

# Globalni nadzor tržišta kapitala i utjecaj na Republiku Hrvatsku

---

**Klarić Kukuz, Ana**

**Master's thesis / Specijalistički diplomski stručni**

**2017**

*Degree Grantor / Ustanova koja je dodijelila akademski / stručni stupanj:* **University of Split, Faculty of economics Split / Sveučilište u Splitu, Ekonomski fakultet**

*Permanent link / Trajna poveznica:* <https://um.nsk.hr/um:nbn:hr:124:289672>

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

*Download date / Datum preuzimanja:* **2024-12-01**

*Repository / Repozitorij:*

[REFST - Repository of Economics faculty in Split](#)



**EKONOMSKI FAKULTET**



**ZAVRŠNI RAD**

**GLOBALNI NADZOR TRŽIŠTA KAPITALA I  
UTJECAJ NA REPUBLIKU HRVATSKU**

**Mentor; Roberto Ercegovic, prof.dr.sc**

**Student; Ana Klarić Kukuz  
5140978**

**Split, kolovoz 2017.**

# SADRŽAJ

1. UVOD .....	3
2. TRŽIŠTE KAPITALA I NJEGOVA STRUKTURA .....	4
2.1. Financijski sustav i financijska tržišta .....	4
2.2. Tržište kapitala .....	5
2.2.1. Primarno tržište .....	6
2.2.2. Sekundarno tržište .....	7
2.3. Sudionici i instrumenti na tržištu kapitala .....	10
3. NADZOR TRŽIŠTA KAPITALA; POVIJESNI PREGLED I ANALIZA RAZVOJA..	14
4. UZROCI RADIKALIZACIJE NADZORNOG MEHANIZMA NAKON POSLJEDNJE FINANCIJSKE KRIZE.....	16
4.1. Financijska kriza.....	16
4.2. Čimbenici financijskih kriza.....	17
4.3. Posljednja financijska kriza .....	19
4.3.1 Kriza u Hrvatskoj .....	21
4.4. Monetarna politika i krize.....	21
5. ESMA.....	25
5.1 Ciljevi ESMA-e .....	25
5.2. Aktivnosti i struktura ESMA-e.....	27
5.3. ESMA-ine organizacijske značajke.....	28
5.4. Zaštita potrošača na financijskom tržištu .....	29
6. EMIR.....	31
7. MIFID.....	33
7.1. Nastanak i ciljevi donošenja MiFID -a.....	33
7.2. Primjena i sadržaj MiFID-a .....	34
7.3. Zadaci MiFID-a .....	35
8. MIFIR.....	37
9. DIREKTIVA O NADZORU ZLOUPOTREBE TRŽIŠTA (MAD).....	39
9.1. Manipulacija tržištem .....	39
10. NADZOR GLOBALNOG TRŽIŠTA UKLJUČUJUĆI SAD .....	42
11. POLOŽAJ TRŽIŠTA KAPITALA U RH I UTJECAJ NOVIH NADZORNIH MJERA.....	46
11.1. Povijesni pregled regulatornih mjera i kritički stavovi .....	47
11.2. Novi zakon o tržištu kapitala.....	49
11.3. Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga ( HANFA).....	51
11.3.1. Ovlasti HANFE .....	52

11.4. Središnje klirinško depozitarno društvo – SKDD .....	53
11.4.1. Usluge SKDD-a.....	53
12. ZAKLJUČAK .....	56
13. SAŽETAK.....	57
SUMMARY .....	57
LITERATURA.....	58

## 1. UVOD

Od davnina gospodarsku aktivnost pratile su novčane transakcije. Kako se razvijalo gospodarstvo razvijalo se i poslovanje na tržištima s novcem. Suvremene financije karakteriziraju izrazito razvijena financijska tržišta među kojima posebno mjesto pripada *tržištu kapitala*. Razvoj financija i financijskih poslova nužno je zahtijevalo obrazovanje kadrova koji će obavljati što bolje te poslove. Još uvijek se o našem gospodarstvu može u određenoj mjeri govoriti kao o tranzicijskom gospodarstvu u kojem su financije, financijska tržišta i tržište kapitala svojevrsna novina prema kojoj postoji mnoštvo predrasuda izazvanih velikim dijelom nerazumijevanje suštine financijskih odnosa na tržištu kapitala.

Cilj ovog rada je detaljno opisati tržište kapitala pa sam s obzirom na to podijelila rad kako bi što bolje to i učinila. U prvom dijelu rada opisat ću tržište kapitala, njegovu strukturu, sudionike kao i njegove instrumente. Navest ću i krize koje su se dogodile kroz povijest i koje su pogodile istoimeno tržište.

U drugom dijelu opisat ću regulative koje je donijela Europska unija vezano za samo tržište kapitala a to su; ESMA, EMIR, MiFID te MiFIR. Objasnit ćemo svaku zasebno te navesti za svaku najvažnije čimbenike, ciljeve te zadatke koje moraju ostvariti.

U trećem dijelu objasnit ćemo sve o zloupotrebi tržišta, odnosno o takozvanoj manipulaciji koja je prisutna kako na ovom tako i na svim tržištima. Također ću opisat sve o nadzoru tržišta kapitala uključujući i ono u Sjedinjenim Američkim Državama. Na samom kraju posvetit ću se položaju tržišta kapitala u RH te utjecaju novih nadzornih mjera.

## 2. TRŽIŠTE KAPITALA I NJEGOVA STRUKTURA

### 2.1. Financijski sustav i financijska tržišta

Financijski sustav jedna je od temeljnih sastavnica ekonomskog sustava zemlje. Označava sustav zemlje determiniran stupnjem razvijenosti ekonomskog i političkog sustava, kao i karakterom vlasništva i drugih faktora. Financijski sustav možemo definirati kao ukupnost nositelja ponude i potražnje financijskih instrumenata, što zajedno s pravnim normama i regulacijom stvara pretpostavke za trgovanjem novcem i financijskim instrumentima. Financijski sustav, podsustav ekonomskog sustava, treba omogućiti rast i razvoj ekonomije, a funkcije financijskog sustava ostvaruju se preko financijskih tržišta. Efikasan financijski sustav podrazumijeva takvo funkcioniranje sustava kod kojeg je suma svih od plasiranja sredstava, plaćanja i trgovine maksimalna. Suvremeni financijski sustavi javljaju se u dva oblika; bankocentrični financijski sustav<sup>1</sup> u kojem dominiraju banke i tržišno orijentirani sustavi<sup>2</sup> s visoko razvijenim tržištem kapitala. Elemente financijskog sustava čine financijska tržišta, instrumenti, institucije te regulacija financijskih tržišta.

Financijska tržišta su strukture kojima protječu sredstava. Glavna funkcija i bitna ekonomska uloga financijskih tržišta je preusmjeravanje sredstava od ljudi koji imaju višak, odnosno od onih koji su uštedjeli novčane viškove trošeći manje od dohotka do onih kojima nedostaju novčana sredstva jer žele ili moraju trošiti više od dohotka. Na pitanje zašto je preusmjeravanje sredstava od štediša prema potrošačima toliko važno za gospodarstvo odgovor je da ljudi koji štede najčešće nisu poduzetnici odnosno ljudi koji znaju za raspoložive profitabilne prigode za ulaganja. Bez financijskih tržišta veoma je teško prenijeti sredstva od osobe koja ne vidi prigode za ulaganja do osobe koja vidi. Obje su zatočene u statusu „quo“ i objema je lošije nego kada tržišta djeluju. Stoga su financijska tržišta ključna za napredak ekonomske efikasnosti. Čineći to, financijska tržišta doprinose većoj proizvodnji i efikasnosti u cjelokupnom gospodarstvu. Također izravno promiču blagostanje potrošača, jer im omogućavaju bolje vremensko planiranje i raspored kupnji. Mladim ljudima omogućavaju kupnju onog što im je potrebno i što si mogu priuštiti, čime preskaču čekanje kad bi štedili cjelokupan iznos koji trebaju platiti. Djelotvorna financijska tržišta povećavaju ekonomsko blagostanje svih članova zajednice.<sup>3</sup>

---

<sup>1</sup> Srednje-europski model ili germanski model

<sup>2</sup> Anglosaksonsko-skandinavski model

<sup>3</sup> Mishkin, F.S.; Eakins, S.G. "Financijska tržišta i institucije" 2005. str. 15-17.

Financijska tržišta također predstavljaju prostor na kojem se nude i traže financijska sredstva, te na kojemu se, ovisno o ponudi i potražnji za tim sredstvima, formira njihova cijena. Uloga im je alokacija financijskih sredstava. U širem smislu obuhvaćaju javni sektor, privatni sektor, stanovništvo i inozemstvo. Financijska tržišta su mehanizam putem kojeg se obavlja prijenos financijskih sredstava od financijski suficitarnih jedinica do financijski deficitarnih jedinica.

Financijska tržišta dijele se na;

- ✓ Novčano tržište
  - ✓ Bilateralno-kratkoročni krediti
  - ✓ Multilateralno-kratkoročni vrijednosni papiri
  
- ✓ Tržište kapitala
  - ✓ Tržište dugoročnih kredita
  - ✓ Tržište dugoročnih vrijednosnih papira

## **2.2. Tržište kapitala**

Tržište kapitala je tržište na kojem se trguje instrumentima dugoročnog duga, roka dospijeca godinu dana ili duže, kao i instrumentima vlasničkih udjela. Instrumentima tržišta novca trguje se više nego dugoročnim vrijednosnicama, pa su ti instrumenti likvidniji, odnosno kratkoročne vrijednosnice bilježe manje promjene cijena nego dugoročne vrijednosnice što ih čini sigurnijima za ulaganja. U užem smislu tržište kapitala je tržište dugoročnih vrijednosnih papira dok je u najužem smislu sekundarno tržište dugoročnih vrijednosnih papira.

„ U najopćenitijem smislu, ono čini mnoštvo sveza između raznih subjekata u procesu spajanja ponude i potražnje štednje (kapitala), prvenstveno radi financiranja proizvodnih ulaganja, prilikom kojih se oblikuju cijene za ustupljena sredstva na rok (kamate) ili na trajno (dividende). Tržište kapitala, uz pomoć niza instrumenata „usisava“ raspačanu štednju i „upumpava“ je u gospodarski život, raspoređujući je istovremeno između raznih proizvodnih činitelja i gospodarskih sektora“.<sup>4</sup> Kao što smo već spomenuli u tržište kapitala spada tržište dugoročnih

---

<sup>4</sup> Prohaska, Z. „Upravljanje vrijednosnim papirima“, Infoinvest, Zagreb, 1994 . str 8.

kredita kao i tržište dugoročnih vrijednosnih papira. Tržište dugoročnih vrijednosnih papira ili *open market* dijeli se na primarno i sekundarno tržište, dok se samo sekundarno tržište dijeli na burze i OTC tržišta.

Pet funkcija tržišta kapitala:

- Tržišta kapitala je mobilizacijska funkcija.
- Transfer kapitala od štediša ka investitorima pri čemu se alokacija kapitala provodi u skladu s relativnim stopama prinosa.
- Signalna funkcija.
- Funkcija poboljšanja kreditnog rejtinga poduzeća i održavanje likvidnosti poduzeća.
- Omogućavanje razvitka rasta „mladih“ poduzeća koja ne mogu koristiti klasične izvore financiranja.

### **2.2.1. Primarno tržište**

*Primarno tržište* je financijsko tržište na kojem poduzeća ili državne jedinice, koja posuđuju sredstva od prvih kupaca, prodaju nove emisije vrijednosnica, poput obveznica i dionica. Primarna tržišta vrijednosnica javnosti nisu dovoljno poznata jer se prodaja vrijednosnica prvim kupcima često odvija iza zatvorenih vrata. Primarna tržišta su tržišta na kojima korisnici sredstava (npr. korporacije) prikupljaju sredstva putem novih emisija financijskih instrumenta, poput dionica i obveznica. Korisnici sredstava raspolažu novim projektima ili proširenim proizvodnim potrebama, no nemaju dovoljno sredstava koja sami stvaraju (npr. zadržana dobit) da bi podržali te potrebe. Stoga isti sredstava izdaju vrijednosne papire na vanjskim primarnim tržištima da bi dobili dodatna sredstva.<sup>5</sup>

Odobranje kredita korporacijama, kućanstvima, potrošačima, državi i financijskim institucijama također spada u transakcije primarnog tržišta. Posebno značenje na primarnom tržištu imaju informacije o bonitetu emitenta vrijednosnica te o rejtingu samog poduzeća. Izdavanjem vrijednosnih papira na primarnom tržištu uz pomoć investicijske banke, korisnik sredstava smanjuje rizik i troškove samostalnog stvaranja tržišta. Umjesto javne

---

<sup>5</sup> Mishkin, F.S.; Eakins, S.G., op.cit., str. 19.



ponude, prodaja na primarnom tržištu može imati oblik privatnog plasmana. Uz pomoć privatnog plasmana izdavača vrijednosnih papira pokušava pronaći institucionalnog kupca kao što je mirovinski fond, ili skupinu kupaca radi kupovine cijele emisije.<sup>6</sup> Privatni plasman vrijednosnih papira tradicionalno je među najmanje likvidnim vrijednosnim papirima koji žele ili mogu kupiti i zadržati samo najveće financijske institucije ili institucionalni ulagači. Financijski instrumenti primarnog tržišta obuhvaćaju emisiju dionica tvrtki koje su prvotno bile javne (dopuštaju da se njihovim dionicama po prvi put javno trguje na tržištu dionica). Takva prva javna izdavanja zovu se inicijalne javne ponude (IPO).

### **2.2.2. Sekundarno tržište**

*Sekundarno tržište* je financijsko tržište na kojem se prethodno izdani vrijednosni papiri mogu preprodati.<sup>7</sup> Njima se trguje odnosno ponovno ih se kupuje i ponovno prodaje na sekundarnim tržištima. Kupci vrijednosnih papira na sekundarnom tržištu su ekonomski subjekti<sup>8</sup> s viškom sredstava, a prodavatelji financijskih instrumenata su ekonomski subjekti kojima trebaju sredstva.<sup>9</sup>

Kada individualni investitor kupi vrijednosni papir na sekundarnom tržištu, osoba koja je prodala papir zauzvrat dobiva novac, no poduzeće koje je izdalo vrijednosnicu ne dolazi do novih sredstava. Izdavači vrijednosnih papira nisu izravno uključeni u prijenos sredstava ili instrumenata na sekundarnom tržištu. Izdavač dobiva informacije o trenutačnoj tržišnoj vrijednosti svojih financijskih instrumenata, a time i vrijednosti korporacije praćenjem cijena po kojima se na sekundarnom tržištu trguje njezinim financijskim instrumentima. Korporacija dolazi do novih sredstava samo kada se njezini vrijednosni papiri po prvi put prodaju na primarnom tržištu. Sekundarna tržišta imaju dvije važne funkcije. Prvo, olakšavaju prodaju financijskih instrumenata radi dolaženja do novca, odnosno zbog njih su financijski instrumenti likvidniji.

Na sekundarnim tržištima se omogućuje unovčenje ranijih ulaganja, tj. likvidnost investitora uz relativno stabilne izvore financiranja za emitenta. Osiguranje likvidnosti je osnovna funkcija sekundarnog tržišta bez kojeg bi funkcioniranje primarnog tržišta bilo dovedeno u pitanje. Zbog

---

<sup>6</sup> Saunders, A., Millon Cornett, A. "Financijska tržišta i institucije" 2006., str.3-4

<sup>7</sup> Mishkin, F.S.; Eakins, S.G., op.cit., str 18.

<sup>8</sup> Potrošači, poduzetnici i vlada

<sup>9</sup> Saunders, A., Millon Cornett, A., op.cit., str. 5

nelikvidnosti i veće neizvjesnosti u slučaju da svoja potraživanja ne mogu unovčiti na sekundarnom tržištu, investitori bi bili neskloni ulaganju sredstava u ovakve vrijednosnice, što bi se uveliko odrazilo na obujam primarnog tržišta. Kretanja na sekundarnom tržištu najvažniji su pokazatelji za korporacije koje izdaju vrijednosne papire. Ta kretanja i informacije o cijenama omogućavaju izdavačima ocjenu uspješnosti korištenja sredstava nastalih iz financijskih instrumenata koje su već izdali te daje informacije o potencijalnoj uspješnosti ponuda duga ili dionica koje će slijediti u prikupljanju dodatnog novca.

**Burze** su visokoorganizirano i specijalizirano tržište gdje se prema strogo utvrđenim pravilima trguje raznim robama i uslugama na kojima trguju samo specijalni trgovci odnosno brokeri. Porijeklo naziva burza još nije točno utvrđeno. Jedna od pretpostavki je da je nazvana po "*Bourse de Paris*", francuskoj nacionalnoj veletržnici dionica. Drugi smatraju da je dobila ime miješanjem prezimena trgovačke obitelji van de Beurse (koja je u 16. stoljeću živjela u belgijskom gradu Bruggeu) sa latinskim pojmom *Bursa*. Prva burza osnovana je 1531. godine u Antverpenu. Burzu možemo shvatiti kao pojednostavljeno tržište, ona spaja kupca i prodavatelja robe ili usluge u ostvarenju njihovih ciljeva. Glavni cilj burze jest povećanje transparentnosti tržišta, veća efikasnost, manji troškovi te veća zaštita od manipuliranja tijekom trgovanja. Postoji više podjela burzi. Članovi burze su brokerske kuće i ovlaštene banke. Prijem u članstvo burze vrši se na osnovi zahtjeva i dokumentacije propisane aktima burze. Burza je dužna primiti u članstvo brokersku kuću, odnosno ovlaštenu banku ako ispunjavaju uslove za stjecanje svojstva člana burze utvrđene njenim statutom.

