

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

MAGISTRSKO DELO

**UNIJA KAPITALSKIH TRGOV: DOLGOROČNA VIZIJA ZA
KREPITEV ENOTNEGA EVROPSKEGA TRGA**

Ljubljana, april 2019

JANA HABJAN

IZJAVA O AVTORSTVU

Podpisana Jana Habjan, študentka Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, avtorica predloženega dela z naslovom Unija kapitalskih trgov: dolgoročna vizija za krepitev enotnega evropskega trga, pripravljenega v sodelovanju s svetovalcem, red. prof. dr. Markom Košakom

IZJAVLJAM,

1. da sem predloženo delo pripravila samostojno;
2. da je tiskana oblika predloženega dela istovetna njegovi elektronski obliki;
3. da je besedilo predloženega dela jezikovno korektno in tehnično pripravljeno v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, kar pomeni, da sem poskrbela, da so dela in mnenja drugih avtorjev oziroma avtoric, ki jih uporabljam oziroma navajam v besedilu, citirana oziroma povzeta v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani;
4. da se zavedam, da je plagiatorstvo – predstavljanje tujih del (v pisni ali grafični obliki) kot mojih lastnih – kaznivo po Kazenskem zakoniku Republike Slovenije;
5. da se zavedam posledic, ki bi jih na osnovi predloženega dela dokazano plagiatorstvo lahko predstavljalo za moj status na Ekonomski fakulteti Univerze v Ljubljani v skladu z relevantnim pravilnikom;
6. da sem pridobila vsa potrebna dovoljenja za uporabo podatkov in avtorskih del v predloženem delu in jih v njem jasno označila;
7. da sem pri pripravi predloženega dela ravnala v skladu z etičnimi načeli in, kjer je to potrebno, za raziskavo pridobila soglasje etične komisije;
8. da soglašam, da se elektronska oblika predloženega dela uporabi za preverjanje podobnosti vsebine z drugimi deli s programsko opremo za preverjanje podobnosti vsebine, ki je povezana s študijskim informacijskim sistemom članice;
9. da na Univerzo v Ljubljani neodplačno, neizključno, prostorsko in časovno neomejeno prenašam pravico shranitve predloženega dela v elektronski obliki, pravico reproduciranja ter pravico dajanja predloženega dela na voljo javnosti na svetovnem spletu preko Repozitorija Univerze v Ljubljani;
10. da hkrati z objavo predloženega dela dovoljujem objavo svojih osebnih podatkov, ki so navedeni v njem in v tej izjavi.

V Ljubljani, dne _____

Podpis študentke: _____

KAZALO

UVOD	1
1 RAZVOJ ENOTNEGA TRGA EU	3
1.1 Pogodbe EU in razdelitev pristojnosti	3
1.1.1 Ekonomska integracija EU	6
1.2 Notranji trg EU	7
1.2.1 Načelo prostega pretoka kapitala.....	8
1.2.2 Bančna unija	9
1.2.3 Unija kapitalskih trgov	13
2 ENOTNI KAPITALSKI TRG IN POMEN MSP	14
2.1 Enotni kapitalski trg.....	15
2.1.1 Stanje kapitalskih trgov v EU	15
2.1.2 Analiza prednostnih ukrepov oblikovanja unije kapitalskih trgov v EU.....	21
2.2 Vloga MSP v EU	25
2.2.1 Definicija MSP in njihov pomen	25
2.2.2 Analiza vrst MSP glede na finančne instrumente.....	27
2.2.3 Analiza strukture kapitala MSP v EU	32
3 VPLIV UNIJE KAPITALSKIH TRGOV NA RAZLIČNE VRSTE MSP	36
3.1 Vpliv UKT na izbor virov financiranja MSP.....	36
3.1.1 Svetovalna podpora MSP za dostop do finančnih sredstev	36
3.1.2 Spodbujanje inovativnih oblik financiranja MSP.....	39
3.1.2 Povečanje dostopa in pridobitev kapitala na javnih trgih.....	41
3.2 Vpliv UKT in Spodbujanje čezmejnih naložb.....	41
3.2.1 Heterogenost virov financiranja MSP v državah članicah	42
3.2.2 Primerjava finančnih obveznosti: Nemčije, Slovenije in Združenega kraljestva.....	43
4 IZZIVI ZA INTEGRACIJO IN RAZVOJ UNIJE KAPITALSKIH TRGOV V EU	47
4.1 Brexit	48
4.2 Finančna tehnologija	51
4.3 Predlogi integracije in nadaljnega razvoja	54
SKLEP	55
LITERATURA IN VIRI	57
PRILOGE	

KAZALO SLIK

Slika 1: Evropski nadzorni okvir, 2017.....	11
Slika 2: Delež sredstev, ki jih imajo tuje banke v državah članicah EU (v %) leta 2008 in 2014.....	16
Slika 3: Sestava kapitalskih trgov- EU vs ZDA (december 2013).....	17
Slika 4: Finančni portfelj gospodinjestev v EU in ZDA (v % vseh finančnih sredstev), leta 2011.....	18
Slika 5: Izpostavljenost trga (v tisoči €): dolg podjetij leta 2013 v EU in ZDA.....	19
Slika 6: Tržna kapitalizacija delniškega trga in dolžniški vrednostni papirji (v % BDP), leta 2014.....	19
Slika 7: Bančna posojila zasebnemu sektorju kot delež BDP-ja leta 2011.....	20
Slika 8: Pretok (v milijardah €): investirani tvegani kapital leta 2013 v EU in ZDA.....	21
Slika 9: Viri financiranja MSP-jev v letu 2015 (v % EU28 MSP).....	27
Slika 10: Potek dodelitev finančnih sredstev EU.....	39
Slika 11: Finančne obveznosti Nemčije v % BDP v obdobju 2015–2018.....	44
Slika 12: Finančne obveznosti Slovenije v % BDP v obdobju 2015–2018.....	46
Slika 13: Finančne obveznosti Združenega kraljestva v % BDP v obdobju 2015–2018....	47
Slika 14: Kje se izvajajo kapitalski trgi EU28 v % leta 2013.....	49
Slika 15: Inovativno financiranje v Združenem kraljestvu in EU27 v obdobju 2012–201650	
Slika 16: Fintech ekosistem.....	52
Slika 17: Svetovne investicije Fintech tveganega kapitala- največje vrednosti posla (H1 2016 vs. H1 2017) v milijardah €.....	53

KAZALO TABEL

Tabela 1: Bančni sistemi v treh regijah: Bančna unija (BU), EU in ZDA, konec 2014.....	12
Tabela 2: Opis vzorc–pasivne spremenljivke, število podjetij in % leta 2013.....	29
Tabela 3: Opis vzorca–aktivne spremenljivke – uporabljeni viri financiranja MSP leta 2013 in 2015.....	31
Tabela 4: Rezultati analize grozdov – vrste MSP glede na finančne instrumente, 2013	32
Tabela 5: Primerjava grozdov: Velikost, lastništvo in inovativnost, leta 2013.....	35
Tabela 6: Poenostavljen dostop do informacij o financiranju za MSP, 2017.....	37
Tabela 7: Programi financiranja EU 2014–2020 za MSP.....	38
Tabela 8: Primerjava skupin – značilnosti držav po regijah UNSD, 2013.....	42
Tabela 9: Primerjava skupin – EU države v evroobmočju in izven evroobmočja, 2013....	43
Tabela 10: Povezanost kapitalskih trgov Združenega kraljestva in EU leta 2014.....	48

UVOD

Evropska unija (v nadaljevanju EU) in njene države članice ustanoviteljice (Belgija, Francija, Italija, Luksemburg, Nemčija in Nizozemska) so leta 1950 pričele z gospodarskim in političnim povezovanjem v t. i. Evropski skupnosti za premog in jeklo. Schumanova deklaracija (Pogodba o ustanovitvi Evropske skupnosti za premog in jeklo, 1950, str. 11) je predvidevala vodenje težke industrije s skupnim upravljanjem. Oblikovana je bila prva nadnacionalna evropska institucija z idejo, da bi se EU oblikovala postopoma, s konkretnimi cilji na podlagi solidarnosti. Že leta 1957 je bil z Rimsko pogodbo ustanovljen »skupni trg« ali t. i. Evropska gospodarska skupnost (v nadaljevanju EGS), ki je še danes glavni cilj EU – omogočiti prost pretok ljudi, blaga, storitev in kapitala ter evropsko povezovanje razširiti na splošno gospodarsko sodelovanje (Pogodba o ustanovitvi Evropske gospodarske skupnosti, 1957, str. 51–62). Unija kapitalskih trgov (v nadaljevanju UKT) je naslednji 'mejni' evropskega enotnega trga in temeljni projekt Junckerjeve Evropske komisije (mandat 2014–2019), s katero želi spodbujati zaposlovanje in rast v EU v okviru »Naložbenega načrta za Evropo«, ki naj bi spodbudil začetek procesa sprostitve finančnih sredstev za podjetja (Evropska komisija, 2015a, str. 4). Evropska komisija je podala številne politične ukrepe, ki so namenjeni odpravljanju ovir na integriranih kapitalskih trgih in bančnih posojil. Cilj številnih predlaganih ukrepov je izboljšanje pogojev financiranja malih in srednje velikih podjetij (v nadaljevanju MSP), ki naj bi povečali naložbe in rast v EU ter ublažitev finančnega tveganja, saj le-ti predstavljajo 99,8 % vseh podjetij, 67,4 % delovnih mest in 58,1 % bruto dodane vrednosti (ECB, 2014a, str. 79). Evropski kapitalski trg ostaja pod okriljem posameznih držav članic EU, deležniki, ki so v primeru potrebe po financiranju pa vezani na banke. Posledica tega je, da postajajo ranljivi in vezani na bančna posojila, kot je bilo že v času finančne krize (House of Lords, 2015, str. 4). Zlasti MSP in zagonska podjetja, ostajajo zelo odvisna od bank pri pridobivanju finančnih sredstev. Zato ostaja potreba po raznolikih in razširjenih virih financiranja, kjer bi imela podjetja lažji dostop do kreditiranja preko kapitalskih trgov ter tudi bank, ter potreba po povečanju čezmejne dimenzije dostopa do financiranja. Cilji unije kapitalskih trgov, kot si jih je zastavila Evropska komisija so (Evropska komisija, 2015a, str. 5):

- izboljšati dostop do financiranja vseh podjetij znotraj EU, zlasti MSP-je ter investiranje v projekte, kot so infrastrukture;
- povečati in diverzificirati vire financiranja investorjev v EU ter drugod po svetu;
- narediti bolj delujoče in učinkovite trge, povezati investitorje in tiste, ki potrebujejo financiranje z manjšimi stroški, znotraj držav članic EU in izven.

Iz praktičnega vidika ostaja mnogo odprtih vprašanj, kako bodo ti cilji bili preneseni v konkretna dejanja, saj za integracijo in razvoj kapitalskih trgov v EU obstajajo številne ovire. Nekatere so zgodovinske, kulturne, ekonomske in pravne, nekatere so globoko utrjene in jih je težko nasloviti (Véron & Wolff, 2015, str. 3). Poglavljanje in povezovanje

kapitalskih trgov Evropske unije je dolgoročen strukturni cilj. Čeprav je na prvi pogled težko dosegljiv, je iz več razlogov smiseln: finančni sistemi, ki temeljijo zgolj na bankah so bolj nagnjeni krizam in lahko povzročijo nižjo rast; splošno sprejete analize kažejo, da je čezmejno vključevanje kapitalnega trga pomembno dopolnilo k delitvi fiskalnega tveganja; ter prihajajoči odhod Združenega kraljestva, ki predstavlja glavno središče trga kapitala v EU, naredi projekt unije kapitalskih trgov še bolj pomemben. Čeprav je vključevanje in poglobljanje kapitalskih trgov dolgoročni cilj EU, je dejanski napredek omejen (Sapir, Veron & Wolff, 2018, str.1).

Namen magistrske naloge je analizirati in oceniti, kaj pomeni oblikovanje unije kapitalskih trgov različnim deležnikom, predvsem malim in srednje velikim podjetjem in s kakšnimi izzivi se soočajo. Splošni cilj magistrske naloge, ki predstavlja analizo akcijskega načrta unije kapitalskih trgov, je pomemben iz vidika trenutne politične in ekonomske situacije v EU, ki predvideva mobilizirati kapital ter ga usmeriti za rast in oblikovanje delovnih mest.

Raziskovalni vprašanji:

1. Do kakšne razsežnosti lahko govorimo o uniji kapitalskih trgov v okviru enotnega evropskega trga, če se poslovni modeli in finančne potrebe MSP v EU razlikujejo?
2. Ali lahko zastavljeni cilji unije kapitalskih trgov pripomorejo k večji finančni stabilnosti EU in enotnega evropskega trga kljub politično-ekonomskim izzivom?

V prvem delu je bila uporabljena deskriptivna metoda z analizo primarnih in sekundarnih virov, ki govorijo o oblikovanju enotnega evropskega trga in politik EU. Pri analizi akcijskega načrta o uniji kapitalskih trgov in glavnih ukrepov so bili uporabljeni različni primarni in sekundarni viri EU, kot je zelena knjiga in priporočila. Podatke o vrstah malih in srednje velikih podjetij glede na uporabo finančnih instrumentov v EU smo pridobili iz podatkovne baze Evropske centralne banke in njene raziskave o finančnem dostopu podjetij (angl. *Survey on the access to finance of enterprises–SAFE*), ki jo redno izvajajo ter sekundarnih virov, ki to raziskavo analizirajo. Poleg analitičnega pristopa je bilo uporabljeno primerjalno raziskovanje, s primerjavo posameznih držav EU, razdeljene po regijah. Pri tem so bile izpostavljene tiste, ki predstavljajo tri različne vidike evropskega kapitalnega trga in povezane politike: Združeno kraljestvo, z najbolj razvitim kapitalnim trgov znotraj EU in velikimi izzivi prihodnosti kot posledica izstopa iz enotnega evropskega trga, Nemčija, kot primer države, kjer sta tako bančni in kapitalni trgi dobro razviti in Slovenija, kot primer države z manj razvitim kapitalnim trgov in veliko odvisnostjo na banke.

Magistrska naloga ima poleg uvoda še štiri poglavja. V uvodu je predstavljeno področje raziskave, namen, cilj, raziskovalni vprašanji ter uporabljena metodologija. Naloga je oblikovana na osnovi časovnice: od ideje o enotnem evropskem trgu iz leta 1950 do sodobnega časa, s trenutnimi izzivi, s katerimi se sooča EU in napovedi o oblikovanju

unije kapitalnih trgov do leta 2019. V prvem poglavju je predstavljen razvoj enotnega trga EU z glavnimi mejniki. Sledi analiza razvoja bančne in finančne politike EU vse do Junckerjevega plana v okviru investicijskega načrta za Evropo ter predstavitev ukrepov do sprejetja akcijskega plana za unijo kapitalnih trgov ter predstavitev izzivov, s katerimi se sooča enotni evropski trg, vključno s finančno stabilnostjo. V drugem poglavju je predstavljenavloga MSP v enotnem evropskem trgu, potreba in razpoložljivost zunanjega financiranja, stanje evropskih kapitalnih trgov, analiza prednostnih ukrepov oblikovanja unije kapitalnih trgov z glavnimi prioritetami in akcijami v okviru enotnega kapitalnega trga ter vrste malih in srednje velikih podjetij v EU glede na njihove finančne instrumente. V tretjem poglavju so predstavljene različne skupine MSP na podlagi virov financiranja po regijah držav članic EU ter ali so države v evroobmočju in izven evroobmočja. Sledi analiza ukrepov UKT na posamezne skupine MSP. Tu je predstavljena analiza kvantitativnega pomena bank in kapitalnih trgov za financiranje nefinančnih družb, v treh različnih državah članicah. Agregirane obveznosti nefinančnih družb smo delili z bruto domačim proizvodom (BDP) kot kazalnikom velikosti gospodarstva države in nihanj poslovnih ciklov. V četrtem poglavju so predstavljeni politično-tehnološki izzivi za integracijo in razvoj unije kapitalnih trgov v EU: politični izziv za enotni evropski trg, ki ga odpira vprašanje izstop Združenega kraljestva iz enotnega evropskega trga (t.i. *Brexit*) in tehnološki z razvojem finančne tehnologije (t.i. *FinTech*). V zaključku naloge so povzete ključne ugotovitve in odprta vprašanja, ki vodijo v nadaljnje raziskovanje.

1 RAZVOJ ENOTNEGA TRGA EU

Ideja o oblikovanju UKT ni povsem nova. Ta se odraža na enotnem trgu od leta 1985 in v Akcijskem načrtu za finančne storitve leta 1999, ki se je osredotočil na pomanjkanje sredstev za inovativna podjetja ali novoustanovljena podjetja in podjetja v zgodnji fazi, razdrobljenost in majhnosti kapitalnih trgov, finančna struktura podjetij, ki so preveč osredotočena na bančno financiranje (Barbu & Strachinaru, 2016, str. 141). V tem kontekstu je cilj oblikovanja UKT na bolj integriranih in učinkovitih evropskih kapitalnih trgih se lahko šteje za pomemben in potreben korak pri spodbujanju trajnostnega gospodarskega okrevanja.

1.1 Pogodbe EU in razdelitev pristojnosti

Prvotne države gospodarskega sodelovanja in temeljev Skupnosti med evropskimi državami (Belgija, Nemčija, Francija, Italija, Luksemburg in Nizozemska) so podpisale Pogodbo o ustanovitvi Evropske skupnosti za premog in jeklo (ESPJ) ali pariško pogodbo, podpisano 18. aprila 1951 s pričetkom veljave 25. julija 1952. Glavni cilj je bil odprava trgovinskih ovir ter oblikovanje skupnega trga, kjer lahko države članice prosto trgujejo s premogom in jeklom, hkrati pa bi omogočali delavcem v teh panogah prosto gibanje na tem območju (Bohinc, 2012).

Leta 1958 ji je sledila EGS in Evropska skupnost za atomsko energijo (Euratom), ki je v osmem členu (Pogodba Evropske skupnosti za atomsko energijo, 1958, str. 17) predvidevala prehodno obdobje 12 let, v katerih bi se v treh fazah oblikoval skupni trg do 31. decembra 1969, in sicer: oblikovanje carinske unije, prost pretok ljudi, storitev in kapitala ter oblikovanje skupne kmetijske politike. Poleg tega je predvidevala: oblikovanje Evropskega socialnega sklada, ustanovitev Evropske investicijske banke in razvoj tesnejših odnosov med državami članicami (1958, str. 18). V letih 1968–69 so tržna nihanja pomenila nestabilnost takratnih valut (revalvacija nemške marke in devalvacija francoskega franka), to pa je ogrozilo sistem enotnih cen skupne kmetijske politike (Evropska komisija, 2007, str. 2).

Leta 1970 je bilo predstavljeno Wernerjevo poročilo (poimenovano po takratnem luksemburškem premierju Pierre Werner), v katerem je bil opisan postopek nastanka evropske monetarne unije (v nadaljevanju EMU) s končnim ciljem: trdna konvertibilna valuta, prost pretok kapitala in zamrznitev menjalnih tečajev. Da bi to dosegli, so pozvali na večje usklajevanje ekonomske politike, kjer bi na ravni skupnosti odločali o obrestnih merah in upravljanju z rezervami (Evropska komisija, 2007, str. 2).

Leta 1986 je začel veljati Enotni evropski akt, ki je občutno spremenil Rimsko pogodbo in okrepil idejo gospodarskega povezovanja, z oblikovanjem velikega notranjega trga: pristojnosti Unije so se razširile na področje oblikovanja notranjega trga, ta naj bi popolno deloval do leta 1993. Glavne novosti so bile uvedbe novih pristojnosti na širšem področju gospodarske, denarne in politične unije: socialna politika, monetarna politika, ekonomska in socialna kohezija, okolje, raziskave in tehnološki razvoj ter sodelovanje na področju zunanje politike. Odločanje s soglasjem je bilo zamenjano z glasovanjem s kvalificirano večino na področjih, ki so v pristojnosti Skupnosti, in sicer: skupna carinska tarifa, svoboda opravljanja storitev, prosti pretok kapitala ter skupna politika na področju pomorskega in zračnega prometa ter notranji trg, socialna politika, ekonomska in socialna kohezija, raziskovanje in tehnološki razvoj ter okoljska politika. Končni cilj Enotnega evropskega akta je bil oblikovati skupni trg, kjer naj se zagotovi prosti pretok blaga, oseb, storitev in kapitala (Enotni evropski akt, 1986).

Leta 1992 je bila podpisana Pogodba o Evropski uniji (v nadaljevanju PEU) ali Maastrichtska pogodba in je pričela veljati 1. novembra 1993. Oblikovala je tristebno strukturo, in sicer: prvi steber je predstavljal Evropsko skupnost, kjer so države članice prenesle pristojnosti, ki jih določa pogodba, z nacionalne ravni na raven institucij EU; drugi steber je predstavljal skupno zunanjo in varnostno politiko; tretji steber pa sodelovanje na področju pravosodja in notranjih zadev. Pogodba je pomenila začetek novega obdobja povezovanja evropskega naroda v t. i. Evropsko unijo (Unija). Oblikovan je bil skupni trg v okviru gospodarske politike in enotne valute (4. člen). 5. člen določa načelo subsidiarnosti (določena so področja, kjer EU nima izključne pristojnosti, vendar lahko v določenih primerih ukrepa in ima tako prednost pred državami članicami).

Pogodba je omogočila ustanovitev Evropskega ekonomsko-socialnega odbora in Odbora regij s posvetovalno vlogo, hkrati je v njej opisan postopek oblikovanja evropskega sistema centralnih bank in Evropske centralne banke, ki dopolnjujeta obstoječi finančni instituciji v okviru Evropske investicijske banke (EIB): EIB in Evropski investicijski sklad (EIS). Naloga prvega stebra je bila zagotoviti dobro delovanje enotnega trga, s spodbujanjem skladnega, trajnostnega razvoja dejavnosti na področju gospodarstva, socialne zaščite, zaposlenosti ter spodbujanje enakopravnosti med ženskami in moškimi (EUR-Lex, 1992). Sledili so številni ukrepi, ki so oblikovali skupni trg ter vzpostavitev gospodarske politike in enotne valute (4. člen Pogodbe o Evropski Skupnosti) (EUR-Lex, 1992).

Leta 1997 je bila podpisana Amsterdamska pogodba, ki je spremenila PEU, pogodbo o ustanovitvi Evropske skupnosti ter nekatere povezane akte. Z njo so se povečale pristojnosti Unije, oblikoval se je tudi mehanizem za usklajevanje politik zaposlovanja v državah članicah, vključen pa je bil tudi sporazum o socialni politiki z odpravljenjo možnostjo o neudeležbi. Ohranja tristebno strukturo EU, vendar spreminja vsebino posameznih stebrov. Posamezna področja so se iz tretjega premaknile v prvi steber: priseljevanje, prehod zunanjih mej, azil, carinsko sodelovanje, boj proti goljufijam, sodelovanje na področju pravosodja (civilne zadeve in na področju Schengenskega sporazuma). Drugi steber je bil dopolnjen, kljub temu je ostal konsenz v Svetu EU (Evropski parlament, 2016a). Pogodba je uvedla številne institucionalne reforme (največje število poslancev v Evropskem parlamentu, največje število komisarjev v Evropski komisiji, oblike glasovanja Sveta EU, Sodišču Evropske skupnosti so dodelili določbe ustavne narave). Pogodbe so državam članicam prvič omogočile, da pod posebnimi pogoji s skupnimi institucijami okrepijo medsebojno sodelovanje, kot je na primer ekonomska in monetarna unija, oblikovanje območja svobode, varnosti in pravice ter sodelovanje na področju Schengenskega sporazuma in sodelovanje na področju pravosodja (Grilc & Ilešič, 2001).

Leta 2001 je bila podpisana pogodba iz Nice, ki je pričela veljati 1. februarja 2003. Njen glavni namen je bil izboljšati delovanje in legitimnost institucij EU, v času, ko se je EU soočala z največjo širitvijo držav članic. Tako Maastrichtska kot Amsterdamska pogodba nista ustrezno reševali institucionalnih vprašanj. Na tem področju so bile uvedene številne novosti: sprememba relativne teže držav članic s ponderiranjem glasov v Svetu EU; Evropsko komisijo je sedaj oblikovana iz enega komisarja iz vsake države članice, predsednik pa je pristojen, da izbere podpredsednike (in njihovo število) ter dodeli pristojnosti posameznim komisarjem; zaradi širitve so povečali število evropskih poslancev iz 700 (določeno z Amsterdamsko pogodbo) na 732 (Evropski parlament, 2016a). Tako kot države članice, Svet EU in Evropska komisija je tudi Evropski parlament dobil pristojnosti, da pravno izpodbija akte Evropske komisije, Evropske centralne banke in Sveta EU glede kršitev postopkov, nepristojnosti, kršitve Pogodbe ali druga pravna pravila ali zaradi zlorabe pooblastil. Svet EU se lahko z Evropskim parlamentom tudi

posvetuje, kadar meni, da je posamezna država članica huje kršila temeljne pravice. Sledile so reforme sodnega sistema s sodiščem Evropske unije in sodiščem prve stopnje (Bohinc, 2012).

Decembra 2009 je pričela veljati Lizbonska pogodba, ki spreminja PEU in PES (EUR-Lex, 2009). Struktura in način delovanja EU sta zaradi zaporednih širitev, kjer se je število držav članic povečalo na 27, potrebovala korenite spremembe: od delovanja posameznih institucij do oblike odločanja na ravni EU. Lizbonska pogodba (tako kot Amsterdamska pogodba in Pogodba iz Nice) ne nadomešča ustanovitvenih pogodb, vendar jih spreminja hkrati pa potrdi, da pravo EU določajo mednarodne pogodbe. Vodilo ostaja nespremenjeno: nenehne izboljšave za njene državljane ter omogočanje državam članicam gospodarski in socialni napredek. Jasno so razdeljene pristojnosti, ki jih delimo na izključno pristojnost, kjer so zakonski akti izdani zgolj s strani EU, države članice le izvršujejo zakonodajo EU; z deljeno pristojnostjo države članice lahko sprejemajo pravno zavezujoče akte, v primeru da EU ne izvaja svoje pristojnosti, in podporno, ko je pristojnost EU zgolj dopolnilo politik njenih držav članic (Bohinc, 2012, str. 11).

1.1.1 Ekonomska integracija EU

Ustanovitvene pogodbe EU definirajo tudi gospodarsko izhodišče in so odločne v stališču, da je pri odstranjevanju obstoječih ovir nujno usklajeno delovanje. Potrebno je krepiti enotnost lastnega gospodarstva ter zmanjšanje razlik med posameznimi evropskimi regijami. Odprava ovir na področju skupne trgovinske politike naj bi omogočila postopno odpravljanje omejitev na področju mednarodne trgovine. PEU in Pogodba o delovanju Evropske unije (PDEU) določata ekonomsko in monetarno unijo ter enotno in trdno valuto (Bohinc, 2012).

Ekonomsko integracijo EU delimo na šest faz (Evropska komisija, 2007):

1. Preferenčno trgovinsko območje, kjer države znižajo med seboj carinske stopnje;
2. Prostocarinsko trgovinsko območje, kjer države, ki sodelujejo v tem območju, odstranijo notranje carine;
3. Carinska unija, ki pomeni skupno trgovinsko politiko in enako zunanjo carinsko stopnjo za tretje države;
4. Skupni trg, kjer je prost pretok ljudi, blaga, storitev in kapitala in poenotenimi predpisi za izdelke;
5. Ekonomska in monetarna unija, ki pomeni enotni trg in valuto ter skupno monetarno politiko;
6. Popolna ekonomska integracija, vključuje vse zgoraj naštetu ter usklajeno javnofinančno in ekonomsko politiko.

Proces evropske integracije je prinesel največji in najbolj odprt skupni trg na svetu, z ekonomsko, monetarno in bančno unijo. Od leta 1958 do 2015 je bil dosežen velik napredek, kljub temu so na določenih področjih prizadevanja nepogrešljiva. Od EGS leta 1958 do Maastrichtske pogodbe leta 1993 je Evropa napredovala postopoma in se je nedvoumno preselila k tesnejši ekonomski integraciji, ki jo imenujemo notranji trg. Za opravljanje notranjega trga je bila potreba postabilnosti deviznega tečaja znotraj območja. V poznih 80-ih in zgodnjih 90-ih, ko je regionalna integracija dosegla pomemben napredek, se je ta ideja ponovno pojavila. Enotna monetarna politika je bila logično dopolnilo potrebe po stabilnih menjalnih tečajih in novem režimu prostega pretoka kapitala, ki so predpisani s strani notranjega trga. Uvedba evra (v nadaljevanju €) in evroobmočja je bil logičen zaključek tudi iz tega razloga. Različna priporočila o bolj prepričljivi ekonomski in fiskalni uniji, ki so navedeni v poročilu Delorsa iz leta 1989, so bili omiljeni v manj ambicioznem kompromisu, podpisanem v Maastrichtu. Kolektivni neuspeh je bil jasno viden v letih izbruha krize evroobmočja. Končni cilji evropske integracije so se spremenili in so postali veliko bolj ambiciozni od zgolj vzpostavitve notranjega trga z enotno valuto in monetarno politiko (Dorrucci, Demosthenes, Mongelli & Terzi, 2015, str.2).

Rimska pogodba je izrazila svobodo pretoka kapitala, glavni mejnik na tej zgodovinski poti vključuje odpravo omejitev pretoka kapitala leta 1988. Pot do odprtih kapitalskih trgov v Evropi je bila počasna in ni bila dokončana do Maastrichtske pogodbe leta 1992, ko je prost pretok kapitala postal neposreden del pogodbe. V tem procesu – ob priznavanju potencialnih destabilizacijskih učinkih – so bili vključeni zaščitni ukrepi, da bi države članice zaščitile svojo stabilnost, vključno z bonitetnim nadzorom (Cunliffe, 2015).

