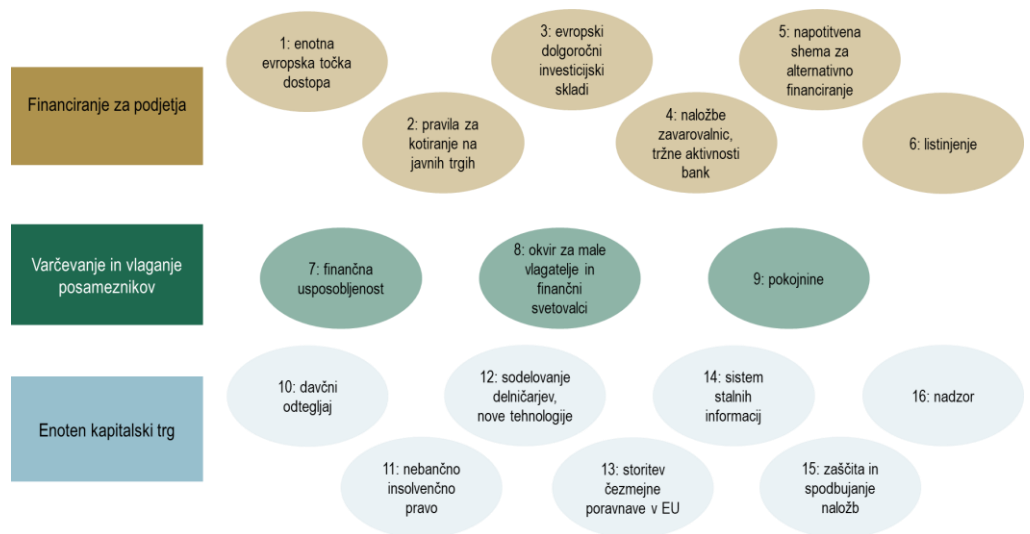
A večja finančna povezanost in nadaljnji razvoj nebančnega finančnega sistema lahko ustvarita tudi nova tveganja. Večje poenotenje med trgi hkrati poveča možnosti za hitrejše in bolj obširno čezmejno prenašanje tveganj med državami članicami EU. Banke so lahko v zaostreni konkurenci spodbujene, da prevzamejo večja tveganja v želji po ohranitvi dobičkonosnosti, ob njegovi hitri rasti pa se več tveganj pojavi tudi v nebančnem finančnem sistemu (Constâncio, 2016).

⁶ Več o tem v 2. poglavju, ukrepa št. 1 in 14.

⁷ Več o tem v 2. poglavju, ukrep št. 6.

EK se v svojem drugem akcijskem načrtu za uresničitev UKT zavezuje k uresničitvi 16 ukrepov, s katerimi bi izpolnili tri cilje, ki so 1) podpora gospodarstvu z izboljšanjem dostopa do financiranja za podjetja, 2) zagotavljanje varnosti za dolgoročno varčevanje in vlaganje posameznikov ter 3) vzpostavitev enotnega kapitalskega trga za celotno EU. V nadaljevanju so v okviru teh treh ciljev predstavljeni predvideni ukrepi EK za njihovo uresničitev, njihov namen in izvedene aktivnosti za uresničitev teh ukrepov.

Slika 9: Pregled ukrepov UKT



Vir: EK

2.1 Podpora zelenemu, digitalnemu in vključujočemu gospodarskemu okrevanju z izboljšanjem dostopa do financiranja za podjetja

Ukrep 1: Vzpostavitev platforme enotna evropska točka dostopa za celotno EU (EK, 2020a).

Namen ukrepa: Večja prepoznavnost podjetij za čezmejne vlagatelje, boljša povezanost nacionalnih kapitalskih trgov, lažji dostop do tržnega financiranja, zagotavljanje informacij o naložbenih priložnostih za vlagatelje in zmanjšanje bremen podjetij v zvezi s poročanjem o teh informacijah (EK, 2020a).

Izvedene aktivnosti: Decembra 2023 je bila sprejeta uredba EU (2023/2859) o vzpostavitvi enotne evropske točke dostopa, ki je začela veljati januarja 2024 in bo vlagateljem prek spleta omogočala brezplačen, centraliziran in digitalen dostop do javnih finančnih informacij v zvezi s podjetji v EU in investicijskimi produkti EU (EK, Action 1). Enotna evropska točka dostopa bo uvedena postopoma in bo v celoti na voljo praviloma do poletja 2027 (Consilium).

Ukrep 2: *Poenostavitev pravil za kotiranje na finančnih trgih (EK, 2020a).*

Namen ukrepa: Bolj sorazmerna obravnava MSP z vidika zahtevanih upravnih bremen, visokih stroškov kotiranja na borzi in upoštevanja pravil o kotiranju, ki številna podjetja odvračajo od dostopa do finančnih trgov (EK, 2020a).

Izvedene aktivnosti: Februarja 2024 sta Evropski parlament (v nadaljevanju: EP) in Svet EU dosegla okvirni dogovor o vsebini akta o kotiranju. Z novim aktom naj bi se predvsem zmanjšala upravna bremena in stroški za podjetja, zlasti MSP, v zvezi s kotiranjem na finančnih trgih v EU (npr. glede izdaje prospekta in pravil o zlorabi trga). S tem bi podjetja pridobila cenejši dostop do financiranja na kapitalskem trgu (Svet EU, 2023).

Ukrep 3: *Pregled zakonodajnega okvira za evropske dolgoročne investicijske sklade (EK, 2020a).*

Namen ukrepa: Podpiranje dolgoročnega financiranja podjetij in infrastrukturnih projektov, pri čemer so ključni evropski dolgoročni investicijski skladi – ELTIF⁸ (EK, 2020a).

Izvedene aktivnosti: Marca 2023 je bila sprejeta nova ELTIF uredba EU (2023/606), ki se je začela uporabljati januarja 2024. S spremembami uredbe je omogočeno lažje vlaganje finančnih sredstev malih in profesionalnih vlagateljev v ELTIF, ki lahko pomagajo financirati zeleni in digitalni prehod EU, MSP in dolgoročne projekte na področju prometa, proizvodnje, energije in socialne infrastrukture (Consilium).

Ukrep 4: *Odprava regulativnih ovir za dolgoročne naložbe zavarovalnic, zagotovitev ustrezne bonitetne obravnave dolgoročnih naložb kapitala MSP s strani bank ter ocena možnosti za spodbujanje tržnih aktivnosti s strani bank in drugih finančnih podjetij (EK, 2020a).*

Namen ukrepa: Okrepitev vloge lastniškega kapitala za spodbujanje trajnostnega prehoda, ki potrebuje dolgoročno financiranje. Spodbujanje institucionalnih vlagateljev (zavarovalnic, bank in investicijskih skladov) k večjim dolgoročnim naložbam z namenom podpore kapitalizaciji podjetniškega sektorja (EK, 2020a).