Burza ne smije povrijediti princip ravnopravnosti svojih. Svaki član posebno je dužan:

- pridržavati se akata burze,
- savjesno obavljati poslove na burzi,
- ne zloupotrebjavati informacije koje nisu dostupne svim sudionicima na burzi,
- o prispjelom nalogu klijenta ili o osobnom nalogu odmah obavijestiti burzu,
- izvršenje naloga odložiti do isteka roka koji burza propisuje svojim pravilima poslovanja,
- pismeno obavještavati burzu o svakoj promjeni svojih ovlaštenja, prava, obaveza i odgovornosti u pravnom prometu, a posebice o promjenama koje se odnose na uvjete na osnovu kojih je stekao članstvo na burzi,

- plaćati članarinu, proviziju od zaključenih poslova trgovine i druge naknade utvrđene cjenikom burze.

Predmet trgovanja na burzi mora biti tipiziran i standardiziran kako bi bio lako zamjenjiv, a trgovina njime jednostavna, brza i efikasna. Isto omogućava odsustvo predmeta trgovanja sa mjesta na kojem se trguje. Trgovina se odvija po posebnim pravilima burze, obično potvrđenim od strane državne vlasti. Na burzi se samo zaključuju poslovi, dok se isporuke i plaćanja odvijaju van burze. Pravila trgovanja na burzi izrasla su iz običajnog trgovačkog prava i nastajala su zajedno sa postupnim nastankom burze tijekom razvoja tržišta i tržišnih odnosa.

Ova pravila imaju dvostruku funkciju:

- osigurati standardizaciju predmeta trgovine i samih pravila trgovanja i
- pružiti zaštitu sudionicima u trgovanju.

Podjela prema objektu kojim se na burzi trguje:

- Burze vrijednosnih papira (trgovanje dionicama, obveznicama i ostalim vrijednosnim papirima)
- Robne burze (trgovanje gotovim proizvodima)
- Novčane burze (trgovanje stranim/međunarodnim valutama)

Glavni cilj burze jest

- povećanje transparentnosti tržišta,
- veća efikasnost,
- manji troškovi
- povećana zaštita od manipuliranja tijekom trgovanja

**OTC** (krat. od engl. over-the-counter market, njem. OTC market, Freiverkehr) ili OTC-tržište; izvanburzovna prodaja dionica na sekundarnom tržištu vrijednosnih papira. OTC tržište ne uključuju fiksno mjesto trgovanja i u pravilu podrazumijevaju labaviju organizaciju, informacijsku strukturu i pravila trgovanja. Tržište kapitala stalno je podložno utjecajima novih informatičkih i telekomunikacijskih dostignuća. Burza je prisiljena prilagođavati se s tim novim promjenama. Primjerice NYSE specijalisti naloge više ne vode u papirnim knjigama već u elektronskim knjigama (electric book), a jedan broj naloga izvršava se automatski (DOT

sustav na NYSE). Na taj način sve više briše granica između OTC tržišta i burze pri čemu budućnost ide u korist OTC tržišta. OTC tržište silovito je napredovalo zahvaljujući tome što omogućuje pristup širem krugu investitora, omogućava veću konkurentnost i bolji uvid u sve vrijednosnice kojima se trguje. Sve potrebne informacije se mogu pročitati s ekrana pritiskom na tipku. Kompjuterski sustav OTC-a može procesuirati oko 450 milijuna dionica dnevno, s tim da ima rezervni sustav tako da ne može zatajiti.<sup>10</sup>

Sustav kontinuirano na ekranima računala iskazuje kupovne i ponudbene cijene. Na zahtjev komitenta broker ili dealer telefonski kontaktira s drugim dealerom koji kupuje ili prodaje vrijednosnicu koja je predmet trgovanja. Posao se zaključuje telefonom ili telefaksom, bez fizičkog susreta sudionika. Promjene cijene unose se uračunalo i automatski se uspostavljaju nove kupovne (bid) i prodajne (ask) cijene i kotacije. Dealeri su povezani u grupe koje trguju određenim izabranim vrijednosnicama. Ovo se tržište ponekad naziva i treće tržište<sup>11</sup>

### **2.3. Sudionici i instrumenti na tržištu kapitala**

Na tržištu kapitala sučeljava se veliki broj sudionika koji formiraju ponudu i potražnju, a mogu se razvrstati u četiri skupine: investitori i vlasnici kapitala, poduzetnici i korisnici kapitala, financijski posrednici na tržištu kapitala te država.

Primarni izdavatelji vrijednosnica na tržištu kapitala su savezne vlade, lokalne vlasti i korporacije. Savezna vlada izdaje dugoročne obveznice da bi financirali investicijske projekte, kao što su izgradnja škola i zatvora. Vlade nikad ne izdaju dionice jer ne mogu prodati prava vlasništva. Korporacije izdaju i obveznice i dionice. Jedna od najtežih odluka s kojima se suočava neko poduzeće jest treba li financirati svoj rast zaduživanjem ili emisijom kapitala. Raspored kapitala tvrtke između duga i temeljnog kapitala je njena struktura kapitala. Korporacije mogu ući na tržišta kapitala jer nemaju dovoljno kapitala da financiraju svoje prilike za ulaganje. Kao alternativu tvrtke mogu odabrati ulazak na tržište kapitala jer žele sačuvati svoj kapital za podmirenje neočekivanih potreba. U oba slučaja dostupnost efikasnim tržištima kapitala ključna je za kontinuirano zdravlje poslovnog sektora. Najveći kupci vrijednosnica tržišta kapitala su kućanstva. Često pojedinci i kućanstva polažu sredstva u

---

<sup>10</sup> Foley, B.J. „Tržišta kapitala“, 1998., str 38.

<sup>11</sup> Leko, V., Poslovno bankarstvo, pomoćni materijali za izučavanje, 2008., str.59.

financijske institucije, kao što su investicijski i mirovinski fondovi, koji koriste sredstva za kupnju instrumenata tržišta kapitala kao što su obveznice i dionice.<sup>12</sup> Vrijednosnice tržišta kapitala dijele se u tri kategorije: *obveznice, dionice i hipoteke*.

**Obveznice** su dugoročne obveze koje izdaju korporacije i vladine jedinice. Obveznice su jedna vrsta zajma, prilikom uzimanja zajma zajmoprimac izdaje potvrdu na temelju koje investitor ostvaruje pravo na kamate prema unaprijed određenoj kamatnoj stopi, i obvezuje se do određenog roka u budućnosti vratiti i glavnicu iskazanu, u nominalnim ili realnim terminima. Ono prema čemu se prikupljanje novca obveznicama razlikuje od drugih vrsta zajmova je to što su one prenosive. Banka obično vodi normalan zajam usvojim knjigama sve dok se ne otplati, pa stoga postoji trajna veza između zajmoprimca i zajmodavca (banke). S druge strane, prvi kupac obveznice (investitor) ne mora stalno čuvati je do dospijeca. Može je prodati drugoj osobi ili instituciji uz pretpostavku da postoji prikladno sekundarno tržište.<sup>13</sup> Obveznice su vrijednosnice koje predstavljaju dug izdavatelja ulagaču. Obveznice obvezuju izdavatelja da plati određeni iznos na određeni datum, uglavnom sa periodičnom isplatom kamata. Tržište obveznica se dijeli na tržište vladinih i korporacijskih obveznica. Tržište vladinih obveznica dijeli se na tržište državnih, municipalnih i tržište obveznica raznih državnih agencija.

Državne obveznice predstavljaju najsigurnije ulaganje, s obzirom da je malo vjerojatno da će država bankrotirati. Ujedno je kamatna stopa na državne obveznice najmanja i predstavlja pokazatelj i početnu kamatnu stopu na sve ostale obveznice. Američka vlada emitira obveznice na točno određene rokove i na točno određene datume tijekom godine. Tako postoje u slučaju SAD-a obveznice na rok od dvije godine, a izdaju se mjesečno, zatim obveznice na rok od pet godina koje se izdaju kvartalno i obveznice na rok od 10 godina, koje se također izdaju kvartalno. Do 2002. godine američka je vlada izdavala i obveznice na rok od 30 godina (polugodišnje), no ukinula je navedenu emisiju kako bi smanjila dugoročne kamate stope (ako nema tih obveznica, tada će potražnja za obveznicama na rok od 5 ili 10 godina porasti, čime raste tržišna cijena, a smanjuje se kamatna stopa).

Municipalne obveznice ili obveznice lokalnih vlasti su vrijednosnice koje izdaju lokalne – općinske, županijske i državne vlasti. Municipalne obveznice su dug lokalnih jedinica vlasti i one nose nešto više kamatne stope od državnih, jer predstavljaju rizičnije ulaganje. U Americi, svi nivoi lokalnih jedinica vlasti koriste isključivo municipalne obveznice za financiranje svojih

---

<sup>12</sup> Mishkin, F.S.; Eakins, S.G., op.cit., str. 242.

<sup>13</sup> Foley, B.J., op.cit., str. 38.

projekata. Korporacijske obveznice emitiraju se na rokove od 10 do 30 godina, a kamatne stope uglavnom su fiksne, sa polugodišnjom isplatom. Postoje dvije vrste municipalnih obveznica: opće obveznice i prihodne obveznice. Opće obveznice nemaju neka određena sredstva kao osiguranje, niti je neki izvor prihoda određen za njihovu otplatu. Umjesto toga, njih podupire dobra volja i bonitet izdavatelja. To znači da izdavatelj obećava da će iskoristiti svaki mogući izvor da bi otplatio obveznicu kako je obećano.

**Dionica** je vlasnički vrijednosni papir odnosno idealan udio u vlasništvu kompanije izdavatelja istog. Koliki udio predstavlja, ovisi o ukupnom broju izdanih dionica. Dvije su glavne vrste dionica – *redovne i povlaštene*. Razlikuju se prema pravima koja vlasnik stječe njihovom kupovinom. Dioničar posjeduje postotak udjela u poduzeću, u skladu sa postotkom držanih dionica. To vlasništvo je različito od vlasništva obveznice koja ne daje nikakav udio u vlasništvu već potvrđuje da je vlasnik kreditor poduzeća. Premda sve korporacije izdaju obične dionice, mnoge ne nude povlaštene. Oba tipa dionica nude investitorima dvodijelnu stopu povrata. Prvi dio je kapitalna dobit ako se tijekom vremena cijena dionice poveća, a drugi dio je periodična (obično tromjesečno) isplata dividende dioničaru. Često ulagači ostvare prinos iz oba izvora. Dividende povlaštenih dionica obično su unaprijed određene po fiksnoj stopi, dok dividende običnih dionica variraju tijekom vremena i stoga su nesigurnije.<sup>14</sup> Povrati su manje sigurni budući da se dividende mogu lako promijeniti, a nitko ne jamči povećanje cijena dionica. Unatoč rizicima, moguće je zaraditi mnogo novca ulaganjem u dionice, dok je to vrlo malo vjerojatno kada se ulaže u obveznice. Dionice su riskantnije od obveznica, budući da dioničari imaju niži prioritet od vlasnika obveznica kada je poduzeće u neprilikama. Vlasništvo dionica daje dioničarima prava rezidualnih vjerovnika. Dioničari imaju prava na sva sredstva i zaradu preostalu nakon što su namireni ostali vjerovnici. Ako ništa ne preostane, ništa i ne dobiju. Kao što smo naveli postoje dvije vrste dionica, *preferencijalne i obične* (ili redovite). Udjel običnih dionica u poduzeću predstavlja vlasnički udjel u tom poduzeću. Obični dioničari glasuju, primaju dividende i nadaju se da će cijena njihovih dionica porasti. Postoje različiti razredi običnih dionica. Obično ih se obilježava kao tip A, tip B i tako dalje. Nažalost tip ne predstavlja standardizirano značenje koje bi vrijedilo u svim tvrtkama. Razlike među tipovima uglavnom uključuju ili distribuciju dividendi ili glasačka prava. Važno je da ulagač u dionice zna točno koja prava idu uz udjel u dionice o kojemu razmišlja.

---

<sup>14</sup> Saunders, A., Millon Cornett, A., op.cit., str. 220.

**Preferencijalne dionice** oblik su temeljnog kapitala u pravnom i poreznom smislu. Međutim one se razlikuju od običnih dionica u nekoliko bitnih obilježja. Preferencijalni dioničari primaju fiksnu dividendu koja se nikad ne mijenja pa je preferencijalna dionica slična obveznici, kao što je slična i običnoj dionici. Cijena povlaštenih dionica relativno je stabilna. Povlašteni dioničari uglavnom ne glasuju, osim u slučaju kada poduzeće nije isplatilo obećanu dividendu. Povlašteni dioničari imaju takvo pravo na sredstva s prednošću pred običnim dioničarima, ali je i to pravo u redosljedu isplata pozicionirano tek nakon prava drugih vjerovnika, kao što su vlasnici obveznica. Manje od 25 % posto novih izdanja vlasničkih udjela su preferencijalne dionice, a samo oko 5 % sveukupnog kapitala sakupi se kroz povlaštene dionice. Razlog je možda što se preferencijalne dividende poduzeću ne odbijaju od poreza dok je to slučaj kod plaćanja kamata na obveznice. Prema tome, izdavanje povlaštenih dionica tvrtku uglavnom stoji više nego izdavanje duga, unatoč tome što povlaštene dionice imaju mnoge karakteristike obveznice.<sup>15</sup>

### **Derivatni instrumenti**

Derivatni instrumenti tržišta kapitala predstavljaju vrijednosne papira koji su izvedeni iz nekih drugih vrijednosnih papira. Može se reći da su rezultat poremećaj na tržištu kapitala, koji se investitori žele osigurati od nepoželjnih promjena kamatnih stopa i vrijednosnih papira, koji su predmet ugovaranja.

---

<sup>15</sup> Mishkin, F.S.; Eakins, S.G., op.cit., str. 260.

### 3. NADZOR TRŽIŠTA KAPITALA; POVIJESNI PREGLED I ANALIZA RAZVOJA

Od suvremeno organiziranog tržišta kapitala očekuje se ostvarenje velikog spektra ciljeva a neki od tih su :

- ✚ Pribavljanje potrebnog kapitala po tržišnim uvjetima,
- ✚ Ostvarivanje optimalne alokacije kapitala,
- ✚ Ostvarivanje najveće moguće kapitalizacije,
- ✚ Stvaranje takvih uvjeta i klime da se u funkcioniranju tržišta kapitala u najvećoj mogućoj mjeri zadovolje zahtjevi i zaštite interesi vlasnika i korisnika kapitala,
- ✚ Onemogućavanje bilo kojeg oblika monopola,
- ✚ Utvrđivanje stvarne i tržišne cijene kapitala, odnosno usklađivanje kamatnih stopa na tržištu kapitala.

Svako uređenje tržišta, kao i uspostavljanje institucionalne razine djelovanja, obiluje zakonima i regulativama. Poslovi na financijskom tržištu predstavljaju vrlo složene transakcije koje uključuju veći broj subjekata tako da nije dovoljno poznavanje samo jednog pravilnika ili zakona kojim se regulira samo dio aktivnosti. Jedan od najvažnijih zadataka suvremenog tržišta kapitala i ukupne regulative je zaštita i očuvanje interesa investitora, odnosno vlasnika kapitala.

Razvoj tržišta kapitala povezan je s zakonskim i regulatornim okvirom. Razlikujemo dva pristupa u oblikovanju regulatornog okvira: *od gore prema dolje* i *od dolje prema gore*. Kod pristupa od gore prema dolje vlada oblikuje zakonsku regulativu prije samog početka trgovanja, te razvoj tržišta kapitala počinje privlačenjem malog broja visokokvalitetnih vrijednosnih papira koji se nude javnim ponudama. Takvo tržište je likvidno te je broj dionica u stalnom porastu. Ovaj tip je karakterističan za tržišta na kojima nije bilo obveze uvrštavanja dionica uslijed procesa masovne privatizacije<sup>16</sup>, te za ona tržišta koja su oformljena znatno prije početka masovne privatizacije.<sup>17</sup> Drugi regulatorni okvir tržišta kapitala razvija se sa samim tržištem. Na češkom tržištu kapitala regulatorna institucija osnovana je pet godina nakon početka trgovanja. Takva situacija pogodovala je onim koji su propisivali obvezno uvrštavanje dionica na burzu uslijed provođenja masovne privatizacije. Posljedica spomenutog pristupa je veliki

---

<sup>16</sup> Slučaj mađarskog tržište kapitala

<sup>17</sup> Slučaj poljskog tržišta kapitala



broj dionica uvrštenih na minimalno regulirana tržišta kapitala. U takvom slučaju od tržišta se očekivao brz transfer vlasništva zbog čega je njihov razvoj bio spontan.