Evropska komisija je leta 1999 predstavila 42 ukrepov s t. i. akcijskim načrtom za finančne storitve, s katerimi je želela uskladiti predpise posameznih držav članic EU na finančnih področjih: bančništvu, poslovanju z vrednostnimi papirji, zavarovanji, pokojninskimi zavarovanji itd. Predstavlja sestavni del lizbonskega programa, ki ga je nasledila Evropa 2020. Leta 2011 je bil oblikovan Evropski nadzorni organ (angl. *European Supervisory Authorities* – ESAs). Zgodovinska kontinuiteta nakazuje, da lahko agenda unije kapitalskih trgov postane uresničljiva unija, čigar ideja mora preseči obstoječe iniciative. Prav tako mora predvideti vplivne nove korake, da bi sprožila merljiv napredek zastavljenih ciljev (Veron & Wolff, 2015, str. 3).

1.2 Notranji trg EU

Notranji trg EU (enotni trg) je bil ustanovljen s pogodbo iz Maastrichta leta 1993, opisan pa že v členih 4(2)(a), 26, 27, 114 in 115 PDEU, ki naj bi zagotovili prost pretok blaga, storitev, kapitala in oseb, s tem pa naj bi se evropski trg bolj odprl za konkurenco, ustvaril nova delovna mesta ter zmanjšal trgovinske ovire. Ostaja veliko razprav o učinkovitosti in učinku zakonodaje EU za notranji trg. Evropske institucije spodbujajo pristop, ki je

usmerjen na sodelovanje med nacionalnimi organi in institucijami EU, predvsem glede prenosa in izvrševanja norm notranjega trga. Razlog, zakaj je bil napredek pri oblikovanju enotnega trga počasen, lahko najdemo pri izbiri metode harmonizacije zakonodaje ter postopku soglasnega sprejemanja sklepov v Svetu EU. V Cecchinijevem poročilu iz leta 1988 se obravnava vprašanje gospodarskega stroška neenotnega trga, ki je znašal med 4,25 % in 6,5 % bruto domačega proizvoda (v nadaljevanju BDP).¹ Začele so se politične razprave o bolj temeljittem pristopu odprave trgovinskih ovir (Evropski ekonomsko-socialni odbor, 2012, str. 1).

Drugi paket predlogov Evropske komisije t. i. »Akt za enotni trg II-za nadaljnji razvoj enotnega trga in izkoriščanje njegovega še neizrabljenega potenciala kot gonila za rast« (2012), določa dvanajst ukrepov v okviru štirih glavnih dejavnosti pri spodbujanju rasti, zaposlovanju in zaupanju: povezana omrežja, čezmejna mobilnost državljanov in podjetij, digitalno gospodarstvo ter ukrepi na področju povečanja kohezije in koristi potrošnikov.

- Mobilnost podjetij: kako pritegniti dolgoročne naložbe; posodobiti postopke na področju insolventnosti ter izboljšati poslovno okolje;
- Digitalno gospodarstvo: spodbujanje elektronskega trgovanja z uporabo bolj enostavnih plačilnih storitev – za večjo konkurenčnost in varnost;
- Zaupanje potrošnikov: ukrepi na področju večjega dostopa pri odpiranju bančnih računov, bolj pregledne bančne provizije ter bolj enostavni postopki pri zamenjavi bančnega računa.

1.2.1 Načelo prostega pretoka kapitala

Faza ekonomske integracije je tudi EMU, v katero uvrščamo vse države članice EU, te pa oblikujejo skupni trg (enotni trg). Prost pretok kapitala je najširša svoboda, ki izhaja iz Pogodb in kjer od leta 1988 poteka postopno uresničevanje le-te. Med glavne ekonomske dejavnosti vključujemo: izvajanje učinkovite monetarne politike območja € s ciljem stabilnosti cen; usklajevanje ekonomskih in fiskalnih politik v državah članicah; zagotavljanje nemotenega delovanja enotnega trga; nadzor in spremljanje finančnih institucij. V okviru EMU poteka usklajevanje na področju fiskalne in gospodarske politike, skupne monetarne politike ter skupne valute €. Na lestvici ekonomske integracije EU se leta trenutno nahaja na peti stopnji, kjer se postopno povezovanje na gospodarskem področju ni pričelo z odločitvijo o uvedbi €, ki odpravlja valutno tveganje na notranjih kapitalskih tokih EU in na vseh kapitalskih tokih v območju €. Na ta način je € spodbudil tako ponudbo kot povpraševanje po čezmejnih finančnih storitvah in tako deloval kot močan katalizator za finančno integracijo. Vključevanje finančnih trgov držav članic spodbuja

¹ Bruto domači proizvod (BDP) je proizvod v obliki storitev ali/in blaga, ki ga nacionalno gospodarstvo naredi v časovnem obdobju, ki je ponavadi eno leto in je določen s tržnimi cenami. Sestavlja ga vsota dodane vrednosti v osnovnih cenah vseh domačih proizvodnih enot in neto davkov na storitve in proizvode (Filipović, Popović, Purg & Vakanjac, 2001).

finančni razvoj in s tem povečuje učinkovitosti gospodarstva EU. Gospodarstvo evroobmočja ima koristi zaradi večje učinkovitosti, saj daje okolje z enotnovaluto dodatno finančno integracijo. Poleg tega ima gospodarstvo evroobmočja koristi od integriranih finančnih trgov kot kanalov za upravljanje asimetričnih šokov (Evropska komisija, 2008, str. 94).

Neposreden in obsežen vpliv EMU na področju finančne integracije je bilo čutiti na trgih evroobmočja, saj se je € hitro uveljavil z vlogo hranilca vrednosti na mednarodnih finančnih trgih, kjer predstavlja znaten delež mednarodnih dolžniških vrednostnih papirjev, tako z dolgoročno zapadlostjo (obveznice in zadolžnice) kot s kratkoročno zapadlostjo (instrumenti denarnega trga). V primerjavi s kombiniranim deležem nacionalnih valut je € pridobil opazno vlogo v tem tržnem segmentu po začetku delovanja EMU, kar kaže na priložnosti oblikovanja integriranih, širših in bolj likvidnih kapitalskih trgov v območju € kot tudi smernice za razpršitev portfelja (Evropska komisija, 2008, str. 110).

Po desetletju delovanja EMU ter navkljub krizi, ki je zajela EU, le-ta sprejela pomembne ukrepe za izboljšanje sistema gospodarskega upravljanja. EU je okrepila Pakt za stabilnost in rast, ki je uvedel novi mehanizem za preprečevanje ali odpravo makroekonomskih neravnovesij in usklajevanj strukturnih reform. To so ključni koraki za okrepitev gospodarskega dela EMU. Poleg tega, da bi zagotovili uspeh € na dolgi rok, so evropske institucije določile načrt za dokončanje arhitekture EMU do leta 2025. Prva faza ali poglobljanje z dejanskim izvajanjem (angl. *Deepening by Doing*) naj bi potekala od 1. julija 2015 do 30. junija 2017, kjer je glavni cilj povečanje konkurenčnosti in strukturnega zблиževanja s pomočjo znanih instrumentov ter obstoječih Pogodb; na ravni evroobmočja in nacionalni ravni oblikovanje odgovornih fiskalnih politik ter dokončanje finančne unije ter nenazadnje povečanje demokratične odgovornosti. Druga faza zavzema dokončanje EMU (angl. *completing EMU*) do leta 2025, kjer naj bi bili sprejeti dolgoročni ukrepi z namenom, da bi procesi zблиževanja postali zavezujoči z uporabo enotnih meril za konvergenco s pravnim statusom ter ustanovitev posebne finančne uprave za evroobmočje. Zadnja faza naj bi bila izpeljana najpozneje do leta 2025 – po izvedbi vseh korakov za poglobitev delovanja EMU za stabilnost držav članic EU, ob spodbudi, da bi se tudi ostale (v kolikor izpolnjujejo pogoje) pridružile pri uporabi enotne valute (Evropska komisija, 2015c, str. 5).

1.2.2 Bančna unija

EMU in notranji trg dopolnjuje bančna unija, ki usklajuje odgovornosti nadzorovanja, financiranja in reševanja na evropski ravni, hkrati pa predpisuje spoštovanje enakih pravil vsem bankam v evroobmočju zlasti po krizi v evrskem območju ter različni odzivi in rešitve držav članic nanjo. Pokazala se je namreč razdrobljenost enotnega trga finančnih storitev ter težave pri posojilih v realnem sektorju gospodarstva. S predpisanimi pravili se zagotavlja izmerljivost bančnih tveganj, v primeru napak pa se morajo le-te soočiti z

drugimi opcijami, kot je npr. prenehanje poslovanja. Ocena finančnega tveganja v bančnem sektorju ima pomembno vlogo pri stabilnosti posameznih držav članic. Bančno unijo sestavljajo trije elementi: enotni evropski pravilnik (angl. *European Single Rulebook*), enotni mehanizem nadzora (EMN – angl. *Single supervisory mechanism*) in enotni mehanizem za reševanje (EMR – angl. *Single resolution mechanism*). Leta 2012 je EU sklenila oblikovati EMN, v katerem ima ECB vlogo direktnega bančnega nadzornika pri neodvisnem nadzorovanju evropskih bank v skladu z enotnimi pravili. Drugi steber bančne unije je EMR s pristojnostjo načrtovanja možnega odziva na propad banke. EMR je pričel delovati januarja 2016, EMN pa novembra 2014 z namenom neposrednega izvajanja nadzora ECB nad najpomembnejšimi in največjimi bančnimi skupinami v EU, hkrati pa nacionalne nadzorne institucije izvajajo nadzor nad manjšimi bankami (Evropski parlament, 2016b).

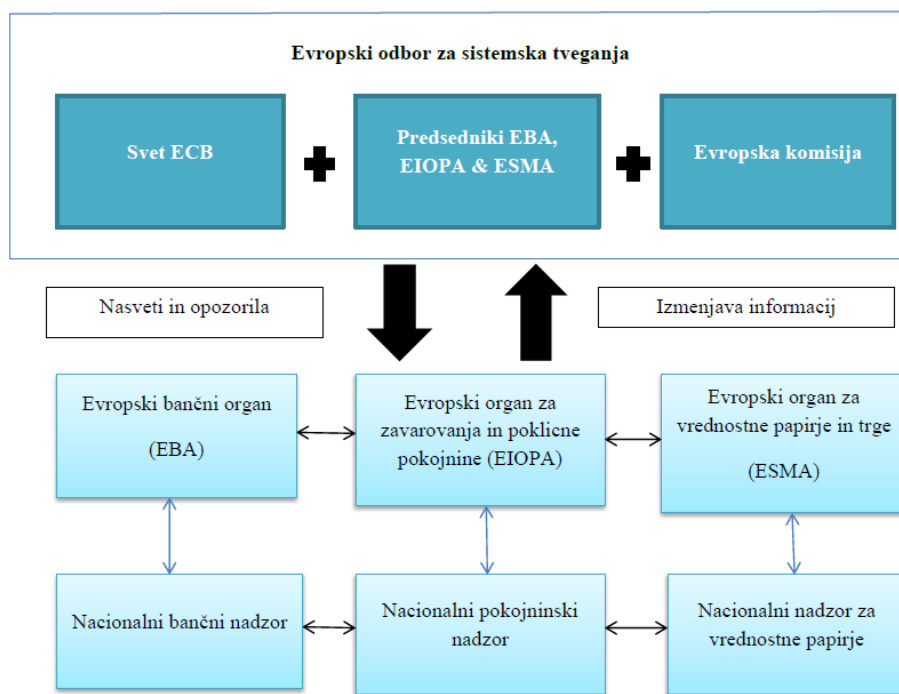
Pravila, ki urejajo bančno unijo, zagotavljajo možnosti financiranja pri morebitnemu reševanju le-teh, s tem da je na voljo še druga oblika financiranja, poleg sredstev delničarjev in upnikov bank, tudi t. i. enotni sklad za reševanje, katerega upravitelj je enotni odbor za reševanje, v osmih letih pa bodo evropske banke v sklad vplačale ciljno raven financiranja, ki je približno 55 milijard € (Evropska centralna banka, 2014, str. 27).

EU je oblikovala tri nove evropske organe z namenom nadzorovanja finančnih aktivnosti. Kot je razvidno iz Slike 1, ne nadomeščajo nacionalne organe: Evropski bančni organ (angl. *European Banking Authority –EBA*), Evropski organ za vrednostne papirje in trge (angl. *European Securities and Markets Authority –ESMA*) in Evropski organ za zavarovanja in poklicne pokojnine (angl. *European Insurance and Occupational Pensions Authority for banks, markets –EIOPA*). V okviru Evropskega sistema finančnega nadzora (angl. *European System of Financial Supervision –ESFS*) deluje tudi Evropski odbor za sistemska tveganja (ESRB), ki je odgovoren za makrobonitetni nadzor finančnih sistemov v EU, z namenom preprečitve ali zmanjšanja sistemskih tveganj za finančno stabilnost EU in nemotenem delovanju notranjega trga, z upoštevanjem makroekonomskega razvoja (Uredba (EU) 1092/2010, člen 3).

Cilj nadzornih organov je oblikovati mrežo v sodelovanju z nacionalnimi organi ter skrb za koordinacijo, spremljanje in posredovanje, kjer je to potrebno (Evropski parlament, 2016b). Evropska komisija je odgovorna za pripravo predlogov zakonodaje in pravil za finančni sistem. Vzporedno s tem, EBA oblikuje tehnične standarde in razvije enotna pravila za notranji trg EU. V oblikovanje zakonodaje so vključene vse države članice EU, medtem ko so v bančno unijo vključene države, ki imajo euro kot uradno valuto, ter ostale države članice, ki želijo pri tem sodelovati. Drugo področje delovanja, ki obsega nadzorovanje, je preneseno na ECB v okviru EMN. Zavarovanje depozitov ostaja na nacionalni ravni, čeprav temelji na skupnem okviru. V srednjeročnem obdobju je ta opcija manj primerna, saj so (ne)politični akterji, v obdobju po finančni krizi, bolj previdni pri zavarovanju zavarovalnih vlog na ravni evrskega območja. Ko je bančni sistem bolj

stabilen (med drugim bolje kapitaliziran) in gospodarstvo nadaljuje pot rasti, je obdobje bolj primerno za menjavo zavarovalnih depozitov iz nacionalnih na območje € (Schoenmaker, 2015, str. 17).

Slika 1: Evropski nadzorni okvir, 2017



Vir: Povzeto po ESMA, Annual Report 2016, 2017.

Prizadevanja reform ostajajo omejena na regulativni okvir za banke in ne zavzemajo učinkovitega režima insolventnosti, tako za države kot za zasebne dolžnike. Ostaja nekaj odprtih vprašanj, zlasti na področju zavarovanja depozitov ter nestabilnosti, ki jih lahko povzroči razpetost bančne unije med nacionalnimi organi in evropskima agencijama (za nadzor in reševanje), saj ne obstajajo vladni mehanizmi za reševanje sporov med agencijami, ki delujejo na različnih ravneh (Schoenmaker, 2015, str. 2). Dolgoročni razlog za oblikovanje bančne unije je čezmejno bančništvo. Kombinacija čezmejnega bančništva in nacionalnega nadzora in resolucije vodi do koordinacijske okvare med nacionalnimi organi, ki postavljajo nacionalne interese na prvo mesto. To pa postavlja v nevarnost finančno stabilnost. Bančna unija naj bi odpravila to napako usklajevanja s sprejetjem nadnacionalne politike. Argument neuspeha pri usklajevanju se nanaša na enotni trg, ki omogoča neovirano čezmejno bančništvo v celotni EU. Udeležba je obvezna za države evroobmočja, ne pa tudi za ostale države članice EU (Schoenmaker, 2015, str. 4).

Tabela 1 nam prikazuje, da bančna unija pokriva skoraj 70 % vseh bančnih sredstev EU. Intenzivnost čezmejnega bančništva v državah, ki ne sodelujejo v bančni uniji, je višja kot v državah, ki sodelujejo v bančni uniji, kar nakazuje, da nadnacionalni pristop lahko koristi tudi za zadolženost (Schoenmaker, 2015, str. 6).

Tabela 1: Bančni sistemi v treh regijah: Bančna unija (BU), EU in ZDA, konec 2014

	Število bank	Bilančna sredstva	Od tega: dom ača	Druge EU	Tretje države
BU	5,516	30,772	83%	14%	3%
Ne-BU	1,752	12,196	57%	19%	24%
EU	7,268	42,968	76%	16%	9%
ZDA	5,643	12,36	84%		16%

Legenda*: Skupna bilančna sredstva prihajajo iz matične države, druge države EU in iz tretjih držav (izven EU in ZDA). Vsi deleži dosegajo vrednost do 100 %.

Vir: D. Schoenmaker, *Firmer foundations for a stronger european banking union*, 2015, str. 6.

Prvotni razlog za oblikovanje bančne unije je bil organizirati delitev tveganja bank ter krizno upravljanje na ravni evroobmočja. Z določenim razponom je preventiva, ki vključuje ureditev in nadzor, organizirana na ravni evroobmočja. Delitev tveganja je kljub temu nedovršena, kar lahko povzroči nestabilnost bančne unije, in sicer kot prvič: lahko nastanejo trenja med agencijami, ki delujejo na različnih ravneh. V primeru, da banka propade in je potrebno poplačati zajamčene vloge, se lahko nacionalni organ za zavarovanje depozitov pritoži zaradi pomanjkanja nadzora s strani ECB ter lahko začne pogajanja o ustreznem roku za zaprtje in s tem izplačil zavarovanih depozitov. Agencije ne delujejo na enakem nivoju, saj niso vladni mehanizem (na nivoju Sveta EU/Ecofin). Drugič, po teoriji principala-agenta (Jensen & Meckling, 1976 v Schoenmaker, 2015), obstaja nevarnost zagotavljanja zadostnega nadzora, kadar se nadzornik ne sooča s stroški njenega (ne)delovanja. Tretjič, nepopolna delitev tveganja ne obravnava ustrezno negativnega povratnega učinka med državami in bankami. Ker ostaja nejasna prihodnost delitve med t. i. angl. *bail-in* in *bail-out*, bodo morale države še vedno oblikovati sklade za reševanje bank, z možnostjo podpore držav s strani EMN. Ta instrument predstavlja posredno dokapitalizacijo (zapisano v 15. členu pogodbe o EMN). Zgolj v primeru, ko država ne more zagotoviti pomoči, ne da sproži fiskalno krizo, lahko EMN neposredno dokapitalizira banke (Schoenmaker, 2015, str. 23).

Kljub napredku ostaja bančna unija nepopoln proces, ki lahko ovira prenos monetarne politike in povezovanje kapitalskih trgov ter posledično medsebojno odvisnost in ranljivost nacionalnih vlad in nacionalnih bank v času krize (OECD, 2016a, str. 16). Dokončanje enotnega trga z reformami bi povečalo potencialno rast na srednji in dolgi rok: pretok kapitala lahko poveča odpornost v primeru šokov, zaradi česar je makroekonomska politika na ravni EU bolj učinkovita. Z zniževanjem transakcijskih stroškov se okrepi individualno delitev tveganja, kjer ni javnih mehanizmov za delitev tveganja. Dolgoročni namen za oblikovanje bančne unije je povezan s čezmejnimi bančništvom na enotnem

evropskem trgu. Kljub temu, da države članice, ki nimajo €, niso avtomatsko vključene v bančno unijo se ji lahko vseeno priključijo (Schoenmaker, 2015, str. 6).

1.2.3 Unija kapitalskih trgov

UKT je sestavni del tretjega stebra Naložbenega načrta za Evropo, ki jo je oblikovala Evropska komisija z namenom »zmanjšati obstoječo naložbeno vrzel v EU ter vrniti zaupanje zasebnega sektorja v financiranje naložb, ne da bi pri tem povečali javni dolg« (Evropska komisija, 2015d). Tretji steber se osredotoča na ukrepe, ki so potrebni za zmanjšanje ovir pri naložbah, in izboljšanje zakonodajnega področja z namenom, da bi postala Evropa bolj privlačna za svetovne investitorje. V to skupino sodijo ukrepi za krepitev enotnega evropskega trga s tremi pobudami: oblikovanje energetske unije, uresničitev enotnega digitalnega trga in unije kapitalskih trgov (Evropska komisija, 2015a).

Pojem enotnega trga za kapital se uvršča v okvir politike notranjega trga EU. Različne analize so ugotovile določene prednosti UKT za € območje, zlasti v povezavi z delitvijo tveganja (Véron & Wolff, 2015, str. 3). Kljub temu da je del notranjega trga EU, pa geografski namen ni osredotočen zgolj na območje €, ampak je le-ta razširjen na celotno EU in je del širše, dolgoročne agende strukturnih reform na ravni EU. Banke igrajo pri tem ključno vlogo na kapitalskih trgih, tudi v sistemih, kjer je nebančno financiranje primerjalno bolj razvito kot v EU. Na ta način se lahkodobro načrtovana bančna politika in kapitalski trgi medsebojno krepijo (Evropska komisija, 2016a, str. 2).

Evropska komisija si je zastavila seznam ukrepov in okviren časovni razpored, ki je odvisen tudi od hitrosti ostalih deležnikov, zlasti Evropskega parlamenta, Sveta EU in držav članic. Ukrepi so razdeljeni na prioritete (Evropska komisija, 2015b):

1. Zagotoviti več finančnih instrumentov evropskim podjetjem in MSP;
2. Zagotoviti ustrezno regulativno okolje dolgoročnim in trajnostnim naložbam za evropsko infrastrukturo;
3. Povečati investicije in izbiro za institucionalne vlagatelje;
4. Povečati zmogljivost bank za posojila;
5. Odpraviti ovire za čezmejne naložbe in razviti kapitalске trge v vseh 28 držav članicah.

UKT je nadpomenka za številne medsebojno povezane ukrepe, s ciljem poglobiti evropske kapitalске trge s sprostitvijo kapitala in izboljšanjem dostopa na različne trge vseh držav članic EU. Evropska komisija skuša to narediti s harmonizacijo zakonodaje na področju finančnih storitev v EU (Hamunen, 2016, str. 1). V Akcijskem načrtu o oblikovanju unije kapitalskih trgov (Priloga 3) je bil predstavljen načrt, ki vključuje 33 elementov za oblikovanje unije kapitalskih trgov do predvidenega leta 2019, z instrumenti, pravnimi akti ter podporo pobudam industrije. Ukrepi so razdeljeni na kratkoročne, srednjeročne in

dolgoročne (Evropska komisija, 2015b).² Kratkoročni prednostni ukrepi predstavljajo (Svet Evropske unije, 2015):

- zmanjšanje ovir pri dostopu do kapitalskih trgov preko pregleda obstoječega režima;
- razširiti možnosti investicij za MSP preko izboljšanja kreditne informacije o MSP-jih;
- razviti predloge za spodbujanje “visoko kvalitetna” zavarovanja in sprostitev bančnih bilanc stanja, tako da lahko več posojajo;
- podpreti zavzemanje evropskega dolgoročnega investicijskega sklada (angl. *European long-term investment fund*– ELTIF);
- podpreti področja dela industrije k razvoju Evropskega trga zasebne ponudbe.

Srednjeročni ukrepi naj bi vključili razvoj strategije, ki bi zagotovila tehnično pomoč posameznim državam članicam EU, da bi le-te bile del UKT. Evropska banka za obnovo in razvoj (angl. *European Bank for Reconstruction and Development*–EBRD) je leta 2010 že pričela z iniciativo s pridobivanjem tehničnega znanja, pomoč pri oblikovanju tržne infrastrukture (povezovanje borz in razviti regionalno centralizirane nasprotne stranke); pomoč državam pri razvoju okvirjev novih produktov in direktno investiranje v vrednostne papirje (Wright, Suarez, McGhee & Bax, 2016, str. 15). Ena od rešitev bi bila okrepitev vloge ESRB za zbiranje in analizo podatkov, kar bi lahko Evropo približalo viziji k holističnemu realnemu času »tveganega zemljevida« v povezavi s prizadevanji Banke za mednarodne poravnave (angl. *Bank for International Settlements* – BIS) in Odborom za finančno stabilnost (angl. *Financial Stability Board*– FSB) na globalni ravni (Véron& Wolff, 2015, str. 10). Dolgoročni ukrepi so opredeljeni kot del Naložbenega načrta za Evropo, ki predvideva večji dostop do finančnih sredstev za MSP; povečanje naložb s podporo varčevanja za upokožitev; odprava davčnih ovir in s tem povečanje naložb med državami članicami EU (Evropska komisija, 2015b).

2 ENOTNI KAPITALSKI TRG IN POMEN MSP

Medtem ko se bančna unija osredotoča na oblikovanje enotnega pravilnika in centraliziranega bančnega nadzora in bančnega resolucijskega sistema za bančni sektor evroobmočja, je za UKT pomembno osredotočanje na odpravo ovir znotraj EU z namenom sprostitve kapitala za investicije. Februarja 2015 je Evropska komisija predstavila prvi osnutek v Zeleni knjigi o UKT (2015c), kjer opredeljuje paket ukrepov za zmanjšanje ovir in izboljšanje dostopa do finančnih sredstev, s posebnim poudarkom na MSP ter inovativna in hitro rastoča zagonska podjetja (House of Lords, 2015, str. 16). V primerjavi s številnimi drugimi državami igrajo banke v EU ključno vlogo pri financiranju teh podjetij. Z namenom oblikovanja raznolike ponudbe virov financiranja je cilj UKT oblikovati kapitalski trg kot dopolnilo ali alternativo bankam (Evropska komisija, 2015a).

² Seznam vseh ukrepov se nahaja v Prilogi 3.

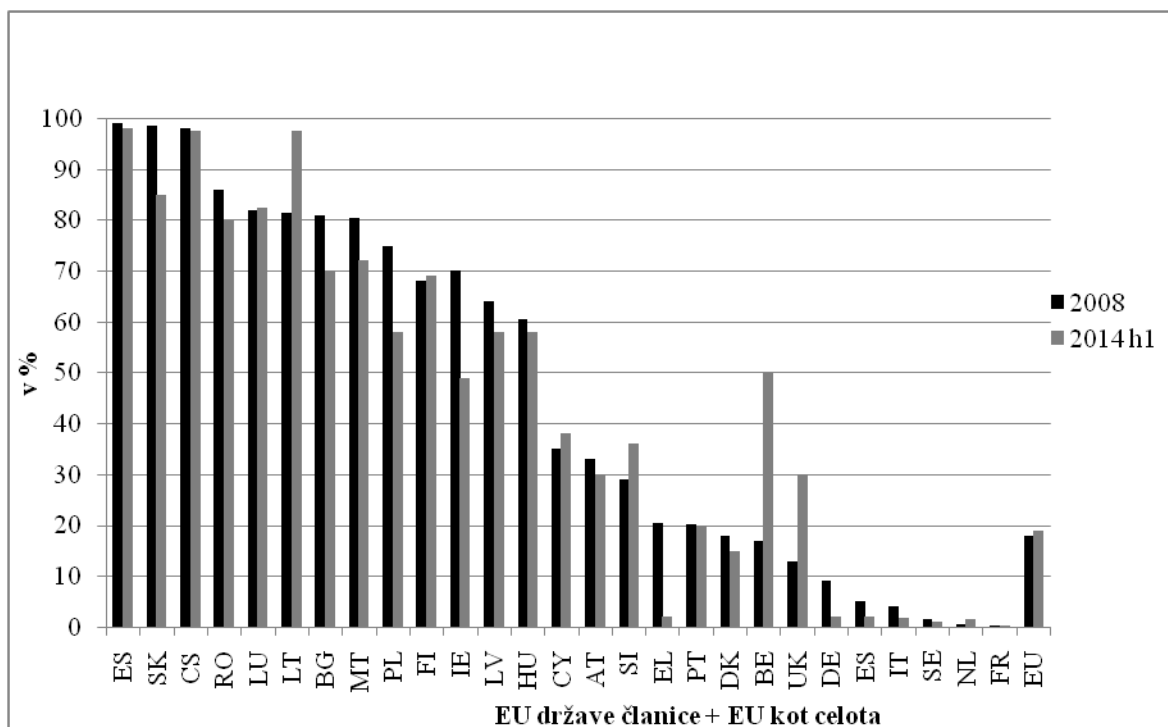
2.1 Enotni kapitalski trg

Agenda enotnega trga o kapitalskih trgih je pomemben projekt, ki pokriva široko politično področje in vključuje od računovodstva, upravljanja podjetij, predpisov na področju insolventnosti ter tudi bolj preprosta področja, kot je direktiva o prospektih (Véron & Wol, 2016 v Aussilloux, Bénassy-Quéré; Fuest & Wol, 2017, str. 8). UKT se osredotoča tudi na tvegani kapital (angl. *venture capital*), ki je v EU veliko manj razvit, kot je na primer v Združenih državah Amerike (v nadaljevanju ZDA). Delo na teh tehničnih vprašanjih je ključno, da se lahko tako omogoči kapitalu nemoteno pretakanje po celotni EU in financiranje zlasti za MSP. Dokončanje bančne unije je pomembno za integracijo trgov EU. Bančna "de-nacionalizacija", z zmanjšanjem teže nacionalnega bančnega sektorja, tako za sredstva kot za obveznosti, je predpogoj za oblikovanje čezmejnega bančnega sektorja, kjer je zadolževanje manj odvisno od davčnega in makroekonomskega stanja vsake posamezne države članice. To je še posebej pomembno za MSP-je, ki so še vedno močno odvisni od bančnih posojil (Aussilloux, Bénassy-Quéré, Fuest & Wol, 2017, str. 8).