Izvedene aktivnosti: Decembra 2023 sta Svet EU in EP dosegla okvirni politični dogovor glede sprememb direktive EU Solventnost II (2009/138). S spremembami direktive se, med drugim, želi zagotoviti spodbude zavarovalnicam za dolgoročno in trajnostno financiranje gospodarstva, njihovo izboljšano upravljanje tveganj, zmanjšanje upravnih bremen s poenostavitvijo pravil in zagotavljanjem sorazmernosti, zlasti v zvezi z zavarovanjem malih in manj kompleksnih podjetij. Izboljšati se želi tudi čezmejno koordinacijo in sodelovanje nadzornikov zavarovalnic ter zaščito zavarovancev, predvsem v primerih nakupov zavarovanj v drugi državi EU (Evropski svet, 2023).

Junija 2023 sta Svet EU in EP dosegla okvirni politični dogovor⁹ o spremembi direktive EU 2019/878 (CRD V) in uredbe EU 2019/876 (CRR 2). S spremembami naj bi se v evropsko zakonodajo prenesli mednarodni standardi, dogovorjeni med EU, skupino G20 in baselskim odborom za bančni nadzor, t. i. standardi Basel III. Z vidika UKT je ključno, da so v CRR 2 vključeni predlogi EK, ki zagotavljajo, da nova pravila ne vplivajo negativno na dolgoročna vlaganja bank v lastniške deleže MSP. Skladno s tem je v predlogu CRR 2 tako določeno, da se naložbe bank ne štejejo za špekulativne, če so

⁸ *European Long-term Investment Funds.*

⁹ Gre za neformalen dogovor, ki ga morata Svet EU in EP še uradno sprejeti.

izvedene z namenom, da se držijo najmanj tri leta. Če bo dosežen dogovor še uradno potrjen s strani Sveta EU in EP, naj bi se nova pravila začela uporabljati leta 2025 (EK, Action 4).

Ukrep 5: *Ocena koristi in izvedljivosti uvedbe zahteve, da banke MSP, katerih vlogo za kredit zavrnejo, napotijo na ponudnike alternativnega financiranja (EK, 2020a).*

Namen ukrepa: Prihranek MSP pri stroških iskanja alternativnega financiranja, povečanje seznanjenosti z možnostjo tržnega financiranja (EK, 2020a).

Izvedene aktivnosti: Na podlagi posvetovanja z različnimi deležniki¹⁰ je EK julija 2022 objavila poročilo, v katerem zaključuje, da bi bila uvedba napotitvene sheme najbolj smiselna v okviru ustanovitve enotne evropske točke dostopa (op. p. glej ukrep 1). Prek napotitvene sheme bi bile banke (in drugi ponudniki financiranja) zavezane, da MSP, katerih prošnjo za financiranje bi zavrnilo, usmerijo k alternativnim ponudnikom financiranja, kar bi MSP omogočilo lažji dostop do alternativnih virov financiranja. EK bo nadaljnje aktivnosti načrtovala na podlagi izvedenih ukrepov v zvezi z vzpostavitvijo enotne evropske točke dostopa (EK, Action 5).

Ukrep 6: *Pregled regulativnega okvira za listinjenje (EK, 2020a).*

Namen ukrepa: Okrepitev izdajanja bančnih posojil podjetjem v EU, zlasti MSP, prek postopka listinjenja¹¹. Banke lahko v okviru tega postopka svoja posojila prenesejo na institucionalne vlagatelje, kar jim omogoči prenos svojega kreditnega tveganja in sprostitve kapitala za izdajanje novih posojil (EK, 2020a).

Izvedene aktivnosti: Na podlagi posvetovanja s tržnimi deležniki¹² je EK oktobra 2022 objavila poročilo, v katerem ugotavlja, da je zakonodajni okvir EU glede listinjenja primerno urejen in da ni potrebe po spremembi uredbe EU (2017/2402) o listinjenju. V poročilu je EK podala nekaj usmeritev glede uporabe uredbe EU o listinjenju (npr. glede obsega pristojnosti uredbe) ter predlagala, da evropski nadzorni organi¹³ pripravijo spremembe regulatornih in izvedbenih tehničnih standardov, ki bi vključevale določene ciljne izboljšave (npr. glede preglednosti). EK nadaljuje delo s pregledom bonitetne obravnave listinjenja za banke in zavarovalnice ter preverja možnosti uskladitve nekaterih praks in postopkov ocenjevanja prenosa tveganja v postopkih listinjenja (EK, Action 6).

2.2 Vzpostavitev še varnejše EU za dolgoročno varčevanje in vlaganje posameznikov

Ukrep 7: *Ocena izvedljivosti razvoja evropskega okvira za finančno opismenjevanje ter možnosti uvedbe zahteve, da morajo države članice spodbujati učne ukrepe, ki podpirajo finančno izobraževanje, zlasti v zvezi z odgovornim in dolgoročnim vlaganjem (EK, 2020a).*

Namen ukrepa: Izboljšanje finančne pismenosti, ki je ključna za sprejemanje odločitev o osebnih finančnih ter krepitev zaupanja v kapitalske trge. Večja finančna pismenost praviloma pomeni tudi večjo verjetnost koriščenja možnosti, ki jih ponujajo kapitalski

¹⁰ Banke, platforme za množično financiranje, MSP, relevantna združenja, nacionalne in institucije EU ter nadzorni organi (EK, 2021b).

¹¹ Pretvorba posojil v vrednostne papirje.

¹² Repozitoriji podatkov, ocenjevalne agencije, relevantna združenja in nadzorni organi (EK, 2021c).

¹³ European Supervisory Authorities (ESA).

trgi (usmerjanje dolgoročnih prihrankov v podjetja, izboljšanje njihovega dostopa do financiranja, okrepitev gospodarske aktivnosti ter pospešitev zelenega in digitalnega prehoda (EK, 2020a)).