Učinkovita regulacija mora biti u skladu s ekonomskim rastom odnosno nema nepotrebnih prepreka ni za ulazak ni za izlazak s tržišta. Tržišta moraju biti otvorena širokom rasponu sudionika koji zadovoljavaju definirane ulazne kriterije. Regulacija se nije pojavila odmah s razvojem tržišta vrijednosnica, nego kasnije. U početku, tržište kapitala većinom je bilo temeljeno na privatnim dogovorima. Burza je obavljala mnoštvo različitih funkcija: postavljanje standardiziranih pravila za trgovinu vrijednosnicama, (primjerice povećanje cijena, vrijeme trgovanja, isporuku, način plaćanja i slično) razjašnjavanje svih postupaka trgovine, određivanje pravila trgovanja te obveza za sve strane kako bi se isporuka i plaćanje obavili na vrijeme.

Investitori na tržištu kapitala su u ranim 1930. doživjeli velike gubitke i postali su jako pesimistični. Zbog toga se 1933. godine posvećuje pažnja regulaciji kako bi se vratilo povjerenje i vratili investitori na tržište. Uvidjelo se da se regulacija treba kretati u tri smjera: poboljšanje upravljanja u tvrtkama, zaštita naivnih investitora te smanjenje regulacijskog jaza između javnih i privatnih tržišta.<sup>18</sup> Slom tržišta 1929. godine je važan faktor nastanka depresije 1930.-ih godina. Galbraith je smatrao da je tržište bilo precijenjeno. Kad su kupci i prodavatelji postali svjesni precijenjenosti, cijene na tržištu su počele padati. Pad cijena na tržištu je vodio do pada bogatstva investitora što je utjecalo na smanjenje potrošnje. Sve manja potrošnja dovela je do smanjenja potražnje koja je prouzročila da proizvođači smanje cijene, proizvodnju ali i radnu snagu. To je izazvalo daljnji pad na tržištu kapitala. Trebalo je tada prisiliti tvrtke da osiguraju točne informacije o njihovoj vrijednosti kako bi se smanjile pretjerane špekulacije na tržištu. Kroz povijest na tržištu kapitala dogodile su se mnoge krize koje su pogodila istoimena tržišta a o istome ćemo pisati u nastavku rada.

---

<sup>18</sup> Zingales L., "The Future of Securities Regulation," *Journal of Accounting Research* "2009.", str. 406.

## **4. UZROCI RADIKALIZACIJE NADZORNOG MEHANIZMA NAKON POSLJEDNJE FINACIJSKE KRIZE**

### **4.1. Financijska kriza**

Financijska kriza se definira kao najveći poremećaj na financijskom tržištu kojeg karakterizira oštar pad cijena imovine i neuspjesi mnogih financijskih i nefinancijskih tvrtki.<sup>19</sup> Financijske krize veliki su poremećaji u međunarodnim plaćanjima neke zemlje ili čitavog međunarodnog financijskog sustava. Tijekom posljednjih četrsto godina bilo je mnogo financijskih kriza. Investitorski optimizam se povećavao s ekspanzijom gospodarstva, povećavanjem stope rasta kredita i ubrzavanjem ekonomskog rasta. Povećanje ponude kredita i poletniji ekonomski izgledi često su vodili do ekonomskih bumova, pri čemu su investicijsko trošenje povećavalo u reakciji na optimističniju perspektivu i veću dostupnost kredita.

Financijske krize prvi su pokazatelji ekonomskih odnosno poslovnih ciklusa. Ekonomski ciklusi su jedno od obilježja kapitalizma, a počeli su se pojavljivati s uvođenjem suvremenog papirnog novca. Postoji nekoliko vrsta financijskih kriza: bankarska kriza, burzovna kriza, tečajna kriza, dužnička kriza. Ukoliko se jedna od ovih kriza ili više njih zajedno pojavi u snažnijem intenzitetu ona se širi u ostale dijelove financijskog i gospodarskog sustava dovodeći do gospodarske i socijalne krize.

Prema Hymanu Minskom financijska kriza se sastoji od slijedećih razvojnih stupnjeva:<sup>20</sup>

- ✓ Nastaju kao rezultat vanjskih šokova kao npr. rat, tehnološko dostignuće, promjena preferencija, ekonomsko-političke mjere i dr.
- ✓ Ako su rezultati šoka dovoljno veliki rezultirat će dobicima ili gubitcima. Ako su dobici veliki oni će predstavljat poticaj investiranju te se stvara faza boom-a;
- ✓ Boom se povećava rastom bankarski kredita(povećanje M1), što potječe i špekulacije;
- ✓ Špekulacije izazvane boom-om potiču potražnju za realnim dobrima, ali i za vrijednosnicama. Rast potražnje u kratkom roku potiče inflaciju. To u kratkom roku potiče investiranje zbog rasta cijena;
- ✓ Špekulacije se povećavaju povećanjem cijena, te se zahvaća sve širi krug stanovništva

---

<sup>19</sup> Mishkin, F.S.,op.cit., str. 206.

<sup>20</sup> Mishkin, F.S.,op.cit., str. 254.

privučeni visokim zaradama;

✓ Špekulacija se kreće od normalnog i racionalnog ponašanja ka iracionalnom i vodi euforiji i maniji. Time se cijene sve više udaljavaju od realnih. Širi krug publike ne razumijeva nastali proces i podliježe manipulacijama te se špekulacije prenose i na objekte manje vrijednosti;

✓ Pojedini špekulanti počinju prodavati svoju robu ili vrijednosnice, te počinje „juriš“ na likvidna sredstva tj. novac. Nastupa proces sloma cijena. Neki špekulanti ne mogu vratiti svoje kredite. Počinje bijeg od objekta špekulacije.

✓ Signal za otkrivanje krize može biti otkrivanje neke prijevare ili znatan pad cijene

## **4.2. Čimbenici financijskih kriza**

Da bismo razumjeli zašto se događaju bankarske i financijske krize te posebno kako dovode do kontrakcija ekonomske aktivnosti, moramo istražiti čimbenike koji ih uzrokuju.

Četiri su kategorije čimbenika koje mogu izazvati financijsku krizu:

### **1. Porast kamatnih stopa**

Pojedinci i tvrtke s rizičnijim investicijskim projektima su oni koji su spremni platiti više kamatne stope. Ako su kamatne stope dovoljno porasle zbog povećanja potražnje za kreditima ili zbog smanjenja ponude novca, tvrtke s niskim kreditnim rizikom će manje vjerovatno uzimati zajmove, dok će tvrtke s višim kreditnim rizikom i dalje htjeti uzeti zajam. Zbog rasta negativne selekcije zajmodavci neće više htjeti davati zajmove. Značajan pad pozajmljivanja vodit će značajnom padu investicija i ukupne ekonomske aktivnosti.

### **2. Povećanje nesigurnosti**

Dramatičan porast nesigurnosti na financijskim tržištima, do kojeg može doći zbog neuspjeha istaknutih financijskih i nefinancijskih institucija, recesije ili sloma tržišta dionica, otežava zajmodavcima odvajanje dobrih kredita od loših, pa su zajmodavci u nemogućnosti riješiti probleme negativne selekcije te su manje voljni davati zajmove što vodi padu kreditiranja, investiranja i ukupne ekonomske aktivnosti. Takva nemogućnost zajmodavaca da riješe problem negativne selekcije čini ih manje voljnima da daju zajmove, što vodi padu kreditiranja, investiranja i ukupne ekonomske aktivnosti.

### 3. Učinci tržišta imovine na bilance

Stanje bilance poduzeća ima važne implikacije na ozbiljnost problema asimetričnih informacija u financijskom sustavu. Oštar pad na tržištu dionica može biti faktor ozbiljnog pogoršanja bilance koje onda može povećati problem negativne selekcije i moralnog hazarda na financijskim tržištima i izazvati financijsku krizu. Slabljenje tržišta dionica znači da je neto vrijednost korporacije pala, jer cijene dionica određuju procjenu neto vrijednosti korporacije, a upravo ona ima zajmodavcu ulogu sličnu kolateralu. Pad neto vrijednosti koji nastaje kao rezultat slabljenja tržišta dionica čini zajmodavce manje voljnima davati zajmove zato što neto vrijednost tvrtke ima ulogu sličnu kolateralu. Kada kolateralu pada vrijednost, tada zajmodavcu pruža manju zaštitu, što znači da će gubici po zajmovima vjerojatno biti ozbiljniji. Budući da su sada zajmodavci slabije zaštićeni od posljedica negativne selekcije, smanjuju količinu zajmova, što uzrokuje pad investicija i ukupne proizvodnje. Smanjenje korporativne neto vrijednosti koje je rezultat slabljenja tržišta dionica povećava moralni hazard koje čini davanje zajma manje privlačnim, što je još jedan razlog zašto slabljenje tržišta, a time i smanjenje neto vrijednosti vodi smanjenju kreditiranja i ekonomske aktivnosti.

### 4. Problemi u bankarskom sektoru

Banke igraju glavnu ulogu na financijskim tržištima. Stanje bilanci banaka ima važan utjecaj na bankovne kredite. Ako banke pretrpe pogoršanje svojih bilanci raspolagat će s manjom količinom sredstava koja mogu pozajmiti i pozajmljivanje od strane banaka će se smanjiti. Ako je pogoršanje bilance banaka ozbiljno, banke će početi propadati, strah će se širiti od jedne do druge uzrokujući čak i propast onih koje su zdrave. Višestruke propasti banaka poznate su kao *bankarska panika* koja nastaje zbog asimetričnih informacija, odnosno, u panici, deponenti, strahujući za svoje depozite povlače ih iz banaka ne poznavajući kvalitetu portfelja banke, što u konačnici rezultira smanjenjem broja banaka. Smanjenje bankarskog pozajmljivanja tijekom financijske krize također smanjuje ponudu sredstava zajmoprimcima, što vodi višim kamatnim stopama. Rezultat je povećanje negativne selekcije i moralnog hazarda na kreditnim tržištima što proizvodi još jači pad pozajmljivanja koji smanjuje produktivna ulaganja.<sup>21</sup>

---

<sup>21</sup> Mishkin, F.S., op.cit., str. 178.

Ekonomski teoretičari i analitičari različito definiraju financijske krize i njene uzroke. Goldsmith promatra krizu kroz prizmu indikatora, definirajući je kao oštro, kratko i ultracikličko pogoršanje svih ili većine parametara, kamatnih stopa, cijene dionica, pad cijena dionica i nekretnina, deprecijacija tečaja što rezultira komercijalnom insolventnošću i stečajevima financijskih institucija. Financijske krize teško je predvidjeti. Šonje smatra da se rješenje nalazi u obnovi povjerenja i vjerodostojnosti tvoraca gospodarske politike. Mishkin nudi moguća rješenja za oporavak od financijske krize koje bi tvorci ekonomske politike trebali poduzeti. Kako razvijene i zemlje u razvoju nemaju jednake institucionalne okvire ni okruženje, on razlikuje metode za izlaz iz krize za razvijene zemlje i za zemlje u razvoju.

### **4.3. Posljednja financijska kriza**

Financijska kriza od 2007. godine označava krizu bankarstva i novčarstva, koja je počela u rano ljeto 2007. godine krizom tržišta nekretnina u Sjedinjenim američkim državama, (U SAD pod imenom "Subprime kriza" *Subprimecrisis*). Ova kriza se izražava u globalnim gubicima i stečajima tvrtki iz financijskog sektora, a od kraja 2008., i velikog broja stečaja u realnom gospodarstvu. Uzrok krize je uglavnom bio brzi pad cijena nekretnina u SAD-u koje su se nakon dugog razdoblja rasta cijena razvile u nereálnim razmjerima. Istodobno sve više i više dužnika nisu više u stanju podmiriti obaveze kredita: djelomično zbog rasta kamatne stope i dijelom zbog manjka prihoda. Obzirom na preprodaje kredita (securitizacija) bankama u cijelom svijetu, kriza se proširila u globalnu financijsku krizu. U početku su tim problemima bili pogođeni uglavnom subprime krediti koji su bili namijenjeni za kreditiranje osoba s niskim dohotkom i niskim bonitetom. Subprime kriza nije uzrok krize, nego je označila početak i prisilila je vlast SAD-a za preuzimanje kontrole na dvjema najvećim hipotekarnim bankama države.

Unatoč energičnim intervencijama države, u SAD-u, Japanu i Europi, tijekom 2008. kriza se proširila i zahvatila globalno financijsko tržište. Upozorenje o ozbiljnosti situacije došlo je s krahom Bear Stearnsa, pete najveće investicijske banke u SAD-u. Ona je u ožujku sanirana zajedničkom intervencijom Federalnih rezervi (u vidu jamstva na imovinu u iznosu od trideset milijardi dolara) i JPMorgan Chasea (koji je preuzima za dva dolara po dionici, nasuprot cijeni od šezdeset dolara nekoliko mjeseci ranije). U rujnu 2008. kriza poprima dramatične razmjere, dolazi do teške kreditne kontrakcije, pada vrijednosti na burzama diljem svijeta i kolapsa nekih od najvećih financijskih institucija. Poljuljano je povjerenje u kreditnu sposobnost partnera, dolazi do pada cijena vrijednosnica, a kamatne stope na međubankovne kredite i državne

vrijednosnice u rujnu i listopadu dosežu najviše razine u posljednjih nekoliko desetljeća. Daljnji pad povjerenja investitora, u kombinaciji sa sve lošijim rezultatima realnog sektora, vodio je u novu paničnu prodaju vrijednosnica diljem svijeta na kraju rujna i u listopadu. Na globalnoj razini, samo u prvih deset dana listopada, pad vrijednosti dionica iznosio je više od 10 000 milijardi dolara, a u 2008. zabilježen je ukupan pad od 40 %.

Krajem 2008. godine globalni financijski sustav našao se pred kolapsom i morao se spašavati daljnjim državnim intervencijama. Nastojeći ponovno pokrenuti financijski sustav, razvijene zemlje pružile su državna jamstva za štedne depozite i međubankovne posudbe, dokapitalizirale banke javnim fondovima i preuzimale rizične plasmane, odobrile fiskalne olakšice, utjecale na visinu kamatnih stopa te poduzele niz drugih mjera čija je vrijednost iznosila otprilike 4 000 milijardi dolara. Najveću opasnost i dalje predstavljaju kreditni derivati. Njihova je nominalna vrijednost 400 000 do 500 000 milijardi dolara, a zapravo nitko ne zna koliko je udio “toksične aktive” i koliko će još sredstava poreznih obveznika biti potrebno da se saniraju posljedice krize. Početne unilateralne mjere u nacionalnom financijskom sektoru sve se više zamjenjuju koordiniranim akcijama na globalnoj razini. Spriječen je kolaps svjetskog financijskog sustava, došlo je do stabilizacije situacije, ali je budućnost i dalje neizvjesna. Kako to u krizama obično biva, najvažniji “igrači” koji su (uz pomoć državnih osiguranja) preživjeli, novonastale će okolnosti znati itekako iskoristiti. Međutim, usprkos poduzetim mjerama, turbulencije unutar financijskog sustava proširile su se u druge sektore te se financijska kriza pretvorila u jednu od najgorih ekonomskih kriza u modernoj povijesti. Povlačenje kapitala i zaoštavanje kreditnih uvjeta globaliziranu je ekonomiju stajalo pada potrošnje, proizvodnje i opsega trgovine, uzrokujući rast nezaposlenosti s potencijalno opasnim posljedicama po socijalnu stabilnost velikog dijela nacionalnih država.

Nakon nekog vremena, na samom koncu 2008. godine dolazi do smanjenja industrijske proizvodnje i opsega trgovine, a takvi se trendovi u 2009. godini dodatno zaoštavaju. Razvijene zemlje suočene su s recesijom, a zemlje u razvoju s znatnim usporavanjem gospodarskog rasta. Nakon velikog pada vrijednosti dionica tijekom nastanka dot-com krize središnja američka banka je za stimulaciju američkog gospodarstva snizila kamatne stope na vrlo nisku razinu. S tim niskim kamatnim stopama počeo je ubrzani rast cijena nekretnina u SAD. Dodatno je djelovao i vanjskotrgovinski deficit u SAD koji je bio financiran novčanim sredstvima tržišta kapitala. Kina je značajne dijelove viška prihoda od izvoza ulagala u vrijednosnice Sjedinjenih Država, što je snizilo efektivnu godišnju kamatnu stopu državnih vrijednosnica.

Politika niskih kamatnih stopa provedena je također u velikom dijelu drugih industrijskih razvijenih zemalja.