2.1.1 Stanje kapitalskih trgov v EU

UKT naj bi dopolnila evropsko tradicijo bančnega financiranja ter pripomogla k pridobivanju več investicij iz EU in izven z mobiliziranjem kapitala v Evropi in ga prenesla v podjetja, vključno z MSP in infrastrukturnimi projekti za povečanje in oblikovanje delovnih mest; večja povezanost financiranja investicijskih projektov v EU, zlasti v državah članicah, ki imajo manjši trg in visok potencial (Evropska komisija, 2016c). To dejstvo potrjuje tudi poročilo (Wright et al., 2016), kjer so predstavljene priložnosti za razvoj kapitalskih trgov v enajstih državah članicah EU (EU11), in sicer v Bolgariji, Češki Republiki, Hrvaški, Estoniji, Litvi, Latviji, Madžarski, Poljski, Romuniji, Sloveniji in Slovaški. Podjetja v teh državah so veliko bolj odvisna od bančnih posojil kot ostale države EU, kjer predstavlja dolg podjetij 85 %, v ostalih državah članicah EU pa 75 %. Kljub temu da je novi val kreditiranja s strani bank upadel za 30 % po finančni krizi, saj želijo tuje banke zmanjšati izpostavljenost na trgih teh držav (Slika 2). Skladi kapitala, kot so pokojninska in zavarovalniška sredstva, predstavljajo zgolj tretjino po velikosti do BDP-ja, v primerjavi z ostalimi državami EU, kjer gospodinjstva namenijo svoja sredstva za varčevanje. Manjši razpoložljivi dohodek pojasni manjšo stopnjo varčevanja in manjše investicijske sklade (Wright et al., 2016, str. 3).

Slika 2: Delež sredstev, ki jih imajo tuje banke v državah članicah EU (v %) leta 2008 in 2014

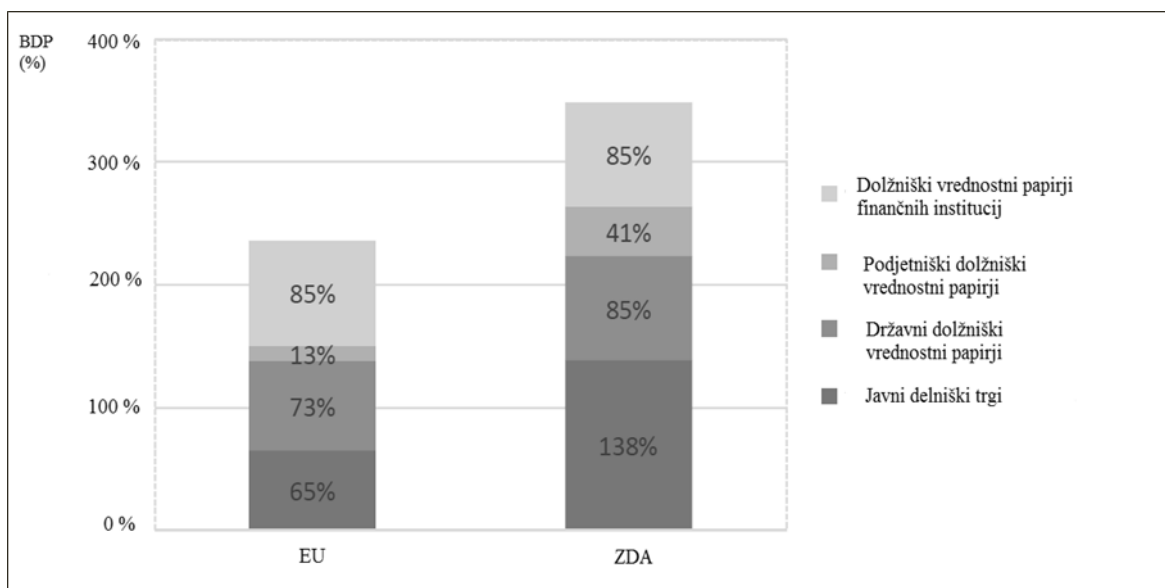


Legenda:* Tuje banke so opredeljene kot hčerinske družbe ali podružnice, ki jih obvladujejo bodisi EU banka ali ne-EU banka, ki je »tvoja« iz stališča države poročevalke.

Vir: Evropska centralna banka v N. Véron&G. B. Wolff, *Capital Markets Union: A vision for a long term*, 2015, str. 5.

Finančni sistem EU ostaja še vedno na državni ravni, kjer je čezmejna integracija omejena. Poslovanje s prebivalstvom ostaja na nacionalni ravni z le manjšim deležem čezmejnih posojil in omejenim čezmejnimi lastništvom, odvisnim od posameznih držav (Véron& Wolff, 2015, str. 5). Vloga bank v EU je veliko večja kot v ZDA, kjer trgi igrajo večjo vlogo v transakcijah med ponudniki in uporabniki kapitala (Sme Finance Forum, 2015, str. 10). Kot prikazuje Slika 3, so evropski kapitalski trgi v povprečju nekaj več kot polovica kapitalskega trga ZDA, a to pokriva širok spekter. Paradigma bank v primerjavi s tržnim sistemom ponuja orodje za primerjavo finančnih sistemov med EU in ZDA (Bijlsma & Gijlsbert, 2013, str. 2). Kljub temu da je ameriško gospodarstvo veliko kot evropsko, predstavljajo evropski trgi lastniških vrednostnih papirjev manj kot polovico ameriških trgov, manj kot tretjino pa predstavljajo trgi dolžniških vrednostnih papirjev (Slika 3). Velika vrzel obstaja tudi med državami članicami, ki je večja kot vrzel med ZDA in Evropo (Evropska komisija, 2015b).

Slika 3: Sestava kapitalskih trgov- EU vs ZDA (december 2013)



Vir: K. Lannoo, *ECMI Statistical Package*, 2014, 2015, str. 3.

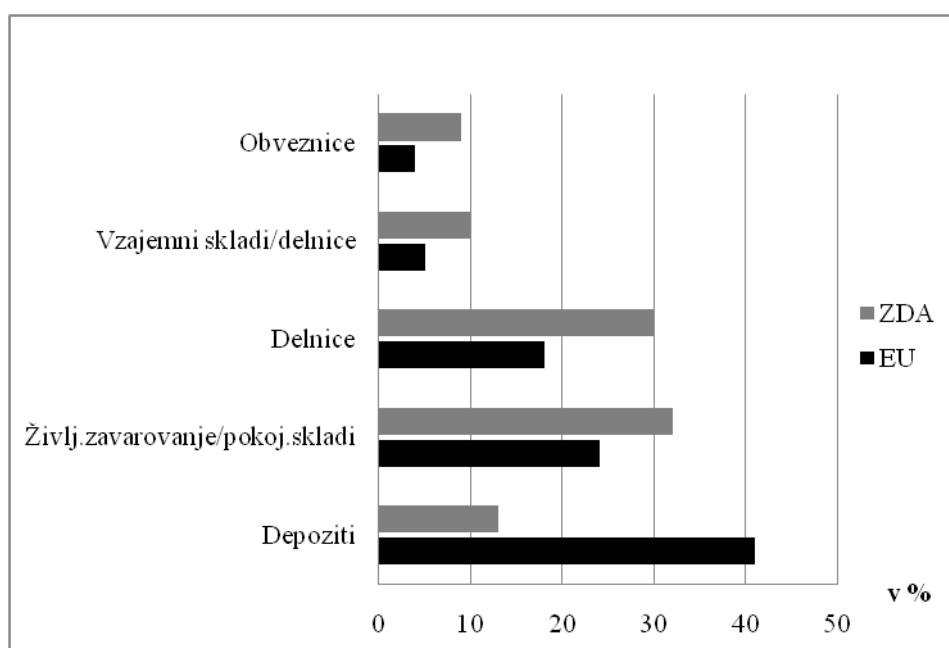
V okviru UKT je razumevanje različnih značilnosti EU in modelov, ki so uporabljeni v ZDA, njihove prednosti in razlike, bi lahko ponudile odgovor predpostavkam Evropske komisije, da večji finančni trgi v ZDA pomenijo, da so MSP manj odvisni od bančnih posojil in da je njihov dostop do finančnih sredstev lažji (WSBI & ESBG, 2015, str. 3).

Modeli financiranja niso določeni le z obnašanjem podjetij, ampak tudi z vedenjem varčevalcev. Kadar varčevalci vlagajo znatne zneske svojih prihrankov v kapital, potem financiranje s kapitalom postane lažje za podjetja. Nasprotno, če varčevalci prenesejo svoj denar predvsem v obliki bančnih depozitov, banke igrajo večjo finančno posredniško vlogo. Gospodinjstva v EU so leta 2011 pretežno varčevala v depozite, medtem ko gospodinjstva v ZDA so pretežno vlagala v delnice, življenjska zavarovanja in pokojninske sklade (Slika 4) (Véron & Wolff, 2015, str. 6).

Slika 4 prikazuje, da gospodinjstva v EU varčujejo veliko manj z obveznicami, delnicami in zavarovanji kot gospodinjstva v ZDA in imajo več kot 40 % svojega finančnega premoženja v obliki depozitov. Tudi višina finančnega premoženja v EU in ZDA se zelo razlikuje. Od leta 2012 je povprečno gospodinjstvo v EU15 (pred širitvijo leta 2004) imelo neto finančno premoženje v višini 39.160 €, medtem ko je povprečno gospodinjstvo v ZDA imelo premoženje v višini 110.227 €. Različni vzorci varčevanja so dali bankam večjo vlogo v finančnem posredništvu v EU kot v ZDA, kot je razvidno na Sliki 5. Različni varčevalni vzorci imajo prav tako pomembne posledice za preoblikovanje zapadlosti (Véron & Wolff, 2015, str. 6).

Skupni kazalec za presojo pomena bančnega posredovanja financ v posamezni državi je velikost bančnih posojil zasebnemu sektorju kot odstotek BDP-ja. Ta kazalec bomo uporabili tudi v nadaljevanju pri analizi financiranja MSP v državah članicah. Statistike za pretekla leta potrjujejo prakso EU, ki se bolj osredotoča na bančna posojila v nasprotju z ZDA. Bančna posojila zasebnemu sektorju znotraj EU so leta 2011 znašala 136 % BDP-ja, medtem ko v ZDA le 55 % BDP-ja (Bijlsma & Gijsbert, 2013, str. 10).

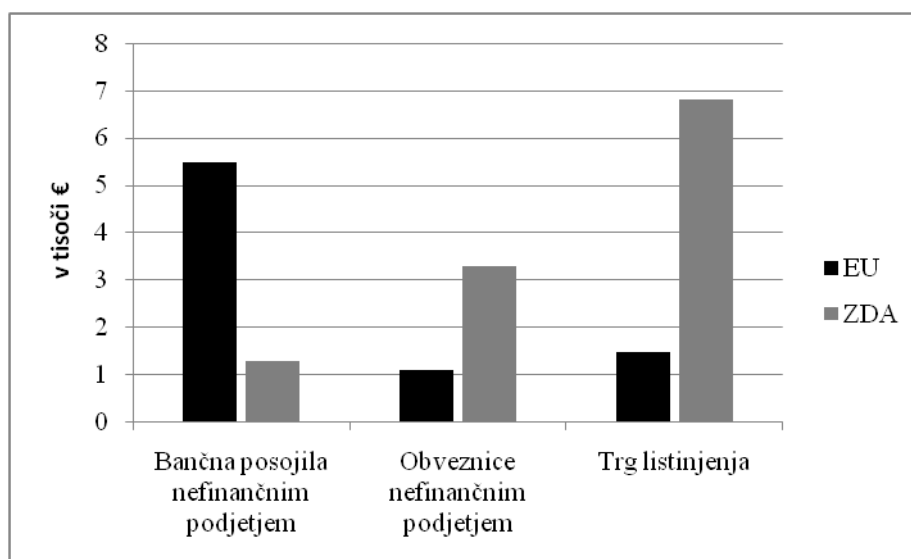
Slika 4: Finančni portfelj gospodinjstev v EU in ZDA (v % vseh finančnih sredstev), leta 2011



Vir: prirejeno po OECD, 2011, v N. Véron & G. B. Wolff, Financial portfolio of households in the EU and US (in % of total financial assets), 2015, str. 6.

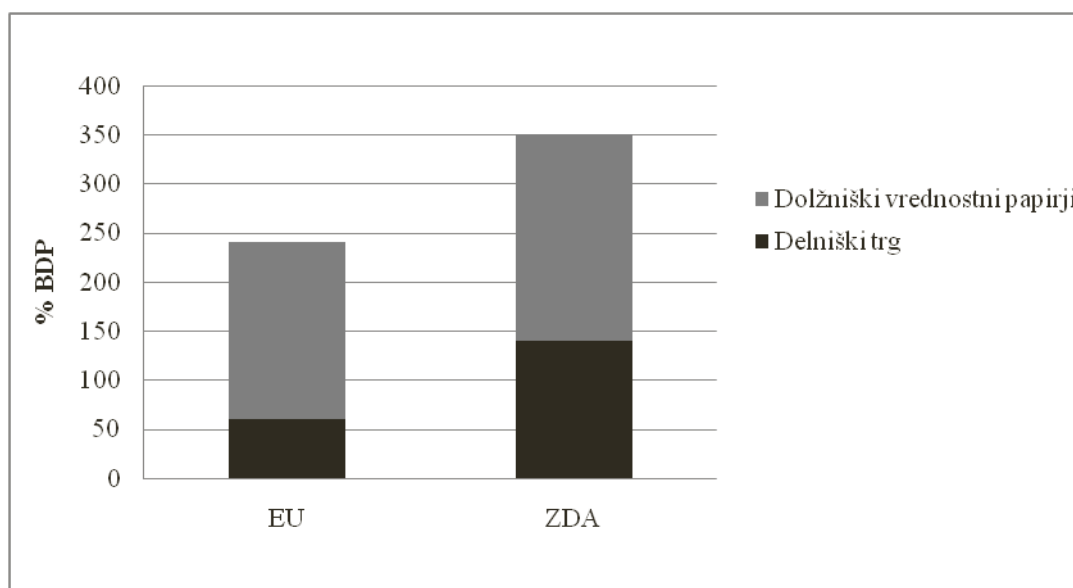
Približno dvakrat večji trgi v ZDA kot v EU predstavljajo trgi zasebnih lastniških vrednostnih papirjev. Do trikrat večji pa so trgi prodaje zaprtega kroga vlagateljev za obveznice (Slika 5 in Slika 6).

Slika 5: Izpostavljenost trga (v tisoči €): dolg podjetij leta 2013 v EU in ZDA



Vir: Evropska komisija, *European Union and the US: different structures and sources of finance*, 2015b, str. 7.

Slika 6: Tržna kapitalizacija delniškega trga in dolžniški vrednostni papirji (v % BDP), leta 2014

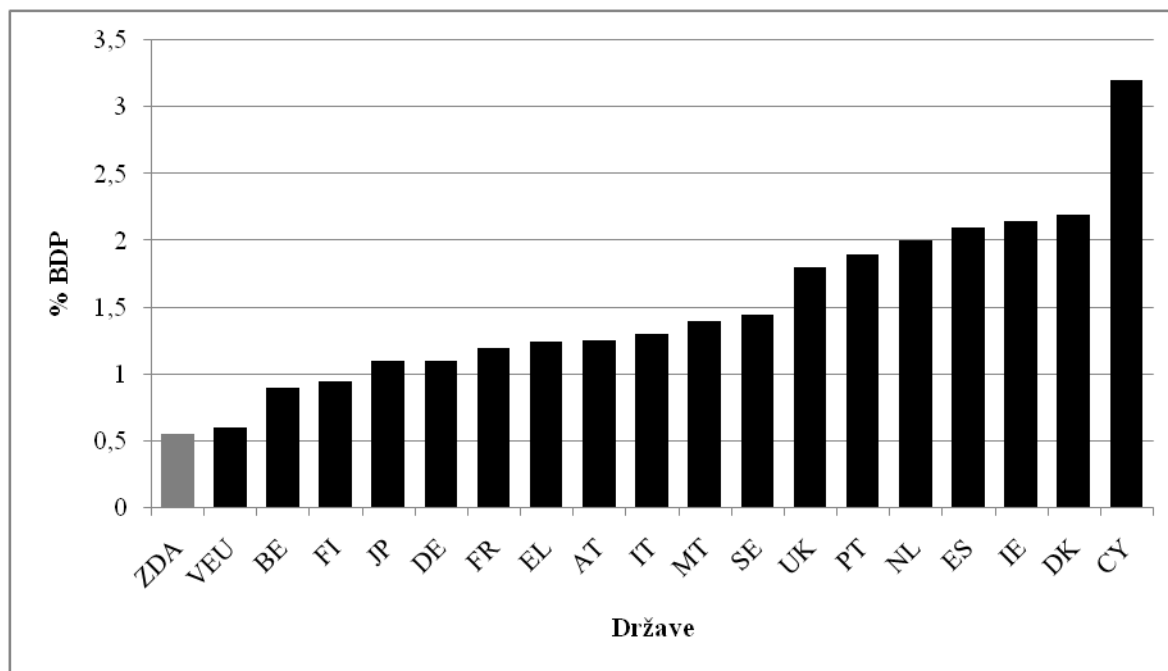


Vir: Evropska komisija, *Stock market capitalisation and debt securities (% of GDP)*, 2015a, str. 8.

Iz Slike 7 je razvidno, da obstaja velika razlika ne samo med ZDA in EU, ampak tudi med njenimi državami članicami. Če izvzamemo Ciper, vidimo veliko razliko med EU državami, ki imajo bolj razvite kapitalske trge, kot je Združeno kraljestvo z 188 %, Nizozemska z 198 % in Španija z 204 %, kjer obstajajo veliki volumni bančnih posojil zasebnemu sektorju v primerjavi z BDP-jem in drugo skupino držav, kjer je odstotek

bistveno manjši. Ta razlika nakazuje tudi na delitev med državami, usmerjene na kapitalske trge in bančno usmerjene države. Vendar je potrebno poudariti, da ta kazalec meri vsa posojila zasebnemu sektorju in vključuje na primer potrošniška posojila (Bijlsma & Gijsbert, 2013, str. 11).

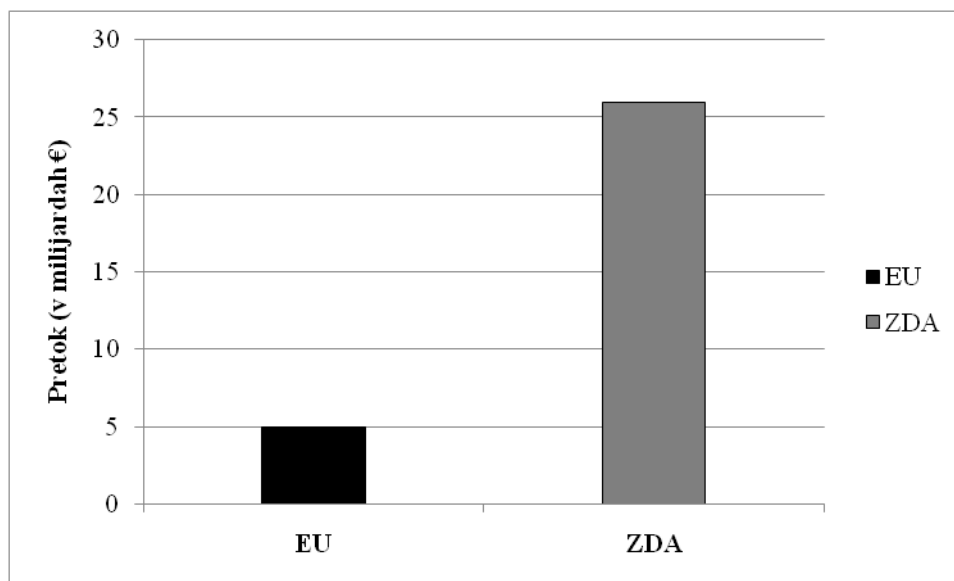
Slika 7: Bančna posojila zasebnemu sektorju kot delež BDP-ja leta 2011



Vir: M. Bijlsma & Z. Gijsbert, *Bank credit to the private sector, as a percentage of GDP*, 2013, str. 11.

EU ima manjši nabor razpoložljivih sredstev za investicije kot v ZDA, vključno z bančnimi in finančnimi kapitalskimi trgi, z manj tveganim kapitalom, čeprav je velikost gospodarstva zelo podobna. Vsota evropskih identificiranih vloženih sredstev je približno polovično manjša kot v ZDA. Primerjava z ZDA prikazuje, da predstavlja ključen izziv za EU struktura virov financiranja. Medtem ko so glavni viri financiranja v EU banke in zavarovalnice, ima ZDA večjo raznolikost in fleksibilnost, saj zasebni pokojninski skladi in druge oblike investorjev (angelske investicije, angl.*hedge* skladi, zasebni kapital in tvegani kapital) zagotavljajo bistveno večji delež sredstev za podjetja kot v Evropi (Slika 8). Poleg večjih virov financiranja je iz kulturnega vidika v ameriški kulturi večji apetit za tveganje. Zasebni pokojninski skladi v ZDA zagotavljajo večjo količino sredstev kot v Evropi. Leta 2014 sta ameriški zasebni kapital in tvegani kapital imela 488 milijard €, pripravljenih za investiranje v primerjavi s primerljivim evropskim skladom, ki je imel 245 milijard € (Sme Finance Forum, 2015, str. 7).

Slika 8: Pretok (v milijardah €): investirani tvegani kapital leta 2013 v EU in ZDA



Vir: Evropska komisija, *European Union and the US: different structures and sources of finance*, 2015b, str. 7.

2.1.2 Analiza prednostnih ukrepov oblikovanja unije kapitalskih trgov v EU

Po dveh letih od začetka leta 2015, je Komisija junija 2017 predstavila vmesni pregled akcijskega načrta. Od 33 je bilo izvedenih 20 ukrepov, in sicer na področjih (Evropska komisija, 2017a):

1. Tveganega kapitala;
2. Podjetij, ki vstopajo na trg in zbirajo kapital na javnih trgih;
3. Kapaciteta bank pri posojanju realnemu gospodarstvu;
4. Investicije v infrastrukturo;
5. Institucionalne in maloprodajne naložbe;
6. Preventivno prestrukturiranje in druga priložnost za podjetnike;
7. Odstranjevanje nacionalnih ovir za prost pretok kapitala;
8. Finančna stabilnost.

Obravnavani so zgolj tisti ukrepi UKT, ki so pomembni za financiranje MSP, in za katere so določene tematske prednostne naloge.

Prednostni ukrepi Akcijskega načrta o oblikovanju unije kapitalskih trgov vključujejo:

Ukrep 1 – »Financiranje za inovacije, zagonska podjetja in podjetja, ki ne kotirajo na borzi«

Ukrep zajema posvetovanja na področju skladov tveganega kapitala ter skladov za socialno podjetništvo (angl. *European Venture Capital Fund*; angl. *European Social Entrepreneurship Fund Regulations*). Predlog izrecno prepoveduje pridobivanje pristojbin, ki jih zahtevajo države članice. Hkrati podpira oblikovanje enega ali več skladov tvegane kapitala, z namenom podpreti inovativne naložbe v Evropi. Pri tem je EIS dobila mandat s strani Evropske komisije, da vodi postopek poziva, oceni izbrane prijave za »pričakovano uspešnost« v skladu z naložbenim procesom razvrsti in izbere investicijske predloge, dodeli razpoložljiva programska sredstva, vodi pogodbeni pogajanja z izbranim skladom in investira v kvalificirane sklade. EIS bo igral vlogo omejenega partnerja (angl. *Limited Partner*) v vsakem skladu, v katerega vlaga (Evropska komisija, 2015b).

Ukrep 2 – »Olajševanje vstopa podjetij na javne trge in njihovega zbiranja kapitala na teh trgih«

Ukrep vključuje spremembo obstoječe Direktive o prospektu. Direktiva, ki je bila sprejeta leta 2005, ureja pravila prospektov, ki so zahtevani s strani izdajalcev pri zbiranju sredstev na javnih ponudbah vrednostnih papirjev ali pri sprejemu vrednostnih papirjev na reguliranem trgu v EU. Direktiva predstavlja temelj ureditve kapitalskih trgov v EU in je bila nazadnje spremenjena leta 2014. Prospekt je podroben pravni dokument, ki določa informacije o podjetju ter določa tveganje, povezano z naložbo. Sedanja direktiva o prospektu določa širok režim javnih ponudb vrednostnih papirjev (lastniški kapital ali dolg). Direktiva EU zahteva le minimalno uskladitev, zato je bila le-ta v posameznih državah članicah uporabljena na drugačne načine. Iz tega vidika obstaja trenutno 28 različnih režimov in postopkov. Pravila, ki urejajo trženje prospektov, se tudi zelo razlikujejo, kar dodatno zaplete čezmejno izdajanje. V predlogu Evropska komisija predlaga spremembo pravne podlage iz direktive na uredbo (Hamunen, 2016, str. 1).³

V letu 2015 so potekala številna posvetovanja z različnimi interesnimi skupinami o spremembah direktive. Burn in Reynolds (v House of Lords, 2015, str. 16) sta mnenja, da je potrebno imeti enoten pristop k poenostavitvi pravilnika o prospektu v EU ter potrebo po zaščiti vlagateljev brezustvarjanja zapletenih ureditev, ki bi odvrnili izdajatelje pri vstopu na trg. Pri tem se varstvo potrošnikov ne sme zmanjšati, saj bi v nasprotnem primeru prišlo do nezadostnega povpraševanja za nove finančne instrumente. Potrebno je najti pravo ravnovesje, da se zagotovi privlačnost trgov, tako za izdajatelje kot za vlagatelje. Po mnenju Evropske komisije je zakonodaja o prospektu vstopna točka do kapitalskih trgov EU, zato mora le-ta ustvariti več in cenovno bolj dostopne možnosti financiranja za podjetja. Revizija daje velik poudarek na poenostavitvi nekaterih zahtev prospektov za MSP-je, postavitev na zagonske trge (razred trgovanja, ki služi za manjša podjetja). Na primarnih reguliranih izmenjavah bi morali MSP-ji spoštovati enake stroge zahteve kot

³Uredba je pravno zavezujoči akt, kar pomeni, da države članice EU jih morajo v celoti uporabljati. Direktiva je zakonodajni akt, ki določa cilje, katere naj bi dosegle države članice EU, pri čemer vsaka država članica sprejme svoje predpise (Grilc & Ilešič, 2001).

ostali izdajatelji. Evropska komisija predvideva tudi povečanje praga izjeme za pripravo prospekta za ponudbo vrednostnih papirjev pod 10 milijonov €. Za redne izdajatelje Evropska komisija uvaja novi univerzalni registracijski dokument (angl. *universal registration document* – URD), podoben kot je v veljavi v ZDA t. i. polica registracijske izjave. To bi rednim izdajateljem pri ponovnem izdajanju omogočilo samostojno dopolniti URD z bistveno krajšim dokumentom (Hamunen, 2016, str. 1).

Ukrep 3 – »Dolgoročne naložbe, naložbe v infrastrukturo in trajnostne naložbe«

Nova pravila o Solventnosti II pri infrastrukturnih projektih:⁴ spremembe naj bi vključevale pregled standardne formule za izračun zahtevanega solventnostnega kapitala in poročanje o uporabi dolgoročnih jamstvenih ukrepov in ukrepov za kapitalsko tveganje. Evropska komisija navaja, da »išče visoko kakovostne okvirje za zagotavljanje zaupanje vlagateljev v EU in jim omogočiti, da oceni tveganje med produkti« (Evropska komisija, 2015b).

Vendar pa bi vlagatelji še vedno morali opraviti skrbne preglede in se ne zanašati samo na novi okvir EU, kot se je to zgodilo z bonitetnimi ocenami. Združenje finančnih trgov v Evropi podpira uskladitev pravil o ohranjanju tveganja med različnimi oblikami vlagateljev, z namenom ustvariti enake konkurenčne pogoje (v House of Lords, 2015, str. 27). Zaupanje vlagateljev je še zlasti pomembno pri listinjenju MSP. Odprava informacijske asimetrije med originatorji in investitorji bi ustvarila večjo preglednost in bi izboljšala povpraševanje vlagateljev. To je mogoče doseči v primeru, da se omogoči celovita analiza in identifikacija potencialnih konfliktov interesa s popolnimi razkritimi dokumentiranimi pogoji (BlackRock v House of Lords, 2015, str. 27).

V tem ukrepu sodijo tudi posvetovanja glede kritih obveznic: trgi kritih obveznic so največji trgi zasebnega dolga v Evropi in so pomemben kanal za dolgoročno financiranje. Pomembne so za kreditne institucije pri učinkovitem usmerjanju financiranja na trgu nepremičnin in javno zagotovljenih instrumentov (vključno z nekaterimi posojili MSP-jev) (Evropska komisija, 2015b).

Ukrep 4 – »Spodbujanje malih in institucionalnih naložb«

Ukrep vključuje preučitev maloprodajnih finančnih storitev in zavarovanju; oceno evropskih trgov naložbenih produktov za male vlagatelje; oceno argumentov za okvir politike za vzpostavitev evropskih osebnih pokojninskih zavarovanj; oceno bonitetne obravnave zasebnega lastniškega kapitala in zasebno plasiranega dolga v skladu z direktivo Solventnosti II ter različna posvetovanja o ovirah za čezmejno distribucijo investicijskih skladov.

⁴Direktiva Solventnost II (Direktiva 2009/138/ES) je bila sprejeta novembra 2009 in spremenjena z Direktivo 2014/51/EU Evropskega parlamenta in Sveta, 16. aprila 2014 (tako imenovani »Omnibus II direktiva«).