Izvedene aktivnosti: Januarja 2022 sta EK in Mednarodna mreža Organizacije za gospodarsko sodelovanje in razvoj (v nadaljevanju: OECD) za finančno izobraževanje objavili skupni okvir za finančno opismenjevanje odraslih, ki ponuja usmeritve glede izboljšanja kompetenc na področjih osebnih financ, na primer oblikovanja osebnega proračuna, varčevanja, vlaganja, izposojanja finančnih sredstev in priprav na upokojitev (EK, Action 7). Okvir je na voljo za prostovoljno uporabo javnim organom in zasebnim organizacijam v EU ter se lahko kot idejna podlaga uporabi za razvoj nacionalnih politik, ukrepov in pobud za finančno opismenjevanje (EK in OECD 2022). EK in OECD sta septembra 2023 objavila še okvir za finančno opismenjevanje otrok in mladostnikov (EK, Action 7). Cilj tega okvira je vzpostaviti osnovno finančno pismenost otrok in mladostnikov, ki jim bo omogočila učinkovito rabo denarja, sprejemanje smiselnih odločitev glede osebnih financ, osnovno poznavanje ekonomskega in finančnega okolja ter ustrezno pripravljenost na finančne in ekonomske vidike odraslega življenja (EK in OECD 2023). EK in OECD bosta v nadaljevanju osredotočeni na spodbujanje in spremljanje uporabe teh dveh okvirov s strani nacionalnih organov in drugih deležnikov (EK, Action 7).

EK je junija 2023 objavila rezultate ankete Eurobarometra, ki ocenjuje stopnjo finančne pismenosti v EU. Raziskava je pokazala, da je stopnja finančne pismenosti na ravni EU nizka, a se med državami članicami EU precej razlikuje¹⁴. Finančno izobraževanje je smiselno usmeriti v populacijo žensk, mlajših, nižje izobraženih in tistih z nižjimi dohodki (EK, Action 7).

Nazadnje je EK predlagala, naj se v okviru sprememb direktiv EU 2016/97 o distribuciji zavarovalnih produktov in 2014/65 o trgih finančnih instrumentov vključi zahteva za spodbujanje finančne pismenosti državljanov EU na nacionalnih ravneh (EK, Action 7).

Ukrep 8: *Sprememba obstoječega pravnega okvira za male vlagatelje ter zmanjšanje obremenitev z informacijami za izkušene male vlagatelje. Izboljšanje ravni poklicnih kvalifikacij finančnih svetovalcev v EU in ocena izvedljivosti uvedbe vseevropske oznake za finančne svetovalce (EK, 2020a).*

Namen ukrepa: Prejemanje poštenih nasvetov za male vlagatelje ter jasnih in primerljivih informacij o finančnih produktih. Zmanjšanje tveganja zavajajoče prodaje finančnih produktov, povečanje zaupanja vlagateljev v svetovanje in zagotovitev enakih konkurenčnih pogojev za finančne svetovalce, ki opravljajo storitve v različnih državah članicah EU (EK, 2020a).

Izvedene aktivnosti: Maja 2023 je EK objavila Strategijo EU za male vlagatelje, katere namen je zaščititi interese malih vlagateljev, povečati njihovo zaupanje v kapitalske trge ter jim olajšati sprejetje naložbenih odločitev, ki ustrezajo njihovim potrebam (EK, 2023b). Strategija vsebuje predloge sprememb zakonodaje EU, ki se med drugim nanašajo na:

- Uvedbo dodatnih zahtev glede oglaševanja finančnih produktov in glede odgovornosti investicijskih podjetij za oglaševanje v njihovem imenu¹⁵, uvedbo zahtev za

¹⁴ Slovenija je ena izmed samo štirih držav članic EU (še Nizozemska, Švedska in Danska), v katerih je več kot četrtina državljanov dosegla visoke rezultate na področju finančne pismenosti (Eurobarometer 2023).

¹⁵ Npr. tudi s strani finančnih vplivnežev.

vođenje evidenc v zvezi z oglaševalsko komunikacijo in praksami investicijskih podjetij ter ureditev zagotavljanja nepristranskih nasvetov z omejitvijo spodbud¹⁶ in zahtevami po večji preglednosti.

- Zmanjšanje upravnih bremen na podlagi uvedbe sorazmernosti zaščite vlagateljev. Vlagatelji z ustreznimi izkušnjami in znanjem se tako lahko na lastno željo odpovedo določenim pravicam iz okvira za zaščito vlagateljev.
- Uvedbo novih zahtev za finančne svetovalce, ki naj bi zagotavljale njihovo ustrezno znanje in usposobljenost. Uveljavitev vseevropske oznake za finančne svetovalce ni bila sprejeta zaradi vprašljive uporabnosti in previsokih stroškov uvedbe (EK, Action 8).
- Zaščito malih vlagateljev pred previsokimi stroški in izboljšanje možnosti nalaganja finančnih sredstev v donosne naložbe (EK, 2023b).

Predlogi EK morajo prek EP in Sveta EU še skozi celoten zakonodajni postopek EU.

Ukrep 9: *Razvoj kazalnikov za spremljanje ustreznosti pokojnin v državah članicah EU. Razvoj najboljših praks za vzpostavitev nacionalnih sistemov sledenja pokojnin. Analiza praks samodejnega vključevanja v pokojninske sheme in morebitna analiza drugih praks za spodbujanje vključevanja v pokojninske načrte (EK, 2020a).*

Namen ukrepa: Zagotovitev celovitejšega vpogleda držav članic EU v ustreznost njihovih pokojninskih sistemov ter spodbuda k obravnavi pomanjkljivosti in izmenjavi najboljših praks. Zagotavljanje vpogleda državljanom EU v prihodnje pokojninske prihodke s pomočjo sistemov za sledenje pokojninam. Spodbujanje ljudi, naj državne pokojnine dopolnijo z vseživljenjskim varčevanjem in naložbami, kar jim bo omogočilo prejemanje dodatnih prihodkov po upokojitvi, omogočeno pa bo tudi financiranje dolgoročne rasti gospodarstva ter zelenega in digitalnega prehoda EU (EK, 2020a).

Izvedene aktivnosti: Evropski organ za zavarovanja in poklicne pokojnine (EIOPA) je na poziv EK decembra 2021 objavil tehnične nasvete za vzpostavitev nadzornih pokojninskih platform ter za razvoj sistemov za sledenje pokojnin. Novembra 2021 je EK objavila poročilo o najboljših praksah in delovanju mehanizmov samodejnega vpisa v pokojninsko varčevanje, na podlagi katerega je posameznik avtomatsko vključen v varčevanje, razen če se temu odpove. Marca 2022 pa je začela veljati uredba EU (2019/1238) o vseevropskem osebnem pokojninskem produktu (PEPP¹⁷). PEPP predstavlja novo vseevropsko možnost prostovoljnega varčevanja za upokojeve, ki dopolnjuje nacionalne pokojninske sisteme (EK, Action 9).

2.3 Združitev nacionalnih kapitalskih trgov v resnično enotni trg

Ukrep 10: *Uvedba skupnega, standardiziranega vseevropskega sistema za oprostitve davčnega odtegljaja pri viru (EK, 2020a).*

Namen ukrepa: Zmanjšanje stroškov za čezmejne vlagatelje, preprečitev davčnih goljufij (EK, 2020a) ter lažje in privlačnejše čezmejno vlaganje znotraj EU in vlaganje iz tretjih držav v EU (EK, Action 10).

