

Strateški okvir za razvoj tržišta kapitala u Republici Hrvatskoj

2025. – 2030.

ožujak 2025.

Sadržaj

1.	Izvršni sažetak	1
2.	Uvod	4
2.1.	Popratni dokumenti Strateškog okvira	5
2.1.1.	OECD-ovo Izvješće o stanju tržišta kapitala u Republici Hrvatskoj	5
2.1.2.	Podloga za Strategiju razvoja tržišta kapitala u Hrvatskoj	5
2.2.	Dijagnostički pregled hrvatskog tržišta kapitala	6
2.3.	Analiza usporedivih tržišta s Republikom Hrvatskom i preporuke za razvoj nacionalnog tržišta kapitala	6
3.	Ključni strateški smjerovi	8
3.1.	Regionalna integracija nacionalnog tržišta i pozicioniranje Republike Hrvatske kao regionalnog financijskog središta	9
3.2.	Digitalizacija tržišta kapitala	13
3.3.	Unaprjeđenje korporativnog upravljanja u trgovačkim društvima	17
3.4.	Unaprjeđenje likvidnosti tržišta kapitala	20
3.5.	Razvoj novih investicijskih instrumenata i načina financiranja	22
4.	Zaključak	24
5.	Pregled strateških smjerova i inicijativa s Ganttovim dijagramom	25
6.	Prilog	28
6.1.	EM klasifikacija tržišta	28
6.2.	Primarni dileri	30
6.3.	IPO fond	30

1. Izvršni sažetak

Tržište kapitala ima ključnu ulogu u gospodarskom razvoju države i društva, a što je već uvelike dokumentirano i općeprihvaćeno u akademskoj literaturi¹. Tržište kapitala služi kao platforma na kojoj trgovačka društva pristupaju financiranju za širenje poslovanja, za razvoj inovacija te za stvaranje novih radnih mjesta. Ulagatelji pak, s druge strane, usmjeravaju svoj kapital u projekte za koje smatraju da imaju potencijal rasta, tražeći prinose koji pridonose ukupnom gospodarskom rastu. Omogućavanjem protoka kapitala između ulagatelja i trgovačkih društava, tržište kapitala ne samo da potiče razvoj gospodarstva, već također promiče dugoročnu ekonomsku stabilnost i stvaranje bogatstva.

Nadalje, razvijeno i funkcionirajuće tržište kapitala osigurava optimalnu raspodjelu financijskih resursa u različitim sektorima, potiče konkurenciju, povećava produktivnost i podržava razvoj infrastrukture. Likvidno tržište kapitala pruža trgovačkim društvima fleksibilnost u prikupljanju sredstava za kratkoročne operativne potrebe i dugoročne strateške inicijative, čime se potiče gospodarstvo. U suštini, tržište kapitala je temelj financijskih ekosustava te služi kao katalizator održivog razvoja i ekonomske otpornosti.

Zaključno, snažno tržište kapitala građanima pruža više mogućnosti za ulaganje njihovog novca, potencijalno donosi više prinose i omogućava ulagateljima štednju za mirovinu.

S ciljem razvoja hrvatskog tržišta kapitala, Ministarstvo financija je s Hrvatskom agencijom za nadzor financijskih usluga (u daljnjem tekstu: HANFA) i uz provedbenu pomoć Europske banke za obnovu i razvoj, pokrenulo projekt izrade Strateškog okvira za razvoj tržišta kapitala u Republici Hrvatskoj (u daljnjem tekstu: Strateški okvir). Cilj projekta bio je angažirati relevantne tržišne sudionike, organizirane kroz Radnu skupinu za izradu Prijedloga Strateškog okvira za razvoj tržišta kapitala u Republici Hrvatskoj (u daljnjem tekstu: Radna skupina), kako bi se identificirali, ocijenili i definirali specifični strateški smjerovi i pripadajuće inicijative u objedinjenom strateškom dokumentu koji će služiti kao nacionalni strateški okvir. Ova inicijativa rezultirala je definiranjem pet ključnih strateških smjerova koji su detaljno opisani u nastavku ovog dokumenta:

- **Regionalna integracija nacionalnog tržišta i pozicioniranje Republike Hrvatske kao regionalnog financijskog središta**

S obzirom na veličinu gospodarstva Republike Hrvatske i cilj postizanja klasifikacije tržišta u razvoju (eng. Emerging Market (EM), u daljnjem tekstu: „EM klasifikacija“), potrebno je iskoristiti pozitivne tržišne trendove i perspektive za jačanje pozicije Republike Hrvatske kao regionalnog financijskog središta. Uz to, potrebno je koordinirati inicijative s državama u regiji u zajedničkom ostvarivanju EM klasifikacije. Razmatranje opcija regionalnog proširenja tržišta uključuje i mogućnost uspostavljanja poveznica s međunarodnim središnjim depozitorijima vrijednosnih papira te pozicioniranje Republike Hrvatske kao središnjeg regionalnog mjesta fondova kojima se trguje na burzi (engl. exchanged-traded fund) (u daljnjem tekstu: ETF).

¹Npr. Popov, Alexander A., *Evidence on Finance and Economic Growth* (2017), ECB Working Paper No. 2115; Laeven, Luc, *The Development of Local Capital Markets: Rationale and Challenge* (2014), IMF WP/14/234, itd.

- **Digitalizacija tržišta kapitala**

Osiguravanje odgovarajućih digitalnih rješenja i izvora informacija ključno je za omogućavanje lakšeg pristupa i pojednostavljenje procesa, što će dodatno potaknuti razvoj tržišta kapitala u kontekstu sveukupne digitalizacije. Uz to, digitalni alati dodatno će optimizirati burzovne procese, povećati transparentnost te smanjiti potrebu za fizičkom dokumentacijom. Jedinствена digitalna točka pristupa informacijama za regionalne sudionike omogućit će privlačenje institucionalnih i malih ulagatelja.

- **Unaprjeđenje korporativnog upravljanja u trgovačkim društvima**

Oснаživanje korporativnog upravljanja, povećanje transparentnosti te pridržavanje međunarodnih standarda financijskog i javnog objavljivanja izvještaja i informacija, predstavljaju dodatne ključne faktore za razvoj tržišta kapitala i odnose s ulagateljima. Jačanje odjela korporativnih riznica (kako privatnih, tako i državnih trgovačkih društava) preduvjet je za učinkovito prikupljanje sredstava na tržištu kapitala. Priprema trgovačkih društava za pristup tržištu kapitala putem izdavanja obveznica i djelomičnog (manjinskog) izdanja dionica trebala bi se provoditi s jasnim ciljem prikupljanja kapitala za ulaganja i razvoj poslovanja/strategije, kao i za potporu općem strateškom cilju stjecanja EM klasifikacije.

- **Unaprjeđenje likvidnosti tržišta kapitala**

Kako bi se povećao volumen trgovanja na tržištu kapitala nužno je kreiranje i unaprjeđenje inicijativa s ciljem poticanja aktivnog trgovanja malih i institucionalnih ulagatelja. Cilj je izgraditi povjerenje malih ulagatelja za povratak na tržište kapitala uvođenjem atraktivnih proizvoda koji mogu doprinijeti povećanju likvidnosti uz jačanje financijske pismenosti koja može pomoći u razumijevanju prednosti i rizika tržišta kapitala.

- **Razvoj novih investicijskih instrumenata i načina financiranja**

Promicanje šireg opsega aktivnosti na tržištu kapitala uključuje inicijative za alternativne izvore financiranja trgovačkih društava u početnoj fazi poslovanja (engl. start-up), jačanje fondova rizičnog kapitala, podršku trgovačkim društvima prilikom izlaska na burzu putem inicijalne javne ponude (engl. initial public offering, u daljnjem tekstu: IPO) i sličnih programa podrške. Također, programi usmjereni na mala i srednja trgovačka društva te objedinjavanje financiranja za jedinice lokalne samouprave i jedinice područne (regionalne) samouprave dodatne su inicijative usmjerene na podršku ponude vrijednosnih papira na tržištima kapitala u Republici Hrvatskoj. Zaključno, s daljnjim razvojem tržišta kapitala, također će se razmatrati podrška razvoju dodatnih proizvoda kao što su zeleni vrijednosni papiri, ETF-ovi, specijalizirani fondovi itd.

Ovih pet strateških smjerova dopunjuje horizontalna inicijativa koja će se provoditi tijekom cjelokupnog razdoblja primjene Strateškog okvira:

- **Optimizacija zakonodavnog okvira s ciljem smanjenja prekomjerne regulacije (*gold-plating*) i kontinuirano praćenje konkurentnosti i učinkovitosti hrvatskog zakonodavnog okvira**

Provođenje strateških smjerova osigurat će se kroz dva akcijska plana koje će izraditi Ministarstvo financija. Akcijski planovi će sadržavati pojedinačne ciljeve s aktivnostima i podaktivnostima, nositeljima i sunositeljima te vremenskim okvirom provedbe. Prvi akcijski plan je pripremljen istovremeno sa Strateškim okvirom te je priložen ovom dokumentu, dok je izrada drugog akcijskog plana planirana za 2026. i obuhvatit će razdoblje do kraja 2030.

2. Uvod

Tržište kapitala u Republici Hrvatskoj značajno se razvilo zahvaljujući, između ostalog, usklađivanju hrvatskog zakonodavstva s pravnom stečevinom Europske unije i europskim standardima, ulasku u europodručje i povećanju kreditnog rejtinga. Međutim, postoje određeni izazovi u pogledu razvijenosti tržišta, likvidnosti i diversifikaciji proizvoda u usporedbi s drugim državama članicama Europske unije, uključujući usporedive ekonomije iz srednje i istočne Europe. Uz komparativne prednosti kao što su snažno pravno i regulatorno okruženje te relativno dobro razvijena tržišna infrastruktura, hrvatskom tržištu kapitala nedostaje dubina i likvidnost u vlasničkim i dužničkim vrijednosnim papirima. Postoji razmjerno veliki broj lokalnih institucionalnih ulagatelja, osobito mirovinskih fondova i osiguravajućih društava, no i njima nedostaju dodatne atraktivne mogućnosti za domaća ulaganja. Istovremeno, malim ulagateljima često nedostaje financijsko znanje ili prilike za diversifikaciju svojih ušteđevina. Adresiranje ovih pitanja ključno je za ostvarivanje punog potencijala hrvatskog tržišta kapitala i za osiguravanje da tržište kapitala podupire opći gospodarski razvoj Republike Hrvatske.

Razvijeno tržište kapitala ima ključnu ulogu u poticanju malih ulagatelja i poslovnog sektora, jačanjem gospodarskog rasta, povećanjem financijske stabilnosti i poboljšanjem pristupa investicijskim prilikama.

Dobro funkcionirajuće tržište kapitala, za građane nudi nove prilike za štednju i ulaganje, što dovodi do veće financijske sigurnosti i akumulacije kapitala. Uz to, ono omogućava pojedincima sudjelovanje u gospodarskom razvoju države kroz ulaganja u obveznice, dionice i druge financijske instrumente, a dugoročne koristi uključuju i mogućnost štednje za mirovinu kroz ulaganje na tržištu kapitala.