#### **4.3.1 Kriza u Hrvatskoj**

Kriza nije zaobišla ni Hrvatsku, a poduzete mjere vlasti pokazale su se zakašnjelim i nedovoljnim da bi se izbjegla ozbiljna recesija. U listopadu 2008. podignut je iznos jamčenih depozita građana sa 100 000 na 400 000 kuna<sup>22</sup>, čime je osigurana stabilnost banaka i to se općenito smatra jednim od rijetkih uspješnih poteza Vlade od izbijanja krize. Vlada iznijela šest mjera koje su većinom imale karakter neobaveznih preporuka. Dok su zemlje srednje i jugoistočne Europe već provodile financijske programe pomoći gospodarstva vlada nije priznavala da smo suočeni s recesijom, da bi krajem mjeseca iste godine napokon izišla s paketom od deset antirecesijskih mjera. Uzroci krize u Hrvatskoj samo su djelomično rezultat globalnih poremećaja – strukturni su preduvjeti već postojali. To valja zahvaliti brojnim okolnostima. Uz tranziciju, ratna razaranja i kriminalno provedenu privatizaciju, pogrešno koncipirana ekonomska politika (usmjerena na stabilnost cijena i tečaja umjesto na razvoj) koja se u bitnome nije mijenjala od osamostaljenja, pa i ranije, pokazuje se kao glavni uzrok trenutačne situacije. Neodrživ koncept razvoja dodatno je opterećen ubrzanom rastom inozemnog duga i vanjskotrgovinskog deficita proteklih godina. Uz to, kreditna ekspanzija i priljev inozemnog kapitala u uvjetima niske inflacije mjerene indeksom potrošačkih cijena doveli su do napuhivanja “balona” na tržištu vrijednosnih papira i nekretnina. Stoga su naznake zastoja postojale i prije nego što su odjeci globalne krize stigli do nas u vidu pada izvozne potražnje, drastičnom smanjenju stranih ulaganja i otežanom inozemnom zaduživanju.

#### **4.4. Monetarna politika i krize**

Krizi je prethodilo dugo razdoblje relativno niskih realnih i nominalnih kamatnih stopa. Međutim treba i napomenuti da su kamatne stope od 80-ih godina u svijetu veće od stope rasta bruto domaćeg proizvoda, što je moglo pridonijeti izuzetno dinamičnim razvoju globalnih financijskih tržišta. Velika novčana štednja u velikom dijelu svijeta tražila je mogućnost isplativog ulaganja na financijskim tržištima i to je dovelo do (iz današnjeg kuta gledanja), podcjenjivanja rizika ulaganja povezanog s hipotekarnim kreditima.

---

<sup>22</sup> Od ulaska RH u EU ( 01.07.2013.)jamčeni depozit iznosi u protuvrijednosti 100.000,00 €

„U početku se jednostavno polazilo od pretpostavke da će velike financijske injekcije u kombinaciji s "naučenom lekcijom" same po sebi uspostaviti ambijent dostatan da djelovanje tržišta pokrene oporavak, u posljednje vrijeme sve više prevladava uvjerenje kako te injekcije moraju biti praćene snažnim intervencijama ekonomske politike.“<sup>23</sup>

Monetarna politika predstavlja sastavni dio opće ekonomske politike kojom se regulira ponuda i potražnja za novcem u skladu sa stvarnim potrebama privrednog života. Njen osnovni zadatak je permanentno snabdijevanje privrednog prometa takvom količinom novca koja neće izazvati nikakve poremećaje ili koja će u tom trenutku onemogućiti izbijanje i razvijanje negativnih procesa, bilo kao rezultat nedovoljne ili pretjerano velike količine novca. Monetarnom politikom, mogu se dakle podsticati pozitivne i suzbijati negativne tendencije u gospodarstvu što je izravno stavlja u funkciju stabilizacijske politike.

Kao osnovni ciljevi monetarne politike smatraju se puna zaposlenost, uravnotežena bilanca plaćanja te stabilnost općeg nivoa cijena. Upravo je ostvarenje posljednjeg cilja jedan od preduvjeta financijske stabilnosti. Brojna istraživanja financijskih kriza pokazala su važnost stabilnog nivoa cijena u prevenciji financijskih poremećaja. Naime, zemlje koje su kroz povijest imale visoku inflaciju najčešće su svoje dugovne ugovore denominirale u stranoj valuti što je financijski sustav činilo fragilnijim budući da je postojala veća vjerojatnost deprecijacije odnosno smanjenja vrijednosti njihove valute. U uvjetima stabilnih cijena, a time i stabilnog tečaja, banke, nefinancijske firme i vlada mogu svoje dugove denominirati u domaćoj valuti što smanjuje vjerojatnost nastanka valutne i opće financijske krize. Također, središnje banke koje su tokom povijesti održavale stabilnost općeg nivoa cijena imaju veći kredibilitet što posebno dolazi do izražaja u uvjetima krize kada ekspanzivna monetarna politika vođena od takvih banki rjeđe rezultira pojavom inflacije i deprecijacijom valute. Postizanje stabilnog nivoa cijena zapravo je preduvjet uspješnog korištenja instrumenata monetarne politike u uvjetima financijske krize.

Kada regulatori i financijske vlasti uoče postojanje slabosti u sustavu, rješenje koje se često koristi je da se ne uradi uglavnom ništa po tom pitanju, odnosno koristi se politika ustezanja. Time regulatori pretpostavljaju da nije riječ o opasnom problemu i nadaju se da će se on spontanim mehanizmima sam od sebe riješiti. Ako i djeluju, to je minimalno i svodi se na

---

<sup>23</sup> Rohatinski, Ž.: Monetarna politika u vrijeme krize-Teze sa izlaganja na konferenciji hrvatskog novčarskog tržišta, Opatija, 12.4.2010. g.



postupke olakšavanja ili olabavlivanja postojećih regulacija.<sup>24</sup> Nerijetko se daje rok subjektima s problemima da ih riješe prije ikakve državne intervencije, što je praćeno postepenim vraćanjem regulacija u striktnije okvire.

Državne vlasti, suočene s financijskim institucijama s značajnim problemima u poslovanju koji mogu imati negativne sistematske posljedice, mogu pokušati riješiti problem (potencijalne) krize putem prodaje tih institucija. Jedan je oblik provođenje spajanja s drugom, zdravom financijskom institucijom. Smatra se da jaki kupac može revitalizirati poslovanje propadajuće institucije. Postupak često zahtijeva poboljšanje bilance, te državne garancije i poticajno plaćanje akviziteru.<sup>25</sup>

Naime i EU i SAD provode poboljšanja regulatorne okoline. Njihov pristup ima dva glavna zajednička cilja: prvi se odnosi na smanjenje vjerojatnosti pojavljivanja slične financijske krize, dok drugi je osigurati da troškovi propadanja bilo koje financijske institucije ne snose porezni obveznici već propale banke i financijski sektor općenito. Dodd-Frank zakon<sup>26</sup> je zakon kojim se regulira poslovanje financijskih institucija i regulatornih agencija. Potpisan od predsjednika Obame u srpnju 2010., a predstavlja najvažniju promjenu financijske regulacije u SAD-a još od Velike Depresije. Zakon je donio značajne izmjene financijskog regulatornog okruženja koje utječe na sve državne nadzorne agencije te obuhvaća najbitnije aspekte poslovanja industrije financijskih usluga. Njegova glavna zadaća bila je smanjiti državnu ovisnost o bankama podvrgavajući ih brojnim propisima i regulacijama, te uništavanju kompanija koje su prevelike da bi propale („too big to fail“). Stvoren je odbor za financijsku stabilnost FSOC<sup>27</sup> kako bi riješili trajna pitanja koja su brinula financijsku industriju, te kako bi spriječili još jednu recesiju. Banke su morale imati alternativne planove za prestanak poslovanja u slučaju da tvrtke krenu u jako lošem smjeru. Držeći bankarski sustav pod prismotrom, zakon nastoji eliminirati potrebu za saniranjem budućih propalih poreznih obveznika. Stvoren je također i zavod za zaštitu klijenata CFPB<sup>28</sup> kako bi se oni zaštitili od velikih nereguliranih banaka. Njegovo poslovanje je bazirano na radu sa regulatorima u velikim bankama pri zaustavljanju provođenja poslovnih praksi koje štete klijentima, kao što je rizično pozajmljivanje. Nadalje, CFPB omogućava klijentima

---

<sup>24</sup> Tanaka, M., Hoggarth, G.: Resolving banking crises - an analysis of policy options, Bank of England Working Paper, Bank of England, London, 2003, 293, str. 8.

<sup>25</sup> Santomero, A. M., Hoffman, P.: Problem bank resolution: Evaluating the options, Center for Financial Institutions Working Paper, Wharton School Publishing, Philadelphia, 98, 1998, str. 9. i 15.

<sup>26</sup> U veljači ove godine ovaj zakon preispitivan od strane novoizabranog američkog predsjednika D. Trumpa

<sup>27</sup> FSOC- Financial Stability Oversight Council

<sup>28</sup> CFPB – Consumer Financial Protection Bureau

pristupe istinitim informacijama o hipotekama te uspješne kreditne rezultate omogućene cjelodnevnim automatskim prisustvom prilikom prijavljivanja problema sa financijskim institucijama.

## 5. ESMA

ESMA je kratica za Europsko nadzorno tijelo za vrijednosne papire i tržište kapitala, osnovana je u siječnju 2011. Zadužena je za unapređivanje zaštite ulagatelja i promicanje stabilnih financijskih tržišta u Europskoj uniji (EU) koja dobro funkcioniraju. Kao neovisna institucija ESMA te ciljeve postiže stvaranjem jedinstvenog pravilnika za financijska tržišta EU-a i osiguravanjem njegove dosljedne primjene diljem EU-a te svojim doprinosom u nadzoru nad društvima koja pružaju financijske usluge na području cijele Europe, bilo putem izravnog nadzora ili aktivnom koordinacijom nacionalnih nadzornih aktivnosti.

### 5.1 Ciljevi ESMA-e

Dobra i učinkovita regulacija tržišta vrijednosnih papira ključna je za rast, integritet i učinkovitost financijskih tržišta i gospodarstva EU-a, a učinkoviti propisi i nadzor odlučujući su čimbenici u osiguravanju i održavanju povjerenja među sudionicima tržišta. Kako bi poticala te uvjete, ESMA je osnovana kao neovisno nadzorno tijelo EU-a zaduženo da unapređuje usklađivanje u regulatornim i nadzornim praksama. Kako bi postigla usklađenu provedbu pravila diljem EU-a, ESMA donosi standarde u vezi sa zakonodavstvom o vrijednosnim papirima te pruža tehničke savjete po ovlaštenju Europske komisije. Također ima važnu ulogu u izravnom nadziranju sudionika na financijskom tržištu paneuropskog značaja, trenutačno agencija za kreditni rejting (CRA-ova) i trgovinskih repozitorija (TR-ova). ESMA također sudjeluje u nadzoru nad središnjim drugim ugovornim stranama (CCP-ovima) putem kolegija nadzornih tijela. ESMA-ino godišnje izvješće važan je alat u smislu odgovornosti u vezi s ispunjavanjem njezinih ciljeva i godišnjeg programa rada. ESMA-ina uloga može se bolje shvatiti kroz pet ciljeva koje si je sama postavila, a to su:

#### *Financijska stabilnost*

Kako bi ESMA pridonijela očuvanju financijske stabilnosti tržišta vrijednosnih papira EU-a, ključno je da neprestano analizira trendove i da u ranoj fazi prepozna moguće rizike i osjetljivosti na mikrobonitetnoj razini. ESMA to postiže, neovisno o granicama i sektorima, provodeći gospodarske analize europskih tržišta vrijednosnih papira i predviđajući učinak mogućih tržišnih kretanja. ESMA o svojim zaključcima redovito i ad-hoc obavješćuje europske institucije, druge europska nadzorna tijela (ESA-ove) i Europski odbor za sistemski rizik

(ESRB). Skup mikro podataka prikupljenih u nadzornim aktivnostima ključ je za prepoznavanje povećanja mogućih makro rizika za gospodarstvo u cjelini. Stoga je ključno redovito obavješćivati sve potrebne donositelje odluka, uključujući, na razini EU-a, Odbor za financijske usluge (FSC) i Udruženje za financijsku stabilnost Gospodarskog i financijskog odbora (EFC-FST).

### ***Zaštita ulagatelja***

Osigurati zadovoljenje interesa ulagatelja druga je važna zadaća za ESMA-u. ESMA to postiže promicanjem transparentnosti, jednostavnosti i pravednosti na tržištima vrijednosnih papira za korisnike financijskih proizvoda ili usluga. Kako bi ulagateljima osigurala jednaku razinu zaštite bez obzira na prodajna mjesta ili proizvod koji se prodaje, ESMA prikuplja, analizira i objavljuje podatke o potrošačkim trendovima promovirajući financijsku pismenost i inicijative za obrazovanje te pridonoseći jačanju zajedničkih pravila o izvješćivanju. Svojim radom na tom području ESMA nastoji zajamčiti da su financijski podaci koje ulagateljima pružaju sudionici tržišta jasni, razumljivi i u skladu s postojećim pravilima.

### ***Jedinstveni pravilnik***

U svojoj ulozi donositelja standarda ESMA radi na utvrđivanju usklađenih tehničkih (TS) i provedbenih standarda (IS) na različitim područjima propisa o vrijednosnim papirima. Izradom tih standarda ESMA pridonosi stvaranju jedinstvenog pravilnika EU-a primjenljivog na sve sudionike tržišta i stvaranju ravnopravnih uvjeta diljem EU-a.

### ***Konvergencija***

ESMA je osnovana kako bi promicala nadzornu konvergenciju te tako smanjila regulatorne arbitraže nastale iz različitih praksa diljem EU-a. Različite nadzorne prakse mogu narušiti ne samo integritet, učinkovitost i uredno funkcioniranje tržišta, već u konačnici i financijsku stabilnost.

## *Nadzor*

ESMA-ine izravne nadzorne ovlasti usredotočene su na dvije skupine sudionika na financijskim tržištima, to jest na agencije za kreditni rejting i na trgovinske repozitorije. Od 1. srpnja 2011. ESMA je tijelo EU-a odgovorno za registraciju i nadzor agencija za kreditni rejting. Od početka 2013. ESMA je preuzela izravne nadzorne ovlasti u vezi s trgovinskim repozitorijima te sudjeluje u kolegijima nadzornih tijela koji registriraju i nadgledaju CCP-ove.

### **5.2. Aktivnosti i struktura ESMA-e**

ESMA se dijeli na šest odjela/jedinica koji se bave tržištima kapitala, ulaganjem i izvješćivanjem, agencijama za kreditni rejting, gospodarskom analizom i istraživanjem, pravnim poslovima, suradnjama i konvergencijom te poslovanjem. Nadzornim tijelom predsjeda Steven Maijoor, predsjednik, dok je Varena Ross, izvršna direktorica, odgovorna za svakodnevno upravljanje. Carlos Tavares djeluje kao potpredsjednik ESMA-e i zamjenik je predsjednika ESMA-e. Predsjedniku i izvršnoj direktorici pomažu tim za komunikacije, tim unutarnje kontrole i računovodstva te njihovi osobni pomoćnici.

#### **Upravljačka tijela ESMA-e**

ESMA-om upravljaju dva tijela koja donose odluke: Odbor supervizora i Upravni odbor. Od 2011. predsjednik ESMA-e je Steven Maijoor, a njezina izvršna direktorica Verena Ross. Oboje su smješteni u ESMA-inom sjedištu u Parizu i služe petogodišnji mandat koji se jednom može produžiti. Predsjednik je odgovoran za pripremu rada Odbora supervizora (BoS) te predsjeda i sjednicama Odbora supervizora i Upravnog odbora. Također predstavlja Nadzorno tijelo prema van. Njegov je zamjenik Carlos Tavares, potpredsjednik ESMA-e. Izvršna direktorica odgovorna je za svakodnevni rad Nadzornog tijela, uključujući pitanja osoblja, izradu i provedbu godišnjeg radnog programa, izradu nacrtu proračuna Nadzornog tijela te pripremu rada Upravnog odbora.

## **Odbor supervizora ESMA-e**

Osim predsjednika ESMA-e, Odbor supervizora sastoji se od čelnika 28 nacionalnih nadležnih tijela (NCA-ova) odgovornih za regulaciju i nadzor tržišta vrijednosnih papira (ako postoji više od jednog nacionalnog nadležnog tijela u državi članici, ta će se tijela dogovoriti koji će ih od njihovih čelnika predstavljati), jednog promatrača iz Komisije, po jednog predstavnika EBA-a i EIOPA-e i jednog predstavnika ESRB-a. Osim njih, kao stalni promatrači sudjeluju Norveška, Island i Lihtenštajn. Izvršna direktorica ESMA-e prisustvuje sjednicama Odbora, ali nema prava glasa. Odbor vodi rad Nadzornog tijela i odgovoran je za donošenje konačne odluke u vezi s usvajanjem ESMA-inih standarda, mišljenja, preporuka, smjernica i svih drugih odluka, uključujući davanje savjeta institucijama EU-a. Odbor podupiru brojni stalni odbori i radne skupine ESMA-e koje rješavaju tehnička pitanja

## **Upravni odbor ESMA-e**

Uz predsjednika ESMA-e, Upravni odbor ESMA-e sastoji se od šest članova (i njihovih zamjenika) koje iz svojih redova biraju članovi Odbora supervizora. Izvršna direktorica, potpredsjednik ESMA-e i predstavnik Komisije prisustvuju sjednicama kao sudionici bez prava glasa (osim o pitanjima o proračunu za koja Komisija ima pravo glasa). Glavna uloga Upravnog odbora jest usredotočiti se na vidove upravljanja Nadzornog tijela kao što su izrada i provedba višegodišnjega programa rada te proračun i pitanja osoblja.