Izvedene aktivnosti: Junija 2023 je EK objavila predlog direktive o hitrejši in varnejši oprostitvi presežnih davčnih odtegljajev. Namen direktive je olajšati in pohitriti postopke

¹⁶ Gre za spodbude, ki jih proizvajalci naložbenih produktov plačajo distributerjem in lahko povzročijo nasprotje interesov, ki negativno vpliva na kakovost in objektivnost finančnih svetovalcev.

¹⁷ Pan-European Personal Pension Product

za vračilo presežnih davčnih odtegljajev vlagatelju ter z izboljšanjem standardov poročanja in postopka vračila zmanjšati davčne goljufije. Drugi predlagani ukrepi, ki bi za vlagatelje, finančne posrednike in nacionalne davčne urade predstavljali izboljšavo, poenotenje in pohitritev teh postopkov, se nanašajo na uvedbo:

- enotnega EU digitalnega certifikata o davčnem rezidentstvu,
- dveh dodatnih postopkov (vračilo pri viru in hitro vračilo), ki dopolnjujeta obstoječ standardni postopek vračila, ter
- standardiziranega poročanja, ki bo davčnim uradom omogočilo preverjanje upravičenosti zahtevkov in zaznavo morebitnih zlorab (EK, Action 10).

Problematika davčnih odtegljajev se v tem kontekstu nanaša na primere, ko mora vlagatelj, ki je rezident ene države članice EU, plačati davek na obresti ali dividende, ki jih je pridobil v drugi državi članici EU. Z namenom izogibanja dvojnemu obdavčenju imajo mnoge države članice EU podpisane sporazume, ki čezmejnemu vlagatelju omogočajo, da vloži zahtevek za povračilo preveč plačanega davka v drugi državi članici EU. Težava je v tem, da so postopki vračila pogosto dolgotrajni, dragi in zahtevni, kar povzroča nejevoljo pri vlagateljih in zavira čezmejno vlaganje znotraj EU. Trenutno so ti postopki zelo različni med državami članicami EU, saj imajo vlagatelji nekaj več kot 450 različnih obrazcev, ki so pogosto na voljo samo v nacionalnih jezikih (EK, 2023č).

Predlog direktive bo zdaj predmet pogajanj s Svetom EU in EP. Ko oziroma če bo potrjen, bodo nova pravila glede na predlog EK začela veljati januarja 2027 (EK, 2023č).

Ukrep 11: *Poenotenje nebančnega insolvenčnega prava na ravni EU in proučitev možnosti za izboljšanje sporočanja podatkov v zvezi z izterjavo posojil (EK, 2020a).*

Namen ukrepa: Večja predvidljivost rezultatov postopkov v povezavi s čezmejnimi primeri insolventnosti. Redno ocenjevanje učinkovitosti nacionalnih ureditev za izterjavo posojil z namenom njihovega izboljšanja (EK, 2020a).

Izvedene aktivnosti: Decembra 2022 je EK objavila predlog direktive o harmonizaciji nebančnega insolvenčnega prava na treh ključnih področjih: 1) zagotavljanje čim večje vrednosti izterjave iz likvidiranega premoženja, 2) učinkovitost insolvenčnih postopkov ter 3) predvidljiva in poštena razdelitev izterjane vrednosti med upniki (EK, Action 11). Končna vsebina direktive je predmet pogajanj med Svetom EU, EP in EK.

Glede izboljšanja poročanja podatkov v zvezi z izterjavo posojil je EK avgusta 2021 objavila oceno možnih ukrepov, v kateri zaključuje, da bo EK skupaj z ECB in Evropskim bančnim organom (v nadaljevanju: EBA) raziskala možnosti, kako bi lahko poročanje izboljšali s povečanjem prilagodljivosti in širšim geografskim pokritjem podatkov, ki jih že pridobiva EBA, v kombinaciji s podatki iz poročevalskega okvira AnaCredit¹⁸. Z navezavo na AnaCredit bi se izognili dodatnemu poročanju bank, saj so banke evrskega območja k tovrstnemu poročanju že zavezane (EK, 2021a).

Ukrep 12: *Proučitev možnosti za 1) uvedbo opredelitve „delničarja“ na ravni EU ter 2) pojasnitev in uskladitev pravil na ravni EU, ki urejajo interakcije med vlagatelji, posredniki in izdajatelji, na primer glede glasovanja, organizacije skupščin delničarjev ter*

¹⁸ AnaCredit (Analytical Credit Datasets oziroma analitični podatki o kreditih) predstavlja zbirko podatkov o posameznih bančnih posojilih v evrskem območju, ki jo je ECB zagnala leta 2011 skupaj s centralnimi bankami evrskega območja in z nekaterimi iz držav zunaj evrskega območja (ECB 2015).

izmenjave informacij med izdajatelji in vlagatelji. 3) Proučitev morebitnih nacionalnih ovir za uporabo novih digitalnih tehnologij na tem področju (EK, 2020a).

Namen ukrepa: Olajšanje čezmejnega sodelovanja ter glasovanja vlagateljev in izboljšanje učinkovitosti korporacijskih dejanj (EK, 2020a).

Izvedene aktivnosti: Leta 2017 je bila sprejeta direktiva EU 2017/828 glede spodbujanja dolgoročnega sodelovanja delničarjev. Direktivo so morale države članice EU prenesti v nacionalno zakonodajo do junija 2019 oziroma do septembra 2020 v primeru določenih členov (Direktiva (EU) 2017/828). V okviru ocene prenosa direktive v nacionalno zakonodajo držav članic EU naj bi EK v tretjem četrtletju 2023 proučila možnosti glede izvedbe ukrepov iz točke 1) in 2) (EK, Action 12). Do julija 2024 EK te ocene še ni izvedla.

V zvezi s točko 3) je EK 2022 objavila poročilo z oceno morebitnih nacionalnih ovir za uporabo novih digitalnih tehnologij na področju interakcij med vlagatelji, posredniki in izdajatelji (EK, Action 12). V poročilu EK zaključuje, da v nacionalnih zakonodajah ni zaznati specifičnih ovir za uporabo novih digitalnih tehnologij¹⁹ za komunikacijo in prenos informacij med izdajatelji in delničarji, za prepoznavo delničarjev s strani izdajateljev ter za sodelovanje in glasovanje na skupščinah delničarjev. Obstajajo pa določeni praktični in operativni izzivi (npr. poenotenje pravil in definicij), ki lahko posredno zavirajo uporabo teh tehnologij (EK, 2022).