Za trgovačka društva, razvijeno tržište kapitala osigurava pristup kapitalu za jačanje poslovanja i razvoj inovacija. Dodatno, trgovačkim društvima se na taj način omogućava učinkovito prikupljanje sredstava kroz vlasnički ili dužnički kapital, čime se smanjuje oslanjanje na tradicionalne (bankovne) izvore financiranja. Diversifikacija izvora financiranja doprinosi dinamičnijem i konkurentnijem poslovnom okruženju, atraktivnim ulaganjima, poticanju poduzetništva te stvaranju radnih mjesta. Nadalje, transparentno i likvidno tržište kapitala poboljšava standarde korporativnog upravljanja, osnažujući povjerenje ulagatelja i unaprjeđujući cjelokupnu poslovnu klimu.

Strateški okvir ima za cilj izgraditi dinamičnije i otpornije tržište kapitala u Republici Hrvatskoj, adresiranjem postojećih nedostataka u likvidnosti, dubini tržišta i investicijskim prilikama. Kroz razdoblje provedbe Strateškog okvira, cilj je postizanje EM klasifikacije, sa svrhom privlačenja međunarodnih ulaganja i kapitala te pozicioniranja Republike Hrvatske na globalnoj financijskoj sceni.

Temelji za Strateški okvir su dijagnostički pregled hrvatskog tržišta kapitala, kao i analiza usporedivih tržišta s Republikom Hrvatskom te preporuke za unaprjeđenja koji su detaljno objašnjeni u sljedećem odjeljku. Pri tome uzeti su u obzir i Izvješće o stanju tržišta kapitala u Republici Hrvatskoj koje je 2021. predstavila Organizacija za ekonomsku suradnju i razvoj (u daljnjem tekstu: OECD), kao i Podloga za Strategiju razvoja tržišta kapitala u Hrvatskoj koju je pripremila CFA Udruga Hrvatska.

2.1. Popratni dokumenti Strateškog okvira

2.1.1. OECD-ovo Izvješće o stanju tržišta kapitala u Republici Hrvatskoj

Izvješće o stanju tržišta kapitala u Republici Hrvatskoj zajedno s ključnim preporukama pod nazivom: „Capital Market Review of Croatia: Capital Market Reforms for Recovery and Improved Business Dynamics in Croatia“ (u daljnjem tekstu: OECD-ovo Izvješće), predstavljeno je 16. lipnja 2021. Izvješće je izrađeno u sklopu provedbe Programa strukturnih reformi (SRS – Structural Reform Support) Europske unije s ciljem sveobuhvatnog pregleda tržišta kapitala u Hrvatskoj, kako bi se pridonijelo oživljavanju tržišta kapitala. OECD je izabran kao partner projekta. U OECD-ovu Izvješću prikazane su procjene i preporuke te je dana detaljna analiza hrvatskog tržišta kapitala, kao i korporativnog sektora. Te preporuke bi trebale pomoći u iskorištavanju prednosti članstva u Europskoj uniji, a osobito sudjelovanja u Uniji tržišta kapitala koja ima za cilj produbljivanje i integraciju tržišta kapitala u 27 država članica. Izvješće je podijeljeno na dva ključna dijela. Prvi dio se odnosi na procjenu tržišta kapitala u Hrvatskoj te na preporuke, a drugi dio se odnosi na pregled stanja hrvatskog korporativnog sektora, javno tržište kapitala, korporativno tržište obveznica te privatna tržišta kapitala. OECD-ovo Izvješće dio je OECD-ove Serije Izvješća o tržištima kapitala koje informira o načinu kako tržišta kapitala mogu služiti u svojoj važnoj ulozi u usmjeravanju financijskih izvora od kućanstava do ulaganja u realnoj ekonomiji. Ključne preporuke iz OECD-ovog Izvješća, s ciljem postizanja učinkovitog i atraktivnog tržišta kapitala, uključivale su sljedeće:

- Poboljšanje uvjeta za kotiranje na burzi
- Kotiranje trgovačkih društava u državnom vlasništvu – širenje opsega tržišta i poboljšavanje upravljanja
- Iskorištavanje potencijala institucionalnih ulagatelja u Republici Hrvatskoj
- Financiranje dugoročnih dugova putem tržišta
- Mobilizacija tržišta privatnog kapitala
- Jačanje bilanci stanja trgovačkih društava i poboljšanje okvira insolventnosti.

Nakon spomenutog OECD-ovog Izvješća, OECD je u rujnu 2023. objavio i Ekonomski pregled Republike Hrvatske, ističući uspješno upravljanje krizom uzrokovanom COVID-19 i naknadnim šokovima cijena uslijed rata u Ukrajini. U Ekonomskom pregledu se navodi da je Republika Hrvatska tijekom navedenog razdoblja ostvarila značajan rast proizvodnje, porast razine zaposlenosti te opći napredak u razini blagostanja.

2.1.2. Podloga za Strategiju razvoja tržišta kapitala u Hrvatskoj

Prilikom izrade ovog dokumenta u obzir je uzeta i studija koju je izradila CFA Udruga Hrvatska pod nazivom Podloga za Strategiju razvoja tržišta kapitala u Hrvatskoj. Naime, CFA Udruga Hrvatska je u suradnji s Ministarstvom financija, Zagrebačkom burzom, Središnjim klirinškim depozitarnim društvom i Hrvatskom gospodarskom komorom tijekom 2023. provela istraživanje među sudionicima tržišta s ciljem identificiranja potencijalnih prepreka na hrvatskom tržištu kapitala. Rezultati istraživanja su vidljivi u spomenutoj Podlozi u kojoj je istaknuto 25 inicijativa koje se između ostalih odnose na mjere za unaprjeđivanje okvira za trgovačka društva različitih veličina za uvrštenje na burzu i za otklanjanje operativnih i tehničkih prepreka za daljnji razvoj domaćeg tržišta kapitala, mjere za postizanje EM klasifikacije, uvođenje investicijskih računa te smanjenje troškova, pojednostavljivanje

postupaka za uvrštenja na burzu i dr. Sve navedene inicijative su dodatno analizirane i uzete u obzir prilikom izrade ovog Strateškog okvira.

2.2. Dijagnostički pregled hrvatskog tržišta kapitala

Dijagnostički pregled hrvatskog tržišta kapitala (u daljnjem tekstu: Dijagnostički pregled) jedna je od provedenih aktivnosti namijenjena procjeni hrvatskog tržišta kapitala i identificiranju postojećih prepreka. Pregled je uzimao u obzir prethodno spomenuto OECD-ovo Izvješće objavljeno u lipnju 2021., kao i Podlogu za Strategiju razvoja tržišta kapitala u Hrvatskoj objavljenu u siječnju 2024. Dijagnostički pregled dodatno se temeljio na upitnicima i intervjuima s relevantnim ključnim tržišnim dionicima.

Upitnici, kao dio Dijagnostičkog pregleda, distribuirani su u prosincu 2023. i dostavljeni prema osam kategorija različitih tržišnih sudionika, uključujući trgovačka društva uvrštena na burzi, investicijska društva, osiguravajuća društva, mirovinske fondove, društva za upravljanje investicijskim fondovima, trgovačka društva koja su povukla dionice s burze, banke te trgovačka društva koja nisu uvrštena na burzu, ali razmatraju uvrštenje. Nadalje, Dijagnostički pregled uključivao je intervju s identificiranim relevantnim dionicima na tržištu kapitala kako bi se identificirala ključna područja za određivanje strateških smjerova i preporuka za unaprjeđenje tržišta kapitala.

Saznanja iz upitnika i intervjuja imala su ključnu ulogu u Dijagnostičkom pregledu, pružajući sveobuhvatan uvid u trenutne tržišne uvjete, izazove i prilike te doprinoseći oblikovanju daljnje analize.

Na temelju procjene tržišta u Dijagnostičkom pregledu identificirane su sljedeće okvirne opcije i okvirni smjerovi za razvoj tržišta kapitala, svaki s pripadajućim razradama:

- Povećanje broja uvrštenih društava na burzi
- Poboljšanje likvidnosti i atraktivnosti tržišta
- Usluge povezane uz infrastrukturu
- Poboljšanje zakonodavnog okvira.

2.3. Analiza usporedivih tržišta s Republikom Hrvatskom i preporuke za razvoj nacionalnog tržišta kapitala

Temeljem Dijagnostičkog pregleda, provedena je analiza usporedivih tržišta s Republikom Hrvatskom koja je rezultirala s 22 inicijative usmjerene na stjecanje EM klasifikacije. Spomenute inicijative korištene su kao osnova za kreiranje pet strateških smjerova.

Identificirane kratkoročne inicijative, koje u kratkom razdoblju mogu donijeti pozitivne učinke, provodit će se u razdoblju od dvije godine. Srednjoročne inicijative usmjerene su na razdoblje do šest godina, omogućujući sveobuhvatnije planiranje i razvoj održivih rješenja. Ovakav fazni pristup osigurava adresiranje trenutnih i srednjoročnih ciljeva, olakšavajući kontinuirani napredak i usklađenost sa strateškim ciljevima. Detaljniji vremenski okvir prikazan je u odjeljku „Pregled strateških smjerova i pripadajućih inicijativa“, uključujući Ganttov dijagram.

Važno je napomenuti kako su inicijative razvijene unutar Radne skupine, koja je uključivala predstavnike Ministarstva financija i HANFA-e, kao i ključne dionike s tržišta, uključujući Zagrebačku burzu d.d., Središnje klirinško depozitarno društvo d.d., mirovinske fondove, investicijska društva, investicijske fondove, banke, CFA Udrugu Hrvatska i druge. Ovaj pristup

osigurao je da su preporuke pripremljene u koordinaciji sa stvarnim potrebama i izazovima tržišta.

3. Ključni strateški smjerovi

Kako je već spomenuto, nakon provedenog Dijagnostičkog pregleda identificirani su ključni izazovi i prilike hrvatskog tržišta kapitala. Dijagnostički pregled potkrijepljen je analizom usporedivih tržišta s Republikom Hrvatskom s uključenim preporukama za poboljšanje, dok su dodatno povratne informacije prikupljene izravno od sudionika tržišta i to putem upitnika, intervjua i sastanaka.

Provedene analize ukazale su na potencijalne prepreke koje usporavaju napredak i razvoj hrvatskog tržišta kapitala. Identificirano je da Republici Hrvatskoj nedostaje adekvatna veličina i dubina tržišta, sugerirajući priliku za istraživanjem opcija za regionalnu integraciju. Dodatno, utvrđeno je i kako su za privlačenje mladih ulagatelja potrebne određene investicije u digitalizaciju kako bi uspješno konkurirali rastućem broju online platformi. Pozicioniranje hrvatskih trgovačkih društava na europskom tržištu može se potaknuti poboljšanjem korporativnog upravljanja, što će privući strane ulagatelje u eventualna nova izdanja vrijednosnih papira nacionalnih trgovačkih društava, a može pridonijeti produbljivanju veličine tržišta i stjecanju EM klasifikacije. Nedostatak likvidnosti kao jedan od glavnih izazova na tržištu kapitala mogao bi se poboljšati unaprjeđenjem ponude atraktivnih investicijskih opcija (npr. sudjelovanje malih ulagatelja u IPO-ima, investicijski računi itd.), čime se potiče aktivnije sudjelovanje te se nastavlja nedavni uspjeh izdavanja državnih vrijednosnih papira za male ulagatelje.

Posljedično, upravo su to i razlozi zbog kojih je predloženo usvajanje sveobuhvatnog Strateškog okvira, a sve kako bi se nastojali riješiti identificirani izazovi i kako bi se stvorili uvjeti za dugoročni rast i održivost tržišta. Da bi se postigla potrebna transformacija i poboljšanje hrvatskog tržišta kapitala s ciljem postizanja EM klasifikacije, identificirano je pet ključnih strateških smjerova, pri čemu svaki od njih adresira utvrđene izazove tržišta kapitala.