Ukrep 5 – »Spodbujanje bančnih zmogljivosti za podporo širšega gospodarstva«

Vključuje izvedbo svežnja dveh zakonodajnih predlogov o listinjenju, kar bi pomenilo dodatno financiranje v realnem gospodarstvu in predstavlja največji izziv Evropske komisije. Po njenih napovedih naj bi bolj enostavno, pregledno in standardizirano listinjenje sprostilo zmogljivost bilanc stanja bank ter na ta način omogočilo naložbene priložnosti vlagateljem. Prvi predpis določa skupna pravila o listinjenju in zagotavlja okvir za enostavno, pregledno in standardizirano listinjenje (v nadaljevanju STS). Druga uredba pa spreminja obstoječo Uredbo (EU) št. 575/2013 Evropskega parlamenta in Sveta o bonitetnih zahtevah za kreditne institucije in investicijska podjetja. Predlagane spremembe bi prilagodile profile hrambe tveganja, da bi primerno odražale specifične lastnosti STS listinjenja. Najpomembnejše spremembe so: nova hierarhija metod za izračun tveganja in nižje kapitalske zahteve za STS. Svet EU se je dogovoril o splošnem pristopu glede obeh dokumentacij v začetku decembra 2015, osnutek poročila je bil predstavljen v Odboru Evropskega parlamenta za ekonomske in monetarne zadeve 6. junija 2016. Tako Zelena knjiga (2015a) kot Akcijski načrt (2015b) dajeta prednost razvoju trajnostnega in visoko kakovostnega listinjenja v EU.

Novi člen 270 je usmerjen zlasti na listinjenje posojil za MSP-je, kjer je kreditno tveganje v povezavi z angl. *mezzanine* tranše (in v nekaterih primerih angl. *junior* tranše) zagotovljen z omejenim seznamom tretjih deležnikov, vključno z vladami ali centralnimi bankami držav članic, ali z zajamčenjem z eno od teh možnosti (ta shema je običajno opredeljena kot »tranširano kritje«). Glede na pomen teh sistemov za sprostitev kapitala, za namene povečanja posojil za MSP-je, se predlaga podelitev več obravnav občutljivih tveganj, enakovredne tistim, predvidenim za STS listinjenja, za angl. *senior* tranše, ki jih obdrži originator (Evropski parlament, 2016c, str. 4).

Ukrep 6 – »Spodbujanje čezmejnih naložb«

Ukrep vključuje odpravo nacionalnih ovir za prost pretok kapitala; izboljšanje tržne infrastrukture za čezmejne naložbe, pri predpisih o lastništvu vrednostnih papirjev ter odstopa terjatev; spodbujanje zbliževanja insolvenčnih postopkov (javna posvetovanja so v teku); odprava čezmejnih davčnih ovir s pomočjo dobrih praks in kodeksom ravnanja pri postopku oprostitve davčnega odtegljaja pri viru; okrepitev zmogljivosti za ohranjanje finančne stabilnosti (pregled makrobonitetnega okvira EU).

Akcijski načrt temelji na štirih ključnih načelih: ustvarjanje več priložnosti za vlagatelje, spodbujanje močnejšega in bolj prožnega finančnega sistema ter poglobljanje finančne integracije in povečanje konkurence. Do leta 2019 si Evropska komisija, s pomočjo različnih zakonodajnih in nezakonodajnih predlogov, prizadeva premagati informacijske ovire za naložbe MSP, krepitev dostopa do javnih trgov, podporo naložb v infrastrukturo in olajšanje čezmejnega vlaganja (Evropska komisija, 2017a). Ta kratek pregled ukrepov

prikazuje, da predlogi, vključeni v akcijskem načrtu UKT lahko na različen način vplivajo na finančno realnost MSP-jev. Vsi politični ukrepi bi morali upoštevati več dejavnikov, ki določajo vzorce financiranja MSP. Namen analize v nadaljevanju je predstaviti možen učinek UKT na financiranje različnih vrst MSP v državah članicah EU.

2.2 Vloga MSP v EU

Kaj konkretno pomenijo predlogi in ukrepi unije kapitalskih trgov za enotni evropski trg, bomo preverili s pomočjo malih in srednje velikih podjetij (MSP), ki so ogroženi za evropsko gospodarsko strukturo, saj predstavljajo 99,8 % vseh podjetij, 67,4 % delovnih mest in 58,1 % bruto dodane vrednosti (Evropska centralna banka, 2014, str.79). Mlada inovativna podjetja igrajo ključno vlogo v modernem gospodarstvu, ker so pomemben vir novih delovnih mest, inovacij in rasti produktivnosti, kot tudi disciplinska naprava za vedenje uveljavljenih podjetij (Block, Colombo, Cumming & Vismara, 2016).

Po raziskavi OECD je polovica novih zaposlitev oblikovanih s strani mladih podjetij, ki so sooblikovalci novih delovnih mest skozi celotni poslovni proces, tudi v času finančne krize. Ker je oblikovanje novih delovnih mest glavni cilj EU, pomeni financiranje rasti mladih, visoko rastočih podjetij, glavni izziv za EU (Véron & Wolff, 2015, str. 6), saj se le ti pogosto srečujejo s finančnimi omejitvami zaradi visokih asimetričnosti informacij, nezadostnega zavarovanja, agencijskimi tveganji in visokimi transakcijski stroški za ponudnike kapitala (Artola & Genre 2011; Block et al. 2016; Chong, Lu & Ongena 2013; Ferrando & Grieshaber 2011; Moritz, Masiak & Lang, 2017; Popov & Udell, 2012).

2.2.1 Definicija MSP in njihov pomen

Priporočilo Evropske komisije z dne 6. maja 2003, opredeljuje MSP kot entiteto z največ 250 zaposlenimi, z letnim prometom do 50 milijonov €, ali bilančno vsoto, ki ne presega 43 milijonov €. Ta opredelitev je zlasti pomembna, kadar podjetja želijo koristiti programe financiranja EU, ki so namenjene spodbujanju MSP ter nekaterimi politikami, kot so pravila o konkurenci (Evropska komisija, 2003).

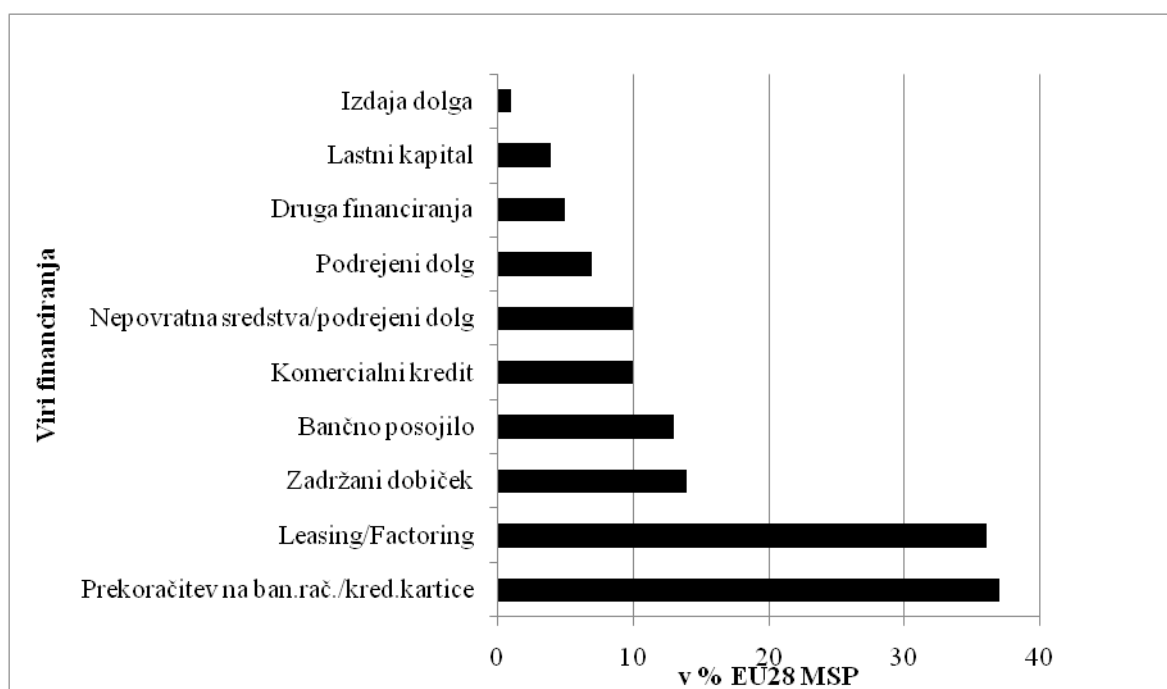
Medtem ko je gospodarski sektor kot celota povečal prodajo od leta 2007 do leta 2012, so bili MSP-ji občutno na slabšem položaju kot velika podjetja v vseh državah evroobmočja – v več državah je bila stopnja rasti v preteklih petih letih negativna. Na odločitve o naložbah v raziskave in na razvoj vpliva finančni položaj podjetij. Za podjetniški sektor kot celoto (Evropska centralna banka, 2013) obstaja pozitivna povezava med denarnimi toki in investicijsko stopnjo (Evropska centralna banka, 2007). Ferrando (2014) je mnenja, da je fleksibilnost finančnih pogojev ključnega pomena za mlada, mala in podjetja v zasebni lasti.

Sestava dolga se razlikuje med državami članicami EU in finančna kriza je to poglobila. V večini držav članic MSP-ji trpijo zaradi pomanjkanja kapitala, dolgoročnega dolga ali oboje, ter na splošno so bolj odvisni od bančnih posojil kot druga podjetja. Pri tem se soočajo s številnimi ovirami pri izposojanju sredstev in ko pride do posojila, so v veliki meri odvisni od bančnega dolga (Evropska centralna banka, 2013). Običajno se jih dojema tako, da imajo večjo verjetnost neplačila kot večja podjetja in so bolj informacijsko nepregledna. Iz tega razloga zlasti MSP-ji težje najdejo alternativne vire financiranja od bančnih posojil, kot je izdajanje dolga. Poleg tega so MSP-ji običajno premajhni, da absorbirajo fiksne stroške, povezane z izdajo dolga na finančnih trgih. Posledica tega je, da so precej bolj odvisni od bančnega financiranja in s tem bolj verjetno, da bodo prizadeta s povečano nenaklonjenostjo tveganju bank kot večja podjetja (Evropska centralna banka, 2014, str. 79).

Zamrznitev bančnih posojil v času po krizi je močno prizadela zlasti sektor MSP-jev (ECB, 2014b), z ustvarjanjem vrzeli refinanciranja, ki so jo številni raziskovalci poskušali izmeriti (Ferrando, 2014). Trg zasebnega kapitala je utrpel nazadovanje po krizi (ocenjeno na 37 milijard € po krizi v primerjavi s 73 milijard € leta 2006). Empirična raziskava o britanskih zagonskih podjetjih (angl. *start-up*) je pokazala, da se le-ti ne zanašajo na zasebni kapital. Dejansko je približno 80–90 % začetnega kapitala pridobljenega iz deleža lastniškega kapitala in bančnih dolgov (Evropska centralna banka, 2016, str. 35).

V raziskavi ECB (2016) o dostopu do financiranja podjetij v območju € je prikazano, da so MSP-ji vse bolj optimistični glede možnosti rasti, vendar tudi, da dobičkonosnost in solventnost MSP-jev ostajata zaskrbljena zaradi dostopa do financiranja. Več kot tretjina anketiranih MSP-jev ni uspela pridobiti celotnega bančnega posojila, za katerega so zaprosili, zlasti velike težave imajo mikro podjetja. Bančni produkti ostajajo najbolj relevantni viri financiranja za MSP-je, skupaj z drugimi tržnimi produkti in drugimi viri financiranja. Kot je razvidno iz Slike 9, je vloga MSP-jev na kapitalskih trgih minimalna, saj se za financiranje zanašajo na bančna posojila, ki pa so hkrati omejeni vir zaradi omejitev v bilancah stanja bank (Véron & Wolff, 2015, str. 6).

Slika 9: Viri financiranja MSP-jev v letu 2015 (v % EU28 MSP)



Vir: prirejeno po SAFE 2014 v N. Véron & G. B. Wolff, *Sources of SME financing in the past six months (% of EU28 SMEs)*, 2015, str. 7.

Zaradi negativnega učinka krize finančnega in realnega gospodarstva na MSP-je je bilo vzpostavljenih več političnih pobud, vključno z UKT, kjer v seznamu ukrepov opredeljuje tudi »Financiranje za inovacije, zagonska podjetja in podjetja, ki ne kotirajo na borzi« (Ukrep 1) za spodbujanje financiranja MSP-jev v evroobmočju. Nekatere akcijske točke so bile namenjene za izboljšanje dostopa MSP-jev do finančnih sredstev na kapitalskem trgu in tako imele »mešano« obliko financiranja, medtem ko bi druge pozitivno vplivale na njihov finančni položaj na posreden način. Ena od teh možnosti vključuje razvoj visoko kakovostnega segmenta na trgu listinjenja in potencialno omogoča prednostno zakonodajno obravnavo združljivo z bonitetnimi načeli. Listinjenje posojil MSP-jev bi lahko pridobilo od tega razvoja in bi lahko delovalo kot dopolnilo in alternativa tradicionalnemu bančnemu financiranju, dopolnjeno z vrsto priporočil za olajšanje takšnega razvoja tako v regulativnem področju in s pomočjo političnih pobud na osnovi delitve tveganja (Evropska centralna banka, 2014, str. 94).

2.2.2 Analiza vrst MSP glede na finančne instrumente

Da bi odgovorili na raziskovalni cilj, moremo najprej definirati, kakšne vrste MSP imamo v EU glede na finančne vzorce ter ali so predlagani ukrepi UKT »primerni« za vse vrste MSP v EU. V tem poglavju bom uporabila rezultate "Ankete o dostopu do financiranja podjetij (raziskava SAFE iz leta 2015 in 2017)", ki sta bili opravljene v imenu ECB in Evropske komisije in študiji o vzorcih financiranja evropskih podjetij (Moritz, Block &

Heinz, 2015; Moritz et al., 2017), ki zagotavlja informacije o financiranju MSP v evroobmočju in izven. Anketo SAFE izvedejo dvakrat letno: prva, s strani ECB pokriva države € območja, druga s sodelovanjem Evropske komisije pokriva vse države EU ter nekatere sosednje države. Anketi, ki sta bili uporabljene za namene te analize sta bili izvedeni med aprilom in septembrom 2013 ter aprilom in septembrom 2015. Vsakih šest mesecev je z anketo analiziranih približno 14.859 podjetij v 37 državah v Evropi in izven. (Evropska centralna banka, 2015).

Anketa vsebuje informacije specifične za podjetja, kot so velikost (število zaposlenih in promet), samostojnost podjetja, starost in lastništvo. Poleg tega vsebuje informacije o glavni dejavnosti podjetja, inovacijski dejavnosti in rasti, njihovih virih financiranja, njihovem kratkoročnem razvoju glede potreb po financiranju podjetij in njihovi oceni dostopa do finančnih sredstev. Uporabljene kategorije velikosti vključujejo mikro (1–9 zaposlenih), majhne (10–49 zaposlenih), srednje velika podjetja (50–249 zaposlenih) in velika podjetja (250+ zaposlenih). Za namene te naloge, bom uporabila podatke za prve tri kategorije, ki predstavljajo 90 % podjetij oziroma 12.726 MSP v 27 državah članicah.⁵ Raziskava vsebuje podatke o uporabi različnih finančnih instrumentov (npr. zadržani dobiček ali prodajo premoženja, subvencije in subvencionirana bančna posojila, kreditnih linij, prekoračitve na računih ali prekoračitve s kreditno kartico, bančno posojilo, trgovinski krediti, družinska posojila in posojila prijateljev, faktoring, najem ali nakup na drobno, dolžniški vrednostni papirji izdanega, lastniškega kapitala), pa tudi informacije o podjetjih, proizvodih, industriji in posameznih državah. Za analizo bodo za aktivne spremenljivke uporabljeni različni finančni instrumenti, da bi opredelili vzorce različnih načinov financiranja MSP v Evropi pa bodo uporabljene za pasivne spremenljivke značilnosti podjetij, izdelkov, industrije in posameznih držav, ki so navedene v raziskavi SAFE (Evropska centralna banka, 2013).

93 % podjetij je mikro podjetij z manj kot 10 zaposlenimi ter 90 % jih ima letni promet manjši od 2 milijonov €. Za velikost podjetij sta bili uporabljeni dve merili in sicer število zaposlenih in prihodek. Velikost ima velik vpliv na strukturo kapitala (Berger & Udell, 1998; Hall, Hutchinson & Michaelas, 2004) kot bomo videli v nadaljevanju. 64 % podjetij je starejših od 10 let, 20 % jih je bilo starih med 5 do 10 let, 12 % pa od 2 do 5 let, 3,3 % podjetij je bilo mlajših od 2 let. Glede na število zaposlene, jih je 92,7 % mikro podjetij, od 1–9 zaposlenih in zgolj 1 % srednje velikih podjetij (od 50–249 zaposlenih). Pri spremenljivki lastništva, jih je 46,6 % v lasti družine ali podjetnikov ter 45 % fizične osebe. Le okoli 25 % podjetij je najelo dodatne zaposlene, več kot 40 % pa je imelo pozitiven razvoj prometa. Niz podatkov iz ankete SAFE vsebuje informacije o glavnih dejavnostih podjetij: industrija, gradbeništvo, trgovina in storitve. Čeprav je raziskava pridobila informacije o večjem številu različnih industrij, so bile te informacije združene v

⁵Malta je izključena iz analize zaradi majhnega števila odgovorov. Norveška je tudi vključena v raziskavo (Evropska centralna banka, 2013).

štiri kategorije, da se zagotovi reprezentativnost in anonimnost raziskave. Največ je zaposlenih v storitvenem sektorju (44,6 %), najmanjša skupina ima svojo dejavnost v industriji (10,3 %) (ECB, 2014c). Podroben opis v Tabeli 2.

Tabela 2: Opis vzorč-pasivne spremenljivke, število podjetij in % leta 2013

Spremenljivka			Število	Odstotek
Št. podjetij v vzorcu				
1. Velikost	Št. zaposlenih	1-9 zaposlenih	11.794	92,7 %
		10-49 zaposlenih	801	6,35 %
		50-249 zaposlenih	131	1,0 %
		Skupaj	12.726	100 %
	Prihodek	≤ EUR 2m	11.025	89,6 %
		> EUR 2m – EUR 10m	1.031	8,4 %
		> EUR 10m – EUR 50m	214	1,7 %
		> EUR 50m	36	0,3 %
		Skupaj	12.306	100 %
2. Starost		≥ 10 let	7.855	64,4 %
		5 do 10 let	2.456	20,1 %
		3 do 5 let	1.487	12,2 %
		< 2 let	404	3,3 %
		Skupaj	12.202	100 %
3. Lastništvo		Javni delničarji	163	1,3 %
		Družina ali podjetniki	5.923	46,6 %
		Druga podjetja ali partnerji	686	5,4 %
		Družbe tveganega kapitala in poslovni angeli	40	0,3 %
		Fizična oseba	5.740	45,1 %
		Drugo	166	1,3 %
		Skupaj	12.718	100 %
4. Pretekla stopnja rasti	Rast zaposlenih	Visoka rast > 20%	1.122	9,2 %
		Zmerna rast < 20%	1.885	15,3 %
		Brez rasti	6.211	50,6 %
		Pomanjšanje	3.063	24,9 %
		Skupaj	12.281	100 %

Se nadaljuje

Tabela 2: Opis vzorca – pasivne spremenljivke, število podjetij in % leta 2013 (nad.)

	Rast prihodka	Visoka rast > 20%	1.589	12,9 %
		Zmerna rast < 20%	3.890	31,7 %
		Brez rasti	3.015	24,6 %
		Pomanjšanje	3.778	30,8 %
		Skupaj	12.272	100 %
1. Pričakovana rast prihodka		Visoka rast > 20%	1.296	10,6 %
		Zmerna rast < 20%	4.888	40,2 %
		Brez rasti	4.231	34,7 %
		Pomanjšanje	1.760	14,5 %
		Skupaj		100 %
2. Dobiček		Povečal	1.691	13,7 %
		Nespremenjen	4.511	36,6 %
		Zmanjšal	6.119	49,7 %
		Skupaj	12.321	100 %
3. Proizvodna ali storitvena inovativnost		Da	3.929	31,1 %
		Ne	8.721	68,9 %
		Skupaj	12.650	100 %
4. Glavna aktivnost		Industrija	1.310	10,3 %
		Gradbeništvo	2.074	16,6 %
		Trgovanje	3.607	28,5 %
		Storitve	5.735	44,6 %
		Skupaj	12.726	100 %

Vir: Evropska centralna banka, Survey on the access to finance of enterprises, 2013b.

Največ podjetij v vzorcu iz leta 2013 je uporabilo kratkoročno financiranje v obliki bančnih limitov in kreditnih linij (35 %) ter trgovinski krediti (30 %). Bančna posojila so bila uporabljena pri 25 % MSP, 20 % jih je uporabilo leasing, nakup na obroke ali faktoring ter 20 % zadržani dobiček ali prodajo sredstev. Najmanj uporabljena finančna sredstva v tem obdobju so bila nepovratna sredstva ali subvencionirana bančna posojila (10 %), lastniški kapital (4 %), dolžniški vrednostni papirji (2 %) in podrejeni dolg, preferenčne delnice ali podobni finančni instrumenti (Evropska centralna banka, 2013b; Moritz et al., 2015). Če primerjamo s podatki iz leta 2015, se je izbira MSP nekoliko spremenila: bančni krediti in kreditne linije ostajajo najbolj priljubljeni finančni instrumenti (34 %), zmanjšali so se vsi ostali viri finančnih instrumentov: zmanjšal se je odstotek trgovinskih kreditov (16 %), prav tako so se zmanjšala bančna posojila na 14 % ter leasing, nakup na obroke in faktoring (12,5 %). Tudi finančni instrumenti iz naslova zadržanih dobičkov ali prodaje sredstev se je razpolovilo (10,7 %) ter nepovratna sredstva ali subvencionirana bančna posojila (5,3 %). 40,6 % anketiranih MSP ni uporabilo

zunanjega financiranja v letu 2015 (Tabela 3) (Evropska centralna banka, 2015; Moritz et al., 2017).

Tabela 3: Opis vzorca – aktivne spremenljivke – uporabljeni viri financiranja MSP leta 2013 in 2015

Vir financiranja	Uporabljeno v zadnjih 6 mesecih	
	2013	2015
1. Zadržani dobiček ali prodaja sredstev	20 %	10,7 %
2. Nepovratna sredstva ali subvencionirana bančna posojila	10 %	5,3 %
3. Bančni limiti, kreditne linije	35 %	34 %
4. Bančna posojila	25 %	14 %
5. Trgovinski krediti	30 %	16 %
6. Druga posojila	12 %	9,6 %
7. Leasing, nakup na obroke, faktoring	20 %	12,5 %
8. Lastniški kapital	4 %	1,2 %
1. Dolžniški vrednostni papirji	2 %	1,2 %
2. Podrejeni dolg, preferenčna delnica ali podobni finančni instrumenti	1 %	2,9 %
3. Ni bilo uporabljeno zunanje financiranje	27 %	40,6 %

Vir: Evropska centralna banka, *Survey on the access to finance of enterprises*, 2013b.

2.2.3 Analiza strukture kapitala MSP v EU

Za identificirati skupine MSP glede na finančne instrumente, ki jih uporabljajo, je v analizi Moritz et al. 2015 in Moritz et al. 2017 bila izvedena analiza grozdov, kjer različni finančni instrumenti predstavljajo aktivne spremenljivke grozda. Ta metoda je primerna za prepoznavanje skupin podjetij, ki uporabljajo podobne finančne instrumente. Cilj je opredeliti skupine, ki so sorazmerno homogene znotraj grozdov, vendar so izrazito drugačne druga od druge (Hair, Black, Babin & Anderson, 2014). Za namene te analize je bilo vključenih 12.312 MSP-jev (414 oziroma 3,3 % ni sporočilo informacije vsaj ene vrste finančnih instrumentov). Kot je razvidno v Tabeli 4 so podjetja razvrstili v šest skupin: mešano financiranje MSP; državno–subvencionirani MSP; dolžniško–financirani MSP; fleksibilno–dolžniško–financirani MSP; trgovinsko–financirani MSP ter notranje–financirani MSP (ECB, 2015; Moritz et al. 2015).

Tabela 4: Rezultati analize grozdov – vrste MSP glede na finančne instrumente, 2013

Finančni instrumenti	Mešano financiranje MSP »Mix«	Državno-subvencionirani MSP »Subvencije«	Dolžniško - financirani MSP »Dolg«	Fleksibilno-dolžniško-financirani MSP »Flex«	Trgovinsko-financirani MSP »Trgovinsko«	Notranje-financirani MSP »Interno«
1.Zadržani dobiček ali prodaja sredstev	27,9 %	22,7 %	20,6 %	14,7 %	25,5 %	14,0 %
2.Nepovratna sredstva ali subvencionirana bančna posojila	14,9 %	100 %	1,6 %	0,0 %	1,9 %	0,0 %
3.Bančni limiti, kreditne linije	45,0 %	54,0 %	56,2 %	100 %	6,3 %	0,0 %
4.Bančna posojila (nova in obnovljiva)	36,3 %	55,2 %	95,2 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
5. Trgovinski krediti	41,3 %	32,1 %	41,4 %	20,8 %	70,7 %	0,0 %
6. Druga posojila	72,5 %	1,2 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
7. Leasing, nakup na obroke, faktoring	27,9 %	24,4 %	30,4 %	20,4 %	41,2 %	0,0 %

8.Lastniški kapital	24,1 %	3,6 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
9.Drugo ⁶	17,1 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
10.Brez zunanjega financiranja	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	100 %
N=12.312	2.060	887	1.987	1.627	1.888	3.869
Odstotek podjetij	16,7 %	7,2 %	16,1 %	13,2 %	15,3 %	31,4 %

Vir: Evropska centralna banka, Survey on the access to finance of enterprises, 2013b; Moritz et al., Financing Patterns of European SMEs: An empirical taxonomy, 2015, str. 20.

V prvo skupinoso uvrščena podjetja, ki uporabljajo veliko različnih finančnih instrumentov oziroma mešano financiranje. To je drugi največji grozd in vključuje 2.060 MSP-jev in predstavlja 16,7 % vzorca. Znotraj te skupine, jih je 72,5 % uporabilo druga posojila kot so posojila s strani prijateljev in družine ter povezanih družb. Ta skupina ima največji delež MSP-jev, ki uporabljajo zadržani dobiček in prodajo sredstev (27,9 %). V tej skupini igrajo pomembno vlogo bančni limiti, kreditne linije ali prekoračitve s kreditno kartico (45 %) ter bančna posojila (36 %). Uporabljene so bile tudi trgovinske oblike financiranja, kot so komercialni krediti (41 %), leasing, nakup na obroke ali faktoring (27,9 %). Mešano financiranje je edina skupina, v kateri je pomemben lastniški kapital (24,1 %) in drugi finančni instrumenti (dolžniški vrednostni papirji, podrejena in udeležena posojila ter prednostne delnice) (Evropska centralna banka, 2013b; Moritz et al. 2015).

V drugo skupino so uvrščeni državno-subvencionirani MSP-ji, ki uporabljajo vladne oblike financiranja. Vsa podjetja v tem grozdu (887 podjetij oziroma 7,2 %), so v zadnjih šestih mesecih uporabili to obliko financiranja. Državno subvencionirane oblike financiranja so bile združene s kratkoročnim (54 %) in dolgoročnim bančnim financiranjem (55,2 %). Pomembni viri financiranja so bili trgovinski krediti (32,1 %) ter leasing, nakup na obroke in faktoring (24,2 %), sledita še druga posojila (1,2%) in lastniški kapital (3,6 %) (Evropska centralna banka, 2013b; Moritz et al. 2015).

Tretja skupina prikazuje dolžniško financirane MSP-je in predstavlja 1.981 podjetij oziroma 16,1 % vzorca, ki so uporabili vse oblike dolžniškega financiranja in zgolj 1,6 % nepovratnih sredstev in subvencioniranih bančnih posojil. 95,2 % podjetij je uporabilo bančna posojila, poleg teh pa še kratkoročno bančno financiranje (56,2 %), trgovinske kredite (41,4 %) ter leasing, nakup na obroke in faktoring (30,4%). Zadržani zaslužki so

⁶ Drugi finančni instrumenti: izdani dolžniški vrednostni papirji, podrejena/udeležena posojila, prednostne delnice ali podobni instrumenti (Evropska centralna banka, 2015, str. 20).

bili manj pomembni v primerjavi s prvo in drugo skupino MSP-jev (20,6%) (Evropska centralna banka, 2013b; Moritz et al. 2015).

Četrta skupina MSP-jev so fleksibilno-dolžniško-financirani MSP-ji, ki se osredotočajo na kratkoročno dolžniško financiranje (1.627 podjetij oziroma 13,2%) in sicer na bančne limite in kreditne linije (100 %). Podjetja v tej skupini so v manjši meri uporabila trgovinske kredite (20,8 %), leasing, nakup na obroke in faktoring (20,4 %), zadržani dobiček je predstavljal zgolj 14,7 % (Evropska centralna banka, 2013b; Moritz et al. 2015).

Peta skupina so trgovinsko financirani MSP-ji (1.888 MSP-jev oziroma 14 %), kjer se v 70,7 % zanašajo na trgovinska posojila za financiranje svojih dejavnosti, 41,2 % jih uporablja leasing, nakup na obroke ali faktoring. Poleg teh dveh oblik financiranja se uporabljajo še zadržani dobiček ali prodaja sredstev 25,5% (Evropska centralna banka, 2013b; Moritz et al. 2015).

Šesta skupina MSP-jev predstavlja največjo skupino znotraj vzorca in sicer 3.869 MSP-jev ali 31,4 % podjetij, ki niso uporabili zunanjih virov financiranja v zadnjih šestih mesecih raziskave. Le manjše število, 14 %, ji je uporabilo zadržani dobiček ali prodajo sredstev (Evropska centralna banka, 2013b; Moritz et al. 2015).