### **5.3. ESMA-ine organizacijske značajke**

Interesna skupina za vrijednosne papire i tržišta kapitala (SMMSG) osnovana je temeljem Uredbe o ESMA-i kako bi olakšala savjetovanje sa zainteresiranim stranama na područjima važnima za zadaće ESMA-e. ESMA je dužna savjetovati se s SMMSG-om u vezi sa svojim nacrtom tehničkih standarda i smjernica. U srpnju 2011. po prvi put se sastalo 30 članova SMMSG-a, koje je imenovala ESMA na razdoblje od dvije i pol godine nakon javnog poziva na natječaj za kandidate. Oni predstavljaju sudionike financijskog tržišta i njihove zaposlenike, potrošače i druge male korisnike financijskih usluga, korisnike financijskih usluga te mala i srednja poduzeća.

## Organizacijske značajke ESMA-e

Sljedećih šest značajki opisuju ESMA-u i način na koji ona ispunjava svoju misiju i svoje ciljeve.

- **Europska:** u obavljanju svojih zadaća ESMA djeluje u interesu EU-a. Organizacija odražava raznolikost EU-a;
- **Neovisna:** ESMA je neovisna od institucija EU-a, nacionalnih nadležnih tijela i sudionika financijskih tržišta;
- **Suradnička:** zajedno s nacionalnim nadležnim tijelima, ESMA čini mrežu nadzornih tijela financijskih tržišta EU-a. Surađuje sa svim važnim europskim tijelima, uključujući Europsko nadzorno tijelo za bankarstvo (EBA), Europsko nadzorno tijelo za osiguranje i strukovno mirovinsko osiguranje (EIOPA) i Europski odbor za sistemski rizik (ESRB) te s regulatorima izvan EU-a;
- **Odgovorna:** ESMA-ino donošenje odluka transparentno je i ona djeluje zajedno sa zainteresiranim stranama na otvoren i uključiv način. Odgovorna je Europskom parlamentu, Europskom vijeću, Europskoj komisiji i široj javnosti;
- **Stručna:** ESMA teži stručnoj izvrsnosti zapošljavanjem visokokvalitetnog osoblja s istaknutom tehničkom stručnošću, znanjem i iskustvom na financijskim tržištima te slijedeći ispravne prakse i postupke; i
- **Učinkovita:** ESMA učinkovito upotrebljava svoja sredstva kako bi ostvarila najveći mogući učinak u promicanju zaštite ulagatelja i stabilnih tržišta u EU-u koja dobro funkcioniraju.

### 5.4. Zaštita potrošača na financijskom tržištu

Osiguranje zaštite potrošača druga je važna zadaća za ESMA-u. ESMA to postiže promicanjem transparentnosti, jednostavnosti i pravednosti na tržištima vrijednosnih papira za potrošače financijskih proizvoda ili usluga. Kako bi ulagatelji imali jednaku razinu zaštite bez obzira na prodajna mjesta ili proizvod koji se prodaje, ESMA prikuplja, analizira i objavljuje podatke o potrošačkim trendovima promovirajući financijsku pismenost i inicijative za obrazovanje te pridonoseći jačanju zajedničkih pravila o izvješćivanju kako bi potrošači mogli donijeti ispravne odluke o ulaganju. Ako ESMA prepozna proizvode koji bi, zbog svoje prirode, mogli predstavljati ozbiljne prijetnje ulagateljima, ona će razmotriti izdavanje upozorenja. Ako

sadašnji zakonodavni prijedlozi stupe na snagu, ESMA će imati ovlasti, kao posljednje moguće rješenje, privremeno zabraniti određene proizvode. U sklopu svojih aktivnosti na tim područjima, ESMA nastoji osigurati da financijske informacije koje ulagateljima pružaju sudionici tržišta budu jasne, razumljive i u skladu s postojećim pravilima.

ESMA je uspostavljena kako bi promicala konvergenciju nadzora smanjivanjem regulatorne arbitraže proizašle iz različitih nadzornih praksa diljem EU-a, koje možda mogu ugroziti ne samo integritet, učinkovitost i pravilno funkcioniranje tržišta, već u konačnici i financijsku stabilnost i zaštitu ulagatelja. Nadzorno tijelo namjerava iskoristiti svoje aktivnosti na području konvergencije kako bi pokrenulo aktivnosti na drugim područjima iz programa rada, uključujući unapređenje jedinstvenog pravilnika, izdavanjem smjernica i preporuka na područjima na kojima postoje različite primjene i pružanjem savjeta Komisiji na područjima na kojima bi moglo biti potrebno revidiranje zakonodavstva radi usklađivanja nadzornih praksa.



## **6. EMIR**

Dana 16. kolovoza 2012. su na području Europske unije na snagu stupile odredbe Uredbe (EU) br. 648/2012 Europskog parlamenta i Vijeća od 4. srpnja 2012. o OTC izvedenicama, središnjoj drugoj ugovornoj strani i trgovinskom repozitoriju odnosno EMIR-u, koje su se na subjekte nadzora Hanfe počele primjenjivati danom ulaska Republike Hrvatske u Europsku uniju. Zakonom o provedbi Uredbe (EU) br. 648/2012 Europskog parlamenta i Vijeća od 4. srpnja 2012. godine o OTC izvedenicama, središnjoj ugovornoj strani i trgovinskom repozitoriju (Narodne novine broj 54/13), propisano je da su Hanfa i Hrvatska narodna banka nadležna tijela zadužena za nadzor nad primjenom EMIR-a u Republici Hrvatskoj, a sukladno postojećoj podjeli nadležnosti prema subjektima nadzora. Hanfa u smislu primjene EMIR-a nadzire pravne osobe koje EMIR definira kao „financijske druge ugovorne strane“ (s izuzetkom kreditnih institucija koje nadzire Hrvatska narodna banka) i "nefinancijske ugovorne strane".

### **6.1. Ciljevi i obveznici EMIR-a**

EMIR pokriva sljedeća tri glavna područja:

1. reguliranje obveza ugovornih strana u transakcijama OTC izvedenicama,
2. autorizaciju, uvjete poslovanja i nadzor nad središnjim drugim ugovornim stranama,
3. autorizaciju, uvjete poslovanja i nadzor nad trgovinskim repozitorijima.

Cilj EMIR-a je smanjivanje rizika koji proizlaze iz ugovora o OTC izvedenicama, kao i definiranje uvjeta pod kojima moraju poslovati središnje druge ugovorne strane. EMIR je uveo obvezu transparentnog izvještavanja nadzornih tijela o OTC izvedenicama kako bi nadležna tijela unutar Europske unije mogla nadzirati i, ako je potrebno, istražiti one transakcije koje nisu sklopljene u skladu sa zakonskim propisima, te da bi mogla pratiti sistemske rizike. Ugovore o OTC izvedenicama je u dosadašnjem uređenju karakterizirala manja transparentnost u odnosu na ostale financijske instrumente jer se isti sklapaju pod uvjetima koje dogovaraju ugovorne strane izvan uređenog tržišta pa su podaci dostupni samo ugovornim stranama koje sudjeluju u transakciji. U uvjetima financijske krize potvrdilo se da takva karakteristika ugovora o OTC izvedenicama povećava nestabilnost na financijskom tržištu. EMIR je radi povećanja

transparentnosti tržišta OTC izvedenicama uveo i obvezu prijavljivanja detalja svih transakcija OTC izvedenicama trgovinskim repozitorijima.<sup>29</sup>

*Obveznici primjene odredbi EMIR-a* su središnje druge ugovorne strane i članovi sustava poravnanja, financijske druge ugovorne strane i trgovinski repozitoriji. Određene odredbe EMIR-a se također odnose na nefinancijske druge ugovorne strane i mjesta trgovanja.

*Središnje druge ugovorne strane (Central Counterparty' - CCP)* su pravne osobe koje posreduju između drugih ugovornih strana u ugovorima kojima se trguje na jednom ili više financijskih tržišta, te postaju kupac svakom prodavatelju i prodavatelj svakom kupcu.

*Trgovinski repozitoriji* su pravne osobe koje imaju ulogu središnjeg mjesta u kojem se prikupljaju i vode evidencije o transakcijama izvedenicama.

*Financijske druge ugovorne strane* uključuju investicijska društva, kreditne institucije, društva za osiguranje i društva za reosiguranje, UCITS fondove i, gdje je primjenjivo, društva za upravljanje UCITS fondovima, institucije za strukovno mirovinsko osiguranje i alternativne investicijske fondove.

*Nefinancijske druge ugovorne strane* uključuju sva društva osnovana na području Europske unije koja nisu financijske druge ugovorne strane, središnje druge ugovorne strane ili trgovinski repozitoriji.

---

<sup>29</sup> [www.hanfa.hr](http://www.hanfa.hr)

## 7. MIFID

MIFID označava direktivu o tržištima financijskih instrumenata, Markets in Financial Instruments Directive

### 7.1. Nastanak i ciljevi donošenja MiFID -a

Direktivom MiFID (Direktiva 2004/39/EZ koja je u međuvremenu stavljena izvan snage) uspostavljeni su 2004. europski jedinstveni standardi za trgovanje vrijednosnim papirima koji su doveli do povećanja tržišnog natjecanja i poboljšanja zaštite ulagača, među ostalim zahvaljujući novim odredbama o zaštiti ulagača, većom transparentnošću u pogledu provizija za investicijsko savjetovanje te bolje povezanom ponudom financijskih usluga. Prije sklapanja ugovora ulagači moraju biti obaviješteni o svim naknadama te o proizvodu i njegovim rizicima. Očekuje se da će se takvim regulatornim okvirom povećati povjerenje ulagača čime bi se pojačao priljev međunarodnog kapitala u Europu. 2011. započeta je revizija u obliku preinake Direktive („MiFID II“) i nove Uredbe („MiFIR“).

Direktiva za tržišta financijskih instrumenata (The Markets in Financial Instruments Directive – MiFID) je dokument usvojen od strane Europskog parlamenta i Savjeta, kojim se uspostavlja jedinstveno tržište i regulatorno uređenje za tzv. investicione usluge, za 30 zemalja članica Europskog ekonomskog područja ( 27 zemalja članica EU, Island, Norveška i Lihtenšajin).

Direktivama se žele postići tri cilja. Prvo, pravno regulirati i obezbjediti cjelovit proces stvaranja jedinstvenog tržišta EU za investicione usluge. Drugo, prilagoditi se promjenama i inovacijama koje su se dogodile na tržištima te naposljetku zaštititi investitore od prevara i zloupotreba, stvaranjem dubljeg, konkurentnijeg i efikasnijeg tržišta. Ove direktive trebaju zamijeniti sve druge direktive kojima je bilo uređena oblast investicionih usluga, a u prvom redu ISD (Investment Services Directive).

MiFID je temelj Akcijskog plana Europske komisije, kojim su utvrđene četrdesetdvije mjere, sa ciljem da se značajno promijeni funkcioniranje financijskih tržišta EU. MiFID je zapravo najznačajnija (i završna) faza uvođenja propisa u okviru „Lamfalusove procedure“ kojom se predviđa brže usvajanje propisa za četiri oblasti, a koji su preporučeni od strane Komiteta kojim predsjedava Alexandre Lamfalussy. Inače, od lipnja 2006. godine na snazi su još tri

„Lamfalusove direktive“: Direktive o prospektu, Direktive o zabrani zloupotrebe tržišta i Direktive o transparentnosti.

## 7.2. Primjena i sadržaj MiFID-a

MiFID se odnosi na „investicione firme“ i regulirana tržišta, kao i na kreditne institucije, ukoliko obavljaju djelatnosti utvrđene ovom Direktivom (član 1.). Termin „investicione firme“ (Investment firm) odnosi se na sva pravna lica čija je djelatnost ili poslovanje usmjereno na pružanje investicionih usluga trećim licima i/ili obavljanje jedne ili više investicionih aktivnosti, na profesionalnoj osnovi.

Pod investicijskim uslugama i aktivnostima podrazumijevaju se sljedeći poslovi

- ✓ Prijem i prijenos naloga koji se odnose na jedan ili više financijskih instrumenata
- ✓ Izvršavanje naloga u ime klijenata
- ✓ Trgovanje u svoje ime i za svoj račun
- ✓ Upravljanje portfeljom
- ✓ Investiciono savjetovanje
- ✓ Preuzimanje i/ili plasman financijskih instrumenata na osnovu ugovorene obaveze
- ✓ Plasman financijskih instrumenata bez ugovorne obaveze
- ✓ Obavljanje multilateralnih poslova trgovanja

MiFID sadrži principe koji su i ranije bili utvrđeni Direktivama o investicionim uslugama, ali uvodi koncept maksimalne harmonizacije, koji ujedno daje više značaja lokalnim regulatorima. Ovo je promjena u odnosu na prethodne propise EU o financijskim uslugama, koji su bili zasnovani na konceptu minimalne harmonizacije i međusobnog priznavanja. Maksimalna harmonizacija zapravo ne dozvoljava nekoj zemlji članici da budu „super equivalent“ ili „gold-plate“ Europske unije, odnosno omogućava okruženje u kojem sve kompanije na tržištu moraju poštovati ista pravila i dobiti jednake mogućnosti konkurencije.

### **7.3. Zadaci MiFID-a**

Pravna lica na koja se odnosi MiFID dobivati će dozvole za rad u svojim matičnim (domicilnim) zemljama, tj. u zemljama u kojima imaju registrirano sjedište. Jednom kada takvo pravno lice dobije dozvolu, bit će u mogućnosti da koristi „MiFID passport“ za pružanje svojih usluga klijentima u svim drugim zemljama članicama EU. Način pružanja tih usluga biti će reguliran od strane matične zemlje članice, za razliku od sadašnjeg pravnog okvira ISD<sup>30</sup> koja uređuje oblast investicionih usluga, prema kojem su takve usluge regulirane od strane zemlje članice u kojoj se usluga pruža.

#### **Kategorizacija klijenata**

MiFID propisuje da pravna lica čija je djelatnost ili poslovanje usmjereno na pružanje investicionih usluga obavezno izvrše kategorizaciju svojih klijenata. Prema kategorizaciji klijenata utvrđuje se način i nivo zaštite interesa klijenata, a MiFID propisuje sljedeće kategorije klijenata: *kvalificirani klijent, profesionalni klijent te mali klijent*

#### **Izvršavanje klijentovih naloga**

MiFID propisuje način dobivanja informacija o klijentima koje je potrebno prikupiti prilikom izvršavanja naloga klijenata, sa ciljem da se osigura pravno lice čija je djelatnost ili poslovanje usmjereno na pružanje investicijskih usluga nastupa u najboljem interesu klijenta. MiFID propisuje i način prijema i izvršavanja naloga različitih klijenata.

#### **Transparentnost prije trgovine**

Primjena MiFID-a će zahtijevati da burze na kontinuiranom tržištu obezbjede zbirne informacije za naloge za likvidne od vrijednosti, na način da se javno objavljuje pet najboljih cijena, kako na stani prodaje tako i na strani kupovine, a za službeno tržište biti će dostupna i najbolja ponuda i potražnja.

---

<sup>30</sup> Investment Services Directive

**Transparentnost poslije trgovanja** MiFID će zahtijevati od pravnih lica čija je djelatnost ili poslovanje usmjereno na pružanje investicionih usluga (Investment firms) da objave cijene, količinu i vrijeme za sve transakcije od vrijednosti koje su na službenom tržištu, čak i kada se radi o vanjskoj transakciji.

### **Najbolje izvršenje**

MiFID propisuje da pravna lica, čije su djelatnosti ili poslovanje usmjereni na pružanje investicijskih usluga, preuzmu sve moguće i raspoložive radnje sa ciljem ostvarivanje najboljih rezultata u izvršavanju klijentovih naloga. Najbolji rezultat nije ograničen samo na realizaciju najbolje cijene, nego uključuje i troškove, brzinu, vjerovatnošću izvršenja i mogućnost poravnanja, kao i druge (propisane) relevantne faktore.

Prema odredbama MiFID-a *Systematic Internaliser* se tretira kao mini burza, što, između ostalog, podrazumijeva da je Systematic Internaliser subjekt koji mora poštovati propise o transparentnost prije i poslije trgovine.

## 8. MIFIR

Direktiva 2014/65 / EU ( 'MiFID II' ) trebala bi se početi primjenjivati 3. siječnja 2017, a zajedno s Uredbom (EU) br 600/2014 (MiFIR), zamijeniti Direktivu 2004/39 / EC (MiFID I). MiFID II zajedno s MiFIR-om uređuje uvjete koji se primjenjuju na investicijska društva uređenih tržišta, izvješćivanje podataka pružatelja usluga i trećih država društava koja pružaju investicijske usluge ili aktivnosti u Uniji. Direktiva 2014/65 / EU ( 'MiFID' ), zajedno s Uredbom (EU) br 600/2014 ( 'MiFIR' ) donesena je u svjetlu financijske krize.