Ključni strateški smjerovi koje će se detaljnije razrađivati u sljedećim odjeljcima uključuju:

- 1. Regionalnu integraciju nacionalnog tržišta i pozicioniranje Republike Hrvatske kao regionalnog financijskog središta**
- 2. Digitalizaciju tržišta kapitala**
- 3. Unaprjeđenje korporativnog upravljanja u trgovačkim društvima**
- 4. Unaprjeđenje likvidnosti tržišta kapitala**
- 5. Razvoj novih investicijskih instrumenata i načina financiranja.**

Svaki od pet strateških smjerova obuhvaća specifične aktivnosti usmjerene na rješavanje identificiranih izazova hrvatskog tržišta kapitala.

Pored pet strateških smjerova, u Strateški okvir uključena je i horizontalna inicijativa koja je povezana sa svim strateškim smjerovima i smatra se značajnom za dugoročni uspjeh transformacije hrvatskog tržišta kapitala. Kako bi se dodatno osigurao razvoj široke baze ulagatelja te stvaranje potražnje potrebne za poticanje rasta tržišta i osiguravanje stabilnog i dugoročnog razvoja, horizontalna inicijativa uključuje optimizaciju zakonodavnog okvira kao podršku razvoju tržištu kapitala. Zakonodavne prilagodbe potrebno je provoditi kontinuirano kako bi se smanjila prekomjerna regulacija (*engl. gold-plating*) i kako bi se osiguralo da pravni okvir Republike Hrvatske ostane konkurentan, što jednostavniji i usklađen s pravnom stečevinom Europske unije te relevantnim standardima Europske unije. Ova horizontalna inicijativa, zajedno s pet prethodno spomenutih strateških smjerova, omogućit će usklađivanje

hrvatskog tržišta kapitala s međunarodnim standardima, privlačenje šire baze ulagatelja te jačanje konkurentne pozicije Republike Hrvatske na globalnoj razini.

3.1. Regionalna integracija nacionalnog tržišta i pozicioniranje Republike Hrvatske kao regionalnog financijskog središta

Zagrebačka burza, iako uključuje nekoliko trgovačkih društava sa značajnim tržišnim kapitalizacijama, suočava se s izazovima ograničene likvidnosti, malim brojem transakcija, kao i malim brojem uvrštenih trgovačkih društava. Broj transakcija i uvrštenih društava opada već dugi niz godina, otkako su provedeni brojni IPO-ovi. Uz niži volumen trgovanja, smanjenu likvidnost i ograničenu međunarodnu vidljivost, privlačenje velikih međunarodnih ulagatelja koji obično teže prema većim i aktivnijim tržištima predstavlja značajan izazov. Kao rezultat toga, postizanje EM klasifikacije postavlja se kao zahtjevan cilj. Ipak, perspektiva tržišta kapitala u Republici Hrvatskoj pokazuje naznake poboljšanja, što otvara mogućnost regionalne integracije s burzama čime bi se povećale mogućnosti za stjecanje EM klasifikacije.

Krajem 2024. tri su najveće i najpoznatije agencije za dodjelu kreditnog rejtinga: Fitch Ratings, Moody's i Standard & Poor's podigle kreditni rejting Republike Hrvatske i to iz kategorije B u kategoriju A. Agencije Fitch Ratings i Standard & Poor's povisile su kreditni rejting na A-, dok je Moody's dao ocjenu A3. Sve tri agencije daju stabilne odnosno pozitivne izgleda za dugoročno zaduživanje Republike Hrvatske. Navedeno se odražava u kontinuiranom rastu bruto domaćeg proizvoda (u daljnjem tekstu: BDP) i snažnim fiskalnim rezultatima. Ovo unaprijeđenje također ukazuje na poboljšanu integraciju Republike Hrvatske s europskim i međunarodnim institucijama. **Taj rejting svrstava Republiku Hrvatsku u skupinu država Europske unije poput Portugala i Poljske, nadmašujući pritom države kao što su Grčka i Mađarska, koje već posjeduju EM klasifikaciju prema MSCI burzovnom indeksu (engl. Morgan Stanley Capital International indeks; u daljnjem tekstu: MSCI).** Spomenuto povećanje rejtinga donosi nekoliko značajnih prednosti, uključujući poboljšanje gospodarskog i financijskog položaja države, niže troškove zaduživanja, veće povjerenje ulagatelja, pristup većem broju međunarodnih tržišta kapitala, gospodarski rast i poboljšanu reputaciju Republike Hrvatske.

Poboljšana reputacija, dodatno potaknuta najvišim kreditnim rejtingom u regiji i snažnom valutom zbog uvođenja eura, označava ključni trenutak za iskorak kada je riječ o regionalnoj integraciji, ali i kada je riječ o pozicioniranju Republike Hrvatske kao regionalnog financijskog središta.

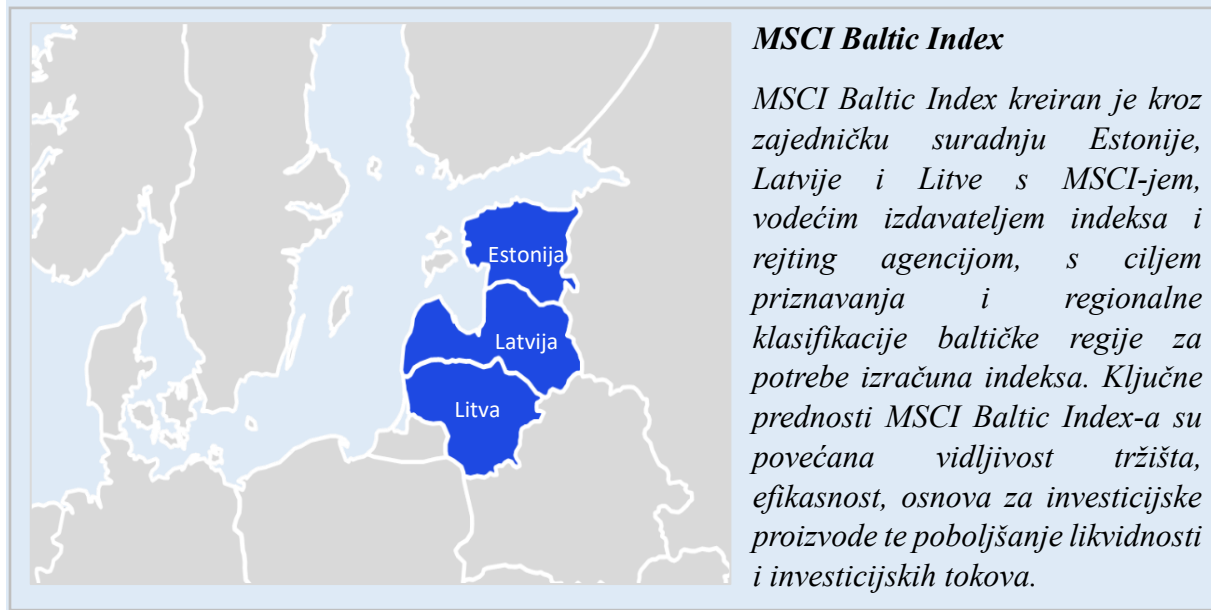
U usporedbi sa Sjedinjenim Američkim Državama, europska tržišta kapitala karakterizira rascjepkana post-trgovinska infrastruktura što predstavlja značajne prepreke za burze koje djeluju neovisno. Rascjepkanost može dovesti do povećane operativne složenosti i većih troškova, što često odvraća velike međunarodne institucionalne ulagatelje koji se koncentriraju na veća tržišta s većom likvidnošću i aktivnošću tržišta. Ovaj izazov upućuje na mogućnost razmatranja regionalnih integracija, uz zadržavanje neovisnog funkcioniranja pojedinačnih tržišta istovremeno pružajući jedinstvenu pristupnu točku za trgovanje, namiru i tržišne informacije. Takva integracija omogućava institucionalnim ulagateljima da ta tržišta percipiraju kao jedinstvenu regiju, čime se povećava njihova percipirana veličina i atraktivnost te se povećava potencijal za znatne priljeve investicija.

Regionalne integracije već imaju značajnu prisutnost u Europi, primjerice Euronext koji djeluje u više država i Nasdaq Baltic koji uključuje tri baltičke burze – Tallinn (Estonija), Riga (Latvija) i Vilnius (Litva). Spomenute države suočavale su se sa sličnim izazovima kao Republika Hrvatska i države u regiji, uključujući manjak međunarodnih institucionalnih ulagatelja, skroman omjer tržišne kapitalizacije i BDP-a, visoku ovisnost o bankovnim izvorima financiranja te dominaciju malih i srednjih trgovačkih društava na njihovim burzama.

Unatoč tome što imaju tri različita jezika, zakonodavstva i regulatora, članice Nasdaq Baltic regionalne integracije uspješno koriste prednosti ujedinjene infrastrukture, kao što su platforma za trgovanje i zajednička rješenja za namiru i poravnanje. Ova struktura omogućava burzama neovisno djelovanje, ali istovremeno ostvaruju koristi od većeg, konsolidiranog tržišta što ih čini atraktivnijima kada je riječ o međunarodnim ulagateljima. U slučaju Nasdaq Baltic, kumulativni volumen tržišta i percepcija većeg tržišta značajno su unaprijedili njihove mogućnosti za stjecanje EM klasifikacije, što bi inače bilo teško ostvarivo za burze koje djeluju samostalno.

Regionalna integracija baltičkih država može poslužiti kao dobar primjer za potencijalne daljnje aktivnosti za uspostavljanje regionalne integracije nacionalnog tržišta, koje bi u početku moglo obuhvatiti države članice Srednje i Jugoistočne Europske unije zbog zajedničke valute i regulatornog okvira, uz potencijalno uključivanje regionalnih država izvan Europske unije u budućnosti, uz održavanje matrične strukture upravljanja.

Okvir 1: Primjer uspješne regionalne integracije tržišta kapitala



Za uspjeh regionalne tržišne integracije potrebno je koristiti nekoliko poluga:

- Zajedničke liste izdavatelja i članova
- Usklađena pravila i tržišne prakse
- Standardizacija dokumentacije na svim burzama (uključujući prospekte)
- Prekogranična koordinacija i suradnja.

Nadalje, regionalna tržišna integracija može se dodatno ojačati kroz sljedeće inicijative:

- Aktivna podrška vodstva burzi, državnih institucija te regulatornih tijela i drugih relevantnih dionika
- Uspostava dijaloga s potencijalnim ulagateljima te organizacija događaja za ulagatelje
- Usuglašavanje svih ključnih dionika o integracijskom planu temeljenom na međusobnim sporazumima o suradnji
- Koordinirana suradnja predstavnika vlasti i sudionika tržišta, uključujući zajednički strateški pristup prema pružateljima referentnih indeksa
- Jačanje svijesti građana o važnosti štednje i ulaganja u tržišta kapitala kao alternativu uobičajenim financijskim proizvodima (poput npr. depozita).

Iako regionalna integracija može sugerirati da bi trgovačka društva koja razmatraju izlazak na burzu mogla odabrati uvrštenje na najvećoj burzi, iskustvo baltičkih zemalja pokazuje da trgovačka društva koja razmatraju IPO preferiraju uvrštenje na domaćem tržištu (tzv. *home-bias*) ili dvojno uvrštenje, također poboljšavajući likvidnost domaćeg tržišta.