V Tabeli 5 se primerja posamezne grozde z velikostjo, lastništvom in inovativnost MSP v vzorcu. Za večja podjetja je bolj verjetno, da uporabijo večje število finančnih instrumentov, vključno z bančnimi posojili, državno subvencioniranim financiranjem in lastniškim kapitalom, za manjša podjetja pa je bolj verjetno, da uporabljajo notranje financiranje in prilagodljiv finančni dolg. Analiza grozdov tudi prikazuje, da se modeli financiranja MSP bistveno razlikujejo glede na lastniško strukturo podjetja. Za manjša podjetja je bolj privlačno kratkoročno financiranje, saj je bolj fleksibilno, zahteva manj zavarovanja in zaveze (Hutchinson, 1995). Družinska podjetja in podjetja z več kot enim lastnikom uporabljajo več oblik finančnih instrumentov. Podjetja z višjo stopnjo inovacijske dejavnosti bodo bolj verjetno uporabila širši nabor finančnih instrumentov, zlasti trgovinske kredite, leasinge, faktoring in nakup na obroke. Zato imajo večji delež v skupinah mešanega, fleksibilnega in trgovinskega financiranja. Ta rezultat je verjetno povezan z višjimi tveganji inovativnih podjetij ter odzivanjem bank na njihovo financiranje (Degryse, de Goeij & Kappert, 2012; Michaelas, Chittenden & Poutziouris, 1999; Vanacker & Manigart, 2010; Wehinger, 2014).

Tabela 5: Primerjava grozdov: Velikost, lastništvo in inovativnost, leta 2013

					Mix	Sub.	Dolg	Flex	Trg	Interno
Spremenljivke			Št.	100 %	16,7	7,2	16,1	13,2	15,3	31,4
Velikost	Št. zaposlenih	1–9	11.79	93	16,3	6,9	15,7	13,3	15,2	32,5
		10–49	4	6,3	20,7	10,4	21,4	12,1	17,2	18,1
		50–249	801 131	1,0	28,8	12,8	21,6	8,0	16,0	12,8
		Skupaj	12.726	100 %						
	Prihodek	≤ EUR 2m	11.025	89,5	15,6	6,6	16,0	13,6	15,4	32,7
		> EUR 2m – EUR 10m	1.031	8,4	24,4	11,6	19,6	9,9	13,9	20,6
		> EUR 10m – EUR 50m	214	1,7	25,8	13,4	17,7	4,8	21,1	17,2
		> EUR 50m								
		> EUR 50m								
Lastništvo	Javni delničarji		163	1,2	47,0	2,6	11,3	4,0	16,6	18,5
	Družina ali podjetniki		5.923	46,6	18,0	8,1	17,5	12,9	17,3	26,2
	Druga podjetja ali partnerji		686	5,3	23,4	5,9	14,4	10,3	18,7	27,2
	Družbe tveganega kapitala ali poslovni angeli		40	0,3	59,0	15,4	12,8	0,0	5,1	7,7
	Fizična oseba		5.740	45,2	13,5	6,4	15,3	14,2	13,1	37,5
	Drugo		166	1,3	17,1	9,8	6,1	13,4	12,2	41,5
Inovativnost	Inovativnost produkta ali storitve		3.929	31,0	19,2	9,0	14,1	13,4	15,2	29,0

Vir: Evropska centralna banka, Survey on the access to finance of enterprises, 2013b; Moritz et al., Financing Patterns of European SMEs: An empirical taxonomy, 2015, str. 22.

3 VPLIV UNIJE KAPITALSKIH TRGOV NA RAZLIČNE VRSTE MSP

V drugem poglavju nam podatki prikazujejo, da se MSP v EU razlikujejo glede na potrebe po financiranju in okolju, v katerem se nahajajo, saj obstajajo čezmejne razlike pri vrstah MSP in njihovi izbiri financiranja. Predlagani ukrepi UKT so zastavljeni v širšem kontekstu in ne predvidevajo heterogenost MSP iz vidika virov financiranja. Zato predvidevamo, da imajo predlagani politični ukrepi UKT heterogen učinek, tako med različnimi vrstami MSP kot med državami članicami EU.

3.1 Vpliv UKT na izbor virov financiranja MSP

Na podlagi prikazanih rezultatov, se večina MSP v EU financira z notranjimi finančnimi sredstvi ter dolgom. UKT naj bi razširila vire financiranja oziroma usmerila MSP na mešano obliko. Povečanje mešanega financiranja zahteva obravnavo informacijskih ovir na trgu financiranja MSP. Široka ozaveščenost o možnosti financiranja za različne poslovne potrebe in razvoj finančnih znanj so predpogoj za diverzifikacijo strategije financiranja MSP. Ukrepi UKT so torej usmerjeni predvsem na trge lastniškega kapitala in ozaveščanja, ki bi spodbudili MSP k preusmeritvi od bančnih posojil (Ukrep 1, Priloga 3).

3.1.1 Svetovalna podpora MSP za dostop do finančnih sredstev

Pod ukrepom »Premagovanja informacijskih ovir za naložbe v MSP« želi Komisija okrepiti informacijsko ozaveščenost MSP s pridobitvijo povratnih informacij s strani bank, ko so zavrnjene kreditne prošnje MSP. To velja predvsem za MSP, ki se financirajo z dolgom. Kot je razvidno v Tabeli 4, predstavlja financiranje MSP z dolgom v obliki bančnih posojil (95,2 %) največji odstotek. Podjetja, katerih kreditne vloge so zavrnjene, bi imela boljše možnosti, če bi pridobila jasne povratne informacije in bi tako prilagodili svoje poslovne modele. To bi koristilo MSP, ki se posledično financirajo interno in bi s tem imeli boljši dostop do zunanjega financiranja.

Na področju informiranja, imajo obstoječe nacionalne svetovalne in podporne ustanove za MSP, pomembno vlogo pri ozaveščanju le teh o možnih alternativah. UKT predvideva obstoj pan-evropskega informacijskega sistema za MSP, ki bi v nasprotju z državnimi subvencijami v obliki javnega financiranja nudil javne storitve. Trenutno obstajajo lokalne ali nacionalne podporne in svetovalne zmogljivosti v posameznih državah članicah, v obliki enotnih vstopnih točk, spletnih portalov, kjer lahko MSP na enostaven in brezplačen način poiščejo trenutno razpoložljiva finančna sredstva s podporo EU. Na ravni EU obstaja zgolj spletna stran Evropske komisije, spletna stran je na voljo v 23. uradnih evropskih jezikih (Evropska komisija, 2017b).

Posamezna podjetja lahko na tem portalu najdejo številne programe EU, ki zagotavljajo neposredno financiranje preko lokalnih finančnih institucij. Na enem mestu lahko pridobijo popolne in najnovejše informacije o tem, kako lahko dostopajo do finančnih instrumentov EU iz različnih programov EU v vsaki državi članici. V preteklosti je bil dostop do informacij o finančnih instrumentih EU težaven, saj so bile informacije razdrobljene na različne spletne strani in poročila Komisije. Kot nam prikazuje Tabela 6, obstajajo na nacionalni ravni podobni portali, kot je Irski spletni portal angl. *SupportingSMEs*, ki podjetjem olajša iskanje različnih finančnih podpor Irske vlade. Za spodbujanje alternativnih oblik financiranja je ministrstvo za podjetništvo in zaposlovanje katalonske vlade uvedlo sistem akreditacije za ponudnike alternativnih financ, ki ga upravlja katalonska agencija za poslovno konkurenčnost (špan. *Agència per la competitivitat de l'empresa*–ACCIÓ). Nekateri zasebni informacijski sistemi delujejo kot platforme za povezovanje, saj povezujejo MSP, ki iščejo finančna sredstva z vlagatelji ali posojilodajalci. Takšen primer je portal »EuroQuity«, ki je osredotočeno na lastniško financiranje in olajšanje dostop do informacij in stikov med novoustanovljenimi podjetji in inkubatorji, poslovnimi angeli, skladi tveganega kapitala, javnofinančnimi pobudami itd. v EU in izven (Evropska komisija, 2017b).

Tabela 6: Poenostavljen dostop do informacij o financiranju za MSP, 2017

EU portal	Nacionalni portali	Zasebni sektor-povezovalni portali
<i>Access2finance</i> ⁷	<i>SupportingSMEs</i> (Irska) ⁸	<i>EuroQuity</i> ⁹
	ACCIÓ (Španija)	Gospodarske zbornice
	Državne agencije za MSP ¹⁰	

Vir: Evropska komisija, *Advisory Support on SME Access to Finance*, 2017b.

Na spletnem portalu »Access2finance« so predstavljeni različni programi EU za spodbujanje konkurenčnosti MSP (Tabela 7): Program za konkurenčnost podjetij ter MSP (v nadaljevanju COSME), Program InnovFin (Obzorje 2020), Strukturni in investicijski skladi (ESIF) ter programi v okviru EIB in Evropskega investicijskega sklada (podroben opis v Prilogi 4).

⁷*Access2finance* spletno mesto Evropske komisije: https://europa.eu/youreurope/business/finance-funding/getting-funding/access-finance/index_sl.htm

⁸*SupportingSMEs* spletno mesto: <http://www.supportingsmes.ie>

⁹ *EuroQuity*, spletno mesto: <https://www.euroquity.com/fr/home>

¹⁰Primeri državnih agencij za MSP: Nationale Financieringswijzer (Nizozemska), IAPMEI (Portugalska), TEKES (Finska), Malta Enterprise (Malta), SPIRIT Slovenija (Slovenija), itd.

Tabela 7: Programi financiranja EU 2014–2020 za MSP

EU financiranje in podpora	Vrsta	Znesek	Področje
COSME	Jamstvo za posojila, kapitalskesheme	14–21 milijard €	Splošno/ Rast
InnovFin (Obzorje 2020)	Garancije, posojila, kapitalne sheme	24 milijard €	Raziskave, razvoj, inovacije/ Zagonska podjetja
Evropski strukturni in investicijski sklad- ESIF	Posojila, garancije, kapital	454 milijard €	Digitalne tehnologije; raziskave in inovacije; trajnostno upravljanje naravnih virov; mala podjetja; podpora nizkoogljičnemu gospodarstvu
Evropski sklad za strateške naložbe- EFSI	Posojila, garancije, kapital	33,5 milijard €	Splošno
*Instrument za MSP (Obzorje 2020)	Nepovratna sredstva	1,6 milijarde €	Inovativnost

Legenda:* Seznam programov financiranja EU ni izčrpen.

Vir: Evropska komisija, Access to finance for SMEs, 2019; EIB, InnovFin–EU Finance for innovators, 2019; EIF, COSME–Finančni instrument, 2015.

Potrebno je poudariti, da nabor predstavljenih finančnih sredstev EU, še vedno vključuje banke, razen v primeru Instrumenta za MSP, saj so le te v procesu dodelitve teh sredstev kot prikazuje Slika 10. Iz tega vidika bi lahko trdili, da sta tako UKT kot bančna unija z nadzorovanjem finančnih aktivnosti komplementarni

Slika 10: Potek dodelitev finančnih sredstev EU



Vir: Evropska komisija, Potek dodelitev finančnih sredstev EU, 2019.

3.1.2 Spodbujanje inovativnih oblik financiranja MSP

Ta del akcijskega načrta UKT vsebuje predlog o izdaji poročila o množičnem financiranju angl. »*crowdfunding*« in razvoju pristopa k odobritvi posojil s sredstvi, saj je bila ta oblika osredotočena zgolj na nekaj držav EU, ki so uvedle pravila, prilagojena domačim režimom z omejenimi čezmejnimi dejavnostmi. Združeno kraljestvo ima največje število platform (leta 2014 jih je imela 143 oziroma 28 % celotne EU, ki jih je leta 2014 štela 510), sledi ji Francija z 77 platformami, Nemčija 65, Nizozemska z 58 in Italija z 42 platformami (Služba Evropskega parlamenta za raziskave, 2017).

Množično financiranje na platformah deluje tako, da zagonsko podjetje lahko svoj projekt predstavi na spletni platformi in zahteva podporo v obliki posojila ("posojanje med vrstniki") ali lastniškega kapitala. Vlagatelji prejmejo finančni donos za svojo naložbo. Trenutno se številne platforme težko širijo v druge države EU. Zato je množično financiranje v EU premalo razvito v primerjavi z drugimi večjimi svetovnimi gospodarstvi, trg EU pa je na tem področju razdrobljen. Ena od največjih ovir je pomanjkanje skupnih pravil. To znatno poveča stroške skladnosti in operativnih stroškov ter preprečuje širjenje platform za množično financiranje prek meja (Služba Evropskega parlamenta za raziskave, 2017).

Evropska komisija je 8. marca 2018 predlagala nova pravila za množično financiranje v EU, ki bi lahko služila kot trdna podlaga za razvoj te oblike financiranja zlasti da podjetja, ki ne morejo pridobiti bančnega kredita na začetku delovanja in se v večji meri financirajo interno (Tabela 4). Množično financiranje večinoma prihaja v obliki lastniškega kapitala in je zanimivo zlasti za zagonska podjetja (Tabela 2, starost podjetij ≥ 10 , 64,5 % vzorca) predstavlja inovativno obliko financiranja na področju lastniškega kapitala, ki bi verjetno vodila do premika kapitalskih struktur MSP z mešanim financiranjem k financiranju z

lastniškim kapitalom. MSP se lahko odločijo za diverzifikacijo svojih virov financiranja z vključitvijo financiranja razvoja posameznih produktov ali zbiranje sredstev za posebne namene. Izplačevanje posojil s sredstvi je finančna inovacija na strani dolga. To bi lahko bila zanimiva možnost za MSP (starost podjetja med 5–10 let), ki se financirajo z dolgom in kreditnimi linijami, da bi diverzificirali odvisnost od bančnih posojil, pri čemer bi njihova struktura kapitala ostala nespremenjena. Vendar pa, kot je vedno v primeru finančnih inovacij, prinaša tudi ta oblika potencialne koristi in negotove stroške (Demary, Hornik & Watfe, 2016).

Množično financiranje podjetjem nalaga visoke stroške kapitala, saj platforme zahtevajo približno 10 % pridobljenega kapitala in pogosto zaračunavajo dodatne pristojbine za zagotavljanje potrebne podpore za projekte ali zavarovanje za podpornike projektov. Poleg tega morajo lastniki projektov upoštevati interes za morebitne donose ali druge vrste nagrad. Nazadnje morajo upoštevati druge dejavnike, kot so stroški in čas, potrebni za (video) angl. »pitch«, posodobitve in dnevno upravljanje kampanje (povratne informacije) in prizadevanja za vlagatelje v zvezi z investicijami (Gierczak, Bretschneider, Haas, Blohm & Leimeister, 2015).

Po statističnih podatkih Eurostata (2017), je bila stopnja preživetja enoletnih podjetij, ki so bila ustvarjena v letu 2014, le približno 80 %, medtem ko je petletna stopnja preživetja podjetij, ki so bila prvič ustvarjena v letu 2010, pokazala, da jih je običajno manj kot polovica preživel. povezana z naložbami v zagonska podjetja, saj posamezni mali vlagatelji morda nimajo vedno potrebnega znanja ali zmožnosti za ocenjevanje s tem povezanih naložbenih tveganj. Tudi za profesionalne vlagatelje je vlaganje v novoustanovljena podjetja lahko tvegan posel in običajno vključuje precejšen del potrebne skrbnosti. Ker obstaja informacijska asimetrija med posojilodajalci in posojilojemalci na platformi za množično financiranje, obstaja tudi tveganje, da lahko mali vlagatelji svoje naložbene odločitve utemeljijo zgolj na pregledih, ki jih izvajajo platforme za množično financiranje, kar ni ustrezna podlaga za sprejemanje odločitev o naložbah. Zato obstaja veliko tveganje, da bi bili mali vlagatelji izpostavljeni neprimernim naložbam (Gierczak et al. 2015).

V skladu s predlogom Komisije bodo platforme za množično financiranje lahko izbirale, ali bodo zagotavljale storitve v skladu z veljavno nacionalno zakonodajo o množičnem financiranju, ali pa bodo zaprosile za dovoljenje za zagotavljanje storitev množičnega financiranja pod oznako »ponudnik evropskih storitev plačevanja sredstev« za posel. To oznako bi podelil Evropski organ za vrednostne papirje in trge (ESMA) in omogočil, da bi platforme izpolnjevale en sam sklop pravil, opredeljenih na ravni EU, namesto da bi morale izpolnjevati različne nacionalne regulativne režime za množično financiranje. Če se bo uresničila skupna evropska ureditev o množičnem financiranju, bodo lahko vlagatelji in MSP končno imeli orodja, ki jih potrebujejo za posojanje in zbiranje denarja po vsej

Evropi, ne da bi morali pri tem upoštevati nacionalna pravila (Evropska komisija, 2018a). Predlog Komisije je trenutno v obdelavi v Evropskem parlamentu in Svetu EU.

3.1.2 Povečanje dostopa in pridobitev kapitala na javnih trgih

Predlogi v tem poglavju vključujejo revizijo Direktive o prospektu, pregled regulativnih ovir za vključevanje MSP v trgovanje na javnih trgih in zagonskih trgih MSP, pregled evropskih trgov podjetniških obveznic, osredotočen navprašanje, kako izboljšati tržno likvidnost z namenom olajšati zbiranje kapitala MSP (Evropska komisija, 2016a). Po mnenju Invest Europe (2018), je podala mnenje na revizijo Direktive, stroški trgovanja in obremenjujoče zahteve ne vplivajo le na vitalnost evropskih borz, ampak lahko vplivajo tudi na financiranje MSP v zgodnejši fazi njihovega razvoja. Po povprečnem šestletnem aktivnem vključevanju v podjetja, v katera vlagajo, imajo upravljavci zasebnega kapitala običajno izbiro med tremi izhodnimi potmi: prva je prodaja drugi družbi zasebnega kapitala (običajno večjemu podjetju), druga, prodaja drugemu podjetju; ali tretja, uvrstitev delnic na borzo preko prve javne ponudbe. Ker je njena odločitev o naložbi v podjetje delno določena s potencialno izstopno pot, lažje je upravitelju sklada zasebnega kapitala prve javne ponudbe podjetju in bolj je pripravljen vlagati v to podjetje (Invest Europe, 2018).

Zato bi lahko poenostavitev zahtev za družbe, ki kotirajo na borzi, pozitivno vplivale na celotni finančni ekosistem. Interesne skupine so opozorile, da lahko različne informacije, ki jih je treba predstaviti v okviru uredb, povzročijo veliko breme za manjša podjetja. To vključuje oblikovanje in vzdrževanje seznama notranjih informacij, zahteve za vodenje evidenc o trženju ali razkritje oseb, ki opravljajo transakcije vodstvenih odgovornosti. Podjetja v državah z manj razvitimi kapitalskimi trgi bi lahko bila izvzeta iz teh določb (Invest Europe, 2018). Ta ukrep je primeren zlasti za mešano financirane MSP. Uspeh bi bil odvisen od tega, ali bi druge vrste MSP bile pripravljene se preusmeriti v mešano financirano vrsto z uporabo lažje dostopnih možnosti za zbiranje kapitala na javnih trgih. Če bi bilo to uspešno, bi se večji delež MSP financiral z diverzifikacijo njihovega financiranja virov. Ponovno bi se povprečna struktura kapitala spremenila v smeri več kapitala in manj dolga.

3.2 Vpliv UKT in Spodbujanje čezmejnih naložb

Akcijski načrt UKT vključuje številne ukrepe pod naslovom »Spodbujanje čezmejnih naložb« (Priloga 3, točka 6). Kot prikazuje Tabela 6, se strukture financiranja MSP bistveno razlikujejo med različnimi skupinami držav (Moritz et al. 2015). Da bi analizirali v kolikšni meri lahko predlogi UKT vplivajo na integracijo kapitalskega trga, bom opisala razlike med državami glede na obliko financiranja MSP, ki prevladuje v državi članici.

3.2.1 Heterogenost virov financiranja MSP v državah članicah

Mala in srednje velika podjetja so namesto, da bi bila homogena skupina podjetij, zelo raznolika glede na sektor, potencial rasti, velikost, inovativnost in obstoječe vire financiranja. Na podlagi le-teh, Moritz et al. (2015) uporabljajo analizo grozdov za opredelitev šestih vrst MSP glede na njihovo uporabo finančnih instrumentov. V okviru vzorca, je največ MSP iz Italije (17,3%), Francije (11,3 %), Španije (11,1%), Nemčije (9,2%) in Združenega kraljestva (7,4%)(število in odstotek MSP po državah EU v Prilogi 3).

Da bi raziskali razlike v financiranju MSP v posameznih državah na podlagi rezultatov SAFE, so v raziskavi Moritz et al. 2015 oblikovali klasifikacije držav, ki temeljijo na številnih razlikovalnih dejavnikih, ki naj bi vplivali na financiranje MSP, kot so geografija, prevladujoči sistemi finančnega trga, učinki krize na finančnem trgu in vključitev finančnih trgov v Evropo. Strukture financiranja MSP se bistveno razlikujejo med različnimi skupinami držav (Moritz et al. 2015). Razdelitev držav po regijah temelji na klasifikaciji Statističnega urada Združenih narodov (angl. *United Nations Statistics Division–UNSD*), ki deli Evropo na vzhodno (Bolgarija, Češka Republika, Madžarska, Poljska, Romunija, Slovaška), severno (Danska, Estonija, Finska, Irska, Litva, Latvija, Švedska, Združeno kraljestvo), južno (Ciper, Grčija, Hrvaška, Italija, Portugalska, Slovenija, Španija) in zahodno (Avstrija, Belgija, Francija, Luksemburg, Nemčija, Nizozemska) (Tabela 8) (UNSD, 2018).

Tabela 8: Primerjava skupin – značilnosti držav po regijah UNSD, 2013

Države po regijah (UNSD)	Mix	Subvencije	Dolg	Flex	Trg	Interno
Zahodna	15,6 %	6,2 %	20,2 %	17,4 %	10,8 %	29,8 %
Severna	23,7 %	3,5%	11,2 %	11,6 %	22,6 %	27,4 %
Vzhodna	14,4 %	6,3 %	11,4%	9,8 %	12,3 %	45,8 %
Južna	16,1 %	9,8 %	17,3%	12,4 %	17,5 %	26,8 %
Skupaj	16,7 %	7,2 %	16,1 %	13,2 %	15,3 %	29,8 %

Vir: Evropska centralna banka, Survey on the access to finance of enterprises, 2013b; Moritz et al., Financing Patterns of European SMEs: An empirical taxonomy, 2015, str. 25.

V vseh regijah prevladuje interno financiranje MSP-jev, vendar med njimi izstopajo vzhodne evropske države (45,8 %). Med razloge za tako velik odstotek bi lahko bila zgodovina kot nekdanje socialistične države in zgodovinsko slabo razvitimi finančnimi trgi ter pomembnost internega vira financiranja (Wright, Suarez, McGheec& Bax, 2016). Sledi mešano financiranje (14,4 %) in dolžniško financiranje (11,4 %), ki je primerljivo z severno Evropo (11,2 %), medtem ko je ta najvišji odstotek v južni (17,3 %) in zahodni

Evropi (20,2 %). Države severne Evrope prevladujejo na področju mešanega financiranja (23,7 %), kot posledica dobro organiziranega in učinkovitega finančnega trga (Wright et al., 2016). Sledijo južna (16,1 %), zahodna (15,6 %) in kot zadnja vzhodna Evropa (14,4 %).

Kot smo opredelili v prvem poglavju, znotraj evroobmočja, ECB predstavlja glavno finančno avtoriteto z misijo »varovati finančno stabilnost in promovirati evropsko finančno integracijo« (ECB, 2014b). Iz tega vidika, naj bi ekonomski deležniki znotraj evroobmočja imeli enaka pravila in dostop do finančnih instrumentov ali storitev. Analiza grozdov (Moritz et al., 2015) pa prikazuje, da obstajajo razlike v financiranju MSP v državah EU, ki imajo € in tistih, ki ga nimajo. Rezultat ankete in nato analize grozdov prikazuje, da so MSP v državah, kjer ni €, bolj nagnjeni k internemu financiranju in manj k državnim subvencijam, bančnih kreditov in fleksibilnega zadolževanja. Te razlike podpira argument, da je uvedba € povečala stopnjo finančne integracije med državami članicami (Baele, Ferrando, Hoerdahl, Krylova & Monnet, 2004). Kljub temu, pa iz teh podatkov ne moremo razbrati, ali so te razlike med skupinama posledica vključitve posamezne države v bančno unijo ali pa rezultat finančnega sistema posamezne države članice (Tabela 9).

Tabela 9: Primerjava skupin – EU države v evroobmočju in izven evroobmočja, 2013

€ in ne(€) države	Mix	Subvencije	Dolg	Flex	Trg	Interno
€	16,4 %	8,2 %	18,1 %	14,5 %	14,8 %	28,0 %
Ne-€	16,8 %	4,9 %	11,5 %	10,5 %	16,8 %	39,5 %
Skupaj	16,5 %	7,2 %	16,2 %	13,3 %	15,4 %	31,4 %

Legenda: * Države članice evroobmočja: Avstrija, Belgija, Ciper, Estonija, Finska, Francija, Nemčija, Grčija, Irska, Italija, Latvija, Litva, Luksemburg, Malta, Nizozemska, Portugalska, Slovaška, Slovenija, Španija. Države članice izven evroobmočja: Bolgarija, Hrvaška, Češka Republika, Danska, Madžarska, Poljska, Romunija, Švedska.

Vir: Evropska centralna banka, Survey on the access to finance of enterprises, 2013b; Moritz et al., Financing Patterns of European SMEs: An empirical taxonomy, 2015, str. 25.

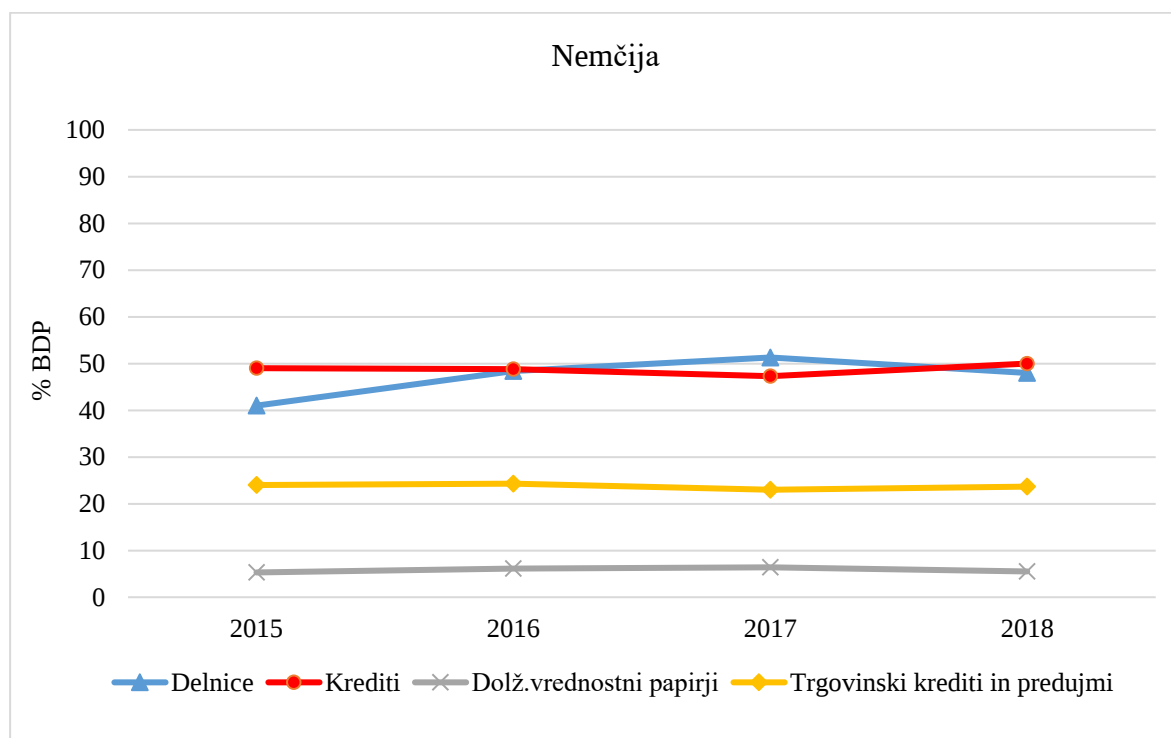
3.2.2 Primerjava finančnih obveznosti: Nemčije, Slovenije in Združenega kraljestva

Za razumevanje ali so kazalniki v Tabeli 8 verodostojni, smo analizirali kvantitativni pomen bank in kapitalskih trgov za financiranje nefinančnih družb, ki se ne ukvarjajo s finančnim posredovanjem, ampak je njihova primarna dejavnost v proizvodnji tržnega blaga in nefinančnih storitev (Evropska centralna banka, 2019), v treh različnih državah članicah. Agregirane obveznosti nefinančnih družb bomo delili z bruto domačim proizvodom (BDP) kot kazalnikom velikosti gospodarstva države. Za namene te naloge bom prikazala tri primere držav članic in geografskih skupin predstavljenih v Tabeli 8:

Nemčijo, za skupino zahodnih držav in kot primer mešanega načina financiranja (dolg in kapitalski trg), Slovenijo za skupino južnih držav in kot primer države z veliko odvisnostjo na dolg in Združeno kraljestvo, skupina severnih držav z najbolj razvitimi kapitalskimi trgi.

Kot prikazuje Slika 11, se v Nemčiji prepletata tako bančno financiranje kot delniški trg. Leta 2015 so delnice v borzni kotaciji predstavljale 41 % BDP-ja, v letu 2018 pa se je ta delež povečal na 48 % BDP-ja. Kljub temu, pa je trg dolžniških vrednostnih papirjev manjši in je leta 2018 predstavljal 5,5 % BDP-ja. Bančno kreditiranje je v Nemčiji stabilno, kjer kratkoročni in dolgoročni krediti predstavljajo 50 % BDP-ja (leta 2018). Kot prikazuje raziskava Moritz et al. (2015) je Nemčija uvrščena v skupino »zahodnih« držav, kjer se večina MSP financira interno ali z dolgom. Slika 11 pa prikazuje, da je delniški trg v Nemčiji dobro razvit, kar bi lahko MSP-ji bolje izkoristili pri namenu financiranja ter s tem zmanjšali oporo na banke.