Ukrep 13: *Razmislek o spremembi pravil za izboljšanje čezmejnega opravljanja storitev poravnave v EU (EK, 2020a).*

Namen ukrepa: Razvoj bolj povezanega posttrgovalnega okolja v EU z uporabo čezmejnega potnega lista centralnih depotnih družb (v nadaljevanju: CDD) ter lažje upravljanje storitve čezmejne poravnave s strani CDD. Okrepitev konkurence med ponudniki storitev poravnave ter posledično znižanje stroškov, ki jih imajo vlagatelji in podjetja pri čezmejnih poslih, ter okrepitev čezmejnih naložb (EK, 2020a).

Izvedene aktivnosti: Januarja 2024 je začela veljati uredba EU (2023/2845) o spremembi uredbe EU 909/2014 o izboljšanju ureditve poravnave vrednostnih papirjev in o CDD. Uredba je sprejeta predvsem z namenom zmanjšanja stroškov skladnosti in regulatornih bremen za CDD ter se dotika sprememb na področjih discipline pri poravnavi, opravljanju pomožnih bančnih storitev, potnih listov, sodelovanja in delovanja nadzornih organov ter vpogleda v aktivnosti CDD iz tretjih držav (Svet EU, 2023a).

Ukrep 14: *Vzpostavitev učinkovitega in celovitega sistema stalnih informacij po trgovanju za lastniške in lastniškim podobne finančne instrumente (EK, 2020a).*

Namen ukrepa: Zagotovitev konsolidiranih podatkov o cenah in količini vrednostnih papirjev, s katerimi se trguje v EU, izboljšanje preglednosti cen in konkurence med mesti trgovanja (EK, 2020a).

Izvedene aktivnosti: Marca 2024 so začele veljati spremembe uredbe EU 600/2014 (MiFIR) in direktive EU 65/2014 (MiFID) o trgih finančnih instrumentov. Z ureditvijo sistema stalnih informacij, kjer bodo na enem mestu zbrani podatki o cenah in količinah finančnih instrumentov iz trgovalnih mest v vseh državah članicah EU ter harmonizacijo

¹⁹ Kot nove tehnologije se v tem kontekstu razume tehnologijo razpršene evidence, tehnologijo veriženja podatkovnih blokov in katerekoli druge informacijsko-komunikacijske tehnologije za zagotavljanje komunikacije, elektronske udeležbe in glasovanja.

pravil glede objave podatkov o transakcijah, predlogi sprememb predvidevajo razne izboljšave na področju preglednosti, kar bo vlagateljem omogočilo, da bodo lažje in bolj učinkovito sprejemali odločitve glede delovanja na evropskih trgih (Svet EU, 2024).

Ukrep 15: *Okrepitev okvira za zaščito in spodbujanje naložb v EU (EK, 2020a).*

Namen ukrepa: Spodbujanje čezmejnih naložb znotraj EU z izboljšanjem, posodobitvijo in poenotenjem pravil, ki prispevajo k zaščiti čezmejnih naložb pred državnimi ukrepi ter dodatno olajšanje čezmejnih naložb z izboljšanimi mehanizmi za reševanje sporov na državni ravni in ravni EU (EK, 2020a).

Izvedene aktivnosti: Junija 2022 je EK organizirala forum o zaščiti in spodbujanju naložb na enotnem trgu. Namen foruma je bil prepoznati pomembna področja, ki vplivajo na naložbe, raziskati, kako zagotoviti učinkovito rabo obstoječih orodij in ukrepov za zaščito naložb na podlagi veljavnih pravil in odločitev sodišč, ter predstaviti nacionalne in EU ukrepe za spodbujanje čezmejnih naložb (EK, Action 15).

EK je sicer na podlagi poročanja vlagateljev prepoznala, da težave pri čezmejnih naložbah znotraj EU²⁰ niso sistematične in ne zahtevajo sprejetja novih specifičnih pravnih ukrepov na ravni EU (EK, Action 15).

Ukrep 16: *Okrepitev enotnega pravilnika za kapitalske trge z oceno potrebe po nadaljnjem poenotenju pravil EU in spremljanje napredka pri poenotenju nadzora, vključno s predlogi ukrepov za boljše usklajevanje nadzora ali neposredni nadzor s strani evropskih nadzornih organov (EK, 2020a).*

Namen ukrepa: Zagotovitev enakih konkurenčnih pogojev za vse udeležence na trgu s pomočjo povezanega, celostnega in usklajenega nadzora. Zagotovitev orodij, znanja, spretnosti in pooblastil nacionalnih in evropskih nadzornikov za nadzor kompleksnih verig in struktur skupin ter za preiskovanje morebitnih primerov goljufij ali zlorab, še posebej v zvezi s podjetji, ki kotirajo na borzi. Okrepitev enotnega pravilnika kapitalskih trgov, ki bi se uporabljal neposredno po vsej EU, ter vzpostavitev sodelovanja med nacionalnimi organi in Evropskim organom za vrednostne papirje in trge (v nadaljevanju: ESMA) z namenom, da se pri nacionalnem nadzoru upošteva tudi evropska razsežnost trga (EK, 2020a).

Izvedene aktivnosti: Maja 2022 je EK objavila poročilo o delovanju evropskih nadzornih organov, katerega cilj je bil oceniti morebitno potrebo po nadaljnjem poenotenju pravil in nadzora v EU ter določiti, kako izboljšati enotna pravila za kapitalske trge (EK Action 16). EK je v poročilu zaključila, da sta ustroj in delovanje evropskega sistema finančnega nadzora ustrezna in praviloma dobro delujoča. EK je tudi ugotovila, da je določena področja mogoče izboljšati brez sprememb zakonodaje. Zato bo v sodelovanju z evropskimi nadzornimi organi, državami članicami EU, EP in drugimi deležniki proučila možnosti, ki bi še nadalje spodbujale poenotenje in doslednost nadzora (EK, 2022a).

²⁰ Npr. pomanjkanje jasnosti in razlike v primerih uveljavljanja pravice do odškodnine ob razlastitvah v ukrepih, ki vplivajo na vrednost obstoječih naložb, in zapleti pri uveljavljanju pravic.

2.4 Uspešnost izvedenih aktivnosti pri vzpostavljanju UKT

Kljub številnim sprejetim zakonodajnim ukrepom za vzpostavitev UKT je na podlagi kazalnikov napredka, ki jih spremlja AFME, razvidno, da do želenih učinkov še ni prišlo.

Na podlagi kazalnika triletnega povprečja (2021–23) je v primerjavi z letom 2018 razvidno, da se je dostop nefinančnih institucij do tržnega financiranja v tem obdobju celo poslabšal. Zmanjšala se je količina posojil, ki se je spremenila v instrumente kapitalskih trgov (npr. listinjenje), malenkostno se je poslabšala čezmejna povezanost evropskih trgov.