Konačno, krovni cilj MiFID II / MiFIR regulatornog paketa je jednako „igranje“ na financijskim tržištima i omogućiti im da rade za dobrobit gospodarstva.

Cilj MiFID II / MiFIR je poboljšati učinkovitost, otpornost i integritet financijskih tržišta, prije svega:

- Postizanje veće transparentnosti: uvođenje transparentnosti pre-i post-trgovine režim za ne-dionice i jačanje i širenje postojećih dionica
- Stvaranje nove kategorije platforme za trgovinu derivatima i obveznica - organizirani trgovačkih objekata
- Ispunjavanje G20 obveze Unije nad derivatima
- Olakšati pristup kapitalu za mala i srednja poduzeća
- Jačanje zaštite investitora
- Uvođenje odredbe o nediskriminirajući pristup za trgovinu i post-trgovinu usluge u trgovanju financijskim instrumentima posebno za derivatima trguje;
- Jačanje i usklađivanje sankcije i osiguranje učinkovite suradnje između nadležnih tijela.

MiFID i MiFIR, kolektivno se nazivaju MiFID II te kao takvi pokrivaju tržišta vrijednosnih papira, investicijskih posrednika i mjesta trgovanja. Novi okvir učvršćuje a zamijenit će dosadašnji MiFID okvir.

MiFID II proširuje broj financijskih instrumenata obuhvaćenih pravila trgovanja i osigurava da se trgovanje odvija na organiziranim platformama. On uvodi pravila za visoke frekvencije trgovanje. To poboljšava transparentnost i nadzor financijskih tržišta - uključujući izvedenice

te govori o pitanju cijena na robnim derivatima. Novi okvir poboljšava uvjete za konkurenciju u trgovini i čišćenju financijskih instrumenata. Nadovezujući se na pravila već u mjesto, revidirani MiFID pravila također ojačati zaštitu investitora uvođenjem robustan organizacijski i vođenje poslovnih zahtjeva. MiFID II paket sastoji se od direktive i uredbe. Države članice morale su prenijeti Direktivu do 3. srpnja 2016.

Svrha nacrta prijedloga je proširiti ulazak u primjeni oba instrumenta koji se sastoje u MiFID II paketu kao rezultat tehničkih provedbenih izazovima susreli Europska vrijednosne papire i tržišta Authority ("Esma"), nacionalna nadležna tijela i dionici. Ti izazovi su takve veličine da eterična infrastruktura podaci neće biti na snazi u vrijeme za 3. siječnja 2017.

Tijekom zakonodavnog procesa, vrlo visoka razina složenosti MiFID II paket i potrebu za značajnim brojem provedbenih mjera su prepoznati. U tu svrhu, u razdoblju od 30 mjeseci predviđeno je između usvajanja i stupanja na zahtjev, umjesto uobičajenih 18-24 mjeseci.



## **9. DIREKTIVA O NADZORU ZLOUPOTREBE TRŽIŠTA (MAD)**

Uređeno tržište kapitala temelji se na povjerenju svih njegovih sudionika: ulagatelja, investicijskih društava i ostalih „posrednika“ te izdavatelja. Iz tog razloga od iznimne je važnosti spriječiti svaki oblik zlouporabe tržištem, što je detaljno regulirano Zakonom o tržištu kapitala. Sprječavanje zlouporaba tržišta podrazumijeva zabranu i sprječavanje korištenja, otkrivanja i preporučavanja povlaštenih informacija te zabranu i sprječavanje manipulacije tržištem. Koliko je značajna zabrana zlouporabe tržišta proizlazi i iz činjenice da su zlouporaba povlaštenih informacija i zlouporaba tržišta kapitala prema Kaznenom zakonu propisani kao kaznena djela za koja su zapriječene kazne zatvora. Radi sprječavanja zlouporabe tržišta i urednog funkcioniranja tržišta kapitala, propisane su i odredbe koje se odnose na programe otkupa vlastitih dionica i mjere stabilizacije tržišta, postupanje prilikom izrade preporuka i prihvaćene tržišne prakse.

### **9.1. Manipulacija tržištem**

Jedan od oblika zlouporabe tržišta je i manipulacija tržištem. Pod manipulacijom tržištem podrazumijeva se sljedeće:

- transakcije ili nalozi za trgovanje koji daju ili bi mogli dati neistinite ili obmanjujuće signale u pogledu ponude, potražnje ili cijene financijskih instrumenata, ili koji djelovanjem jedne ili više osoba koje usklađeno djeluju tako da drže cijenu jednog ili više financijskih instrumenata na umjetnoj razini (osim ako se ne dokaže da su nalozi dani iz opravdanih razloga ili u skladu s prihvaćenim tržišnim praksama);
- transakcije ili nalozi za trgovanje u kojima se upotrebljavaju fiktivni postupci ili svaki drugi oblik obmane ili prijevare;
- širenje informacija putem medija, uključujući internet, ili bilo kojim drugim načinom koji daje ili bi mogao davati lažne ili obmanjujuće signale u pogledu financijskih instrumenata, uključujući širenje glasina i lažnih ili obmanjujućih vijesti, gdje je osoba koja je proširila informaciju znala ili trebala znati da je informacija lažna ili obmanjujuća.

Radnje i postupci koji se smatraju manipuliranjem tržištem su primjerice:

- aktivnosti jedne ili više osoba koje surađuju kako bi osigurale dominantan položaj nad ponudom ili potražnjom financijskog instrumenta koji ima učinak izravnog ili neizravnog namještanja kupovnih ili prodajnih cijena ili stvaranja drugih nekorektnih uvjeta trgovanja
- kupnja ili prodaja financijskog instrumenta pred kraj trgovinskog dana s učinkom obmanjivanja ulagatelja koji djeluju na temelju zadnje cijene trgovanja
- iskorištavanje povremenog ili redovitog pristupa tradicionalnim ili elektroničkim medijima iznošenjem mišljenja o financijskom instrumentu ili posredno o izdavatelju, nakon što je ta osoba prethodno zauzela poziciju u tom financijskom instrumentu i kao posljedica toga imala korist od utjecaja iznesenog mišljenja o cijeni tog financijskog instrumenta, a da nije u isto vrijeme javnosti objavila taj sukob interesa na odgovarajući i učinkovit način.

S ciljem sprječavanja i otkrivanja manipulacije tržištem, sudionici tržišta kapitala (prvenstveno investicijska društva, kreditne institucije, burza i MTP) obvezni su se pridržavati i Pravilnika o manipulaciji i obvezi obavještanja o sumnji za zloupotrebu tržišta. O manipulacijama na tržištu kapitala može se govoriti kada jedan ili nekoliko sudionika tržišta održavaju cijenu na umjetnoj razini te putem medija šire netočne informacije, a sve kako bi pribavili osobne koristi. Na internetskoj stranici NYSE definira manipulacije kao protuzakonite operacije – kupnja i prodaja vrijednosnica s namjerom utjecanja na rast ili pad cijena koje će potaknuti druge da kupuju ili prodaju.<sup>31</sup> Manipulatori kroz svoje akcije eliminiraju vjerojatnosti da će se tržište razvijati na njima neželjeni način. Sigurni su da će svojim utjecajem na tržište postići da cijena i količina trgovanja slijede njihov željeni trend. Mnoge zemlje svrstavaju manipulacije na tržištima kapitala u kriminalne radnje, između ostalih i zemlje članice EU.

U širem smislu manipulacija je aktivnost gdje jedna osoba ili skupina uglavnom ilegalno podiže ili obara cijene vrijednosnih papira. Manipulacije cijenama dionica, kao oblik zlouporabe i prijevara, smanjuje ispravnost cijena na tržištu. Manipulantima se nazivaju pojedinci ili skupine koji se bave manipulacijama, tj. provode različite aktivnosti koje dovode do stalnog povećanja ili stalnog smanjenja cijena vrijednosnih papira na burzama, pribavljajući financijske

---

<sup>31</sup> Dutescu, C., *The Manipulation of Capital Market*, Ed. C.H. Beck Bucharest, 2008. str. 18.

koristi. Vjerojatnost da već postojeća, ali i tržišta koja tek nastaju mogu biti manipulirana je uzrokovala osnivanje SEC-a (Securities and Exchange Commission) 1934. godine čiji je zadatak otklanjanje manipulacije na tržištima kapitala. Manipulacije se mogu razlikovati s obzirom na: *upotrebljavane metode, rezultate koje proizvode, aktivne subjekte, broj sudionika i likvidnost vrijednosnica*.<sup>32</sup> Na financijskim tržištima javlja se veći broj metoda profesionalnih manipulacija među kojima se posebno ističu sljedeće: 1. *Pump & Dump*, 2. *Trash & Cash* i 3. *Insider Trading*.<sup>33</sup>

***Pump & Dump*** (*napumpaj i istovari*) metoda najpoznatija je među burzovnim manipulantima, a usmjerena je na ostvarivanje njihove financijske koristi. Burzovni manipulanti najprije stjeću veći broj dionica na plitkom financijskom tržištu nakon čega im žele podići cijene (*pump*) promotivnim kampanjama, pozitivnim glasinama. Nakon podizanja cijena slijedi prodaja ili iskrcavanje (*dump*) dionica po većim cijenama i tako manipulanti, odnosno, investitori za koje rade ostvaruju ekstra profite.

***Trash & Cash*** (*obezvrijedi pa unovči*) je metoda burzovne manipulacije, a sastoji se od dvije faze:

- ✓ Obezvrijeđivanje ili škartiranje vrijednosti dionica (Trash) putem negativnih priča i glasina koje se šire novinama, reklamama i internetom u cilju obaranja cijene onih dionica koje žele burzovni manipulanti.
- ✓ Nakon stjecanja dionica prestaju negativne glasine te se medijskom propagandom i internetom financijskim svijetom šire pozitivne informacije o stečenim dionicama. Nakon toga manipulanti rasprodaju ili „iskrcavaju“ dionice i profitiraju (Cash).

***Insider Trading*** (*manipuliranje iznutra*) je metoda manipuliranja u kojoj primarno sudjeluju službenici kompanije ili *insiders*.<sup>34</sup> Na temelju provjerenih informacija insideri kupuju ili prodaju dionice po povoljnim cijenama. Također, insideri trguju s pouzdanim informacijama koje su im dostupne zato što imaju financijsku korist ili „napojnice“ (*tippes*). Insideri mogu širiti i nerealno pozitivne ili negativne informacije ako žele podizati ili obarati cijene dionica pa se ponašaju po metodama Pump & Dump ili Trash & Cash.

---

<sup>32</sup> Dutescu, C., *The Manipulation of Capital Market*, Ed. C.H. Beck, Bucharest, 2008., str 31.

<sup>33</sup> Gulin, D., Manipulacije na financijskim tržištima i njihov utjecaj na financijske izvještaje“, *Računovodstvo, financije i revizija u suvremenim gospodarskim uvjetima*, XXXVII. simpozij Pula, Zagreb: 2002., HZRF, str 6

<sup>34</sup> Osoba koja ima posebna znanja o unutrašnjem djelovanju grupe, organizacije ili ustanove. To su Management, direktori, zaposlenici, njihove obitelji, prijatelji i sl.

## 10. NADZOR GLOBALNOG TRŽIŠTA UKLJUČUJUĆI SAD

Turbulentna zbivanja na svjetskim tržištima kapitala u prvim danima nove godine ponovno dokazuju kako su plemenite kovine izvrstan čuvar vrijednosti osobne imovine u trenucima krize i gospodarskih teškoća. Plemenite kovine zasjale su punim sjajem u prvom tjednu 2016. godine. Ulagачi u zlato i srebro bili su iznimno zadovoljni njihovim cjenovnim rastom koji se dogodio istovremeno s debaklom i potopom na svjetskim burzama dionica. Dok vrijednost dionica, papirnatoг novca i nekretnina pada, zlato i srebro ostaju čvrst temelj za dugoročno očuvanje bogatstva.

Istovremeno, američki burzovni indeks Dow Jones u istom je razdoblju izgubio više od šest posto vrijednosti. Ulagачi su mahnilo počeli prodavati i kineske dionice, što je prouzročilo pad vrijednosti burzovnog indeksa u Šangaju od gotovo 14 posto i nagli prekid trgovanja kako bi se zaustavila prodajna panika. Svaki pojedinac trebao bi dio svoje imovine držati u fizičkom zlatu i srebru. Analitičari smatraju da bi i u gospodarski izvrsnim vremenima barem pet posto od svega što posjedujete trebalo biti pohranjeno u plemenite kovine. A u vremenima neizvjesnosti, sukoba, ratova, inflacije i ekonomskih teškoća kakve danas proživljavamo, taj bi postotak trebalo povećati na 20 posto, 50 posto ili više.

Posljednja velika financijska kriza koje je započela u ljeto 2007. u Sjedinjenim Američkim Državama, te se proširila na čitav svijet i rezultirala globalnim posljedicama, koje i danas osjećamo. Mishkin definira financijske krize kao „najveće poremećaje na financijskom tržištu koje karakterizira oštar pad cijena imovine i neuspjesi mnogih financijskih i nefinancijskih tvrtki“. Ona je složen fenomen koji nikako ne može biti objašnjen samo preko jednoga elementa ili indikatora. Povezana je sa značajnim promjenama u kreditnim plasmanima i cijenama imovine što uzrokuje takav poremećaj u financijskom posredovanju i opskrbi vanjskog financiranja koji se očituje na problematičnim bilancama različitih sudionika u gospodarstvu; poduzeća, kućanstava, financijskih posrednika i vlada i izaziva intervencije vlade u obliku likvidnosti i dokapitalizacije. Temeljni čimbenici krize su makroekonomska nestabilnost te unutarnji ili vanjski šokovi. Uzroci krize su nagle navale na banke, prelijevanja na financijskim tržištima, ograničenja na arbitražu u teškim vremenima, pad cijena imovine te kreditni slomovi. Kao glavne uzroke neefikasnosti financijskih tržišta Mishkin također navodi probleme moralnoga hazarda i negativne selekcije koji sprječavaju da sredstva od suficitarnih jedinica stignu do najproduktivnijih ulaganja.

SAD ima dugu povijest financijskih kriza, krećući od 1819., krize su se pojavljivale gotovo svakih 20 godina; 1837., 1857., 1873., 1884., 1907. i 1930.-1933. Tijekom 1929.-1933. financijski sustav i gospodarstvo SAD-a doživjelo je najveću i najpoznatiju ekonomsku krizu. 1920.-te bile su „zlatne godine“ obilježene elektrifikacijom, velikim kapitalnim projektima, industrijskom proizvodnjom, osobito automobilskom, industrijom potrošnih dobara, te su se SAD razvile u jednu od najbogatijih država svijeta. Rastao je broj banaka i trgovačkih društava. Tijekom 1928. i 1929. cijene dionica na američkom tržištu su se udvostručile. "Zlatne dvadesete godine" prekinute su na „crni petak“ 25. listopada 1929. slomom američke burze na Wall Streetu, što je se smatra službenim početkom Velike depresije. Pridržavanje za zlatni standard koje je zemlje diljem svijeta ujedinilo u fiksnom tečaju pomoglo je da se kriza proširi izvan granica SAD-a, pogotovo u Europu. Panika koja je zavladała uzrokovala je pad investicija, smanjenje potrošnje, pad proizvodnje, bankrote poduzeća, kontinuirani pad cijena dionica, negativne šokove u poljoprivrednom sektoru, povećanje nezaposlenosti te propadanje velikog broja banaka.

Na vrhuncu krize 1933., broj nezaposlenih kretao se oko 12.830.000 ljudi, što je činilo 25% stanovništva, a prihodi od plaća smanjili su se za 43 % od početka krize 1929. Snažno povlačenje novca iz banaka, stvorilo je bankovne panike, i propadanje banaka. Od 1930-1933. propala je trećina banaka što je smanjilo opseg financijskog posredovanja i povećalo problema asimetrije informacija i moralnoga hazarda, došlo je do pada ponude novca za 25 % što monetaristi smatraju najvažnijim uzrokom najveće depresije u povijesti. Sustav FED-a bio je pasivan tijekom bankarskih panika. Smatra se da čelnici FED-a nisu shvaćali opasnost koja prijeteći od propadanja banaka, a to je smanjenje ponude novca a time i gospodarske aktivnosti. Propadanje banaka shvaćali su kao posljedice lošeg upravljanja bankama i loših praksi, pogotovo jer su u početku propadale male banke. 1933. Franklin Delano Roosevelt dolazeći u službu Predsjednika SAD-a uvodi ekonomski program poznat pod nazivom „*New Deal*“, čije je glavno obilježje intervencija države kako bi se pokrenula ekonomija. Od bankovnih reformi, najvažnije je osnivanje FDIC (engl. Federal Deposit Insurance Corporation), američka savezna agencija za osiguranje depozita koja se smatra prvim modernim osiguranjem depozita u svijetu. Isto je imalo pozitivan učinak na stanje poslije depresije jer je propadanje banaka postalo rijetkost u razdoblju od 1934. – 1981. Međutim, financijske inovacije su motivirale banke da se u potrazi za većom profitabilnošću okušaju i u rizičnijim poslovima, a ono što im je to omogućilo bilo je upravo postojanje osiguranja depozita jer je ono štitilo banku od navale

deponenata u slučaju da banka pretrpi gubitke. BDP je bilježio rast, a druga recesija 1937. bila je uzrokovana odlukom FED-a za povećanjem novca u rezervama. Razina nezaposlenosti pala je ispod razine prije depresije tek 1941. godine, najavom Drugog svjetskog rata jer je to vrijeme obilježeno rastom industrijske proizvodnje za vojne potrebe te novačenjem velikog broja vojnika.