Pozicioniranje Republike Hrvatske kao regionalnog financijskog središta te regionalna integracija nacionalnog tržišta s europskim burzama mogla bi se dodatno unaprijediti osnaživanjem postojećih te uspostavljanjem novih poveznica s depozitorijima u regiji, posebno u području poravnjanja i namire transakcija te skrbničkih usluga (npr. međunarodni središnji depozitoriji), čime bi se proširio pristup tržištima i diversificirala baza ulagatelja.

Kada je riječ o pozicioniranju Republike Hrvatske kao regionalnog financijskog središta nastojat će se osigurati sve što je potrebno kako bi upravo Republika Hrvatska bila središnja točka za financijske usluge i aktivnosti unutar našeg geografskog područja, ali i šire te kako bi se privukle tvrtke i investitori iz obližnjih zemalja ili regije zbog dobro razvijene financijske infrastrukture, zakonodavnog okvira, otvorenih kanala komunikacije sa regulatorima, kao i dostupnosti kvalificirane radne snage u Republici Hrvatskoj.

U tom smislu, Republika Hrvatska se prije svega ima priliku pozicionirati kao središnje mjesto za uvrštenje ETF-ova, koristeći regulatorne, tehnološke i tržišne prednosti kako bi privukla globalne upravitelje imovinom, brokere i ulagatelje. Europa trenutno ima nekoliko financijskih središta za ETF-ove (npr. Irska za registraciju ETF-ova i Njemačka za trgovanje ETF-ovima). Iako je imovina ETF-ova u Europi dosegla gotovo dvije milijarde EUR, sredstva su većinom koncentrirana u ETF-ovima iz Sjedinjenih Američkih Država i drugih globalnih tržišta – ETF-ovi koji prate europska trgovačka društva čine samo 25% od ukupnog iznosa. S razvojem financijskog, a kasnije i regionalnog središta, Republika Hrvatska je u prilici pozicionirati se kao središnje regionalno mjesto za uvrštenje ETF-ova. Ovakav razvoj tržišta dodatno bi privukao i međunarodne upravitelje imovinom na registraciju međunarodnih ETF-ova. Pozicioniranje Republike Hrvatske kao regionalnog financijskog središta na kojem se uvrštavaju međunarodni ETF-ovi zahtijeva dodatne promotivne aktivnosti, ispitivanje interesa i utvrđivanje potreba, poticanje međunarodnih ulagatelja i pružatelja likvidnosti (engl. *liquidity provider*), kao i promociju niskih troškova trgovanja ETF-ovima za postizanje većeg volumena trgovanja. Također, ključno je i omogućavanje uvrštenja i trgovanja fondovima koji su inače prisutni na hrvatskom i drugim tržištima kroz uspostavu veza s europskim središnjim depozitorijima vrijednosnih papira, kao i analiza i uspostava svih relevantnih tehničkih preduvjeta. Kako bi se navedeno moglo uspostaviti, potrebno je analizirati tehničke i regulatorne zahtjeve i preduvjete te istražiti interes i utvrditi potrebe za uspostavom ovakvog ETF središta.

Zaključno, regionalno integrirano tržište kapitala **omogućilo bi burzama članicama privlačenje novih institucionalnih ulagatelja i povećanje prekogranične aktivnosti postojećih regionalnih ulagatelja pružajući im širu regionalnu perspektivu (veći opseg)**, uz zadržavanje individualnog poslovanja. Zajednički regionalni bazen likvidnosti povećao bi vidljivost među ulagateljima, čime bi se osigurala bolja usluga za nacionalne izdavatelje, ali i podržala trgovačka društva iz susjednih država pružajući im ulaznu točku na tržišta Europske unije putem regionalnog financijskog središta. S ujedinjenom infrastrukturom i dodatnim inicijativama poput jedinstvene pristupne točke i međunarodnih infrastrukturnih veza, Republika Hrvatska ima potencijal pozicionirati se kao ključno financijsko središte u jugoistočnoj Europi. Detaljnije informacije o digitalizaciji tržišta kapitala dostupne su u sljedećem odjeljku.

3.2. Digitalizacija tržišta kapitala

Nastavljajući se na strateški smjer pozicioniranja Republike Hrvatske kao regionalnog financijskog središta, stvaranje digitaliziranog tržišta kapitala ključno je za privlačenje novih ulagatelja, aktiviranje malih ulagatelja te privlačenje velikih institucionalnih ulagatelja sa značajnim portfeljima. Dok manji ulagatelji koriste prednosti digitalizacije poput online podnošenja obrazaca bez potrebe za posjetom institucijama i bez administrativnih prepreka, izostanak ključne digitalne infrastrukture poput e-glasanja (*engl. e-voting*) i e-registracije (*engl. e-onboarding*) može odvratiti velike institucionalne ulagatelje koji traže potpuno digitalizirana tržišta.

Kako bi bila u korak sa suvremenim digitalnim zahtjevima i prednostima koje nudi digitalizacija, tradicionalna financijska tržišta primorana su na digitalizaciju kako bi zadržala konkurentnost. Digitalni alati ne samo da ubrzavaju procese na burzi, već također povećavaju transparentnost, smanjuju potrebu za fizičkom dokumentacijom te osiguravaju bolju sigurnost i analitičke mogućnosti. Naprednija financijska tržišta tradicionalnog tipa već primjenjuju tehnologije poput *blockchaina*², umjetne inteligencije i analitike podataka, omogućavajući pružanje brzih i učinkovitijih usluga koje odgovaraju potrebama modernih korisnika.

Za potrebe digitalizacije tržišta kapitala, moguće su dvije komplementarne razvojne strategije koje se mogu implementirati paralelno ili kroz sukcesivne faze:

1. **Lokalna informacijska platforma** – Cilj ove inicijative bio bi objediniti sve relevantne informacije, smjernice i upute na jedinstvenom mjestu, uz integraciju postojećih digitalnih rješenja. Takva platforma služila bi kao informacijsko središte olakšavajući pristup ključnim podacima za sve sudionike na nacionalnom tržištu kapitala.
2. **„Capital Connect“ platforma** – Ova bi platforma omogućila digitalna rješenja za uspostavu integriranog regionalnog tržišta kapitala. Njezina glavna funkcija bila bi pružiti jedinstveno sučelje za pristup, registraciju i informiranje o svim povezanim regionalnim tržištima, čime bi se osigurala veća interoperabilnost i atraktivnost za ulagatelje različitih profila.

Implementacijom ovih rješenja osigurala bi se transparentnost, pojednostavljeni procesi i povećana konkurentnost na regionalnoj i globalnoj razini.

Okvir 2: Uzor za uspostavljanje Capital Connect platforme – primjer Luksemburške burze (LuxSE)

Luksemburška burza pruža sveobuhvatnu i interaktivnu uslugu za trgovačka društva koja razmatraju uvrštenje svojih vrijednosnih papira. Kroz jednostavnu platformu, potencijalni izdavatelj vodi se kroz interaktivni proces s tri ključna pitanja:

- *Gdje se želite uvrstiti?*
- *Koji ste tip izdavatelja?*
- *Koji proizvod želite uvrstiti?*

² *Blockchain* tehnologija je koja se koristi za stvaranje distribuirane baze podataka koja se može koristiti za bilježenje transakcija i razmjenu podataka među sudionicima mreže bez potrebe za posrednikom ili centralnim autoritetom. Svaka transakcija u *blockchain*-u bilježi se u bloku podataka koji je povezan s prethodnim blokom stvarajući niz (lanac) blokova, odnosno *blockchain*. (Izvor: Hanfa)

Nakon što potencijalni izdavalatelj odgovori na ta pitanja, dobiva detaljan pregled potrebne dokumentacije, kao što je:

- *Prospekt (uključujući portal e-Prospekta),*
- *Obrazac za prijavu (s poveznicom za preuzimanje i obrascem kojeg je moguće ispuniti online)*
- *Pismo o preuzimanju obveza (s poveznicom za preuzimanje i online obrascem koji se može uređivati)*
- *Pravila i regulative Luksemburške burze vrijednosnica*

Nadalje, trgovačka društva dobivaju kontakte ključnih osoba u slučaju bilo kakvih pitanja vezanih uz uvrštenje na Luksemburškoj burzi vrijednosnica.

Ove dvije spomenute platforme (uključujući i Capital Connect) bi mogle obuhvatiti sljedeće značajke (pri čemu navedene značajke ne predstavljaju cjelovitu listu):

- **E-registracija:** Olakšavanje digitalnog registriranja i uključivanja domaćih i međunarodnih ulagatelja kako bi se pojednostavio način na koji novi ulagatelji pristupaju tržištu. Kroz korisnički prilagođenu digitalnu platformu, ulagatelji mogu online završiti svu potrebnu registraciju, verifikaciju i dokumentaciju. U kontekstu lokalne platforme, e-registracija bi također pomogla malim brokerima koji bi mogli nuditi svoje usluge većem broju klijenata.
- **E-glasanje:** Implementacija ove mjere bi mogla smanjiti ili ukloniti potrebu za fizičkom prisutnošću, ubrzavajući procese donošenja odluka.
 - U kontekstu glavnih skupština, jedan od glavnih izazova s kojima se dioničari suočavaju je potreba za fizičkom prisutnošću kako bi ostvarili svoja prava glasanja. Nerijetko to može predstavljati logističke poteškoće, osobito za međunarodne ulagatelje ili fondove s brojnim ulaganjima. S razvojem tržišta kapitala i povećavanjem broja ulagatelja, nedostatak e-glasanja može biti faktor koji odvraća potencijalne ulagatelje. Dodatno, tržišni sudionici su već isticali potrebu za mjerama koje se odnose na e-glasanje pa je i u ranije spomenutoj Podlozi za Strategiju razvoja tržišta kapitala u Hrvatskoj, 61% izdavalatelja istaknulo potrebu za mjerama vezano uz e-glasanje i čak 90% ostalih tržišnih sudionika (investicijska društva, društva za upravljanje fondovima, banke, mirovinski fondovi, i ostali).
 - Jedan od primjera implementacije e-glasanja u praksi uključuju Merko Ehitus, vodeće građevinsko trgovačko društvo u Estoniji koje je implementiralo e-glasanje, kao što je opisano u nastavku ovog odjeljka.
- **Online platformu/aplikaciju za odobrenje prospekta izdavalatelja (komunikacija prema regulatoru):** Pojednostavljenje i digitalizacija procesa pripreme i odobrenja prospekta za izdanje. Rješenje bi moglo sadržavati standardne elemente teksta, dok bi se oni promjenjivi popunjavali i unosili direktno kroz platformu/aplikaciju te bi se na taj način pripremio cjelokupni prospekt. Nakon što se takav prospekt pripremi, kroz aplikaciju se prosljeđuje na pregled i odobrenje regulatoru.
- **Online platformu za uvrštenje i digitalnu komunikaciju između sudionika (komunikacija prema burzi):** Elektronička platforma za podnošenje prijava za uvrštenje na burzi s ciljem pojednostavljivanja procesa. Izdavalatelji i institucionalni ulagatelji bi mogli elektronički podnositi i pratiti dokumentaciju čime se ubrzava pregled i odobravanje prijava. Nadalje, takve platforme omogućuju brzu i sigurnu razmjenu informacija između

izdavatelja, regulatornih tijela, burzi i ostalih sudionika, smanjujući potrebu za fizičkim dokumentima.