Višina finančnih sredstev gospodinjstev v instrumentih kapitalskih trgov v tem primerjalnem obdobju ostaja enaka.

Kljub temu pa je na določenih segmentih zaznati izboljšanje. Nekoliko se je izboljšala dostopnost do tveganega kapitala, povečalo se je število produktov ELTIF ter izdaja obveznic ESG. Malenkostno sta se izboljšali tudi primernost evropskega okolja za financiranje finteh rešitev in svetovna konkurenčnost evropskih kapitalskih trgov.

Slika 10: **Pregled napredka pri vzpostavljanju UKT**

	2018	Povprečje 2021-2023	Trend
1. Dostop do kapitala			
1.1 Tržno financiranje nefinančnih institucij	12,8 %	10,7 %	↓
1.2 Dostopnost zagonih podjetij do tveganega kapitala	2,4 %	4,7 %	↑
2. Viri investicijskega kapitala			
2.1 Tržne naložbe gospodinjstev	98 %	98 %	↔
2.2 Število ELTIF v EU	10	62	↑
3. Prehod na tajnostne finance in digitalizacijo			
3.1 Izdaja obveznic ESG	3,6 %	14,1 %	↑
3.2 Primernost nacionalnih okolij za financiranje finteh (od 0 do 1)	0,15	0,17	↑
4. Učinkovitost kapitalskega trga in integracije			
4.1 Prenos posojil (listinjenje in prenos portfeljev)	3,2 %	1,9 %	↓
4.2 Čezmejne transakcije znotraj EU (od 0 do 1)	0,21	0,2	↓
4.3 Konkurenčnost in privlačnost kapitalskih trgov EU (od 0 do 1)	0,14	0,18	↑

Vir: AMFE, 2023

Opombe:

1.1: Izdaja lastniških in obvezniških instrumentov v odstotku celotnega letnega financiranja nefinančnih institucij.

1.2: Financiranje prek tveganega kapitala v odstotku celotnega financiranja za MSP.

2.1: Finančna sredstva gospodinjstev v finančnih instrumentih (brez gotovine, depozitov in lastniškega kapitala, ki ne kotira na borzi) v odstotku BDP.

3.1: V odstotku od celotne izdaje obveznic.

4.1: V odstotku vseh nezapadlih posojil bank.

UKT predstavlja priložnost za EU, da zadrži in okrepi svojo konkurenčnost, finančno stabilnost in ekonomsko moč v gospodarsko vse bolj razdrobljenem svetu. UKT bi omogočila poenotenje možnosti za zbiranje kapitala znotraj EU ter olajšala zbiranje finančnih sredstev, še posebej zasebnih. S tem bi lahko financirala ambiciozne strateške cilje digitalnega in zelenega prehoda. Izboljšale bi se možnosti za financiranje, nastanek in rast evropskih podjetij, ki bi tako lahko konkurirala svetovnim tehnološkim velikanom²¹. Prebivalci EU pa bi lahko lažje plemenitili svoje prihranke za čas, ko jih bomo potrebovali, kar je še posebej pomembno v luči starajočega se evropskega prebivalstva in vzdržnosti javnih pokojninskih sistemov.

Čeprav je bil akcijski načrt vzpostavitve UKT sprejet že leta 2020, je iz pregleda izvedenih aktivnosti, ki jih spremlja EK, mednarodnih primerjav in različnih ekonomskih kazalnikov razvidno, da je v začetku 2024 UKT še daleč od uresničitve. Četudi je EK predlagala in sprejela že številne ukrepe, pa ti bodisi niso dovolj ambiciozni za vzpostavitev resnično enotnega kapitalskega trga EU bodisi za to potrebujejo čas. Glede določenih predlogov EK niti še ni jasno, če oziroma s kakšno vsebino bodo obravnavani v EP in Svetu EU ter kakšen bo prenos pravil na državni ravni. Še posebej počasen je napredek na področjih oprostitve davčnega odtegljaja in čezmejnih postopkov insolventnosti, saj pogajanja o končni obliki novih pravil še potekajo. Ker EK ni predlagala pomembnejših ukrepov za izboljšavo pri spodbujanju listinjenja in vzpostavitvi enotnega vseevropskega finančnega nadzora, se prav tako zdi, da je ta na teh področjih premalo ambiciozna.

Projekt vzpostavitve UKT je kompleksen in velikopotezen ter zahteva sodelovanje in zavzetost evropskih politikov in tržnih udeležencev v celotni EU ter določen čas za spremembo navad in aktivnosti. Na vzpostavljanje UKT bi pozitivno vplivalo dokončanje bančne unije v EU²², saj banke med drugim izvajajo administrativne in svetovalne storitve, ki so potrebne za učinkovito delovanje kapitalskih trgov. Zato bi bolj povezan bančni sistem pozitivno vplival na nemoteno delovanje kapitalskih trgov in njihovo večjo povezanost. Bolj povezani kapitalski trgi na drugi strani bi spodbujali čezmejne bančne aktivnosti. Uresničitev UKT bi spodbudila tudi vzpostavitev fiskalne unije z možnostjo izdajanja evropskih obveznic, ki bi oblikovale in spodbujale aktivnost na evropskih kapitalskih trgih ter nadaljnje poenotenje zakonodaje²³ in nadzora nad kapitalskimi trgi, ki bi ga izvajala ESMA po vzoru bančne unije²⁴. Z enotnim nadzorom bi lahko poskrbeli za okrepitev stabilnosti in zaupanja v finančne trge, s poenotenjem nadzorniške prakse pa za dodatno finančno povezanost kapitalskih trgov EU. Primerna ozaveščenost evropskih državljanov in podjetij predstavlja prvi korak za koriščenje možnosti, ki jih ponujajo kapitalski trgi. Zato ključen del UKT predstavlja finančno opismenjevanje, katerega temelje je EK že predstavila. Prav tako je smiselno, da države članice EU vzpostavijo spodbudno davčno okolje, vsaj za pokojninske (varčevalne) finančne instrumente.

EU ima tako še precej prostora za izboljšavo koriščenja pozitivnih učinkov, ki bi jih prinesla UKT. Zaradi drugačne družbene in finančne ureditve ter večjega pomena in

²¹ Npr. Facebook, Amazon, Apple, Netflix, Google itd.

²² Še vedno ni vzpostavljen tretji steber bančne unije – evropski sistem jamstva za vloge.

²³ T. i. single rulebook.