Negativne posljedice krize najvidljivije su u gospodarstvu SAD. SAD kao država ima najduže iskustvo sa korištenjem suvremene državne regulative u usmjeravanju gospodarskih kretanja. Upravo zbog toga logično je bilo za očekivati da će u toj zemlji početi i najenergičnija akcija za traženje izlaza iz problematične situacije. Jedan od najizraženijih pokazatelja teškog stanja američke privrede je svakako nezaposlenost koja je krajem 2008. godine iznosila 6,5 %. Neki analitičari smatraju da je nezaposlenost bila i veća, zbog toga što je značajan broj onih koji su izgubili posao ostalo bez želje i motiva za traženjem novog radnog mjesta. Relativno najveći broj nezaposlenih je u domeni građevinarstva, prerađivačke industrije i u maloprodaji. U traženju izlaska iz recesije u značajnoj mjeri se koristilo povećanje državnog deficita.

2011. godine ukupni vanjski dug SAD-a dosegao je 14,3 trilijuna dolara. Kao predvodnik razvijenih država sa najvećim ukupnim vanjskim dugom predsjednik SAD-a je poduzeo određene mjere, smanjivanjem potrošnje i povećanjem određenih poreza. Premda se nalazi na drugoj poziciji po ukupnoj vanjskoj zaduženosti Europska unija se trudi da on ne pređe iznos od 60 posto njihovog BDP-a. Iako je Ukupni javni dug Velike Britanije u 2008. godini znosio 37-43 posto njihovog BDP-a, ukupni vanjski dug je iznosio 400% BDP-a istegodine. To je drugi najveći vanjski dug svih zemalja članica G8. Njemačka se nalazi na trećem mjestu po vanjskoj zaduženosti, ali u 2010. država bilježi gospodarski rast i smanjuje razinu svog vanjskog duga. Francuski javni dug u 2011. godini se također počeo smanjivati te je zabilježen pad ukupnog vanjskog duga od 6.43%.

Upravo je američki predsjednik, republikanac, Ronald Reagan početkom 1980-tih, dotadašnji konstantni, ali razmjerno umjereni porast državnog duga, pretvorio u „divlji stampedo“. Reagan je smanjio određene poreze, ali nije smanjio troškove, nego ih je povećao i to prvenstveno za obranu. Imao je mišljenje da manji porezi, u određenim okvirima, uzrokuju veće prihode u državnu blagajnu. Ovakav stav za državnu blagajnu SAD-a je bio katastrofa. Dok je polagao prisegu, dug je iznosio oko trećine američkog BDP-a, a kada je odlazi dug je bio veći od polovine američkog nacionalnog prihoda. Njegov nasljednik, predsjednik Bush, također je

slijedio njegovu politiku što je dodatno vodilo zemlju u probleme. U vremenu predsjednika Clintona gospodarstvu je krenulo, proračun je na kraju bio u plusu, a ukupni javni dug se smanjio za 15%. Nakon Clintona, na mjesto predsjednika vratio se republikanac, Bush mlađi, te odlučio se smanjiti poreze, osobito bogatima. Tada se pak dogodio 11. rujna koji je bacio SAD u novi rast javnog i vanjskog duga. Današnji predsjednik Obama odlučio se suprotstaviti problemu zaduživanja, ali ipak njega su snašli novi problemi, ponajviše velika financijska kriza koja je počela upravo iz SAD-a 2008. godine.

Jedan od uzročnika financijske krize, a istodobno i čimbenika procesa globalizacije, je rastuća deregulacija i financijska liberalizacija. Tijekom 70-ih i 80-ih dolazi do vala deregulacije i financijske liberalizacije iz čega niču nove financijske institucije, financijski instrumenti, tržišta, mogućnosti kombinacija poslova i strategija ulaganja i općenito dolazi do bujanja financijskog sektora i ljudi masovno bivaju privučeni time. Raspadom Sovjetskog Saveza 1991. završava globalni strah potencijalnog rata i u sukobu komunizma i kapitalizma drugi izvojeva pobjedu te postaje globalna ekonomska ideologija. Svijet postaje otvoreno polje za investitore. Do relativno nedavno postojala su tri ekonomska centra svijeta - Japan, SAD i (zapadna) Europa. Tamo su investitori mogli relativno sigurno ulagati uz zadovoljavajuće povrate. No situacija se mijenja početkom 1990-ih. Špekulativni mjehur u Japanu puca 1989. to dovodi do duboke i dugotrajne recesije - 90-te su nazvane izgubljeno desetljeće. U SAD-u FED značajno spušta kamatne stope na razinu koje nije bilo već 25 godina, čineći ulaganja u dug manje isplativim. U Europi 1992. nastupa kriza Europskog monetarnog sistema praćenog špekulativnim napadima, devalvacijama, napuštanjem zemalja članica i nepovjerenjem u valute eurozone.

## 11. POLOŽAJ TRŽIŠTA KAPITALA U RH I UTJECAJ NOVIH NADZORNIH MJERA

U ekonomiji postoje kontroverzne rasprave na pitanje treba li se država umiješati i regulirati tržište kapitala. Zagovornici slobodnog tržišta vjeruju da „nevidljiva ruka“ može ispraviti sve tržišne nepravilnosti. Pobornici državne intervencije smatraju da samo ona može ispraviti tržišne nepravilnosti, ali i maksimizirati društvenu dobrobit. Vlade ekonomija koje su u nastajanju moraju odlično poznavati stanje njihovih tržišta kapitala. Da bi poduzeli korake moraju najprije provesti kvalitetno istraživanje tržišta te razumjeti ponudu i potražnju na tržištu kapitala. Uloga države je veoma važna i značajna u stvaranju opštih uslova privređivanja. Također je značajna uloga države u utvrđivanju zakonskog okvira za organiziranje i funkcioniranje tržišta kapitala.

Veoma je važno da država pri donošenju popisa:

- ostavi tržištu dovoljno prostora da ostvari svoju ulogu i da se ostvari zaštita investitora
- ostavi prostora sudionicima da se iskažu sa svojim inovacijskim sposobnostima.

Ističući ulogu države, potrebno je istaknuti i poticaje u razvoju strukture finansijskih tržišta, a posebno poticaje u razvoju banaka. Svaka država ima svoje karakteristične prilike, odnosno svoju posebnost uslova, svoju tradiciju i iskustva, što u krajnjem rezultira i različitostima razvoja institucionalnih struktura, odnosno procedura finansijskog tržišta. Svojom aktivnošću, država utiče ne samo na stvaranje strukture finansijskih oblika posrednika zapravo i finansijskog tržišta u cjelini, nego i prateći razvoj ista omogućava, potiče i regulira određene promjene. U silnim promjenama, nestabilnostima u vezi sa razvojem trgovine roba i kapitala. Primjer Japana, koji je uspješno zadržavao stabilnost je na, suficit tekuće bilance, a koji je rezultirao izvozom novčanog kapitala, potvrđuje da moramo biti svjesni velike uloge banaka, međuzavisnosti i značaja ekonomsko- političkog sistema, organizacije tržišta kapitala, uloge monetarnog sistema i posebno politike Centralne banke, a u tome zapravo država.



U cilju preventivne i naknadne kontrole tržišnih odnosa i određenih poslovnih transakcija na tržištu kapitala, država organizira i provodi razne oblike kontrole i revizije i to:

- primjene zakonskih propisa
- nadzor nad radom burzi
- portfolio vrijednosnih papira
- informacija u vezi rada i funkcioniranja tržišnih odnosa

### **11.1. Povijesni pregled regulatornih mjera i kritički stavovi<sup>35</sup>**

Poslovanje banaka u SAD i EU predmet je raznih oblika nadzora i kontrole posljednjih godina. Zemlje u razvoju su uvidjele svu nužnost nadzora i kontrole banaka sa ciljem uspostave stabilnog bankarskog sustava. „U uvjetima suvremenog tržišnog gospodarstva i sve šire deregulacije, pojave novih specijaliziranih banaka i novih bankovnih proizvoda, nestajanja granica tržišta i sve većim razvojem novih informacijskih tehnologija, nadzor i kontrola poslovanja banaka dobiva sve više na važnosti za banku, grupu banaka na razini cijele grupe i bankovnog sustava u cjelini.”<sup>36</sup> Analize su pokazale da je kod većina država sustav nadzora i kontrole bankarskih procesa proizašao kao posljedica financijskih kriza. Jedan od primjera je Njemačka u kojoj je uveden opći nadzor nad poslovanjem banaka za banaka na razini cijele grupe i bankovnog sustava u cjelini.”<sup>37</sup> Glavnu ulogu je preuzela Nadzorna vlast za bankarstvo, kao koordinator između Vlade i Državne banke. Zakonom o kreditnom poslovanju iz 1962. godine propisani su okvirni uvjeti poslovanja i obvezan nadzor poslovanja kreditnih institucija koje obavljaju bankarske poslove.

“Regulacija i nadzor poslovanja banaka u SAD ima najdulju povijest. U razdoblju ranog američkog bankarstva s brzom ekspanzijom državnih banaka i porastom broja propasti banaka, države su dobivale sve veća ovlaštenja u svezi s regulacijom bankovnog poslovanja. Da bi

---

<sup>35</sup> Birov, M. Basel III – utjecaj nove regulative na financijska tržišta, banke i njihove korporativne klijente, PBZ, 2011

<sup>36</sup> Miletić, I. Nadzor banaka i stabilnost bankarskog sustava, izvorni znanstveni rad, Zagreb, 2008

<sup>37</sup> Miletić, I. op.cit.

zaštitile klijente banaka, države su počele obavljati nadzor bankovnog poslovanja, a nešto kasnije javljaju se ideje o sustavu osiguranja depozita. U razdoblju 1836. - 1863. nadzor banaka obavljan je pregledom izvješća primljenih od banaka uz vrlo rijetke kontrole uvidom u dokumente izravno u banci. Federalni Zakon o financijskom nadzoru (1863.) i Zakon o narodnoj banci (1864.) omogućili su federalnoj vladi aktivni nadzor poslovanja banaka i osnivanje prvog Ureda za bankovnu kontrolu s ovlastima regulacije i nadzora svih nacionalnih banaka.”<sup>38</sup>

Što se tiče socijalističkih zemalja, regulacija i nadzor poslovanja banaka su zasnovani na posve drugačijim principima. Državna regulacija je vodila glavnu riječ kroz definiranje preciznih mjera i postupaka koje su banke bile dužne provoditi, dok su organi upravljanja bankom bili tek obični izvršitelji već dogovorenih planova u okviru političkih organa i institucija bez mogućnosti uzmicanja od zacrtanih procedura. Uslijed takve politike nadzora i popustljive kontrole dogodilo se to da je nastao sustav neprofitabilnog poslovanja koji je rezultirao nelikvidnim i nesolventnim bankama. Sve navedene negativne posljedice je naslijedio i naš bankarski sustav, a sanacija i restrukturiranje naslijeđenog stanja te ustroj modernog regulatornog okvira i kvalitetnog sustava nadzora i kontrole dugotrajan je proces.

Sve negativne posljedice općenito u financijskom sustavu je naslijedio je i naš bankarski sustav pa se u skladu s istim razvili i donijeli regulatorni okviri koji su do sada imali ukupno tri preinake a radi se o Basel I, Basel II i Basel III.

*Basel I* objavljen je 1988. godine, a u primjeni je od 1992. godine. Za cilj je imao osigurati stabilnost financijskog sustava kroz njegovu adekvatnu kapitaliziranost u odnosu na rizike kojima je izložen. Kapitalni zahtjevi Basela I obuhvaćaju kreditni te tržišni rizik.

*Basel II* je u Hrvatskoj u primjeni od ožujka 2010. godine, a u Europskoj uniji od 2008. godine. Također isti obuhvaća kreditni i tržišni rizik, ali i dodatni operativni rizik (odnosi se na „rizik pogrešaka u procesima i IT sustavima, pogrešaka u dizajnu proizvoda i usluga, internih i eksternih prijevара, značajnih eksternih događaja, itd.). Također propisuje i strože supervizijske procese te obvezu javnog objavljivanja bonitetnih informacija za kreditne institucije. Prije implementacije Basela II je došlo do financijske krize (2007-2010. godine), a koja je ukazala na njegove mnoge slabosti. Spomenuta financijska kriza je rezultirala novim regulatornim

---

<sup>38</sup> Miletić, I. op.cit.

okvirom pod nazivom Basel III čija se primjena provodi postupnom prilagodbom počevši od 2013. godine pa sve do 2019. godine.

*Baselom III* se mijenja definicija kapitala, a kapitalni zahtjevi i dalje ostaju za kreditni i tržišni rizik, ali se uvode i dodatni zaštitni sloj kapitala, protuciklički sloj, te dodatni kapitalni zahtjevi za sistemski rizik. Basel III među ostalim daje novi okvir za upravljanje likvidnošću i to osiguranjem kratkoročne i strukturne likvidnosti.

Nakon uvjetno rečeno neuspjeha prethodna dva Baselska sporazuma (I i II), napredni Basel III je skrojen i postupno implementiran kao sporazum između američkih banaka i banaka iz Europe u vidu novog regulatornog okvira sa novim i objedinjenim starim uspješnim mjerama. Od početka izrade samog Basela III pa i nakon implementacije vlada određeni strah među bankarima koji smatraju da bi moglo postupno doći do usporavanja ekonomskog oporavka, te da će stotine milijardi dolara zapravo ostati „zaglavljene“ za plasiranje potencijalnih kredita. Pojavila su se neka čak vrlo radikalna razmišljanja među financijskim istraživačima koji smatraju da je primjenom Baselskih standarda došlo do destabilizacije svjetskog financijskog sustava i da je njihova daljnja primjena zapravo samo izvor potencijalno novih previranja i nestabilnosti.

## **11.2. Novi zakon o tržištu kapitala**

Naime, novim će Zakonom o tržištu kapitala biti zabranjeno svakoj osobi koja kroz obavljanje svog posla, profesije ili dužnosti dođe u posjed povlaštene informacije da ju učini dostupnom bilo kojoj drugoj osobi, vjerojatno u ime transparentnosti. Iako nije eksplicitno navedeno, “za pretpostaviti je” da se taj dio novog Zakona ne odnosi na medije, nego je ograničen samo na osobe sa javne liste onih koji raspolažu povlaštenim informacijama. Tržište kapitala u Republici Hrvatskoj, kao i djelokrug i nadležnost Hanfe u tom području, uređeni su Zakonom o tržištu kapitala i Zakonom o preuzimanju dioničkih društava.

Zakon o tržištu kapitala uređuje sljedeća područja:

- pružanje investicijskih usluga i obavljanje investicijskih aktivnosti i s tim povezanih pomoćnih usluga
- osnivanje, poslovanje, nadzor i prestanak postojanja investicijskog društva
- fond za zaštitu ulagatelja

- osnivanje, poslovanje, nadzor i prestanak postojanja tržišnog operatera
- pravila trgovanja na uređenom tržištu i multilateralnoj trgovinskoj platformi (MTP-u)
- ponudu vrijednosnih papira javnosti i uvrštenje vrijednosnih papira na uređeno tržište
- objavljivanje informacija o izdavateljima vrijednosnih papira uvrštenih na uređeno tržište
- zabranu zlouporabe tržišta
- osnivanje, poslovanje, nadzor i prestanak postojanja operatera sustava poravnanja i/ili namire
- pohranu financijskih instrumenata i poravnanje i namiru poslova s financijskim instrumentima.<sup>39</sup>

Zakon o preuzimanju dioničkih društava uređuje:

- uvjete za davanje ponude za preuzimanje ciljnih društava
- postupak preuzimanja
- prava i obveze sudionika u postupku preuzimanja te
- nadzor postupka preuzimanja ciljnih društava.

Sudionici tržišta kapitala u Republici Hrvatskoj su:

- ulagatelji u financijske instrumente
- posrednici (investicijska društva, kreditne institucije i ostali)
- izdavatelji vrijednosnih papira i ostalih financijskih instrumenata
- Zagrebačka burza d.d. Zagreb (tržišni operater i operater MTP-a)
- Središnje klirinško depozitarno društvo d.d. Zagreb (operater središnjeg depozitorija nematerijaliziranih vrijednosnih papira i operater središnjeg registra ostalih nematerijaliziranih financijskih instrumenata, operater sustava poravnanja i namire nematerijaliziranih vrijednosnih papira te operater Fonda za zaštitu ulagatelja).