- **Jedinstvenu digitalnu točku pristupa informacijama kod usklađenih burzi i integriranih tržišta:** Ovakva platforma omogućila bi jedinstveno mjesto svih informacija, dokumenata i poveznica na druge relevantne izvore informacija. Također, u srednjem roku i s razvojem integriranog tržišta, platforma bi mogla osigurati pristup prekograničnom trgovanju, omogućujući neometano trgovanje među regionalnim burzama uz tržišne podatke koji se redovito ažuriraju.
- **Prijenose glavnih skupština:** Emitiranje glavnih skupština i uspostavljanje TV kanala za ulagatelje koji bi omogućio sudjelovanje ulagatelja u skupštinama bez obzira na njihovu fizičku lokaciju. Također, ovakve značajke i inicijative doprinose većoj tržišnoj transparentnosti te mogu pozitivno utjecati na potencijalne buduće ulagatelje koji putem ovakvog javnog kanala mogu steći uvid u teme rasprava na skupštinama i poslovanje društva.
- **E-učenje:** Razvijanje modula e-učenja (npr. korištenjem postojećih modula i potencijalno razvoj novih u koordinaciji s Akademijom Zagrebačke burze) moglo bi podržati kontinuirano obrazovanje ulagatelja neovisno o dobnoj skupini. Moduli bi mogli obuhvatiti širok spektar tema, uključujući osnovne tržišne koncepte do naprednijih financijskih strategija.

Okvir 3: Primjer unaprjeđenja digitalne infrastrukture i kapaciteta s ciljem podrške tržištu kapitala (uključujući e-usluge)

Merko Ehitus, vodeće građevinsko trgovačko društvo u Estoniji, implementiralo je e-glasanje za svoje skupštine, omogućavajući sudionicima sudjelovanje bez fizičke prisutnosti. Dioničarima je omogućeno da elektronički podnesu svoje glasove prije održavanja skupštine, slijedeći specifičnu proceduru.

Procedura e-glasanja u Merko Ehitus uključuje sljedeće:

Postupak prije glasanja

- *Dioničari mogu glasati o nacrtima odluka elektronički prije skupštine.*
- *Upravni odbor će elektronički distribuirati glasačke listiće (dokument za obradu teksta) na estonskom i engleskom jeziku, zajedno s obavijesti o sastanku skupštine.*

Postupak glasanja

- *Dioničari ispunjavaju glasački listić elektronički, prilažući glas za svaki prijedlog dnevnog reda. Glasački listić mora biti potvrđen i potpisan elektronički kvalificiranim e-potpisom (npr. osobnom iskaznicom ili sl.)*
- *Završeni i elektronički potpisani glasački listić mora se poslati Upravnom odboru putem e-pošte. Ako predstavnik ispunjava i potpisuje glasački listić, neophodno je uključiti potrebne dokumente koji potvrđuju pravo predstavljanja.*

Postupak nakon glasanja

- *Upravni odbor će obavijestiti dioničare o prijemu i tehničkoj verifikaciji njihovog glasačkog listića putem e-pošte.*
- *Glasački listići primljeni nakon roka neće se uvažiti. U slučaju višestrukih glasačkih listića, posljednji primljeni smatra se valjanim. Ako dioničar koji je poslao glasački listić također prisustvuje glavnoj skupštini osobno, svi prethodno poslani glasački listići od tog dioničara smatraju se nevažećima.*

Dodatno, razmotrit će se i istražiti mogućnosti kako bi se Republika Hrvatska mogla pozicionirati kao digitalno središte rješavanjem izazova korporativnih akcija. Implementacija

koncepta tzv. *golden source*-a³ za korporativne akcije, uključujući isplate dividendi, podjele dionica itd., mogla bi uključivati centraliziranu bazu podataka (kao što su naprijed spomenute platforme, uključujući **Capital Connect**) ili sustav koji pruža točne i pravovremene informacije, smanjujući rizik kontradiktornih informacija iz višestrukih izvora. Takva platforma omogućila bi ulagateljima donošenje informiranih odluka, što bi zauzvrat dovelo do veće tržišne efikasnosti i transparentnosti, čineći tržište kapitala privlačnijim za domaće i međunarodne ulagatelje.

U skladu s razvojnim strategijama digitalizacije tržišta kapitala te osiguravanja funkcionalne i jedinstvene digitalne platforme, razmotrit će se mogućnost osnivanja društva posebne namjene (engl. *Special Purpose Vehicle* – *SPV*) za upravljanje i razvoj platforme. Na taj način bi se mogla osigurati potrebna financijska sredstva, kao i centralizirati razvoj i upravljanje digitalnim rješenjima prilagođenima specifičnim potrebama i funkcionalnostima.

³ U kontekstu korporativnih akcija pojam "*golden source*" odnosi se na pouzdani i jedinstveni izvor točnih i istinitih podataka o korporativnim akcijama, koji osigurava dosljednost, točnost i ažurnost informacija u cijelom financijskom sustavu.

3.3. Unaprjeđenje korporativnog upravljanja u trgovačkim društvima

Na globalnim tržištima, jedan od ključnih izazova s kojima se suočavaju trgovačka društva s manjih tržišta poput hrvatskog jest nedostatna usklađenost s najboljim međunarodnim praksama korporativnog upravljanja. Spomenuti izazov, dodatno otežan općom percepcijom kako je korporativno upravljanje na ispodprosječnoj razini, može biti značajna prepreka za trgovačka društva koja traže financiranje na međunarodnim tržištima. Bez usklađivanja s globalno priznatim standardima korporativnog upravljanja, trgovačka društva mogu imati poteškoća u stjecanju povjerenja i kredibiliteta potrebnog za pristup međunarodnom kapitalu, što posljedično usporava njihov rast i smanjuje konkurentnost na globalnoj razini.

Trgovačka društva čiji su vrijednosni papiri uvršteni na uređena tržišta imaju uspostavljeno snažno korporativno upravljanje upravo kako bi privukla investicije i kako bi osigurala transparentnost i odgovornost prema ulagateljima. Ključna komponenta korporativnog upravljanja je transparentno i pravilno financijsko izvještavanje kako bi se ulagatelji mogli osloniti na točne i pravovremene financijske informacije te temeljem njih donijeti važne poslovne odluke. Također, odgovornost na svim razinama upravljanja je od presudne važnosti, a osigurava se imenovanjem kvalificiranih članova koji su odgovorni za poslovne pokazatelje i strateški smjer trgovačkog društva. Kvalitetno upravljanje također uključuje implementaciju učinkovitih i redovitih provjera kako bi se spriječili sukobi interesa, promicalo etičko postupanje i zaštitila dugoročna uspješnost i reputacija trgovačkog društva.

Ključan aspekt kvalitetnog korporativnog upravljanja jest jednak tretman dioničara čime se osigurava da se dioničari tretiraju pravedno i da se njihovi interesi uzimaju u obzir u širem strateškom okviru trgovačkog društva. Nadalje, trgovačka društva trebaju učinkovito upravljati rizicima kako bi identificirala, procijenila i ublažila rizike koji bi mogli ugroziti poslovanje ili financijsku stabilnost. Kvalitetno korporativno upravljanje olakšava pristup tržištu kapitala i može se smatrati dodatnim elementom zaštite i jačanja povjerenja među ulagateljima.

U tom smislu ključno je podići svijest o korištenju tržišta kapitala za prikupljanje kapitala u svrhu ulaganja, rasta i strateškog razvoja trgovačkog društva. I nekima od najvećih trgovačkih društava (u kontekstu imovine, prihoda i broja zaposlenih) sudjelovanje na tržištu kapitala bi moglo podržati rast, ulaganja i provedbu strategije. Stoga, jačanje uloge i kapaciteta odjela financija i riznica, pružanje specijalizirane obuke za poboljšanje razumijevanja potencijala tržišta kapitala i opcija za prikupljanje sredstava putem dužničkih i vlasničkih instrumenata, u kombinaciji s kontinuiranim radom na poboljšanju korporativnog upravljanja, može poboljšati operativnu učinkovitost, smanjiti rizike te stvoriti okruženje koje potiče povjerenje domaćih i međunarodnih institucionalnih ulagatelja. Osim toga, pripremanje trgovačkih društava za izlazak na tržište kapitala (prvo putem dužničkih instrumenata, a zatim djelomičnom/manjinskom javnom ponudom dionica) na nacionalnom tržištu također bi podržalo širenje tržišta u budućnosti i doprinijelo postizanju cilja stjecanja EM klasifikacije.

Snažno korporativno upravljanje može donijeti značajne koristi, kao što su: veće povjerenje ulagatelja, osiguranje dugoročne održivosti i stabilnosti, smanjenje rizika, lakši pristup kapitalu, veću konkurentnost na tržištu i dr.

U konačnici, poduzeća koja imaju unaprijeđeno korporativno upravljanje pogodna su za uvrštenje na burzi.

Prema dostupnim primjerima, IPO-ovi imaju pozitivne utjecaje na tržište i likvidnost, ali važno je napomenuti da se javne ponude dionica ne događaju „preko noći“, već tome prethode višegodišnje strategije **usmjerene na sustavno poboljšanje korporativnog upravljanja, povećanje transparentnosti i poboljšanje operativne učinkovitosti. Navedeno u pravilu rezultira značajnim povećanjima profitabilnosti i povezanim isplatama dividendi što je i rezultat učinkovitog profesionalnog upravljanja.**

Republika Hrvatska i Mađarska imaju najveći udio bankovnog financiranja u regiji srednje i istočne Europe (prema OECD-u). Vodeći se pozitivnim primjerima usporedivih država, Republika Hrvatska mogla bi imati brojne koristi od usvajanja najboljih praksi u korporativnom upravljanju i njihove primjene na nacionalno tržište. U tijeku je izrada novog zakonodavnog okvira koji je, između ostalog, usmjeren na unaprijeđenje korporativnog upravljanja trgovačkih društava u državnom vlasništvu, uključujući približavanje međunarodnim standardima i praksi vodećih privatnih trgovačkih društava. Potonje bi imalo za cilj ojačati profitabilnost i transparentnost trgovačkih društava prije pristupanja tržištu kapitala izdavanjem korporativnih obveznica. Korporativne obveznice postale su značajan globalan izvor financiranja nakon financijske krize 2008., ali u Republici Hrvatskoj taj instrument nije zaživio u većoj mjeri, uz tek nekoliko velikih trgovačkih društava koji su izdali obveznice. Veći broj izdanja dužničkih instrumenata mogao bi pomoći domaćim trgovačkim društvima da privuku pažnju međunarodnih institucionalnih ulagatelja, ostvare rast i postanu konkurentniji na globalnom tržištu. Kroz unaprijeđeno korporativno upravljanje, upravljanje trgovačkim društvima bi se uskladilo s međunarodnim standardima, čime bi se povećala transparentnost i učinkovitost. Osim toga, dok bi se djelomično javno izdanje dionica moglo razmatrati u budućnosti, početni naglasak trebao bi biti na dugoročnim poboljšanjima korporativnog upravljanja koja postavljaju temelje za održiv uspjeh, kao i na emisiji dužničkih instrumenata. Ovakva strategija poslovanja mogla bi ne samo poboljšati vrijednost trgovačkih društava, već i doprinijeti široj ekonomskoj stabilnosti i razvoju Republike Hrvatske.

Trgovačka društva također bi mogla ostvariti koristi putem poticaja za poboljšanje korporativnog upravljanja primjerima poput IPO fondova, programa poticanja te inicijativama za privlačenje trgovačkih društava na Vodeće tržište (*engl. Prime Market*).