²⁴ Christine Lagarde v govoru »A Kantian shift for the capital markets union« in Fabio Panetta v prispevku na blogu ECB.

prisotnosti javnih finančnih sredstev v EU²⁵ sicer težko pričakujemo, da bodo evropski kapitalski trgi, z izjemo izdaj obveznic ESG, v kratkem roku dosegli zrelost kapitalskega trga ZDA. Pred naslednjim zakonodajnim okvirom EU (2024–2029) se vrstijo pozivi evroskupine²⁶ in ECB²⁷ po pospešitvi aktivnosti na tem področju, a bo do vidnih rezultatov treba verjetno še nekaj časa počakati.

²⁵ Npr. javni pokojninski sistemi.

²⁶ Izjava evroskupine z dne 11. marec 2024: »Statement of the Eurogroup in inclusive format on the future of Capital Markets Union«

²⁷ Izjava ECB z dne 7. marec 2024 »Statement by the ECB Governing Council on advancing the Capital Markets Union«.

Kratice

AFME	Association for Financial Markets in Europe (Združenje za evropske finančne trge)
BDP	Bruto domači proizvod
BS	Banka Slovenije
CDD	Centralna depotna družba
CRD	Capital requirements directive (Direktiva o kapitalskih zahtevah)
CRR	Capital requirements regulation (Uredba o kapitalskih zahtevah)
EBA	European Banking Authority (Evropski bančni organ)
ECB	Evropska centralna banka
EIOPA	European Insurance and Occupational Pensions Authority (Evropski organ za zavarovanja in poklicne pokojnine)
ELTIF	European Long-Term Investment Fund (Evropski dolgoročni investicijski skladi)
EMN	Enotni mehanizem nadzora
EMU	Evropska monetarna unija, evroobmočje
ESCB	Evropski sistem centralnih bank
ESMA	European Securities and Markets Authority (Evropski organ za vrednostne papirje in trge)
ESRB	European Systemic Risk Board (Evropski odbor za sistemska tveganja)
EU	Evropska unija
MDS	Mednarodni denarni sklad
MiFIR	Markets in Financial Instruments Regulation (Uredba o trgih finančnih instrumentov)
MiFID	Markets in Financial Instruments Directive (Direktiva o trgih finančnih instrumentov)
MSP	Mala in srednje velika podjetja
OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development (Organizacija za gospodarsko sodelovanje in razvoj)
PEPP	Pan-European Personal Pension Product (Vseevropski osebni pokojninski produkt)
UKT	Unija kapitalskih trgov
ZDA	Združene države Amerike

Evropska komisija, Capital markets union 2020 action plan. Pridobljeno 13. oktobra 2023 s: https://finance.ec.europa.eu/capital-markets-union-and-financial-markets/capital-markets-union/capital-markets-union-2020-action-plan_sl

Unija kapitalskih trgov – Consilium. Pridobljeno 29. januarja 2024 s: <https://www.consilium.europa.eu/sl/policies/capital-markets-union/>

Evropska komisija, Action 1 – Making companies more visible to cross-border investors. Pridobljeno 25. 1. 2024 s: https://finance.ec.europa.eu/capital-markets-union-and-financial-markets/capital-markets-union/capital-markets-union-2020-action-plan/action-1-making-companies-more-visible-cross-border-investors_en

Evropska komisija (2023a), What is the capital markets union? Pridobljeno 16. oktobra 2023 s: [https://finance.ec.europa.eu/capital-markets-union-and-financial-markets/capital-markets-union/capital-markets-union_en#:~:text=The%20capital%20markets%20union%20\(CMU,of%20where%20they%20are%20located.&text=Own%20your%20future.,Invest%20in%20you!](https://finance.ec.europa.eu/capital-markets-union-and-financial-markets/capital-markets-union/capital-markets-union_en#:~:text=The%20capital%20markets%20union%20(CMU,of%20where%20they%20are%20located.&text=Own%20your%20future.,Invest%20in%20you!)

Evropska komisija (2020, 24. september), Q&A on the Capital Markets Union Action Plan. Pridobljeno 16. oktobra 2023 s: https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/qanda_20_1676

Evropska komisija (2020a, 24. september). Unija kapitalskih trgov za ljudi in podjetja – nov akcijski načrt. Pridobljeno 20. oktobra 2023 s: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/SL/TXT/HTML/?uri=CELEX:52020DC0590>

Mednarodni denarni sklad (2023, 15. junij), IMF Background Note on CMU for Eurogroup.

Svet EU, Sporočilo za javnost (2023, 14. junij). Unija kapitalskih trgov: dogovor Sveta o pogajalskem mandatu glede akta o kotiranju – Consilium. Pridobljeno 20. oktobra 2023 s: <https://www.consilium.europa.eu/sl/press/press-releases/2023/06/14/capital-markets-union-council-agrees-its-negotiating-mandate-on-the-listing-act/>

Evropska komisija, Action 4 – Encouraging more long-term and equity financing from institutional investors. Pridobljeno 29. januarja 2024 s: https://finance.ec.europa.eu/capital-markets-union-and-financial-markets/capital-markets-union/capital-markets-union-2020-action-plan/action-4-encouraging-more-long-term-and-equity-financing-institutional-investors_en

Evropski svet (2023, 14. december). Solvency II and IRRD: Council and Parliament agree on new rules for the insurance sector – Consilium (europa.eu). Pridobljeno 28. decembra 2023 s: <https://www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2023/12/14/solvency-ii-and-irrd-council-and-parliament-agree-on-new-rules-for-the-insurance-sector/>

Evropska komisija, Consultation Strategy (2021b, 12. marec). Call for feedback to stakeholders on the feasibility assessment for a potential EU referral scheme. Pridobljeno 24. oktobra 2023 s: https://finance.ec.europa.eu/publications/call-feedback-stakeholders-feasibility-assessment-potential-eu-referral-scheme_en

Evropska komisija, Action 5 – Directing SMEs to alternative providers of funding. Pridobljeno 29. januarja 2024 s: https://finance.ec.europa.eu/capital-markets-union-and-financial-markets/capital-markets-union/capital-markets-union-2020-action-plan/action-5-directing-smes-alternative-providers-funding_en

Evropska komisija, 2021c – EU securitisation framework. Pridobljeno 24. oktobra 2023 s: https://finance.ec.europa.eu/regulation-and-supervision/consultations/2021-eu-securitisation-framework_en

Evropska komisija, Action 6 – Helping banks to lend more to the real economy. Pridobljeno 29. januarja 2024 s: https://finance.ec.europa.eu/capital-markets-union-and-financial-markets/capital-markets-union/capital-markets-union-2020-action-plan/action-6-helping-banks-lend-more-real-economy_en

Evropska komisija, Action 7 – Empowering citizens through financial literacy. Pridobljeno 24. oktobra 2023 s: https://finance.ec.europa.eu/capital-markets-union-and-financial-markets/capital-markets-union/capital-markets-union-2020-action-plan/action-7-empowering-citizens-through-financial-literacy_en

Evropska komisija in OECD (2022, 11. januar). Pojasnjevalna opomba k skupnemu okviru eu/oecd-infe za finančno usposobljenost odraslih.