Stvaranje hrvatskog tržišta kapitala započelo je s nastankom RH. Brži razvoj je uslijedio privatizacijom društvenih poduzeća i jačanjem privatnog sektora. Na tržištu kapitala investitori pravne ili fizičke osobe koje ulažu svoja sredstva s namjerom ostvarivanja dobiti, kupuju i

---

<sup>39</sup> [www.hanfa.hr](http://www.hanfa.hr)

prodaju vrijednosne papire. Vrijednosne papire izdaju razni izdavatelji da bi prikupili kapital za poslovanje i razvoj.

### **11.3. Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga ( HANFA)**

Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga (HANFA) je nadzorno tijelo u čiji se djelokrug i nadležnost ubraja nadzor financijskih tržišta, financijskih usluga te pravnih i fizičkih osoba koje te usluge pružaju. Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga osnovana 2005. godine spajanjem triju postojećih nadzornih institucija: *Komisije za vrijednosne papire, Agencije za nadzor mirovinskih fondova i osiguranja te Direkcije za nadzor društava za osiguranje*. Agencija provodi nadzor nad poslovanjem burzi i uređenih javnih tržišta, društava ovlaštenih za pružanje investicijske usluge i obavljanje investicijske aktivnosti, 116 investicijskih društava i izdavatelja vrijednosnih papira, brokera i investicijskih savjetnika, vezanih zastupnika, središnjeg klirinškog depozitarnog društva, društava za osiguranje i reosiguranje, zastupnika i posrednika u osiguranju i reosiguranju, društava za upravljanje investicijskim i mirovinskim fondovima, mirovinskih osiguravajućih društava, investicijskih i mirovinskih fondova, Središnjeg registra osiguranika, Fonda hrvatskih branitelja iz Domovinskog rata i članova njihovih obitelji, Umirovljeničkog fonda i pravnih osoba koje se bave poslovima leasinga i faktoringa, osim ako ih banke obavljaju unutar svoje registrirane djelatnosti. Agencija je samostalna pravna osoba s javnim ovlastima u okviru svog djelokruga i nadležnosti propisanih Zakonom o Hrvatskoj agenciji za nadzor financijskih usluga i drugim zakonima. Odgovorna je Hrvatskom saboru. Agencijom upravlja Upravno vijeće, koje se sastoji od pet članova, od kojih je jedan predsjednik. Predsjednika i članove Upravnog vijeća Agencije imenuje i razrješava Hrvatski sabor na prijedlog Vlade Republike Hrvatske. Agenciju zastupa glavni tajnik Agencije, koji organizira te vodi rad i poslovanje Agencije.

### 11.3.1. Ovlasti HANFE

U obavljanju svojih javnih ovlasti Agencija je ovlaštena:

1. donositi provedbene propise na temelju Zakona o Hrvatskoj agenciji za nadzor financijskih usluga, zakona koji uređuju tržište kapitala, investicijske i druge fondove, preuzimanje dioničkih društava, mirovinska osiguravajuća društva, leasing društva, osiguranje i reosiguranje te financijske usluge, kao i drugih zakona kada je to tim zakonima ovlaštena
2. obavljati nadzor poslovanja subjekata nadzora utvrđenih u propisima iz točke 1. te pravnih osoba koje se bave poslovima faktoringa, osim ako ih banke obavljaju unutar svoje registrirane djelatnosti, te nalagati mjere za uklanjanje utvrđenih nezakonitosti i nepravilnosti
3. izdavati i oduzimati dozvole, odobrenja, licencije i suglasnosti za koje je ovlaštena na temelju posebnih propisa iz točke 1.
4. poticati, organizirati i nadgledati mjere za učinkovito funkcioniranje financijskih tržišta
5. voditi knjige, evidencije i registre u skladu s odredbama Zakona o Hrvatskoj agenciji za nadzor financijskih usluga i posebnih propisa iz točke 1. 117
6. predlagati inicijative za donošenje zakona i drugih propisa te informirati javnost o načelima po kojima djeluju financijska tržišta
7. donositi podzakonske akte radi propisivanja uvjeta, načina i postupaka za jedinstveno obavljanje nadzora unutar svog djelokruga i nadležnosti te poduzimati druge mjere i obavljati druge poslove u skladu sa zakonskim ovlaštenjima
8. izvješćivati ostala nadzorna, upravna i pravosudna tijela o svim pitanjima koja se neposredno ili posredno tiču njihove nadležnosti i djelokruga, povodom postupaka koji se vode pred tim tijelima, a u vezi su s postupcima iz djelokruga i nadležnosti Agencije
9. davati mišljenja o provedbi Zakona o Hrvatskoj agenciji za nadzor financijskih usluga i posebnih propisa iz točke 1. na zahtjev stranaka u postupku ili osoba koje dokažu svoj pravni interes.

Sukladno odredbi članka 374. stavak 2. Zakona o tržištu kapitala (Narodne novine br. 88/08, 136/08, 74/09), Agencija na svojim internetskim stranicama objavljuje popis svih prospekata koje je odobrila u zadnjih dvanaest mjeseci. Ovaj popis omogućuje korisniku pristup prospektu objavljenom u elektroničkom obliku, na internetskim stranicama izdavatelja te na internetskim stranicama financijskih posrednika, ako su uključeni u postupak ponude vrijednosnih papira javnosti ili na internetskim stranicama uređenog tržišta na koje se traži uvrštenje

## **11.4. Središnje klirinško depozitarno društvo – SKDD**

Središnje klirinško depozitarno društvo d.d. (SKDD) je osnovano 18. travnja 1997. godine na temelju članka 84. Zakona o izdavanju i prometu vrijednosnim papirima (NN 107/95) i članka 177. Zakona o trgovačkim društvima (NN 111/93) kao dioničko društvo s nazivom tvrtke Središnja depozitarna agencija d.d. (SDA). Promjena naziva tvrtke u Središnje klirinško depozitarno društvo provedena je 13. ožujka 2009. godine. U skladu s odredbama Zakona o tržištu kapitala (NN 88/08, 146/08) te Pravila i Upute SKDD-a, SKDD: 1. upravlja središnjim depozitorijem nematerijaliziranih vrijednosnih papira 2. upravlja sustavom poravnanja i namire transakcija vrijednosnim papirima sklopljenih na uređenom tržištu i multilateralnoj trgovinskoj platformi (MTP) ili izvan uređenog tržišta i MTP-a (OTC transakcije) 3. određuje jedinstvene identifikacijske oznake nematerijaliziranih vrijednosnih papira (ISIN i CFI oznake).

Zakon o tržištu kapitala stupio je na snagu 1. siječnja 2009. godine. Na temelju članka 593. istog Zakona, Središnje klirinško depozitarno društvo, koje ima dozvolu za obavljanje poslova depozitorija nematerijaliziranih vrijednosnih papira te poslova prijeboja i namire, sklopljenih pravnih poslova s tim papirima u skladu sa ZTVP-om, nastavlja poslovanje kao središnje klirinško depozitarno društvo u skladu s odredbama ovog Zakona, koje je dobilo odobrenje za obavljanje djelatnosti iz članka 506. Društvo je upisano u sudski registar Trgovačkog suda u Zagrebu. Temeljni kapital SKDD-a iznosi 22.500.000,00 kuna i uplaćen je u cijelosti. Društvo je izdalo 60.000 dionica na ime. Uprava SKDD-a sastoji se od dva člana, a Nadzorni odbor SKDD-a prema Statutu može imati najviše sedam članova, s time da trenutno broji sedam članova.

### **11.4.1. Usluge SKDD-a**

Usluge koje SKDD pruža podijeljene su u tri zasebne kategorije:

1. usluge depozitorija
2. usluge poravnanja i namire
3. ostale usluge.

Prava i obveze vezane za obavljanje pojedinih Usluga uređuju se Pravilima i Uputom SKDD-a, Ugovorom o članstvu te drugim ugovorima sklopljenim između SKDD-a i korisnika njegovih usluga. SKDD svojim članovima pruža Usluge temeljem sljedećih načela: – pružanje Usluga

SKDD-a u sigurnom radnom okruženju – pravo svih podnositelja zahtjeva koji ispunjavaju propisane uvjete da postanu članovima SKDD-a – ravnopravnost između pojedinih vrsta članova – redovitost izvještavanja 121 – jasno određeni postupci koji se provode prema članovima koji postupaju protivno Pravilima i Uputi – brzo i mirno rješavanje sporova između SKDD-a i članova, te između članova SKDD-a.

U okviru registara informacija SKDD-a moguće je pretraživati osnovne podatke o sljedećim skupinama podataka:

- Članovi SKDD-A (izdavatelji, sudionici)
- Korporativne akcije (dostupni su podaci za kraći vremenski period)
- Oznaka vrijednosnog papira VP i ISIN
- Vrijednosni papiri
- Prvih 10 (prvih deset računa s najvećom količinom određenog vrijednosnog papira)
- „Free Float” vrijednosni papiri.

*Usluge ulagateljima;* SKDD ulagateljima pruža usluge Moj e-račun, uvid u podatke o ostalim imateljima i usluge povjereništva. Moj e-račun je besplatna internetska usluga svim ulagateljima upisanim u depozitorij SKDD-a. Uključenje je online, jednostavno i brzo, bez potrebe za dostavom naloga i ovjere kod javnog bilježnika.

### **Prednosti:**

- provjera stanja na svim vašim računima u SKDD-u (osim skrbničkih računa) i pregled svake promjene dostupni su Vam odmah
  - mogućnost pregleda i potvrde zahtjeva za registraciju do 18 sati radnim danom Ostale mogućnosti e-računa:
- pregled vaših općih podataka
- pregled isplaćenih i neisplaćenih sredstava iz korporativnih akcija za koje je SKDD platni agent
- pregled tereta (kao vjerovnik i kao dužnik)
- narudžba i preuzimanje određenih izvještaja/obavijesti – online
- online zadavanje zahtjeva za dostavu izvještaja o podacima iz depozitorija i online preuzimanje podataka (DEP-IDE) 122



- pregled Prvih 10 - povijesni podaci
- promjena PIN-a
- promjena PUK-a
- promjena dopisne adrese
- promjena adrese oporezivanja

## 12. ZAKLJUČAK

Temeljna sastavnica ekonomskog sustava svake zemlje čini financijski sustav. Glavni element financijskog sustava upravo čine financijska tržišta. Financijska tržišta su bitna jer ona čine strukture kojima potječu sredstva. Ona pak doprinose većoj proizvodnji i efikasnosti u cijelom gospodarstvu. Svako tržište obiluje zakonima i regulativama. Poslovi na istome predstavljaju kompleksne transakcije te nije dovoljno poznavanje samo jednog zakona i pravilnika. Sam razvoj tržišta kapitala povezan je sa zakonskim i regulatornim okvirima.

Brz razvoj financijskog tržišta u industrijskim razvijenim zemljama, a naročito u SAD-u, zahtijevao je i razvoj sistema suvremenih financijskih institucija. Takav zahtjev se postavljao kao neophodan, jer je bankarski sektor organiziran na konzervativan način postao kočnica daljnjeg razvoja tržišnih odnosa i financijskog tržišta uopće. Slom tržišta 1929. godine činilo je upravo prekretnicu depresije 30 godina 20-og stoljeća. Smatra se da je tržište bilo precijenjeno. Unatoč energičnim intervencijama države u SAD-u, Japanu i u Europi kriza se proširila. S obzirom da je novoizabrani predsjednik potpisao uredbu o preispitivanju Dodd Frank zakona mnogi smatraju da će se kriza iz 2008. godine i ponoviti. Kriza nije zaobišla ni našu državu. Iz spomenutog samih tržišta zaključujemo da je upravo povijest ta koja čini i opisuje temelje nekog tržišta.

U skladu s brojnim regulativama Europske Unije osnovane su radi zaštite tržišta sljedeće regulative; ESMA, EMIR, MiFID I MiFIR. U skladu s spomenutim regulativama na tržištima je omogućena takozvana „donekla“ zaštita kako bi se spriječile nepoželjne situacije. U skladu s tim i u Hrvatskoj su doneseni zakoni koji štite i uređuju tržište kapitala.

## 13. SAŽETAK

Financijski sustav s obzirom na svoju ulogu u gospodarskom razvoju je među najdetaljnije reguliranim segmentima tržišne ekonomije, a ujedno i područje oko kojega se često vode rasprave. Potez postavljanja novih regulatornih mjera i odredbi je logičan obzirom na ponašanja stanovništva i poduzeća, a koje su pokazale prošle, ali i sadašnja gospodarska kriza. Sasvim je jasno da gospodarske krize dotiču kvalitetu života stanovništva uopće te da su ljudi pod utjecajem krize pri određenim gospodarskim fenomenima skloni činiti drastične korake. Gospodarsko stanje mnogih država pa tako i Republike Hrvatske trenutno nosi negativnu sliku, naročito što se tiče zapošljavanja i razina plaća u usporedbi sa općim prosječnim troškovima života stanovništva, a što direktno utječe na kvalitetu života stanovništva kao i na opće stanje kvalitete života naroda. Upravo je radi navedenog uveden skup mjera za regulaciju bankarskog sektora kako bi se smanjio manjak likvidnosti i time se spriječila već viđena slaba pokrivenost rizika, a koja je (i koja bi ubuduće) vodila ka prekomjernom kreditiranju. Ovaj rad ističe način na koji se implementiraju mjere za sprječavanje navedenih situacija, a koje se temelje na Basel III odredbama i mjerama.

## SUMMARY

Due to its role in economic development, the financial systems is one of the most regulated sectors of the market economy, and it is also the area around which discussions often take place. The move of setting new regulatory measures is very logical considering behaviours of residents and businesses shown by last (and current) economic crisis. It is clearly that the economic crisis has a significant impact on life quality of residents and that in periods when people are influenced by the economic crisis they tend to make drastic steps. The current Economic condition of many countries and of the Republic of Croatia has a negative picture, particularly when talking about employment and wage levels comparing average costs of living which directly affects the quality of residents life. The specified is the cause for the introduction of the set of measures for bank sector regulation, which are introduced in order to reduce the excess of liquidity and thus prevent already seen risk coverage in banks, which is (and would) leading to excessive crediting. This work asserts the way of measure implementation in order to prevent specified situations, and which are based on Basel III regulations and measures.

## LITERATURA;

### *Knjige*

- Dutescu, C., The Manipulation of Capital Market, *Ed. C.H. Beck* Bucharest, 2008.
- Foley, B.J. „Tržišta kapitala“,1998.
- Gulin, D. (2002), Manipulacije na financijskim tržištima i njihov utjecaj na financijske izvještaje“, *Računovodstvo, financije i revizija u suvremenim gospodarskim uvjetima*, XXXVII. simpozij Pula, Zagreb: HZRF
- Leko, V., Poslovno bankarstvo, pomoćni materijali za izučavanje, 2008.
- Mishkin, F.S.; Eakins, S.G. „Financijska tržišta i institucije“ 2005.
- Prohaska, Z. „Upravljanje vrijednosnim papirima“, Infoinvest, Zagreb, 1994.
- Rohatinski, Ž.: Monetarna politika u vrijeme krize-Teze sa izlaganja na konferenciji hrvatskog novčarskog tržišta, Opatija, 12.4.2010. g.
- Santomero, A. M., Hoffman, P.: Problem bank resolution: Evaluating the options, Center for Financial Institutions Working Paper, Wharton School Publishing, Philadelphia, 1998.
- Saunders, A., Millon Cornett, A. „Financijska tržišta i institucije“ 2006.
- Tanaka, M., Hoggarth, G.: Resolving banking crises - an analysis of policy options, Bank of England Working Paper, Bank of England, London, 2003.
- Zingales L., The Future of Securities Regulation, *Journal of Accounting Research*“2009.,

### *Web*

1. [www.dab.hr](http://www.dab.hr)
2. [www.hnb.hr](http://www.hnb.hr)
3. [www.liderpress.hr](http://www.liderpress.hr)
4. [www.narodne-novine.nn.hr](http://www.narodne-novine.nn.hr)
5. [www.scribd.com](http://www.scribd.com)

## Članci, referati, časopisi i ostali izvori:

1. Barth J. R., Caprio G. Jr., i Levine R. (2013): Bank Regulation and Supervision in 180 Countries from 1999 to 2011,
2. Basel Committee on Banking Supervision: About the Basel Committee, Basel:BIS
3. Basel Committee on Banking Supervision: „History of the Basel Committee and its Membership“, Basel:BIS
4. Basel Committee on Banking Supervision (2010): Basel III: „International framework for liquidity risk measurement, standards and monitoring“
5. Basel Committee on Banking Supervision (2003): Principales for the Management and Supervisin of Interest Rate Risk, listopad 2003, str. 6-7.
6. Basel Committee on Banking Supervision (2013): Progress report on implementation of the Basel regulatory framework
7. Birov, M. (2011): Basel III – utjecaj nove regulative na financijska tržišta, banke i njihove korporativne klijente, PBZ
8. Bokan, N., Grgurić, L., Krznar, I., Lang, M. - HNB (2010): Utjecaj financijske krize i reakcija monetarne politike u Hrvatskoj
9. Miletić, I. (2008): Nadzor banaka i stabilnost bankarskog sustava, izvorni znanstveni rad, Zagreb