Okvir 4: Segmenti Zagrebačke burze

Zagrebačka burza sastoji se od dva glavna segmenta: Uređeno tržište i Multilateralna trgovinska platforma (MTP). Uređeno tržište je mjesto trgovanja kojim upravlja Zagrebačka burza i na kojem je moguće trgovanje uvrštenim vrijednosnim papirima. Uređeno tržište podijeljeno je na sljedeće segmente: Vodeće tržište, Službeno tržište te Redovito tržište. Vodeće tržište najzahtjevniji je tržišni segment u smislu zahtjeva koji se postavljaju pred izdavatelja, osobito glede transparentnosti. Redovito tržište obvezuje izdavatelja na dostavu samo minimalnih informacija propisanih zakonom koji uređuje tržište kapitala, dok za Službeno i Vodeće tržište postoje dodatne obveze propisane Pravilima Burze. Dodatno, prilikom uvrštenja na uređeno tržište u pravilu je potrebno izraditi prospekt čija je svrha dati ulagatelju potrebne informacije za procjenu vrijednosti instrumenta.

Izvor: Zagrebačka burza

Okvir 5: Poticanje trgovačkih društava da sudjeluju u tržištima kapitala - IPO fond (više informacija dostupno u Prilogu)

Národní rozvojová banka (NRB) u Češkoj kreirala je IPO fond kako bi podržala mala i srednja trgovačka društva putem tržišta kapitala. IPO fond ulaže paralelno s privatnim ulagateljima u inicijalnim javnim ponudama (IPO) malih i srednjih trgovačkih društava. Cilj IPO fonda je sudjelovati u javnim ponudama te služiti kao „sidro“ za privlačenje drugih ulagatelja. IPO fond je uspostavljen u okviru ESIF programa i sredstva dolaze iz strukturnih fondova Europske unije, a Národní Rozvojová Investiční (NRI), djeluje kao upravitelj fonda.

Privatni ulagatelji ulažu pari passu s IPO fondom u najmanje 70% vrijednosti izdanja — u istoj investicijskoj rundi, u isto vrijeme, po istoj cijeni, s istim rizikom i na temelju istih/jedinstvenih tržišnih uvjeta. Od veljače 2024., fond je podržao 2 IPO-a i 2 SPO-a u ukupnom iznosu od više od 3 milijuna EUR.

Dodatno, poticaji trgovačkim društvima za sudjelovanje na tržištu kapitala mogu proizaći iz aktivnije uloge Hrvatske banke za obnovu i razvitak (u daljnjem tekstu: HBOR-a) (dodatno opisano i u odjeljku 3.5.) kroz različite opcije i mogućnosti osiguravanja izvora sredstava za poticanje sudjelovanja na tržištu (npr. Europski investicijski fond, angažiranje privatnih investicija u fondove rizičnog kapitala (engl. *Private Equity* - *PE*) i poduzetničkog kapitala (engl. *Venture Capital* - *VC*), navedene IPO fondove i sl.). Nadalje, kao poticaj, posebice za mala i srednja poduzeća, važno je proširiti mogućnosti izdavanja dionica s višestrukim pravom glasa. Ovakva opcija omogućava dioničarima s kontrolnim udjelima zadržavanje kontrole nad društvom uz povoljniji pristup kapitalu. Istovremeno, navedeno pruža i nove opcije za ulagatelje.

Sve navedeno bi trebao biti značajni poticaj za trgovačka društva da razmotre izlazak na tržište kapitala, prepoznajući dugoročne prednosti i prilike koje im tržište kapitala pruža umjesto razmatranja kratkoročne perspektive s ciljem jednokratnog prikupljanja kapitala. Unaprjeđenje i poboljšanje razine te kvalitete korporativnog upravljanja također bi pozitivno doprinijelo strateškom cilju stjecanja EM klasifikacije tržišta.

3.4. Unaprjeđenje likvidnosti tržišta kapitala

Ključni izazov s kojim se suočava hrvatsko tržište kapitala je nedostatak likvidnosti, što ujedno značajno ograničava njegov razvoj i atraktivnost. Unatoč solidnom broju uvrštenih trgovačkih društava, volumen trgovanja je vrlo nizak, što rezultira nedovoljnom tržišnom aktivnošću i smanjenim sudjelovanjem i interesom ulagatelja. Zagrebačka burza doživjela je najveću aktivnost tijekom 2007., kada su se provodile brojne inicijalne javne ponude, a tržišna kapitalizacija i broj transakcija bili su u to vrijeme na najvišim razinama. Od tada se tržišna kapitalizacija dionica prepolovila, a broj transakcija se smanjio deseterostruko u usporedbi s razinama iz 2007. Međutim, važno je napomenuti da je Zagrebačka burza u 2024. ostvarila značajan rast te je glavni indeks CROBEX porastao gotovo 30% u odnosu na 2023.

Također, hrvatski građani drže visok postotak financijskih sredstava u depozitima, koji su neprekidno rasli od 2015. te su dostigli razinu od gotovo 40 milijardi EUR u 2024. Navedeno ukazuje na dostupan kapital na tržištu kojem nedostaju kvalitetne investicijske prilike, kao i na nedovoljnu razinu financijske pismenosti potrebnu za učinkovitu raspodjelu resursa.

Povećanje sudjelovanja i aktivnosti malih ulagatelja može se potaknuti nizom mjera, kao što su obvezna nuđenja sudjelovanja malim ulagatelja u inicijalnim javnim ponudama (prije nego što se izdanja ponude institucionalnim ulagateljima), kao i uvođenje shema poput investicijskih računa koje karakterizira povoljan porezni tretman za male ulagatelje. Investicijski računi već su prisutni u usporedivim državama kao što su Mađarska, Francuska, Švedska te odnedavno i Slovenija, gdje dijele zajedničke elemente poput poreznih olakšica i minimalnog roka držanja sredstava koji omogućava ostvarivanje poreznih olakšica, dok se porezni propisi, iznosi minimalnih depozita i brojevi računa razlikuju. Općenito, primjeri iz razvijenijih tržišta pokazuju da investicijski računi služe kao učinkovit i široko korišten mehanizam za sudjelovanje malih ulagatelja na tržištima kapitala. Dodatno, kontinuirani naponi u jačanju financijske pismenosti (ne samo u školama i mlađeg stanovništva, već i odraslog stanovništva) trebaju ostati u fokusu inicijative s ciljem poboljšanja pismenosti i razumijevanja važnosti ulaganja i ovakvog oblika štednje. S tim u vezi, predviđeno je unaprjeđenje programa za promicanje financijske pismenosti kao što su: edukacije malih ulagatelja o investiranju, radionice o štednji i investiranju, kampanje o podizanju svijesti o štednji i investiranju i dr.

Kroz dijalog s predstavnicima industrije (burza/investicijska društva/banke (agenti izdanja)/institucionalni investitori (uključujući mirovinska društva) razmotrit će se uloga i potencijal institucionalnih ulagatelja s ciljem unaprjeđenja tržišta kapitala u Republici Hrvatskoj.

Nadalje, likvidnost tržišta trebala bi se podržati jačanjem tržišta državnih obveznica. Državne obveznice mogu biti korisne za tržište kapitala, jer pružaju nerizičnu imovinu koja se koristi u kolateralizaciji, a njihova cijena stvara krivulju prinosa koja se može koristiti u određivanju cijena drugih investicijskih instrumenata. Osim toga, državne obveznice mogu poslužiti kao glavni investicijski instrument za institucionalne ulagatelje i investicijske portfelje mnogih kućanstava, kao investicijska opcija s (u pravilu) nižim rizikom u usporedbi s ostalim instrumentima tržišta kapitala. Republika Hrvatska je od 2023. imala više izdanja državnih obveznica i trezorskih zapisa koji su aktivirali više od šest milijardi EUR (odnosno, građani

drže više od 7% javnog duga Republike Hrvatske⁴) neiskorištenog kapitala građana što pokazuje interes za takve instrumente.

Tržišta državnih obveznica mogu se dodatno ojačati uvođenjem tzv. primarnih dilera (engl. *Prime Dealer*), ovlaštenih financijskih institucija za kupnju državnih vrijednosnih papira izravno od države tijekom ponude obveznica. Primarni dileri odgovorni su za distribuciju vrijednosnih papira drugim sudionicima na tržištu, kao što su institucionalni ulagatelji, obnašajući ključnu ulogu u izdavanju i sekundarnoj trgovini javnim dugom. Programi primarnih dilera već su prisutni u većini europskih država⁵, a primarni dileri obično sklapaju ugovore s vladom koji sadrže određene obveze, uključujući aktivno sudjelovanje na ponudama obveznica i održavanje kontinuirane trgovine na sekundarnom tržištu. U zamjenu, ostvaruju prednosti poput ekskluzivnog pristupa primarnom tržištu državnih vrijednosnih papira. Prednosti primarnih dilera za državne vrijednosne papire uključuju povećanu likvidnost i stabilnost, kao i povećanje međunarodnih ulaganja.

Na temelju primjera iz drugih država, uvođenje sustava primarnih dilera moglo bi uključivati lokalne i međunarodne banke i investicijska društva u pregovorima i procjeni troškova, kao i koristi uvođenja takvih usluga. Početni korak trebao bi obuhvatiti pregled pravnih i regulatornih zahtjeva, dok bi se dugoročni cilj trebao usredotočiti na prijenos izdanja na nacionalnu burzu.

Uz sve navedeno, važno je istaknuti da bi za osiguranje sudjelovanja ulagatelja trebalo pružiti atraktivne i dobro diversificirane proizvode na tržištu kapitala, uključujući instrumente poput ETF-ova, ESG instrumenata i sličnih, dok bi kampanje financijskih edukacija trebale biti usmjerene na različite dionike kako bi se osigurao maksimalan doseg. Navedeno se može provesti kroz edukativne radionice i webinare, kampanje na društvenim mrežama, partnerstva, marketing itd.

S obzirom na specifičnosti nacionalnog tržišta i izazove zbog niske likvidnosti, potrebne su mjere za privlačenje održavatelja tržišta s ciljem poboljšanja učinkovitosti i povećanja povjerenja ulagatelja. Očekuje se da će povećanje likvidnosti pozitivno utjecati na obveze održavanja tržišta i privlačenje pružatelja ovih usluga.

U trenutku kada se osigura aktivno, likvidno i duboko tržište kroz uvođenje prethodno spomenutih aktivnosti, Republika Hrvatska mogla bi istražiti mogućnosti za dodatno poticanje tržišne aktivnosti kroz implementaciju funkcionalnog, pouzdanog i učinkovitog sustava za posudbu vrijednosnih papira koji bi omogućio kratku prodaju (engl. *short selling*). Kratka prodaja uključuje posudbu vrijednosnih papira i njihovu prodaju na tržištu s namjerom da ih se otkupi po nižoj cijeni. Omogućavanjem ulagateljima da špekuliraju i ostvaruju dobit od pada cijena, kratka prodaja uvodi dinamičnije strategije trgovanja, povećavajući ukupnu tržišnu aktivnost.

Ukratko, ponovno privlačenje malih ulagatelja na tržište kapitala trebalo bi se adresirati uvođenjem/poboljšanjem atraktivnih proizvoda koji mogu poslužiti kao alternativa bankovnim depozitima, povećavajući likvidnost, uz redovita izdanja državnih obveznica. Kada se osigura likvidno i aktivno tržište, mogle bi se razmotriti i naprednije mogućnosti poput kratke prodaje.

⁴ Podatak iz veljače 2025.

⁵ Primjer Slovenije opisan u Prilogu 6.2.