Slika 11: Finančne obveznosti Nemčije v % BDP v obdobju 2015–2018



Legenda: *Agregirane obveznosti nefinančnih družb v Nemčiji smo delili z BDP. Podatki so bili izračunani v milijardah €. Podrobni izračuni so v Prilogi 5.

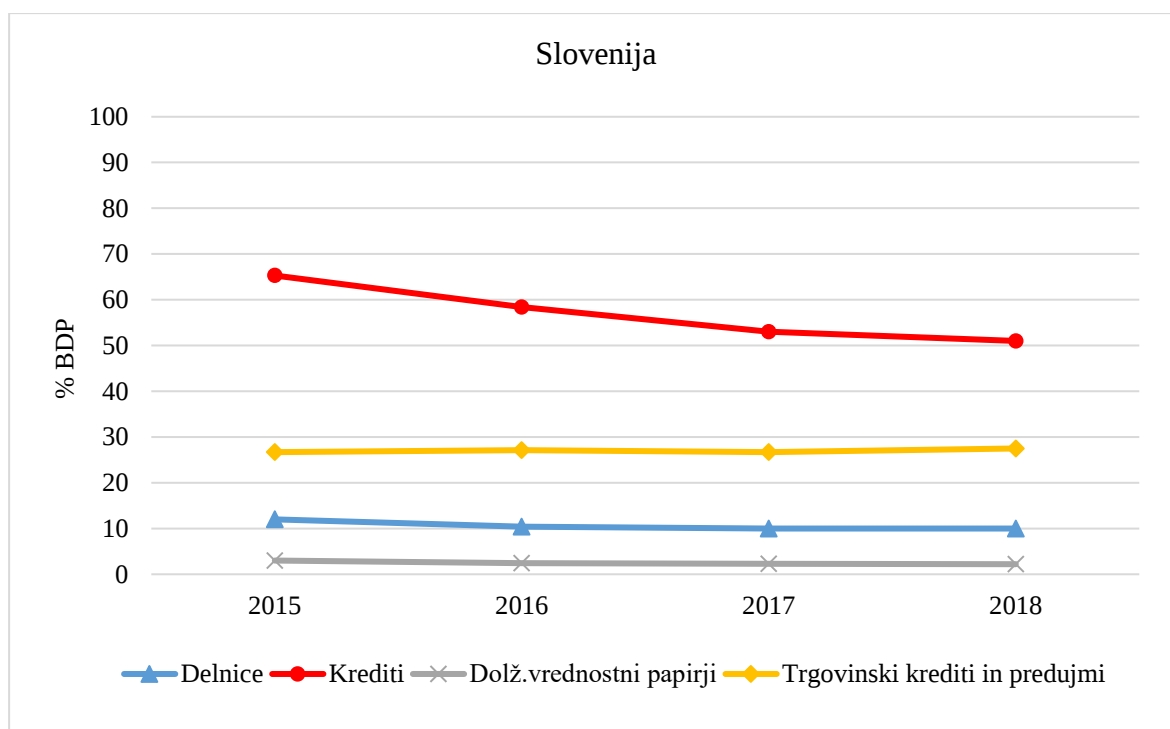
Vir: Prirejeno po Deutsche Bundesbank, Time series data base, 2015–2018, 2019; Evropska centralna banka, Euro area accounts: SDW reports (full report), 2019.

Slika 12 prikazuje finančne obveznosti Slovenije v % BDP-ja v letih od 2015–2018. Slovenija je ena izmed »mlajših« članic EU, ki se je enotnemu evropskemu trgu pridružila leta 2004 skupaj z desetimi post-komunističnimi in južnimi državami Evrope, in sicer

Ciper, Češka Republika, Estonija, Latvija, Litva, Malta, Madžarska, Poljska in Slovaška. Slovenija sodi v skupino držav, z najmanjšimi kapitalskimi trgi. Trg delnic predstavlja 10 % BDP-ja v zadnjih 4 letih. Dolžniški vrednostni papirji so prav tako v manjšini in predstavljajo zgolj 3 % BDP-ja leta 2015. Ta odstotek se je v letu 2018 zmanjšal na 2 % BDP. Prevlada dolga, kjer prevladujejo dolgoročni krediti se sicer zmanjšuje: leta 2015 je ta znašal 63 % BDP, leta 2017 pa 53 % BDP-ja in je primerljiva z Nemčijo. V nasprotju pa se povečujejo trgovinski krediti in predujmi: če so leta 2015 znašali 26,7 % BDP-ja, so se v letu 2018 povečali na 27,5 % BDP oziroma iz 10,3 milijarde € leta 2015 na 12,4 milijarde € v letu 2018 ob povečanju BDP-ja (Priloga 5). Trgovinski krediti imajo pomembno vlogo pri zunanjem financiranju in upravljanju denarnih sredstev podjetij, saj za podjetja v vlogi naročnika predstavljajo obliko zadolževanja do dobaviteljev in so v določeni meri enakovredni kratkoročnim posojilom, ki jih zagotavljajo dobavitelji svojim strankam na podlagi dogovora o nakupu in kasnejši poravnavi. Takšno posojilo se ustvari samodejno, kadar stranke zamujajo pri plačilu dobaviteljem. Čeprav so trgovinski krediti običajno dražji za »posojilojemalca« v primerjavi z bančnim posojilom, so v evropskih državah zelo pogosti, zlasti v primeru MSP, ko le ti ne morejo pridobiti bančnih posojil zaradi ne zmožnosti zavarovanja (Evropska centralna banka, 2011). V primeru Slovenije lahko na Sliki 12 vidimo, da so se bančni krediti v obdobju 2015–2018 zmanjšali, trgovinski krediti pa so se povečali (ob hkratnem povečanju BDP-ja).

Raziskava Moritz et al. (2015) po analizi ankete SAFE (Evropska centralna banka, 2013b) je Slovenijo uvrstila med južne države skupaj s Ciprom, Grčijo, Hrvaško, Italijo, Portugalsko in Španija. Največji odstotek v skupini predstavlja interno financiranje MSP (26,8 %), dolg in trg pa predstavljata podoben delež (17,3 % in 17,5 %). Iz tega lahko sklepamo, da obstajajo določene ovire, tako na bančnem kot kapitalskem trgu za MSP, ki se v večji meri financirajo interno in je še kako pomembno, da se oblikujejo učinkovite in jasne politike tako na področju bančnih posojil kot pridobivanja kapitala na trgu.

Slika 12: Finančne obveznosti Slovenije v % BDP v obdobju 2015–2018

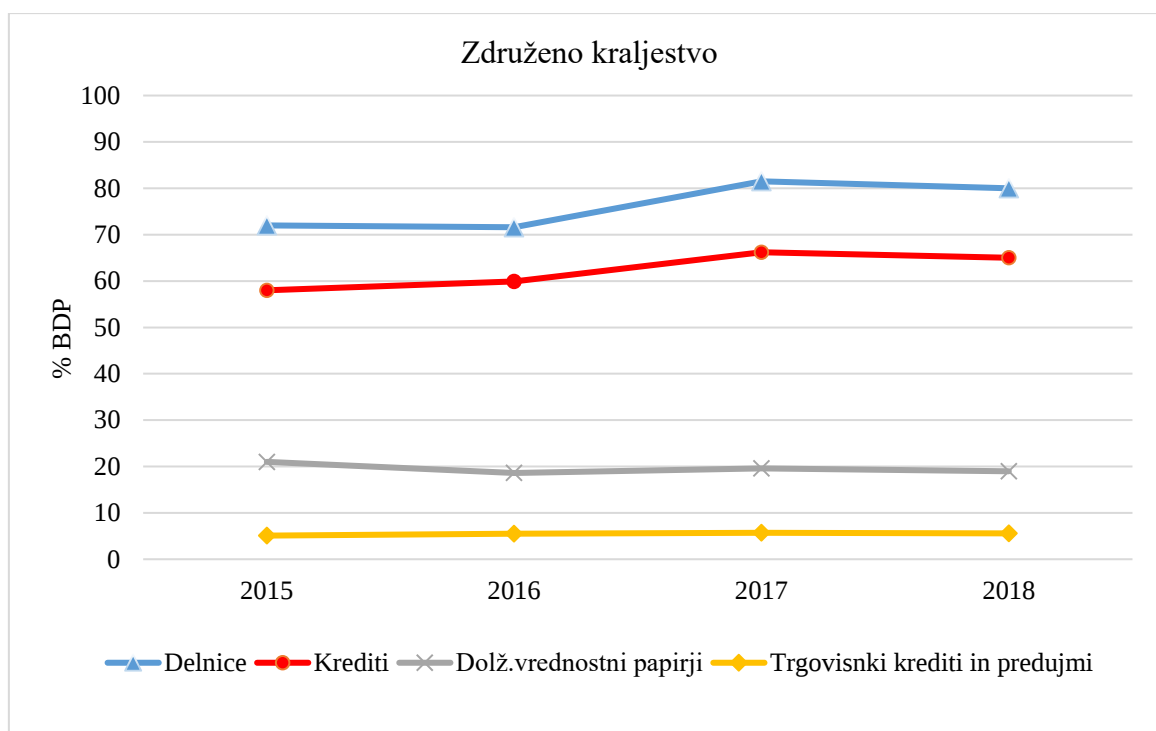


Legenda:* Agregirane obveznosti nefinančnih družb v Sloveniji smo delili z BDP. Podatki so bili izračunani v milijardah€. Podrobni izračuni so v Prilogi 5.

Vir: Prirejeno po Statistični urad Republike Slovenije, BDP in gospodarska rast 2019, 2019; Evropska centralna banka, Euro area accounts: SDW reports (full report), 2019.

Slika 13 prikazuje, da ima Združeno kraljestvo dobro razvite kapitalske trge. Delež delnic se je od leta 2015, ko je znašal 72 % BDP, leta 2018 povečal na 80 % BDP. Združeno kraljestvo ima razvit tudi trg dolžniških vrednostnih papirjev, kjer je konstantna vrednost od leta 2015 20 % BDP. Bančni sektor je prav tako dobro razvit, saj sta leta 2018 kratkoročni in dolgoročni krediti skupaj predstavljala 65 % BDP, najmanjši delež pa predstavljajo trgovinski krediti in predujmi, z zgolj 5,1 % BDP leta 2015 in enakomerno do leta 2018 z 5,6 % BDP. Po raziskavi SAFE (Evropska centralna banka, 2013b) je študija Moritz et al. (2015) razvrstila MSP iz Združenega kraljestva med mešano financiranimi MSP-ji in sovпада s predstavljenimi Sliko 13. Iz navedenega primera lahko povzamemo, da v primeru močnega bančnega sektorja, kjer so tudi dobro razviti kapitalski trgi, imajo MSP več možnosti diverzifikacije virov financiranja in s tem zmanjšanje odvisnosti do bank. Cilj UKT pa je prav ta, da oblikuje dobro razvit enotni kapitalski trg, kot je primer Združenega kraljestva.

Slika 13: Finančne obveznosti Združenega kraljestva v % BDP v obdobju 2015–2018



Legenda: *Agregirane obveznosti nefinančnih družb v Združenem kraljestvu smo delili z BDP. Podatki so bili izračunani v milijardah funtov. Podrobni izračuni so v Prilogi 5.

Vir: Prirejeno po Office for National Statistics, *GDP in the UK, 2019*; Evropska centralna banka, *Euro area accounts: SDW reports (full report), 2019, str. 7.*

4 IZZIVI ZA INTEGRACIJO IN RAZVOJ UNIJE KAPITALSKIH TRGOV V EU

Učinkovitost zastavljenih političnih ukrepov UKT na enotni evropski trg in posledično na evropska MSP ne more biti analizirana brez pogleda širšega konteksta in njene povezanosti z monetarno politiko, makro politiko finančnih trgov in ekonomsko politiko držav članic (Demary, Diermeier & Haas, 2015, str. 30). Predvideni predlogi in ukrepi oblikovanja UKT do leta 2019 se tako soočajo s številnimi izzivi. Kljub napredku proti evropskemu enotnemu trgu, so kapitalski trgi, kot smo ugotovili v 3. poglavju, vsaj za potrebe MSP-jev, daleč do »enotnosti«. Zaskrbljenost evropskega gospodarstva in trdnosti makro-finančne osnove na kapitalskih trgih, predstavlja tudi politična in institucionalna posledica pogajanj o članstvu Združenega kraljestva v EU, razvoj finančne tehnologije in interoperabilnosti z bančno unijo. Predstavljeni izzivi so zgolj izbor in se ne smejo obravnavati kot izčrpen seznam.

4.1 Brexit

Rezultat referenduma v Združenem kraljestvu za izhod iz EU (t. i. *Brexit*) junija 2016, kjer se je 52 % volivcev odločilo za izstop države iz EU, je vzbudil negotovost glede gospodarskih vezi in političnih odnosov med Združenim kraljestvom in EU, ki bodo določeni po izidu pogajanj med EU in Združenim kraljestvom (Office of Financial Research, 2016, str. 3). Kot smo ugotovili v 3. poglavju predstavlja finančna obveznost Združenega kraljestva v razmerju do BDP natanko to, kar si je zastavila politika oblikovanja UKT: uravnoteženo in dobro razvit bančni in kapitalni trg. Hkrati pa bi ta prelomnica pomenila tudi priložnost oblikovanja bolj integrirane in pestre kapitalne trge v EU27 (države članice EU brez Združenega kraljestva), na področju delitve tveganja, finančne stabilnosti in naredilo EU27 bolj privlačno mesto za svetovno finančno poslovanje. V povezavi z *Brexitom* in oblikovanjem UKT bi lahko med izzive dodali dva elementa: vlogo ESME pri nadzorovanju kapitalnih trgov in dokončanje bančne unije (Sapir, Schoemaker & Veron, 2017, str. 2).

78 % aktivnosti kapitalnih trgov v EU28 se izvajajo v Združenem kraljestvu (Slika 14). Kapitalni trgi Združenega kraljestva igrajo pomembno vlogo pri oblikovanju UKT. Enotni trg EU omogoča namreč podjetjem, da vodijo številne kapitalne dejavnosti (Tabela 10) (Wright, 2016, str. 4). Združeno kraljestvo ima veliko bolj razvite kapitalne trge kot ostale države članice EU in je v povprečju skoraj dvakrat bolj razviti v primerjavi z BDP kot ostali del EU (Wright & Bax, 2015, str. 3). V različnih sektorjih zavzema od 25 % do 75 % kapitalnih trgov EU, kljub temu, da predstavlja zgolj 14 % BDP-ja EU. Več kot tri četrt vseh podjetij v EU, ki uporabljajo čezmejno upravljanje storitev (angl. *passporting*) v okviru Mifid-a imajo sedež v Združenem kraljestvu in okoli 80 % aktivnosti držav članic EU27 je upravljanih ali se izvajajo zunaj Združenega kraljestva (Tabela 10) (Wright, 2016, str. 4).

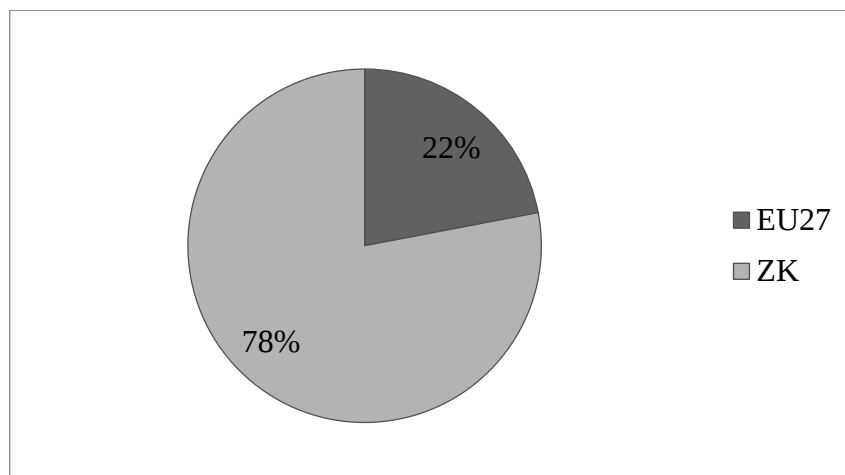
Tabela 10: Povezanost kapitalnih trgov Združenega kraljestva in EU leta 2014

Izbor kazalcev	Delež
% EU27 izvedenih aktivnosti kapitalnih trgov v ZK	78 %
% Evropskih sredstev <i>hedge</i> skladov v ZK	76 %
% ZK trgovanja z izvedenimi finančnimi instrumenti OTC	74 %
% vseh Mifid reguliranih podjetij v EU s sedežem v ZK	52 %
% ZK skupnega EU pokojninskih sredstev	42 %

% tujih bank v ZK s sedežem v EU27	33 %
% celotnega BDP-ja EU	14 %

Vir: Povzeto po W. Wright, *The potential impact of Brexit on European Capital Markets–A qualitative survey of Market Participants*, 2016, str. 4.

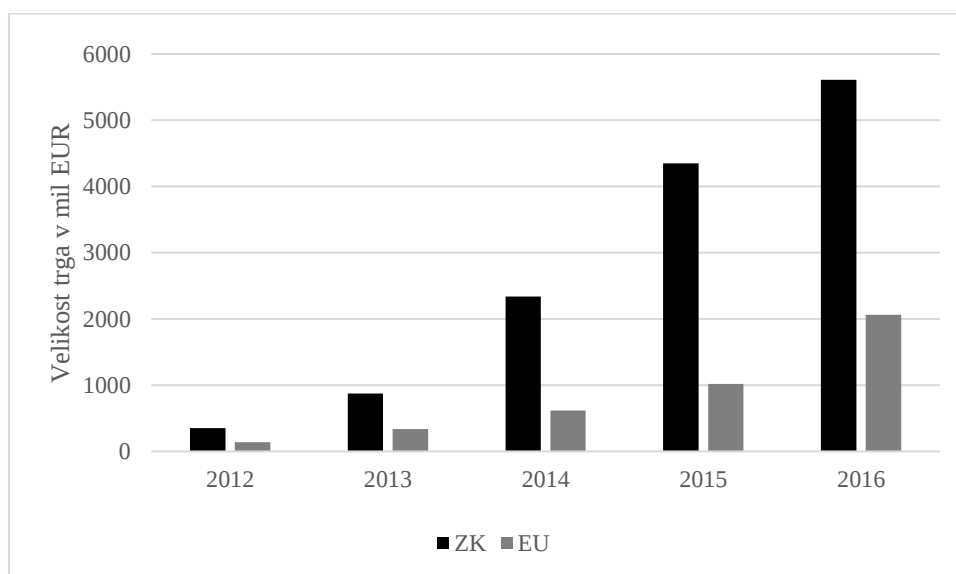
Slika 14: Kje se izvajajo kapitalni trgi EU28 v % leta 2013



Vir: Povzeto po W. Wright, *The potential impact of Brexit on European Capital Markets–A qualitative survey of Market Participants*, 2016, str. 7.

Slika 15 prikazuje rast vrednosti evropskega alternativnega finančnega trga v obdobju 2012–2016, razčlenjenega na podatke za Združeno kraljestvo za preostale države članice EU27. V Združenem kraljestvu se je trg povečal letno in sicer s 350 milijonov € v letu 2012 na več kot 5,6 milijarde € leta 2016. Za preostalo Evropo je bila rast razmeroma počasnejša, in sicer od 137 milijonov € v letu 2012 do nekoliko več kot 2 milijardi € (Ziegler et al., 2017).

Slika 15: Inovativno financiranje v Združenem kraljestvu in EU27 v obdobju 2012–2016



Vir: M. Ziegler et al., *Expanding Horizons: The 3rd European Alternative Finance Industry Report*, 2017.

Konsistenten nadzor kapitalskih trgov in uveljavljanje ustreznih ureditev je ključnega pomena za čezmejno povezovanje. To zahteva integracijo institucionalne arhitekture, takšne, kot je bila oblikovana na področju bančnega nadzora. Neposreden način za to, brez potrebe po spremembi prvotnih Pogodb o EU, je okrepitev vloge ESME, evropskega organa za vrednostne papirje in trge, ki je bil ustanovljen leta 2011 in ima neposredno že nadzorno vlogo v EU, čeprav le za omejene tržne segmente. Pomembno je poudariti, da poziv k enotnemu nadzorniku kapitalskega trga EU je prišel ne samo s strani organov EU, predstavljen v poročilu petih predsednikov junija 2015, ampak tudi s strani nekaterih držav članic (Sapir et al., 2017, str. 6).

Odločitev Združenega kraljestva, da zapusti EU je zgodovinska prelomnica, ki bo pomembno vplivala na finančne trge. ESMA ima pomembno vlogo pri prilagajanju in pripravljanju udeležencev na trgu. Pri tem se osredotoča na nadzorno konvergenco in se izogiba regulativni arbitraži z namenom dosledne uporabe regulativnih standardov za podjetja, ki želijo premestiti dejavnosti v EU27 (ESMA, 2017, str. 4). ESMA bi morala biti upravljana s strani izvršnega odbora (petih/šestih članov) s polnim delovnim časom, ki bi ga “nadzorovala” druga evropska institucija, kot je na primer Evropski parlament, edina demokratično izvoljena evropska institucija, ki zastopa interese vseh državljanov EU, namesto sedanje ureditve nadzornega sveta, sestavljenega iz nacionalnih predstavnikov EU, kjer predsednik nima možnosti glasovanja. To bi pripomoglo k zmanjšanju izkrivljanja in vpliva nacionalnih interesov in bi preprečilo regulativno ujetost (Sapir et al., 2017, str. 6).

Pri izvedbi vseh sprememb in izzivov za EU27, ki jih (bo) prinesel *Brexit* in UKT, ostaja ključnega pomena bančna unija. Ta ostaja na določenih segmentih nedokončana: konkretni dogovori o delitvi tveganja na ravni celotnega evroobmočja (predlogi o vzpostavitvi

evropskega sistema zavarovanja depozitov); podeliti mandat Evropskemu mehanizmu za stabilnost, ki bi deloval kot povratna točka v skladu EMR in bodoči Evropski sklad za zavarovanje depozitov (angl. *European Deposit Insurance Fund*). Dokončanje bančne unije bi omogočilo evropski bančni skupini izriniti trenutni prevladujoči položaj vodilnih ameriških investicijskih bank. Ključen dejavnik je »domača baza« evropske bančne skupine, ki je še vedno v večini na nacionalni in ne na evropski ravni (Sapir et al., 2017).

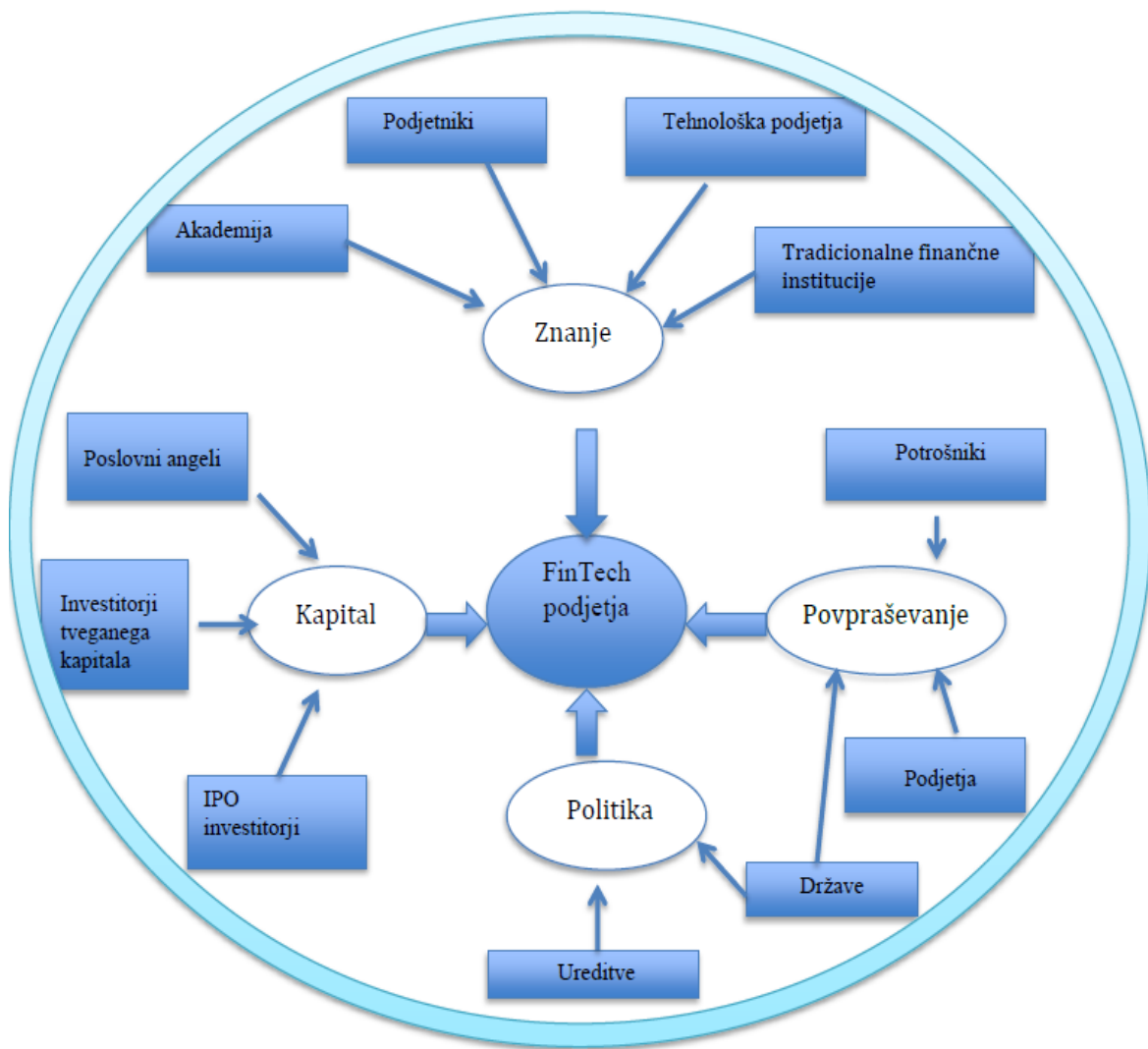
4.2 Finančna tehnologija

Implementacija enotnega evropskega kapitalskega trga predstavlja za EU izziv v zadnjih 20-ih letih. V primerjavi s financami v okviru bank, je vzpostavitev veliko težja, saj zahteva zelo zapleteno in razvito strukturo za učinkovito delovanje. Znotraj finančnega sistema EU se dogajajo številne strukturne spremembe, kot je npr. povečanje pomena ne-bančnih in finančnih posrednikov, vpliv tehnologije in regulativne reforme po svetovni finančni krizi, ki prihajajo vzporedno z bančno unijo, v državah z valuto € in pobudo UKT. Če bi izvedba potekala nemoteno, bi lahko te spremembe prinašale korist za EU. V nasprotnem primeru in ob neupoštevanju novih izzivov je lahko finančna stabilnost ogrožena na dolgi rok (Evropski odbor za sistemska tveganja, 2017, str. 3). Na področju infrastrukture je pomemben hiter napredek pri sprejetju prihodnjih zakonodajnih predlogov, saj ima ekonomski in tehnološki razvoj, kot je rast finančne tehnologije ali potreba po oblikovanju bolj trajnostnih financ, velik vpliv na oblikovanje kapitalskih trgov EU (Evropska komisija, 2016b).

Finančna tehnologija ali »*Fintech*« se nanaša na podjetja za finančne storitve, katerih proizvod ali storitev temelji na tehnologiji, kar pogosto povzroča zelo inovativne in pionirske storitve. Ponudniki finančnih tehnologij vključujejo tri vrste deležnikov: zagonska podjetja uporabljajo tehnologijo za ponudbo obstoječih finančnih storitev po nižjih stroških in ponujajo nove tehnološke usmerjene rešitve; obstoječa finančna podjetja si prizadevajo pridobiti ali delati z zagonskimi podjetji, da bi spodbudili inovacije; tehnološka podjetja zagotavljajo orodja za plačila. Prisotna je na različnih področjih finančnega sektorja: zavarovalništvo, bančništvo, pokojninskih skladov, plačilnih storitvah, tržne infrastrukture in investicijskega svetovanja (Ernst & Young, 2016, str. 8; Gulamhuseinwala, 2016, str. 5).

Slika 16 prikazuje, da je učinkovita sestava ekosistema finančne tehnologije, sestavljena iz štirih glavnih lastnosti: znanja, kot dostopnost akademije, tehnoloških podjetij in tradicionalnih finančnih institucij; kapitala, kot dostopnost finančnih sredstev za zagonska podjetja in MSP-je; politike, kot vladne ureditve, davkov in pobud za rast sektorja; povpraševanje, kot povpraševanje končnega kupca med potrošniki, podjetji in finančnimi institucijami (Ernst & Young, 2016, str. 8).