Evropska komisija in OECD (2023, 27. september). Financial competence framework for children and youth in the European Union.

Evropska komisija, Eurobarometer (2023, julij). Pridobljeno 13. novembra 2023 s: https://europa.eu/eurobarometer/surveys/detail/2953?utm_source=European%20Banking%20Federation%20newsletters%20and%20updates&utm_campaign=6a4f7f1536-EMAIL_CAMPAIGN_2018_01_17_COPY_01&utm_medium=email&utm_term=0_088668d33b-6a4f7f1536-80203232&mc_cid=6a4f7f1536&mc_eid=422ceab51e

Evropska komisija, Action 8: Building retail investors' trust in capital markets. Pridobljeno 24. oktobra 2023 s: https://finance.ec.europa.eu/capital-markets-union-and-financial-markets/capital-markets-union/capital-markets-union-2020-action-plan/action-8-building-retail-investors-trust-capital-markets_en

Evropska komisija (2023b, 24. maj). Questions and answers on the Retail Investment Package. Pridobljeno 25. oktobra 2023 s: https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/qanda_23_2869

Evropska komisija, Action 9 – Supporting people in their retirement. Pridobljeno 26. januarja 2024 s: https://finance.ec.europa.eu/capital-markets-union-and-financial-markets/capital-markets-union/capital-markets-union-2020-action-plan/action-9-supporting-people-their-retirement_en

Evropska komisija, Action 10 – Alleviating the tax associated burden in cross-border investment. Pridobljeno 26. januarja 2024 s: https://finance.ec.europa.eu/capital-markets-union-and-financial-markets/capital-markets-union/capital-markets-union-2020-action-plan/action-10-alleviating-tax-associated-burden-cross-border-investment_en

Evropska komisija, Action 11 – Making the outcome of cross-border investment more predictable as regards insolvency proceedings. Pridobljeno 26. januarja 2024 s: https://finance.ec.europa.eu/capital-markets-union-and-financial-markets/capital-markets-union/capital-markets-union-2020-action-plan/action-11-making-outcome-cross-border-investment-more-predictable-regards-insolvency-proceedings_en

Evropska komisija, Feasibility Assessment (2021a, 2. avgust). Pridobljeno 27. oktobra 2023 s: https://finance.ec.europa.eu/system/files/2021-08/210802-national-loan-enforcement-feasibility-assessment_en.pdf

Evropska centralna banka, Kaj je AnaCredit? (2015, 11. november, posodobljeno 2020, 20. november). Pridobljeno 27. oktobra 2023 s: <https://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/explainers/tell-me-more/html/anacredit.sl.html>

DIREKTIVA (EU) 2017/828 EVROPSKEGA PARLAMENTA IN SVETA (2017, 17. maj) o spremembi Direktive 2007/36/ES glede spodbujanja dolgoročnega sodelovanja delničarjev

Evropska komisija, Action 12: Facilitating shareholder engagement. Pridobljeno 26. januarja 2024 s: https://finance.ec.europa.eu/capital-markets-union-and-financial-markets/capital-markets-union/capital-markets-union-2020-action-plan/action-12-facilitating-shareholder-engagement_en

Evropska komisija, Commission staff working document (2022, 21. december) On possible national regulatory barriers to the use of new digital technologies in the interaction between investors, intermediaries and issuers (Action 12 of 2020 Capital Markets Union Action Plan).

Svet EU (2023a, 27. november). Svet sprejel uredbo o centralnih depozitnih družbah. Pridobljeno 30. novembra 2023 s: <https://www.consilium.europa.eu/sl/press/press-releases/2023/11/27/council-adopts-regulation-on-central-securities-depositories/>

Evropska komisija (2023c, 30. junij). Commission welcomes political agreement on the review of the Markets in Financial Instruments Regulation. Pridobljeno 2. novembra 2023 s: <https://www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2024/02/20/mifir-and-mifid-ii-council-adopts-new-rules-to-strengthen-market-data-transparency/>

Svet EU (2024, 20. februar). MiFIR and MiFID II: Council adopts new rules to strengthen market data transparency. Pridobljeno 6. maja 2024 s: https://taxation-customs.ec.europa.eu/news/better-withholding-tax-procedures-will-boost-cross-border-investment-and-help-fight-tax-abuse-2023-06-19_en

Evropska komisija, Action 15: Investment protection and facilitation. Pridobljeno 26. januarja 2024 s: https://finance.ec.europa.eu/capital-markets-union-and-financial-markets/capital-markets-union/capital-markets-union-2020-action-plan/action-15-investment-protection-and-facilitation_en

Evropska komisija, Action 16 – Supervision. Pridobljeno 26. januarja 2024 s: https://finance.ec.europa.eu/capital-markets-union-and-financial-markets/capital-markets-union/capital-markets-union-2020-action-plan/action-16-supervision_en

Evropska komisija, Report from the Commission to the European Parliament and the Council (2022a, 23. maj) On the operation of the European Supervisory Authorities (ESAs).

Vitor Constâncio, podpredsednik ECB, govor, London (2016, 21. marec). Capital Markets Union and the European monetary and financial framework. Pridobljeno 13. novembra 2023 s: https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2016/html/sp160321_1.en.html

PWC, Capital Markets Union: Integration of Capital Markets in the European Union (2015, september).

Evropsko računsko sodišče, Posebno poročilo: Unija kapitalskih trgov: počasen začetek izvajanja pobude z ambicioznim ciljem (2020)

AFME, Capital Markets Union: Key Performance Indicators – Sixth Edition (2023, november)

Bruegel, Policy Contribution Issue n°13/21 (2021, junij). Europe should not neglect its capital markets union

Fabio Panetta, član Izvršilnega odbora ECB, The ECB blog (2023, 30. avgust). Europe needs to think bigger to build its capital markets union. Pridobljeno 13. novembra 2023 s: <https://www.ecb.europa.eu/press/blog/date/2023/html/ecb.blog230830~cfe3be0960.en.html#:~:text=With%20rising%20geopolitical%20tensions%20and,to%20shocks%20and%20invest%20strategically.>

Eurofi, Marc Truchet (2023, april). Capital Markets Union: progress made and future step.

Christine Lagarde, predsednica ECB, govor, Evropski bančni kongres, Frankfurt (2023, 17. november). A Kantian shift for the capital markets union. Pridobljeno 22. novembra 2023 s: <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2023/html/ecb.sp231117~88389f194b.en.html>