3.5. Razvoj novih investicijskih instrumenata i načina financiranja

Kako bi se poduprli strateški smjerovi pozicioniranja Republike Hrvatske kao regionalnog financijskog središta, kako bi se promovirala digitalizacija tržišta kapitala, ojačalo korporativno upravljanje te kako bi se poboljšala likvidnost tržišta, hrvatsko tržište kapitala bi trebalo aktivno istražiti mogućnosti pružanja novih ili unaprijeđenje postojećih financijskih i investicijskih opcija postojećim i novim sudionicima tržišta.

U suvremenom financijskom okruženju, ulagateljima je dostupan širok spektar alternativnih izvora financiranja i investicijskih platformi. S porastom platformi koje su jednostavne za korištenje i imaju jednostavno korisničko sučelje, kroz samo nekoliko klikova, ulagatelji lako mogu pristupiti globalnim tržištima i raznolikim klasama imovine koje su nekada bile rezervirane samo za institucionalne ulagatelje. Spomenute platforme nude niske troškove, čak i naizgled trgovanje bez provizije, što olakšava sudjelovanje malim ulagateljima. Iako su ove platforme otkrile dodatne investicijske mogućnosti i olakšale pristup financijskim tržištima, tradicionalna financijska tržišta i dalje imaju ključnu ulogu u investicijskoj sferi, što ukazuje na priliku da se sudionicima ponude alternativne mogućnosti financiranja.

Mnoga hrvatska trgovačka društva osnovana tijekom devedesetih godina 20. stoljeća suočavaju se s generacijskim prijenosom vlasništva, što uobičajeno uključuje djecu osnivača. Međutim, za one koji traže alternativne opcije, dostupne su druge opcije poput *mezzanine*⁶ financiranja, izlaska na burzu za prikupljanje dodatnog investicijskog kapitala i diversifikaciju vlasništva, prodaje fondovima rizičnog kapitala ili razmatranja strateških spajanja i preuzimanja. Ova prijelazna faza može biti ključna točka u kojoj HBOR može proširiti svoju ulogu i odigrati važnu ulogu u podršci trgovačkim društvima koja prolaze generacijsku tranziciju.

HBOR također može ponuditi širok spektar financijskih instrumenata i savjetodavnih usluga, kao što su podrška planiranju prijenosa vlasništva, ili, u slučaju trgovačkih društva koja razmatraju IPO (u kontekstu prijašnje spomenutog IPO fonda u odjeljku 3.3.), HBOR može pomoći trgovačkim društvima pri ulasku na tržište kapitala kako bi poboljšao njihovu atraktivnost za potencijalne ulagatelje. Navedeno može uključivati modernizaciju poslovanja, digitalizaciju, poboljšanje korporativnog upravljanja i sl. Nadalje, HBOR može djelovati kao posrednik strateških partnerstava povezujući trgovačka društva s investicijskim prilikama, bilo kroz suradnju s privatnim trgovačkim društvima ili međunarodnim ulagateljima koji žele ući na hrvatsko tržište.

Osim toga, usporedive države uspostavile su državne alternativne investicijske fondove rizičnog kapitala (engl. *Private Equity - PE*) i poduzetničkog kapitala (engl. *Venture Capital - VC*) kako bi podržale trgovačka društva u fazi rasta i razvoja, odnosno u početnoj fazi poslovanja (engl. *start-up*). Spomenuti fondovi ulažu u trgovačka društva u različitim fazama razvoja s ciljem pružanja podrške i poticaja za njihov pristup kapitalu, poticanja inovacija i njihove pripreme za potencijalni IPO. Podrška postupnom rastu i razvoju od malih i srednjih poduzeća prema razvijenim trgovačkim društvima koja su spremna za uređeno tržište, mogla bi se ostvariti kroz postojeće Progress tržište⁷ i MTP (multilateralna trgovinska platforma). Navedena platforma već sada služi kao platforma

⁶ Mezzanine financiranje je oblik kapitala koji kombinira dug i vlastiti kapital koristeći zajmove s višim kamatnim stopama i mogućnošću konverzije duga u vlasnički kapital.

⁷ Progress tržište je multilateralna trgovinska platforma u Hrvatskoj i Sloveniji, kojom upravlja Zagrebačka burza d.d., namijenjena malim i srednjim poduzećima – pojašnjeno u okviru 4.

za mala i srednja trgovačka društva za prikupljanje kapitala, s nižim regulatornim zahtjevima od uređenog tržišta te može služiti kao priprema za prijelaz na uređeno tržište.

Republika Hrvatska također može istražiti mogućnosti rješavanja izazova mnogih nacionalnih trgovačkih društava te jedinica lokalne samouprave i jedinica područne (regionalne) samouprave koje djeluju lokalno i imaju poteškoća s prikupljanjem kapitala zbog ograničene veličine i osiguravanja zadovoljavajućeg rejtinga. Analiza usporedivih tržišta upućuje kako bi se i u Republici Hrvatskoj navedeno moglo razviti razmatranjem objedinjavanja potreba financiranja i podržavanjem projekata jedinica lokalne samouprave i jedinica područne (regionalne) samouprave u jedno društvo kroz izdanje vrijednosnih papira.

Uz takav model, koji bi imao jamstvo države, **osigurao bi se najviši mogući kreditni rejting, povoljniji uvjeti i smanjeni troškovi zaduživanja što bi omogućilo nacionalnim trgovačkim društvima i jedinicama lokalne samouprave i jedinicama područne (regionalne) samouprave pristup financiranju kojem prije nisu mogle pristupiti.**

Koncept bi bio temeljen na jednom društvu (poput holding društva) koje izdaje vrijednosne papire na tržištu kapitala (uz posjedovanje relevantnih znanja, informacija te kreditnog rejtinga) i na taj način bi se osiguralo financiranje poglavito za projekte jedinica lokalne samouprave i jedinica područne (regionalne) samouprave.

U pogledu razvoja novih investicijskih instrumenata i načina financiranja, predviđena je analiza zakonskih i regulatornih odredbi vezano uz mogućnost izdavanja kolateraliziranih dužničkih instrumenata. Dodatno će se razmotriti i uključivanje robnih izvedenica s obzirom da mogu doprinijeti diversifikaciji portfelja ulagatelja, povećanju likvidnosti i transparentnosti tržišta kapitala.

Nadalje, okolišni, društveni i upravljački (engl. Environmental, Social, and Governance, u daljnjem tekstu: ESG) instrumenti stekli su važnost na globalnim tržištima kapitala, odražavajući rastuću potražnju za održivim i odgovornim investicijskim opcijama te veliku potrebu za financiranjem postizanja ciljeva zelene tranzicije na koju se obvezala i Europska unija. Pružanjem dodatne, ciljane podrške trgovačkim društvima vezano kako za izvještavanje o održivosti, tako i za izgradnju kapaciteta nužnih za izdavanje održivih/ESG instrumenata, Republika Hrvatska može privući grupu ulagatelja koji su usmjereni na održive investicijske prilike, s okvirima koji su već uspostavljeni kroz dobro poznata načela Međunarodne udruge tržišta kapitala i okvira Europske unije za zelene obveznice.

U veljači 2025., na Zagrebačkoj burzi je dostupno pet ETF fondova koji su činili 7% ukupne tržišne aktivnosti u 2024. s pozitivnim trendom rasta. Kako bi se iskoristio ovaj zamah, potrebno je dodatno razmotriti poticanje ili ohrabrivanje tržišnih sudionika da kreiraju dodatne ETF-ove bazirane na domaćim vrijednosnim papirima, osobito u sektorima koji su atraktivnim ulagateljima, kao što su turizam i IT. Osim toga, sektorski usmjereni fondovi mogli bi se koristiti u svrhu strateških i planskih razvoja određenih sektora poput turizma.

4. Zaključak

Zaključno, prethodno opisanih pet strateških smjerova međusobno je povezano, a kako bi hrvatsko tržište kapitala postiglo očekivani pozitivan učinak, potrebno im je pristupiti s jasnom koordinacijom i kohezijom. Na primjer, značajne koristi se mogu postići kroz digitalizaciju hrvatskog tržišta kapitala i uspostavljanje jedinstvene informacijske i digitalne platforme, dok bi istraživanje mogućnosti uvođenja investicijskih računa moglo postići optimalne rezultate samo kroz dosljedna ulaganja u poboljšanje financijske pismenosti, poticanje investicijske kulture i implementaciju pojednostavljenih kampanja za ulagatelje, uz istovremenu ponudu atraktivnih instrumenata. Osim toga, potrebno je provoditi redovite procjene kako bi se osiguralo da pravni okvir ne ometa rast tržišta i da je usklađen sa standardima Europske unije.

5. Pregled strateških smjerova i inicijativa s Ganttovim dijagramom

Ganttov dijagram u nastavku prikazuje ključne inicijative prema grupama strateških smjerova, kao i vremenski okvir za provedbu te prioritizaciju. Važno je napomenuti da vrijeme označava razdoblje kada se većina razvojnih aktivnosti odvija, dok se inicijative nastavljaju i nakon razdoblja označenog na dijagramu. Većina aktivnosti planirana je za 2025. i 2026., dok su srednjoročne inicijative planirane za provedbu od 2027. do kraja razdoblja za koji se Strateški okvir donosi, tj. 2030. Inicijative označene tamnije narančastom bojom na Ganttovom dijagramu ukazuju visok prioritet, dok su inicijative sa svjetlije narančastom ispunom označene kao umjereni prioritet.

Detaljnija objašnjenja svake od inicijativa te pripadajućih odgovornosti za provedbu bit će uključena u akcijske planove. Ministarstvo financija izradit će dva akcijska plana, jedan usporedno sa Strateškim okvirom i drugi u 2026., što može dovesti do daljnjih prilagodbi u vremenskim okvirima.

Pregled strateških smjerova i pripadajućih inicijativa

Vremenski period		Kratki rok			Srednji rok		
Godina		2025.	2026.	2027.	2028.	2029.	2030.
1. Regionalna integracija nacionalnog tržišta i pozicioniranje Republike Hrvatske kao regionalnog financijskog tržišta							
1.1	Razmatranje opcija za regionalno proširenje tržišta i integraciju						
1.2	Osnažiti i uspostaviti poveznice s depozitorijima u regiji						
1.3.	Pozicioniranje kao središnjeg regionalnog mjesta ETF-ova						
2. Digitalizacija tržišta kapitala							
2.1	Unaprjeđenje digitalne infrastrukture i rješenja kroz Capital Connect platformu						
2.2	Kreiranje „golden source-a“ za korporativne akcije						

Vremenski period		Kratki rok			Srednji rok		
Godina		2025.	2026.	2027.	2028.	2029.	2030.
3. Unaprjeđenje korporativnog upravljanja u trgovačkim društvima							
3.1	Istraživanje opcija za uvrštenje dužničkih i potencijalno uvrštenje vlasničkih instrumenata	kontinuirano					
3.2	Poticanje trgovačkih društava na sudjelovanje na tržištu kapitala						
4. Unaprjeđenje likvidnosti tržišta kapitala							
4.1	Investicijski računi						
4.2	Unaprjeđenje programa za promicanje financijske pismenosti	kontinuirano					
4.3	Pokretanje aktivnosti vezano uz implementaciju programa primarnih dilera s ciljem podrške tržištu javnog duga te poboljšanju tržišne efikasnosti						
4.4	Unaprjeđenje kampanja za ulagatelje (postojeće i nove) za jačanje povjerenja u tržište kapitala	kontinuirano					
4.5	Mogućnost uključivanja malih ulagatelja kako bi se osigurala dugoročna likvidnost izdanja						
4.6	Strategija kratke prodaje putem posuđivanja vrijednosnih papira						

Vremenski period		Kratki rok			Srednji rok		
Godina		2025.	2026.	2027.	2028.	2029.	2030.
5. Razvoj novih investicijskih proizvoda i načina financiranja							
5.1	Uvođenje koncepta objedinjavanja financiranja za jedinice lokalne samouprave i jedinice područne (regionalne) samouprave						
5.2	Proširivanje uloge HBOR-a						
5.3.	Diversifikacija proizvoda (ESG / digitalizirani instrumenti, ETF-ovi i dr.)	kontinuirano					
5.4.	Unaprjeđenje uloge Progress tržišta						
Horizontalna inicijativa							
Optimizacija zakonodavnog okvira kao podrška razvoju tržištu kapitala		kontinuirano					

6. Prilog

6.1. EM klasifikacija tržišta

Republika Hrvatska je trenutno klasificirana kao tržište u nastajanju (*engl. Frontier Market*) prema MSCI-u, uz usporedive države poput Rumunjske, Bugarske i baltičkih država. Nasuprot tome, države srednje i istočne Europe koje su već postigle EM klasifikaciju, kao što su Mađarska, Češka i Poljska, to su učinile 1990-ih, u razdoblju značajnog rasta tržišta kapitala. Kako bi prevladale ograničenja veličine tržišta i podržale vlastiti rast, baltičke države su se regionalno integrirale s ciljem postizanja EM klasifikacije. Rumunjska je također postigla značajan napredak prema EM klasifikaciji zahvaljujući nedavnim, značajnim iskoracima na svom tržištu kapitala.