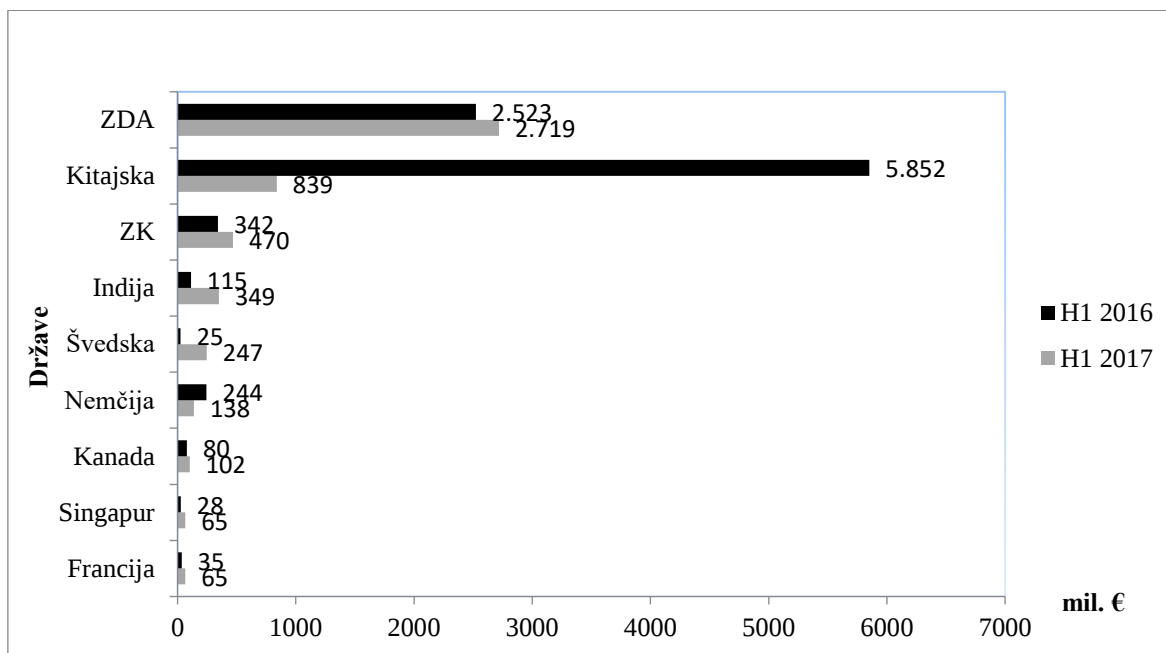
Slika 16: Fintech ekosistem



Vir: Ernst & Young, *UK FinTech On The Cutting edge. An evaluation of the international FinTech sector* 2016, str. 8.

Slika 17 prikazuje svetovne investicije *Fintech* tveganega kapitala – največje vrednosti posla (H1 2016 v primerjavi z H1 2017) v milijonih €. Največ investicij privabi ZDA, velik upad v letu 2017 pa je doživela Kitajska. Največje središče v EU se nahaja v Združenem kraljestvu, sledi ji Švedska, Nemčija in Francija (Innovate Finance, 2017).

Slika 17: Svetovne investicije Fintech tveganega kapitala- največje vrednosti posla (H1 2016 vs. H1 2017) v milijardah €



Vir: Innovate Finance, *The H1 2017 VC Fintech investment Landscape*, 2017.

Uporaba tehnologij s strani podjetij za finančne storitve ni novost. Podjetja za finančne storitve izvajajo interne tehnološke rešitve za zagotavljanje podpore svojim strankam, pri obdelavi določenih podatkov) in zagotoviti, da so v skladu s svojimi regulativnimi obveznostmi. Novejši pojav *Fintecha* nadgrajuje ta proces na novo raven kot rezultat investicij v novo tehnologijo, vstopom zagonskih podjetij na trg ter s svetovnimi tehnološko/komunikacijskimi podjetji. FSB ga opredeljuje kot »tehnološko omogočanje finančnih inovacij, ki bi lahko privedlo do novih poslovnih modelov, aplikacij, procesov ali izdelkov s povezanimi materialnimi učinki na finančne trge in institucije ter zagotavljanjem finančnih storitev« (EBA, 2017, str. 6).

Večina držav članic EU ima dolgo tradicijo spremljanja tveganj v svojih nacionalnih bančnih sistemih. V evrskem območju se je z izvajanjem bančne unije »ponudila možnost« izboljšanja nadzora nadnacionalnega bančnega tveganja. Vendar pa je nadzor bolj zapletenega finančnega sistema, kjer bi vloga bank postala manj prevladujoča, saj bi pomenila nove izzive, ki zahtevajo ustrezno infrastrukturo. To odraža skrb glede bančništva v senci in možnost finančnih tveganj, ki se lahko selijo na dele finančnega sistema, kjer bi se izognili javnemu nadzoru. Potrebne so nove pobude za zbiranje podatkov, saj trenutno so le-ti razdrobljeni v različnih sistemih in oblikovani na institucionalni arhitekturi. To predstavlja poseben izziv zaradi močne soodvisnosti vevroobmočju, ki predstavlja večino gospodarstva EU, Združeno kraljestvo (ki gosti glavno vozlišče kapitala v EU) in druge države članice, ki nimajo € za valuto (Véron & Wolff, 2015, str. 10).

MSP-ji so ena skupina podjetij, kjer je razvoj *Fintech-a* še kako pomembna, zlasti tista skupina, ki ne pridobi financiranja s strani tradicionalnih bank (Tabela 4). Posledično narašča število Fintechovih podjetij, ki ponujajo izdelke in storitve, ki so posebej prilagojeni potrebam MSP, ki so se zaradi digitalizacije in globalizacije v zadnjih dveh desetletjih spremenile. Trenutno ne obstaja jasne klasifikacija sektorja finančne tehnologije. Zamegljena opredelitev pojma *FinTech* pa otežuje količinsko opredelitev velikosti sedanjega in potencialnega trga. *FinTech* lahko igra pomembno vlogo pri izboljšanju finančne vključenosti in zagotavlja več dostopne in dostopne finančne storitve pri povečanju mešanega financiranja podjetij v enotnem evropskem trgu.

4.3 Predlogi integracije in nadaljnega razvoja

Po pregledu čezmejnih razlik med vrstami MSP in njihovimi viri financiranja, državami članicami EU in predlogi iz akcijskega načrta za oblikovanje unije kapitalskih trgov lahko trdimo, da UKT vpliva in bo vplivala na okolje v katerem se nahajajo MSP v EU. Načrt je zasnovan tako, da uveljavlja načelo prostega pretoka kapitala, kot je opredeljeno v Pogodbi o delovanju EU vendar ima določene pomanjkljivosti, ki smo jih zaznali tekom te naloge. Iz tega vidika podajam naslednje predloge:

1. Geografska koncentracija: Kot smo lahko videli v primeru Nemčije (skupina zahodnih držav), podjetja kljub dobro razvitemu kapitalskemu trgu se poslužujejo bančnih posojil, v Združenem kraljestvu (skupina severnih držav) pa, da močan bančni sektor v povezavi z globalnimi kapitalskimi trgi vodi MSP k večji razpršenosti virov financiranja. Na drugi strani pa imamo skupini južnih (Slovenija) in vzhodnih držav z manj razvitimi kapitalskimi trgi, ki dolgoročno, brez ambicioznega načrta UKT lahko vodi v geografsko koncentracijo aktivnosti kapitalskega trga zgolj v »EU finančnih centrih« kot sta London in Frankfurt, ki imata veliko konkurenčno prednost pred ostalimi deli EU. Akcijski načrt bi moral predlagati ukrepe, kako zmanjšati razlike med finančnimi »centri« in »periferijo«.
2. Uskladitev najboljših praks: Uskladitev najboljših praks v EU bi privedla do izboljšanja regulativnih in institucionalnih finančnih režimov, kar bi lahko olajšalo dostop do financiranja za MSP v vseh državah članicah.
3. Ciljno usmerjen pristop: Vendar uskladitev naj ne pomeni nujno, da se v vseh državah članicah povsem poenotijo vzorci strukture financiranja. Na primer, tam kjer so kapitalski trgi že dobro razviti, kot je primer Združenega kraljestva, je cilj UKT ustvariti rast in privabiti nove deležnike, kot so banke, investicijski skladi ali vlagatelji. Za države z nerazvitimi kapitalskimi trgi, UKT naj ponuja možnosti za naložbe na specifičnih področjih, kjer je pomanjkanje. Zato cilj naj ne bo posplošen, da morajo vse države članice se preusmeriti v kapitalske ali bančne

strukture oziroma, da bi se vsi MSP financirali samo z dolgom ali lastniškim kapitalom. Kot smo videli v 3. poglavju in geografskimi razlikami v vrstah MSP in njihovimi potrebami po financiranju, bi morala UKT imeti ciljno usmerjen pristop in sicer glede na državo, področje ali vrsto MSP in temu primerno oblikovati rešitve.

SKLEP

Liberalizacija kapitalskih trgov v EU je bila izpeljana na podlagi dveh prepričanj. Prvič: da bi odprti kapitalski trgi, čezmejne naložbe in čezmejne finančne storitve ustvarili bolj učinkovito razporejanje kapitala z boljšim posredovanjem med varčevalci in posojiljemalci v EU kot celota. Drugič: da bi tveganje za gospodarstvo in finančno stabilnost odprtega kapitalskega računa in čezmejnih finančnih storitev bilo upravljano s trdnimi bančnimi in kapitalskimi politikami, da bi preprečili nestanovitnost kapitalskih trgov in z dobro ureditvijo finančnih storitev na ravni EU. Unija kapitalskih trgov je poimenovanje projekta EU za regulacijo enotnega evropskega kapitalskega trga. Projekt je zasnovan za spodbujanje kapitalskih trgov preko politične agende in lahko pomaga pri premikanju meja za čezmejne investicije. Proces oblikovanja unije kapitalskih trgov se je pričel že pred letom 2015, ko je bil objavljen Naložbeni načrt za Evropo in sega do Rimske pogodbe leta 1958.

Prikazano stanje enotnega evropskega trga in ukrepi unije kapitalskih trgov nakazujejo na mešane zaključke: tako kapitalski trgi kot banke igrajo pomembno vlogo pri financiranju evropskega gospodarstva, zlasti MSP, ki predstavljajo 99,8 % vseh podjetij v EU in 67,4 % delovnih mest. Vendar se ti razlikujejo glede na potrebe po financiranju in okolju v katerem delujejo, saj obstajajo razlike pri vrstah MSP in njihovi izbiri financiranja. Ukrepi UKT za zmanjšanje odvisnosti do bančnih posojil in oblikovanje »mešanega« financiranja so zastavljeni v širšem kontekstu in ne predvidevajo heterogenost MSP iz vidika virov financiranja. Zaključimo lahko, da imajo predlagani politični ukrepi UKT heterogen učinek, tako med različnimi vrstami MSP kot med državami članicami EU.

Banke in kapitalski trgi so tesno povezani kot del širšega finančnega sistema. Zastavljeni cilji unije kapitalskih trgov lahko pripomorejo k večji finančni stabilnosti EU in enotnega evropskega trga le s poglobitvijo regulativ na obeh področjih, s stabilnimi bankami na eni strani in kapitalskimi trgi na drugi. Zastavljeni cilji bodo pripomogli k večji finančni stabilnosti enotnega evropskega trga le, če bo napredek potekal v sožitju z dokončanjem bančne unije, saj smo ugotovili, da so posojila še vedno v osnovi financiranja evropskega gospodarstva, tako v državah kjer prevladuje mešano financiranje MSP kot v tistih, kjer so kapitalski trgi dobro razviti. Ker obstajajo različne vrste MSP glede na uporabljene finančne instrumente in hkrati različni finančne obveznosti držav članic se učinki politik UKT lahko na dolgi rok razlikujejo in dodatno poglobijo »geografsko koncentracijo« kapitalskega trga. Hkrati je potrebno poudariti, da identificirane vrste MSP in finančne

obveznosti držav članic niso fiksni in se njihova prevlada lahko v času razlikuje, kot smo lahko videli v analizi kvantitativnega pomena bank in kapitalskih trgov za financiranje nefinančnih družb.

Enotni kapitalski trg EU lahko deluje učinkovito le z dokončanjem integracije, harmonizacijo najboljših praks, poenotenjem pravil in učinkovito implementacijo le-teh v posamezni državi članici. Finančna tehnologija naj omogoča kvalitetne in dostopne podatke vsem vpoletnim deležnikom. Pri tem je pomemben nadzor, ki ga lahko izvajajo že oblikovani organi v sodelovanju z ostalimi evropskimi institucijami in državami članicami. EU mora načrtovati, kako čim bolj učinkovito oblikovati UKT, in se osredotočiti na tiste države članice, kjer so kapitalski trgi manj razviti, kjer so MSP zelo odvisni na bank, hkrati pa izkoristiti priložnosti, ki jih lahko prenesejo politične spremembe z odstopom Združenega kraljestva iz EU, saj ima le ta močen bančni sektor a hkrati tudi dobro razvit kapitalski trg in omogoča MSP več možnosti diverzifikacije virov financiranja, kar je tudi cilj UKT. Kako bo izstop Združenega kraljestva z dogovorom ali brez vplival na delovanje in razvoj enotnega evropskega trga trenutno ne moremo analizirati, saj pogajanja o pogojih izstopa Združenega kraljestva iz EU niso še jasna. Kljub temu, pušča prostor k razmisleku in nadaljnjemu raziskovanju unije kapitalskih trgov.

LITERATURA IN VIRI

1. Artola, C., & Genre, V. (2011). Euro Area SMEs Under Financial Constraints: Belief or Reality? *CESifo Working Papers*. Najdeno 4. januarja 2019 na spletnem naslovu <https://www.econstor.eu/handle/10419/53136>
2. Aussilloux, V., Bénassy-Quéré, A., Fuest, C., & Wolff, G. (2017). *Making the best of the European single market*. Najdeno 4. julija 2017 na spletnem naslovu <http://bruegel.org/wp-content/uploads/2017/02/PC-03-2017-single-market-010217.pdf>
3. Baele, L., Ferrando, A., Hoerdahl, P., Krylova, E., & Monnet, C. (2004). Measuring Financial Integration in the Euro Area. *ECB Occasional Paper Series No. 14*. Najdeno 9. januarja 2019 na spletnem naslovu <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecbocp14.pdf>
4. Barbu, T. C., & Strachinaru, A. I. (2016). Capital Markets Union: Opportunities and Impact on the European Financial Market. *Studies in Business and Economics*, 11(2), 2016.
5. Berger, A., N., & Udell, G. F. (2006). A More Complete Conceptual Framework for Financing of Small and Medium Enterprises. *World Bank Policy Research Working Paper No. 3795*. Najdeno 11. januarja 2018 na spletnem naslovu <https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/8553/wps3795.pdf>
6. Bijlsma, M., & Gijsbert, Z. (2013). *The changing landscape of financial markets in Europe, the United States and Japan*. Najdeno 5. maja 2017 na spletnem naslovu http://bruegel.org/wp-content/uploads/imported/publications/WP_2013_02_01.pdf
7. Block, J., H., Colombo, M., G., Cumming, D., & Vismara, S. (2016). *New Players in Entrepreneurial Finance and Why They are There*. *Small Business Economics*. Najdeno 4. januarja 2019 na spletnem naslovu https://www.researchgate.net/publication/312510379_New_players_in_entrepreneurial_finance_and_why_they_are_there
8. Bohinc, R. (2012). *Pravo in politike Evropske unije*. Ljubljana: Fakulteta za družbene vede.
9. Chong, T., Liping, L., & Ongena, S. (2013). Does Banking Competition Alleviate or Worden Credit Constraints Faced by Small-and Medium-Sized Enterprises? *Journal of Banking & Finance*, 37(9), 3412–24.
10. Cunliffe, J. (2015, 20. januar). Speech: Financial stability, the Single Market and Capital Markets Union. City of London Corporation and Open Europe conference, London. *Bank of England*. Najdeno 10. februarja 2017 na spletnem naslovu <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/speeches/2015/speech789.pdf>
11. Degryse, H., de Goeij, P., & Kappert, P. (2012). The Impact of Firm and Industry Characteristics on Small Firms' Capital Structure". *Small Business Economics*, 38(4), 431–447.
12. Demary, M., Diermeier, M., & Haas, H. (2015). A Capital Markets Union for Europe: The Relevance of Banks and Markets. *Cologne Institute for Economic Research*.

- Najdeno 5. maja 2018 na spletnem naslovu https://www.researchgate.net/publication/281836959_A_Capital_Markets_Union_for_Europe_The_Relevance_of_Banks_and_Markets
13. Demary, M., Hornik, J., & Watfe, G. (2016). SME Financing in the EU: Moving beyond one-size-fits-all. *Bruges European Economic Policy Briefings*, 40/2016.
 14. Deutsche Bundesbank. (2019). *Time series data base, 2015–2018*. Najdeno 19. februarja 2019 na spletnem naslovu <https://www.bundesbank.de/en/statistics/time-series-databases>
 15. Direktiva 2003/71/ES Evropskega parlamenta in Sveta. (2003, 4. november). *O prospektu, ki se objavi ob javni ponudbi ali sprejemu vrednostnih papirjev v trgovanje in o spremembi Direktive 2001/34/ES*. Najdeno 13. februarja 2017 na spletnem naslovu <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/SL/TXT/HTML/?uri=CELEX:02003L0071-20140523&from=en>
 16. Direktiva 2009/138/ES Evropskega parlamenta in Sveta z dne 25. novembra 2009 o začetku opravljanja in opravljanju dejavnosti zavarovanja in povezovanja (Solventnost II). Najdeno 15. februarja 2017 na spletnem naslovu <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/SL/TXT/HTML/?uri=CELEX:02009L0138-20140523&from=EN>
 17. Direktiva 2013/36/EU Evropskega parlamenta in Sveta z dne 26. junija 2013 o dostopu do dejavnosti kreditnih institucij in bonitetnem nadzoru kreditnih institucij in investicijskih podjetij, spremembi Direktive 2002/87/ES in razveljavitvi direktiv 2006/48/ES in 2006/49/ES. Uradni list EU. Najdeno 17. novembra 2015 na spletnem naslovu <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/SL/TXT/HTML/?uri=CELEX:32013L0036&from=en>
 18. Dorrucchi, E., Demosthenes, I., Mongelli, F., & Terzi, A. (2015). *Europe's challenging economic integration: Insights from a new index*. Najdeno 21. septembra 2017 na spletnem naslovu <http://voxeu.org/article/economic-integration-europe-insights-new-index>
 19. Enotni evropski akt. (1986). Najdeno 8. septembra 2016 na spletnem naslovu http://europa.eu/europeanunion/sites/europaeu/files/docs/body/treaties_establishing_the_european_communities_single_european_act_en.pdf
 20. Ernst & Young. (2016). *UK FinTech On The Cutting edge. An evaluation of the international FinTech sector*. Najdeno 6. septembra 2017 na spletnem naslovu <http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-UK-FinTech-On-the-cutting-edge/%24FILE/EY-UK-FinTech-On-the-cutting-edge.pdf>
 21. ESMA. (2015). *ESMA response to the Commission Green Paper on Building a Capital Markets Union*. Najdeno 20. februarja 2017 na spletnem naslovu https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/esma-2015-856_esma_response_to_ec_green_paper_on_cmu.pdf
 22. ESMA. (2017). *Annual Report 2016*. Najdeno 4. julija 2017 na spletnem naslovu https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma20-95-590_annual_report_2016.pdf

23. Evropska centralna banka. (2007). *Corporate Finance in The Euro Area. Occasional Paper Series no. 63*. Najdeno 22. januarja 2017 na spletnem naslovu <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecbocp63.pdf>
24. Evropska centralna banka. (2011). *Monthly Bulletin, April 2011*. Najdeno 20. februarja na spletnem naslovu: https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/mb201104_focus02.en.pdf?3f637f4dac75e3f3f33498b32f133de2
25. Evropska centralna banka. (2013a). *Corporate Finance and Economic Activity in the Euro Area. Structural Issues Report 2013. Occasional Paper Series no.151*. Najdeno 22. januarja 2017 na spletnem naslovu <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecbocp151.pdf>
26. Evropska centralna banka. (2013b). *European Commission and European Central Bank Survey on the Access to Finance of SMEs, April to September 2013*. Najdeno 10. novembra 2018 na spletnem naslovu https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_surveys/safe/html/index.en.html
27. Evropska centralna banka. (2014a). *SME Access to Finance in the Euro Area. Barriers and Potential Policy Benefits. Monthly Bulletin, July*. Najdeno 22. januarja 2017 na spletnem naslovu https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/art2_mb201407_pp79-97en.pdf
28. Evropska centralna banka. (2014b). *Guide to banking supervision*. Najdeno 17. oktobra 2016 na spletnem naslovu <https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssmguidebankingsupervision201411.en.pdf?807838fa2a8bb958749f411c432d1f3e>
29. Evropska centralna banka. (2014c). *Survey on the Access to Finance of SMEs-User Guide for the Anonymised Dataset*. Najdeno 7. decembra 2018 na spletnem naslovu <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecb.accesstofinancesmallmediumsizedenterprises201711.en.pdf?beb1832df4af9efa945a5a1f7b99eeb7>
30. Evropska centralna banka. (2016). *SME Access to Finance of Enterprises in the euro area*. Najdeno 15. februarja 2017 na spletnem naslovu <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/accesstofinancesmallmediumsizedenterprise201606.en.pdf?c96d449e601cbe6c87d2e67d54e68c70>
31. Evropska centralna banka. (2019). *Euro area accounts: SDW reports (full report)*. Najdeno 1. februarja 2019 na spletnem naslovu <https://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=1000004042>
32. Evropski ekonomsko-socialni odbor. (2012). *Mnenje o posodobljeni analizi stroškov »ne-Evroe« (mnenje na lastno pobudo)*. Najdeno 25. septembra 2016 na spletnem naslovu <http://www.eesc.europa.eu/?i=portal.en.eco-opinions.24438>
33. Evropska Investicijska Banka. (2019). *InnovFin – EU Finance for innovators*. Najdeno 25. februarja 2019 na spletnem naslovu <https://www.eib.org/en/products/blending/innovfin/index.htm>
34. Evropski Investicijski Sklad. (2015). *COSME – Finančni instrument*. Najdeno 25. februarja 2019 na spletnem naslovu <https://publications.europa.eu/en/publication->

- detail/-/publication/2cefa403-ad1f-44c2-bfbc-eecc72bde6f1/language-en/format-PDF/source-87538679
35. Evropska komisija. (2003). *Commission Recommendation of 6 May 2003 concerning the definition of micro, small and medium-sized enterprises*. (Text with EEA relevance) (notified under document number C(2003) 1422. Najdeno 10. maja 2016 na spletnem naslovu <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:32003H0361>
 36. Evropska komisija. (2007). *Ena valuta za eno Evropo-Pot do eura*. Najdeno 20. septembra 2016 na spletnem naslovu http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication6730_sl.pdf
 37. Evropska komisija. (2008). *EMU@10 Successes and challenges after ten years of Economic and Monetary Union. European economy*. Najdeno 12. oktobra 2016 na spletnem naslovu http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication12682_en.pdf
 38. Evropska komisija. (2012). *Akt za enotni trg II: dvanajst prednostnih ukrepov za novo rast*. Najdeno 26. septembra 2016 na spletnem naslovu <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex:52012DC0573>
 39. Evropska komisija. (2015a). Zelena knjiga. *Building a Capital Markets Union*. Najdeno 11. aprila 2015 na spletnem naslovu http://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/capital-markets-union/docs/green-paper_en.pdf
 40. Evropska komisija. (2015b). *Action Plan on Building a Capital Markets Union*. Najdeno 3. avgusta 2016 na spletnem naslovu http://ec.europa.eu/finance/capital-markets-union/docs/building-cmu-action-plan_en.pdf
 41. Evropska komisija. (2015c). *Dokončanje evropske ekonomske in monetarne unije*. Najdeno 14. oktobra 2016 na spletnem naslovu <http://www.consilium.europa.eu/sl/policies/emu-report-2015/>
 42. Evropska komisija. (2015d). *An Investment Plan for Europe* /COM/2014/0903 final. Najdeno 22. januarja 2017 na spletnem naslovu <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=COM:2014:903:FIN>
 43. Evropska komisija. (2016a). *Capital Markets Union: First Status Report*. Najdeno 29. julija 2016 na spletnem naslovu http://ec.europa.eu/finance/capital-markets-union/docs/cmu-first-status-report_en.pdf
 44. Evropska komisija. (2016b). Commission Staff Working Document »European Financial Stability and Integration Review: A focus on the Capital Markets Union Initiative«. Najdeno 15. januarja 2017 na spletnem naslovu https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/financial-markets/analysis-financial-markets_en
 45. Evropska komisija. (2016c). *Capital Markets Union–Accelerating Reform*. Najdeno 17. januarja 2017 na spletnem naslovu http://ec.europa.eu/finance/capital-markets-union/docs/20160913-cmu-accelerating-reform_en.pdf

46. Evropska komisija. (2016d). *Crowdfunding in the EU Capital Markets Union*. Commission staff working document. Najdeno 10. avgusta 2017 na spletnem naslovu <https://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/10102/2016/EN/10102-2016-154-EN-F1-1.PDF>
47. Evropska komisija. (2017a). *Capital Markets Union Mid-Term Review: Roundtable on SME Access to Finance, Brussels, 20 March 2017*. Najdeno 3. julija 2017 na spletnem naslovu https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/170320-roundtable-sme-access-finance-record_en.pdf
48. Evropska komisija. (2017b). *Addressing Information Barriers in the SME Funding Market in the Context of the Capital Markets Union*. Commission Staff Working Document. Najdeno 25. januarja 2019 na spletnem naslovu https://ec.europa.eu/info/publications/170606-sme-access-to-funding_en
49. Evropska komisija. (2018a). *Impact Assessment accompanying the Proposal for a Regulation on European Crowdfunding Service Providers for Business*, 8 March 2018. Najdeno 29. januarja 2019 na spletnem naslovu https://ec.europa.eu/info/law/betterregulation/initiative/181605/attachment/090166e5b9160b43_en
50. Evropska komisija. (2018b). *Horizon 2020 Work Programme 2018-2020*. Najdeno 26. februarja 2019 na spletnem naslovu http://ec.europa.eu/research/participants/data/ref/h2020/wp/2018-2020/main/h2020-wp1820-eic_en.pdf
51. Evropska komisija. (2019). *Access to finance portal*. Najdeno 1. januarja 2019 na spletnem naslovu https://europa.eu/youreurope/business/finance-funding/getting-funding/access-finance/index_en.htm
52. Evropski parlament. (2016a). *Kratki vodič po Evropski uniji*. Najdeno 19. septembra 2016 na spletnem naslovu http://www.europarl.europa.eu/ftu/pdf/sl/FTU_1.1.3.pdf
53. Evropski parlament. (2016b). *Bančna unija*. Najdeno 17. oktobra 2016 na spletnem naslovu http://www.europarl.europa.eu/ftu/pdf/sl/FTU_4.2.4.pdf
54. Evropski parlament. (2016c). *Securisation and capital requirements*. Briefing-EU Legislation in Progress. Najdeno 20. februarja 2017 na spletnem naslovu [http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2016/586625/EPRS_BRI\(2016\)586625_EN.pdf](http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2016/586625/EPRS_BRI(2016)586625_EN.pdf)
55. EUR-Lex. (1950). *Pogodba o ustanovitvi Evropske skupnosti za premog in jeklo*. Najdeno 25. julija 2016 na spletnem naslovu <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:11951K/TXT&from=SL>
56. EUR-Lex. (1957). *Pogodba o ustanovitvi Evropske gospodarske skupnosti*. Najdeno 25. julija 2016 na spletnem naslovu <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:11957E/TXT&from=SL>
57. EUR-Lex. (1992). *Pogodba o Evropski uniji*. Najdeno 12. septembra 2016 na spletnem naslovu <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/SL/TXT/HTML/?uri=OJ:C:2016:202:FULL&from=SL>

58. EUR-Lex. (2009). *Lizbonska pogodba*. Najdeno 18.septembra 2016 na spletnem naslovu <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/SL/TXT/?uri=URISERV%3Aai0033>
59. European Banking Authority. (2017). *Discussion Paper on the EBA's approach to financial technology (FinTech)*. Najdeno 1. septembra 2017 na spletnem naslovu <https://www.eba.europa.eu/documents/10180/1919160/EBA+Discussion+Paper+on+FinTech+%28EBA-DP-2017-02%29.pdf>
60. Eurostat. (2017). *Business demography statistics, november 2017*. Najdeno 28. januarja 2019 na spletnem naslovu [https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=File:Enterprise_birth_rates,_business_economy,_2015_-_2016_\(%25\).png](https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=File:Enterprise_birth_rates,_business_economy,_2015_-_2016_(%25).png)
61. Ferrando, A., & Griesshaber, N. (2011). *Financing Obstacles among Euro Area Firms: Who Suffers the Most?* ECB Working Paper Series No 1293. Najdeno 15. maja 2017 na spletnem naslovu <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1293.pdf>
62. Ferrando, A., Marchica, M. T., & Mura, R. (2014). Financial flexibility across the euro area and the UK. *ECB: Working Paper*. Najdeno 19. marca 2018 na spletnem naslovu <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1630.pdf>
63. Filipović, N., Popović, M., Purg, D., & Vakanjac, D. (2001). *Slovar poslovnih izrazov v angleščini in slovenščini*. Ljubljana: Mladinska knjiga.
64. Gierczak, M. M., Bretschneider, U., Haas, P., Blohm, I., & Leimeister, J. M. (2015): *Crowdfunding – Outlining the New Era of Fundraising*. Najdeno 29. januarja na spletnem naslovu https://www.researchgate.net/publication/313389419_Crowdfunding_Outlining_the_new_era_of_fundraising/download
65. Giovannini, A., Mayer, C., Micossi, S., Di Noia, C., Onado, M., Pagano, M., & Polo, A. (2015). *Restarting European Long-Term Investment Finance*. Najdeno 12. januarja 2017 na spletnem naslovu <http://ftp.cepr.org/sites/default/files/news/RELTIF%20Green%20Paper.pdf>
66. Grilc, P., & Ilešič, T. (2001). *Pravo Evropske unije, 1. Knjiga*. Ljubljana: Cankarjeva založba.
67. Gulamhuseinwala, I. (2016). *UK FinTech On the cutting edge-An evaluation of the international FinTech sector*. Ernst & Young Report. Najdeno 27. avgusta 2017 na spletnem naslovu <http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-UK-FinTech-On-the-cutting-edge/%24FILE/EY-UK-FinTech-On-the-cutting-edge.pdf>
68. Hall, G., Hutchinson, P., J., & Michaelas, N. (2004). Determinants of the Capital Structures of European SMEs. *Journal of Business Finance & Accounting*, 31(5–6), 711–28.
69. Hair, J., Black, W. C., Babin, B. J., & Anderson, R. E. (2014). *Multivariate Data Analysis: A Global Perspective*. 7th ed. Pearson Education Limited, Essex. Najdeno 15. marca 2018 na spletnem naslovu https://is.muni.cz/el/1423/podzim2017/PSY028/um/_Hair_-_Multivariate_data_analysis_7th_revised.pdf