Ključne inicijative i strateški smjerovi Strateškog okvira osmišljeni su kako bi pomogli Republici Hrvatskoj u napretku prema EM klasifikaciji u nadolazećim godinama. Kriteriji potrebni za višu (EM) klasifikaciju navedeni su u donjoj tablici, pri čemu se od tri trgovačka društva zahtijeva ispunjavanje svakog od sljedeća tri kriterija.

EM klasifikacijski kriterij prema MSCI-u

Kategorija	<i>Emerging Market</i> kriterij	Broj trgovačkih društava koja ispunjavaju kriterij ⁸
Minimalna tržišna kapitalizacija	~2.500 milijuna EUR	3
Minimalni <i>free float</i> tržišne kapitalizacije	~1.250 milijuna EUR	0
Prosječan godišnji volumen trgovanja	15%	1

Izvor: *MSCI Market Classification Framework*, zadnji dostupni klasifikacijski kriteriji iz lipnja 2024.

Kao što je prikazano u gornjoj tablici, sva tri najveća trgovačka društva uvrštena na burzi zadovoljavaju kriterij tržišne kapitalizacije. Međutim, niti jedno trgovačko društvo ne ispunjava kriterij minimalnog *free float-a* tržišne kapitalizacije, dok samo jedno trgovačko društvo zadovoljava kriterij prosječnog godišnjeg volumena trgovanja.

Donja tablica prikazuje podatke za najveća trgovačka društva uvrštena na Zagrebačku burzu prema tržišnoj kapitalizaciji - Zagrebačka banka d.d., Hrvatski Telekom d.d. i INA d.d. prema tri navedena kriterija.

Tržišne vrijednosti najvećih dioničkih društava u Republici Hrvatskoj

	ZABA d.d.	HT d.d.	INA d.d.
Tržišna kapitalizacija	9.255 milijuna EUR	3.299 milijuna EUR	4.600 milijuna EUR
<i>Free float</i> tržišna kapitalizacija	370 milijuna EUR	1.082 milijuna EUR	280 milijuna EUR

⁸ Temeljem podataka iz veljače 2025.

	ZABA d.d.	HT d.d.	INA d.d.
Prosječan godišnji volumen trgovanja	15,57%	4,34%	2,19%

Izvor: Zagrebačka burza, na datum 5. veljače 2025.

Ukupna tržišna kapitalizacija ne nameće se kao prepreka, s obzirom na to da sva tri trgovačka društva značajno premašuju kriterij. Međutim, tržišna kapitalizacija *free floata* predstavlja značajan izazov za Zagrebačku banku d.d. i INA d.d., s obzirom na to da je ograničen dio njihovih dionica dostupan, utječući na sveukupnu likvidnost. S druge strane, Hrvatski Telekom d.d. uslijed značajnog rasta Zagrebačke burze snažno se približio ostvarivanju kriterija *free float* tržišne kapitalizacije iako prosječni godišnji volumen trgovanja i dalje predstavlja izazov. Zagrebačka banka d.d. zadovoljava kriterij prosječnog godišnjeg volumena trgovanja, no uz nisku *free float* tržišnu kapitalizaciju, to nije dostatno za ostvarivanje EM klasifikacije prema MSCI.

S druge strane, Zagrebačka burza doživjela je velik rast u proteklih godinu dana gdje se ističe nekoliko trgovačkih društava koja su napredovala prema ostvarivanju EM klasifikacije. Primjer je Končar d.d., čija je tržišna kapitalizacija narasla 160% od veljače 2024. do veljače 2025. Ovaj značajan rast, potpomognut Podravkom d.d. i Adris Grupom d.d. koji također premašuju tržišnu kapitalizaciju od 1 milijarde EUR, odražava pozitivne trendove i rastući interes ulagatelja za hrvatsko tržište.

Donja tablica sadrži informacije o tržišnoj kapitalizaciji hrvatskih trgovačkih društava s potencijalom ostvarivanja EM klasifikacije.

Tržišne vrijednosti trgovačkih društava s potencijalom za zadovoljavanje kriterija za EM klasifikaciju

	Adris Grupa d.d.	Podravka d.d.	Končar d.d.
Tržišna kapitalizacija	1.246 milijuna EUR	1.032 milijuna EUR	1.402 milijuna EUR
<i>Free float</i> tržišna kapitalizacija	946,8 milijuna EUR	767,5 milijuna EUR	1.184 milijuna EUR
Prosječan godišnji volumen trgovanja	4,23%	3,70%	3,66%

Izvor: Zagrebačka burza, na datum 5. veljače 2025.

Iako spomenuta trgovačka društva pokazuju stabilan rast koji bi mogao dosegnuti kriterije veličine i likvidnosti za EM klasifikaciju, javlja se potreba razmatranja novih privatnih trgovačkih društava za izlazak na burzu koja bi privukla institucionalne i vratila povjerenje malih ulagatelja.

Neovisno o tome što bi djelomično uvrštenje trgovačkih društava u državnom vlasništvu moglo doprinijeti likvidnosti tržišta i privlačenju ulagatelja, isto kao samostalna mjera nije dovoljno za postizanje EM klasifikacije i potpuno oživljavanje tržišta kapitala, već je nužno da i privatna trgovačka društva razmotre uvrštenje na burzu. Republika Hrvatska ima stabilnu bazu visokokvalitetnih trgovačkih društava s potencijalom za uvrštenje (iz nekoliko sektora poput infrastrukture, energetike, maloprodaje i prerađivačke industrije), što bi moglo značajno

povećati atraktivnost i likvidnost tržišta te njihovo uključivanje može diversificirati ponudu, povećati volumen trgovanja i proširiti bazu ulagatelja.

6.2. Primarni dileri

Republika Hrvatska bi mogla slijediti dobar primjer Slovenije u uvođenju primarnih dilera. Izdanja državnih obveznica i trezorskih zapisa pokazala su interes za dužničke instrumente (hrvatski građani posjeduju više od 7% hrvatskog javnog duga⁹).

Početkom 2007., Slovenija je uvela primarne dilere na tržište u obliku dvije skupine, jednu skupinu za državne obveznice i drugu skupinu za trezorske zapise. Trenutno u Sloveniji postoji 17 institucija koje obnašaju ulogu primarnih dilera za obveznice i trezorske zapise, uključujući glavne domaće banke, ali i poznate međunarodne banke i investicijska društva.

Slovenski pristup temelji se na korištenju nacionalne burze, tj. sustavnom ujedinjenju svih izdanja obveznica na Ljubljanskoj burzi, u skladu sa slovenskim zakonom. Ovaj pristup doveo je do upoznavanja međunarodnih ulagatelja s lokalnom burzom i tržištem, kao i povećanja likvidnosti i razvoja sekundarnog tržišta obveznica.

6.3. IPO fond

Jedna od mjera za daljnji razvoj tržišta kapitala u Republici Hrvatskoj je uspostava IPO fonda koji ulaže paralelno s privatnim ulagateljima u inicijalnim javnim ponudama malih i srednjih trgovačkih društava. Cilj takvog fonda je pomoći u prevladavanju početnih izazova privlačenja ulagatelja, participiranjem izravno u kvalificirane IPO-ove na odabranim multilateralnim trgovinskim platformama. Sličan primjer je implementiran u Češkoj osnivanjem IPO fonda 2019. koji je ušao na START tržište¹⁰ i postao jedan od ulagatelja na češkom tržištu vrijednosnih papira.

Češki primjer IPO fonda - Národní Rozvojová Investiční (NRI), nekadašnji ČMZRB Investment, osnovan je za ulaganje u vlasničke instrumente i odgovoran je za upravljanje IPO fondom. Fond je odobrila Europska komisija koja je zaključila da mjera ne predstavlja državnu potporu u smislu pravila Europske unije o državnoj pomoći, jer će IPO fond sudjelovati u javnim ponudama istovremeno i pod istim tržišnim uvjetima kao i privatni ulagatelji.

Češki primjer IPO fonda ima sljedeće karakteristike:

- ukupni proračun fonda iznosi približno 12,5 milijuna EUR, a početna sredstva dolaze iz Europskih strukturnih i investicijskih fondova (ESIF)
- udio IPO fonda u pojedinačnom izdanju ograničen je na najviše 30% izdanja
- fond planira držati pozicije u trgovačkim društvima između četiri i osam godina, ovisno o specifičnoj strategiji izlaska
- planira se da će IPO fond djelovati 10 godina od njegova osnivanja
- upravitelj fonda je NRI, podružnica Nacionalne razvojne banke
- ako cijena dionica poraste zbog povećanog interesa privatnih ulagatelja, IPO fond će izaći iz sudjelovanja u IPO-u

⁹ Podatak iz veljače 2025.

¹⁰ START tržište je dizajnirano za češka i slovačka mala i srednja poduzeća. START je tržište za manje inovativne tvrtke koje žele prikupiti novi kapital <https://www.pse.cz/en/trading/markets/start-market>

- trgovačko društvo mora potpisati ugovor u kojem potvrđuje da će većina kapitala biti iskorištena za investicije (koje moraju biti navedene u prospektu) i da se prikupljena sredstva ne mogu koristiti za otkup postojećih dionica ili za otplatu postojećeg duga.

Od veljače 2024., 20% svih IPO-a i SPO-a na START tržištu podržao je IPO fond, a razmatra se i novi IPO fond na START tržištu, procijenjen na otprilike 15 milijuna EUR.

Sličan primjer mogao bi se uspostaviti u Republici Hrvatskoj slijedeći uspješan češki primjer i po mogućnosti koristeći sredstva iz fondova Europske unije (češki fond nema privatnih ulagatelja). Budući da je češki IPO fond usredotočen na START tržište, tržište za manja trgovačka društva koja traže nova sredstva s niskim troškovima za izdavatelje, usporedivo tržište u Republici Hrvatskoj bilo bi stvaranje fonda koji ulaže u trgovačka društva koja razmatraju uvrštenje na Progress tržištu.