70. Hamunen, M. (2016). *New European Prospectus Rules: Game Changer?* CFA Institute news. Najdeno 17. februarja 2017 na spletnem naslovu <http://www.cfapubs.org/doi/pdf/10.2469/cfm.v27.n1.4>
71. House of Lords. (2015). *Capital Markets Union: a welcome start*. Authority of the House of Lords. London: The Stationery Office Limited.
72. Hutchinson, R. W. (1995). The Capital Structure and Investment Decisions of the Small Owner-Managed Firm: Some Exploratory Issues. *Small Business Economics*, 7(3), 231–39.
73. Innovate finance. (2017). *The H1 2017 VC FinTech investment Landscape*. Najdeno 1. septembra 2017 na spletnem naslovu <https://www.slideshare.net/innovatefinance/the-h1-2017-vc-fintech-investment-landscape-by-innovate-finance>
74. Invest Europe. (2018). *Feedback on Building a proportionate regulatory environment to support SME listing*. Najdeno 1. februarja 2019 na spletnem naslovu https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/initiatives/ares-2017-6181849_sl
75. Lannoo, K. (2015). *Which Union for Europe's Capital Markets?* Centre for European Policy Studies Policy Brief. Najdeno 15. marca 2018 na spletnem naslovu <https://www.ceps.eu/system/files/ECMI%20PB22%20KL%20Capital%20Union%20final.pdf>
76. Michaelas, N., Chittenden, F., & Poutziouris, P. (1999). Financial Policy and Capital Structure Choice in UK SMEs: Empirical Evidence from Company Panel Data. *Small Business Economics*, 12(2), 113–130.
77. Moritz, A., Block, J. H., & Heinz, A. (2015). Financing Patterns of European SMEs: An empirical taxonomy. *EIF Research and Market Analysis*, Working Papers2015/30.
78. Moritz, A., Masiak, C. & Lang, F. (2017). Financing Patterns of European SMEs Revisited: An Updated Empirical Taxonomy and Determinants of SME Financing Clusters. *EIF Research and Market Analysis*, Working Paper 2017/40.
79. OECD. (2016a). *OECD Economic Surveys: European Union June 2016 Overview*. Najdeno 28. avgusta 2016 na spletnem naslovu <https://www.oecd.org/economy/surveys/european-union-2016-overview.pdf>
80. OECD. (2016b). *Financing SMEs and Entrepreneurs 2016: Highlights*. Najdeno 6. aprila 2017 na spletnem naslovu <http://www.oecd.org/cfe/smes/SME-Scoreboard-2016-Highlights.pdf>
81. Office of Financial Research. (2016). *Financial Stability Report 2016*. Najdeno 15. junija 2017 na spletnem naslovu https://www.financialresearch.gov/financial-stability-reports/files/OFR_2016_Financial-Stability-Report.pdf
82. Office of National Statistics. (2019). *GDP in the UK*. Najdeno 19. februarja 2019 na spletnem naslovu <https://www.ons.gov.uk/atoz?az=g>
83. Popov, A., & Udell, G. F. (2012). Cross-Border Banking, Credit Access, and the Financial Crisis. *Journal of International Economics*, 87(1), 147–161.
84. PwC. (2015). *Effectiveness of tax incentives for venture capital and business angels to foster the investment of SMEs and start-ups*. (Final Report). Najdeno 1. septembra 2017 na spletnem naslovu

- https://ec.europa.eu/taxation_customs/sites/taxation/files/final_report_2017_taxud_venture-capital_business-angels.pdf
85. Sapir, A., Schoenmaker, D., & Veron, N. (2017). *Making the best of Brexit for the EU27 Financial system*. Bruegel Policy Brief. Najdeno 28. junija 2017 na spletnem naslovu http://bruegel.org/wp-content/uploads/2017/02/Bruegel_Policy_Brief-2017_01-090217.pdf
 86. Sapir, A., Veron, N., & Wolff, G. (2018). *Making a reality of Europe's Capital Markets Union*. Najdeno 19. decembra 2018 na spletnem naslovu <http://bruegel.org/2018/04/making-a-reality-of-europes-capital-markets-union/>
 87. Schoenmaker, D. (2015). Firmer foundations for a stronger european banking union. *Bruegel Working Paper*. 2015(13), 1–29.
 88. Služba Evropskega parlamenta za raziskave. (2017). *Crowdfunding in Europe Intrudaction and State of play*. Briefng, January 2017. Najdeno 29. januarja 2019 na spletnem naslovu [http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2017/595882/EPRS_BRI\(2017\)595882_EN.pdf](http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2017/595882/EPRS_BRI(2017)595882_EN.pdf)
 89. Sme Finance Forum. (2015, februar). *Bridging the growth gap-Investor views on the European and US capital markets and how they drive investment and economic growth*. Najdeno 5. januarja 2016 na spletnem naslovu <https://www.smefinanceforum.org/post/bridging-the-growth-gap-investor-views-on-european-and-us-capital-markets-and-how-they-drive>
 90. Statistični urad Republike Slovenije. (2019). BDP in gospodarska rast 2019. Najdeno 15. februarja 2019 na spletnem naslovu <https://www.stat.si/StatWeb/Field/Index/1/29>
 91. Svet Evropske unije. (2015). *Council of the EU conclusions on a Capital Markets Union of 19 June*. Najdeno 17. novembra 2015 na spletnem naslovu <http://www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2015/11/10-capital-markets-union/>
 92. Svet Evropske unije. (2017). *Unija kapitalskih trgov: dosežen dogovor o listinjenju. Sporočilo za javnost 314/17, 30. maja 2017*. Najdeno 1. junija 2017 na spletnem naslovu <http://www.consilium.europa.eu/sl/press/press-releases/2017/05/30-capital-markets-union-securitisation/>
 93. The Giovannini Group. (2003). *Second Report on EU Clearing and Settlement Arrangements*. Najdeno 3. avgusta 2016 na spletnem naslovu http://ec.europa.eu/internal_market/financialmarkets/docs/clearing/second_giovannini_report_en.pdf
 94. The de Larosièrè Group. (2009). *The High-level Group on financial supervision in the EU*. Najdeno 19. oktobra 2016 na spletnem naslovu http://ec.europa.eu/finance/general-policy/docs/de_larosiere_report_en.pdf
 95. United Nations Statistics Devision (2018). *Methodology: Standard country or area codes for statistical use (M49)*. Najdeno 15. decembra 2018 naspletnem naslovu <https://unstats.un.org/unsd/methodology/m49/>

96. Uradni list Evropske unije.(2010). *Uredba (EU) 1092/2010, o makrobonitetnem nadzoru nad finančnim sistemom Evropske unije in ustanovitvi Evropskega odbora za sistemska tveganja*. Najdeno 27. maja 2017 na spletnem naslovu <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/SL/TXT/HTML/?uri=CELEX:32010R1092&from=EN>
97. Uradni list Evropske unije. (2015). *Uredba (EU) 2015/760 Evropskega Parlamenta in Sveta (2015, 29. april) o evropskih dolgoročnih investicijskih skladih*. Najdeno 17. novembra 2015 na spletnem naslovu <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/SL/TXT/HTML/?uri=CELEX:32015R0760&from=EN>
98. Vanacker, T.R., & Manigart, S. (2010). Pecking Order and Debt Capacity Considerations for High-Growth Companies Seeking Financing. *Small Business Economics*, 35(1), 53–69.
99. Véron, N., & Wolff, G. B. (2015). Capital Markets Union: A vision for a long term. *Bruegel*, 2015(5), 1–18.
100. Wehinger, G. (2014). SMEs and the credit crunch: Current financing difficulties, policy measures and a review of literature. *OECD Journal: Financial Markets Trends*, 2013(2), 1–34. Najdeno 3. aprila 2017 na spletnem naslovu <https://www.oecd.org/finance/SMEs-Credit-Crunch-Financing-Difficulties.pdf>
101. Wright, W., & Bax, L. (2015). *Decoding Capital Markets Union: Measuring the potential for growth across Europe's fragmented capital markets*. Najdeno 27. januarja 2017 na spletnem naslovu <http://newfinancial.eu/wp-content/uploads/2015/05/Decoding-capital-markets-union-final-0915.pdf>
102. Wright, W. (2016). *The potential impact of Brexit on European Capital Markets-A qualitative survey of Market Participants*. Najdeno 29. junija 2017 na spletnem naslovu <http://newfinancial.eu/wp-content/uploads/2016/04/The-potential-impact-of-Brexit-on-European-capital-markets-New-Financial-Apr-2016.pdf>
103. Wright, W., Suarez, J. McGhee, P., & Bax, L. (2016). *The Benefits of Capital Markets to High Potential EU Economies*. Analysis of the growth opportunity for capital markets in Central and Eastern Europe. Najdeno 30. januarja 2017 na spletnem naslovu <http://www.afme.eu/globalassets/downloads/publications/afme-new-financial-report-benefits-of-capital-markets-to-high-potential-eu-economies.pdf>
104. WSBI & ESBG. (2015). Financial systems in Europe and in the US: structural differences where banks remain the main source of finance for companies. The Voice of Savings and Retail Banking. Najdeno 20. februarja 2017 na spletnem naslovu <http://www.savings-banks.com/SiteCollectionDocuments/Financial%20systems%20in%20Europe%20and%20in%20the%20US.FINAL.pdf>
105. Združene države Amerike – Evropska unija. (2015). *Dialog o uredbi finančnih trgovskupna izjava*. Najdeno 25. novembra 2015 na spletnem naslovu http://ec.europa.eu/finance/general-policy/docs/global/150115-us-eu-joint-statement_en.pdf

106. Ziegler, T., Shneor, R., Garvey, K., Wenzlaff, K., Yerolemou, N., Hao, R., & Zhang, B. (2017). *Expanding Horizons: The 3rd European Alternative Finance Industry Report*. Cambridge Center for Alternative Finance. Kraj: University of Cambridge.

PRILOGE

KAZALO PRILOG

Priloga 1: Seznam uporabljenih kratic.....	1
Priloga 2: Seznam ukrepov: okviren časovni razpored, napredek in naslednji koraki, 2016	3
Priloga 3: Število in odstotek MSP po državah v SAFE anketi 2013	7
Priloga 4: Opis finančnih sredstev EU za MSP v obdobju 2014–2020.....	8
Priloga 5: Podatki in izračuni finančnih obveznosti Nemčije, Slovenije in Združenega kraljestva v obdobju 2015–2019	10

Priloga 1: Seznam uporabljenih kratic

angl.	Angleško
špan.	Špansko
ACCIÓ	Agencija za poslovno konkurenčnost(špan. <i>Agència per la competitivitat de l'empresa</i>)
BDP	Bruto domači proizvod
COSME	Program za konkurenčnost podjetij ter mala in srednja podjetja
EBA	Evropski bančni organ (angl. <i>European Banking Authority</i>)
EBRD	Evropska banka za obnovo in razvoj (angl. <i>European Bank for Reconstruction and Development</i>)
ECOFIN	Svet za ekonomske in monetarne zadeve (angl. <i>Economic and Financial Affairs Council</i>)
EFSI	Evropski sklad za strateške naložbe
EGS	Evropska gospodarska skupnost
EIB	Evropska investicijska banka
EIOPA	Evropski organ za zavarovanja in poklicne pokojnine
EIS	Evropski investicijski sklad
EK	Evropska komisija
ELTIF	Evropski dolgoročni investicijski sklad (angl. <i>European long-term investment fund</i>)
EMN	Enotni mehanizem nadzora (angl. <i>Single supervisory mechanism</i>)
EMR	Enotni mehanizem za reševanje
EMS	Evropski monetarni sistem
EMU	Ekonomska in monetarna unija
ESA	Evropski nadzorni organ (angl. <i>European Supervisory Authority</i>)
ESFS	Evropski sistem finančnega nadzora (angl. <i>European System of Financial Supervision</i>)
ESIF	Evropski strukturni in investicijski skladi (angl. <i>European Structural and Investment Funds</i>)
ESMA	Evropski organ za vrednostne papirje in trge (angl. <i>European Securities and Markets Authority</i>)
ESPJ	Evropska skupnost za premog in jeklo
ESRB	Evropski odbor za sistemska tveganja (angl. <i>European Systemic Risk Board</i>)
EU, Unija	Evropska unija
EU27	Države članice EU brez Združenega kraljestva
EU28	Države članice EU
EURATOM	Pogodba o Evropski skupnosti za atomsko energijo
FINTECH	Finančna tehnologija
FSB	Odbor za finančno stabilnost (angl. <i>Financial Stability Board</i>)
H2020	Okvirni program za raziskave in inovacije Obzorje 2020 (2014–2020)
Mifid	Direktiva o trgih finančnih instrumentov

MSP	Mala in srednje velika podjetja
OECD	Organizacija za gospodarsko sodelovanje in razvoj
PDEU	Pogodba o delovanju Evropske unije
PES	Pogodba o Evropski skupnosti
PEU	Pogodba o Evropski uniji
STS	Pregledno in standardizirano listinjenje
UKT	Unija kapitalskih trgov
UNSD	Statistični urad Združenih narodov (angl. <i>United Nations Statistics Division</i>)
URD	Univerzalni registracijski dokument
ZDA	Združene države Amerike

Priloga 2: Seznam ukrepov: okvirni časovni razpored, napredek in naslednji koraki, 2016

1. Financiranje za inovacije, zagonska podjetja in podjetja, ki ne kotirajo na borzi		
Ukrep	Napredek in naslednji koraki	
Podpora financiranja na podlagi tveganega in lastniškega kapitala	Predlog o vseevropskih skladih skladov tveganega kapitala in skladih na večdržavni ravni Pregled zakonodaje na področju evropskih skladov tveganega kapitala in evropskih skladov za socialno podjetništvo (EuVECA in EuSEF) Študija o davčnih spodbudah za tvegani kapital in poslovne aneje	Drugo četrtoletje leta 2016 objavljen razpis za prijavo interesa Zakonodajni predlog v tretjem četrtoletju leta 2016 Študija je začela januarja 2016/ predvideno za 2017
Odprava informacijskih ovir za naložbe v MSP	Okrepitev povratnih informacij bank, ki so zavrile vloge MSP za posojilo Priprava zemljevida obstoječih lokalnih ali nacionalnih podpornih in svetovalnih zmogljivosti v EU, da bi se spodbudila dobra praksa Raziskava, kako razviti ali podpreti vseevropske informacijske sisteme	Drugo četrtoletje leta 2016- Skupinska ali dvostranska srečanje z bančnimi in poslovnimi združenji EU Delavnica z državami članicami in drugimi zainteresiranimi deležniki/ 2017 Zaključeno evidentiranje obstoječe lokalne ali nacionalne podpore in posvetovalne kapacitete preden se odloči o nadaljnjem ukrepanju in povezovanju z obstoječo arhitekturo/ 2017
Spodbujanje inovativnih oblik financiranja podjetij	Poročanje o množičnem financiranju Razvoj usklajenega pristopa k dajanju posojil iz skladov in ocena argumentov za prihodnji okvir EU	Prvo četrtoletje leta 2016 Mnenje ESMA/ Četrto četrtoletje leta 2016

Se nadaljuje

Priloga 2: Seznam ukrepov: okvirni časovni razpored, napredek in naslednji koraki, 2016 (nad.)

2. Olajševanje vstopa podjetij na javne trge in njihovega zbiranja kapitala na teh trgih		
Ukrep		Napredek in naslednji koraki
Povečanje dostopa do javnih trgov	Predlog o posodobitvi direktive o prospektu Pregled regulativnih ovir za vključevanje MSP v trgovanje na javnih trgih in zagonskih trgih MSP Pregled evropskih trgov podjetniških obveznic, osredotočen na vprašanje, kako izboljšati tržno likvidnost	Četrto četrletje leta 2015 Pripravljalna dela v teku/ 2017 Javni razpis za študije je bil objavljen v marcu 2016. Objava razpisa za strokovne delovne skupine/ 2017
Podpora financiranja na podlagi lastniškega kapitala	Obravnavanje pristranskosti v povezavi z dolžniškimi in lastniškimi instrumenti v okviru zakonodajnega predloga o skupni konsolidirani osnovi za davek od dohodkov pravnih oseb	Javno posvetovanje je končano. Priprava predlogov / četrto četrletje leta 2016
3. Dolgoročne naložbe, naložbe v infrastrukturo in trajnostne naložbe		
Ukrep		Napredek in naslednji koraki
Podpora infrastrukturnih naložb	Prilagoditev umeritev iz direktive Solventnost II za naložbe vlagateljev v infrastrukturo in evropske dolgoročne investicijske sklade Pregled uredbe o kapitalskih zahtevah za banke, pri čemer se po potrebi spremenijo umeritve za infrastrukturo	Zaključeno: amandmaji za infrastrukturne projekte in ELTIF so začeli veljati 2. aprila 2016 V teku
Zagotavljanje doslednosti pravilnika EU o finančnih storitvah	Poziv k predložitvi dokazov o skupnemu učinku finančne reforme	Javna obravnava je bila maja 2016.

Se nadaljuje

Priloga 2: Seznam ukrepov: okviren časovni razpored, napredek in naslednji koraki, 2016 (nad.)

4. Spodbujanje malih in institucionalnih naložb		
Ukrep		Napredek in naslednji koraki
Povečanje izbire in konkurence na maloprodajnem trgu	Zelena knjiga o maloprodajnih finančnih storitvah in zavarovanju	Javna obravnava je bila 2. marca 2016 Nadaljni postopki bodo objavljeni
Zagotavljanje pomoči malim vlagateljem pri sklepanju boljših poslov	Ocena evropskih trgov naložbenih produktov za male vlagatelje	Pripravljalna dela v teku/ 2018
Podpora varčevanja za upokojitev	Ocena argumentov za okvir politike za vzpostavitev evropskih osebnih pokojninskih zavarovanj	Nasvet EIOPA maja 2016/ dokument o javnem posvetovanju v delu/ javni razpis za študijo v delu
Razširitev priložnosti za Institucionalne vlagatelje in upravitelje skladov	Ocena bonitetne obravnave zasebnega lastniškega kapitala in zasebno plasiranega dolga v skladu z direktivo Solventnost II Posvetovanje o glavnih ovirah za čezmejno distribucijo investicijskih skladov	Pripravljalno delo v teku/ 2018 Javno posvetovanje v drugem četrtletju leta 2016
5. Spodbujanje bančnih zmogljivosti za podporo širšega gospodarstva		
Ukrep		Napredek in naslednji koraki
Okrepitev lokalnih mrež za financiranje	Proučitev možnosti, da bi vse države članice odobrile kreditne zadrage zunaj predpisov EU o kapitalskih zahtevah za banke	V teku
Gradnja trgov listinjenja v EU	Predlog o enostavnih, preglednih in standardiziranih listinjenjih ter pregled kapitalskih umeritev za banke	30. maja 2017 je bil sprejet dogovor med Svetom EU in Evropskim parlamentom
Podpora financiranja širšega gospodarstva s strani bank	Posvetovanje o okviru EU za krite obveznice in podobnih strukturah za posojila MSP	Javna posvetovanja zaključena. Preučitev naslednjih korakov.

Se nadaljuje.

Priloga 2: Seznam ukrepov: okvirni časovni razpored, napredek in naslednji koraki, 2016 (nad.)

6. Spodbujanje čezmejnih naložb		
Ukrep		Napredek in naslednji koraki
Odprava nacionalnih ovir za čezmejne naložbe	Poročanje o nacionalnih ovirah za prosti pretok kapitala	Vzpostavljena je bila strokovna skupina predstavnikov držav članic. Srečanja so v teku.
Izboljšanje tržne infrastrukture za čezmejne naložbe	Ciljno ukrepanje v zvezi s predpisi o lastništvu vrednostnih papirjev in posledicami odstopa terjatev tretji osebi Pregled napredka, ki je bil dosežen pri odpravljanju ovir, opredeljenih v poročilu skupine Giovannini	Javni razpis za študijo je v pripravi/ 2017 Strokovna skupina (<i>European Post-Trade Forum</i>) je ustanovljen in srečanja so v teku/ 2017
Spodbujanje konvergence insolvenčnih postopkov	Zakonodajna pobuda o insolventnosti podjetij, ki bo obravnavala najpomembnejše ovire za prosti pretok kapitala	Javna posvetovanja so v teku
Odprava čezmejnih davčnih ovir	Dobra praksa in kodeks ravnanja za postopke oprostitve davčnega odtegljaja pri viru Študija o diskriminatornih davčnih ovirah za čezmejne naložbe pokojninskih skladov in zavarovalnic, ki ponujajo življenjsko zavarovanje	Razprave na srečanjih skupin strokovnjakov glede ovir za prost pretok kapitala / 2017 Usmerjevaln-usklajevalna skupina T2S ECB je vodila raziskavo o vplivu zadržanja postopkov davčnih olajšav. Referenčni okvir je v pripravi/ 2017
Okrepitev konvergence nadzora in večanje zmogljivosti kapitalnega trga	Strategija za konvergenco nadzora, da bi se izboljšalo delovanje enotnega kapitalnega trga	2016, objavljen februarja 2016. Pripravljalno delo v teku.

Se nadaljuje

Priloga 2: Seznam ukrepov: okviren časovni razpored, napredek in naslednji koraki, 2016 (nad.)

	Bela knjiga o financiranju in upravljanju evropskih nadzornih organov Razvoj strategije za zagotavljanje tehnične pomoči državam članicam, da bi se podprla zmogljivost kapitalskih trgov	V teku. Objavljen je bil letni nadzorni konvergenčni program dela ESMA za leto 2016, objavljen februarja 2016. Pripravljalno delo v teku. Delo z državami članicami za identifikacijo prioritet področij za tehnično pomoč.
Okrepitev zmogljivosti zaohranjanje finančne stabilnosti	Pregled makrobonitetnega okvira EU	Pripravljalno delo v teku/ 2017

Vir: Evropska komisija, Capital Markets Union: First Status Report, 2016a, str. 10–12.

Priloga 3: Število in odstotek MSP po državah v SAFE anketi 2013

Država	Število MSP	Odstotek MSP
Avstrija	171	1,3
Belgija	311	2,4
Bolgarija	278	2,2
Ciper	26	0,2
Češka republika	549	4,3
Danska	118	0,9
Estonija	30	0,2
Finska	127	1,0
Francija	1.436	11,3
Grčija	511	4,0
Hrvaška	93	0,7
Irska	86	0,7
Italija	2.196	17,3
Latvija	46	0,4
Litva	64	0,5
Luksemburg	16	0,1
Madžarska	313	2,5
Nemčija	1.176	9,2
Nizozemska	445	3,5
Norveška*	152	1,2
Poljska	834	6,6
Portugalska	489	3,8

Romunija	253	2,0
Slovaška	230	1,8
Slovenija	65	0,5
Španija	1,419	11,1
Švedska	353	2,8
Združeno kraljestvo	937	7,4

Vir: Evropska centralna banka, European Commission and European Central Bank Survey on the Access to Finance of SMEs, April to September 2013, 2013b.

Priloga 4: Opis finančnih sredstev EU za MSP v obdobju 2014–2020

COSME – Program za konkurenčnost podjetij ter mala in srednje velika podjetja (angl. *Competitiveness of Enterprises and Small and Medium-sized Enterprises*–COSME) je finančni instrument EU, ki v obdobju 2014–2020 nadaljuje aktivnosti v okviru Okvirnega programa za konkurenčnost in inovativnost in je namenjen zlasti malim in srednje velikim podjetjem, ki imajo težave pri ustanavljanju in razvoju lastnih podjetij za samozaposlitev, ter organom držav članic, ki naj bi jim program zagotovil večjo pomoč v prizadevanjih za pripravo in izvajanje učinkovite reforme politik. Namenjen je finančnim instrumentom, ki jih upravlja Evropski investicijski sklad (EIS) pod pooblastili Evropske komisije. Finančni posredniki (banke, jamstvene institucije, lizing družbe) imajo nato na voljo dva finančna instrumenta: kapitalsko shemo za rast in jamstveno shemo za posojila. V prvem primeru EIS vloga v izbrane sklade tveganega kapitala in sklade zasebnega kapitala, v obliki finančnih posrednikov za zagotavljanje financiranja za MSP, zlasti v fazi širitve in rasti. V drugem primeru COSME finančnim posrednikom ponudi jamstva ter posredna jamstva finančnim posrednikom pri zagotavljanju posojil ter zakupov za MSP, ki jih drugače ne bi financirali (EIF, 2015).

InnovFin Program (Obzorje 2020) – Finančna sredstva EU za inovatorje predvideva več kot 24 milijard € finančnih sredstev za MSP ter nosilcev raziskovalne infrastrukture na področju raziskave in inovacije. Finančna orodja InnovFin zajemajo širok spekter posojil, jamstev in financiranja z lastniškim kapitalom, ki jih je mogoče prilagoditi potrebam inovatorjev. Financiranje se zagotavlja neposredno ali preko finančnega posrednika, najpogosteje banke ali sklada. InnovFin je na voljo v vseh upravičenih sektorjih v državah članicah EU in pridruženih državah v okviru programa EU za raziskave in inovacije Obzorje 2020 (2014–2020). Program podpira MSP z naložbami kapitala in sovlaganja z različnimi produkti: InnovFin za velike projekte; financiranje InnovFin za rast podjetij s srednje veliko tržno kapitalizacijo; jamstvo InnovFin za MSP; svetovalne storitve InnovFin (EIB, 2019).

Instrument za MSP (angl. »SME Instrument«) – sredstva za prodorne in inovativne MSP, ki lahko oblikujejo nove trge ali spremenijo že obstoječe. V obdobju 2018-2020 je namenjenih 1,6 milijarde €, z namenom podpore inovativnim evropskim MSP pri

oblikovanju ali nadgradnji izdelkov, storitve ali procesov za evropski ali globalni trg. Vsi MSP lahko sodelujejo, saj ni določene teme ali sektorja. Instrument ponuja tri faze, vključno z usposabljanjem in storitvami mentorstva: nepovratna sredstva za poslovne inovacije (izbirna faza 1- ocena izvedljivosti) v obliki pavšalnega zneska v višini 50. 000 € na projekt (70 % skupnih stroškov projekta); nepovratna sredstva za razvoj inovacij in predstavitvene namene (faza 2- inovacijski projekt), v okvirnem znesku med 500.000 € in 2,5 milijona € (oziroma 70 % skupnih stroškov projekta). Podjetja se lahko prijavijo na 1. fazo kot pridobitev sredstva za pripravo na 2. fazo ali neposredno na 2. fazo. V 3. izbirni fazi (poslovni pospeševalnik) je ponujeno brezplačno poslovno svetovanje, ki je neobvezno, z namenom podpreti in okrepiti inovacijsko zmogljivost podjetja in pomagati uskladiti projekt s strateškimi poslovnimi potrebami (Evropska komisija, 2018b).

Evropski strukturni in investicijski skladi (angl.»*European structural and investment fund*«– ESIF): sestavlja ga pet skladov, ki ga skupaj upravljata Evropska komisija in države članice EU in sicer: Evropski sklad za regionalni razvoj, Evropski socialni sklad, Kohezijski sklad, Evropski kmetijski sklad za razvoj podeželja, Evropski sklad za pomorstvo in ribištvo. Osredotočeni so na pet področij: digitalne tehnologije, raziskave in inovacije, trajnostno upravljanje naravnih virov, mala podjetja in podpora nizkoogljičnemu gospodarstvu. Države EU upravljajo sredstva na decentraliziran način z deljenim upravljanjem. Sklad vključuje evropsko teritorialno sodelovanje, bolj poznano po imenu Interreg, ki s skupnimi projekti združuje različne evropske regije ter transnacionalno sodelovanje (Evropska komisija, 2019).

Evropski sklad za strateške naložbe (angl. *European Fund for Strategic Investments*– EFSI): Prvi od treh stebrov Naložbenega načrta za Evropo, z namenom zagotavljanja jamstva pri spodbujanju zasebnih naložb. Podjetja s srednje veliko tržno kapitalizacijo in mala in srednje velika podjetja z manj kot 250 zaposlenimi se lahko prijavijo za financiranje rasti ali posredna posojila, ki jih zagotavljajo finančni partnerji. MSP se za financiranje obrnejo na finančne posrednike, kjer zaprosijo za posojila ali jamstva. Osnova za izbiro finančnih posrednikov EFSI je javni razpis za izražanje interesa. Podjetja se lahko prijavijo v okviru programov EU: InnovFin garancijska shema za MSP, COSME garancijska shema za posojila, jamstveni instrumenti EASI (Evropska komisija 2019).

Priloga 5: Podatki in izračuni finančnih obveznosti Nemčije, Slovenije in Združenega kraljestva v obdobju 2015–2019

5.1 Podatki za Nemčijo za obdobje 2015–2018 v €:

Leto	2015	2016	2017	2018
BDP (v milijardah €)	2,945	3,034	3,278	3,370
Delnice (v milijardah €)	1,382.7	1,467.7	1,681.8	1,615.5
Kreditiv (v milijardah €)	1,452.1	1,481.4	1,550.3	1,684.9
Dolž. vred. Papirji (v milijardah €)	156.8	183.8	210.5	185.8
Komercialni krediti in predujmi (v milijardah €)	707.3	736.2	752	800

Vir: Prirejeno po Deutsche Bundesbank, Time series data base, 2015–2018, 2019; Evropska centralna banka, Euro area accounts: SDW reports (full report), 2019.

5.2 Izračuni finančne obveznosti Nemčijo v % BDP v obdobju 2015–2018:

Leto	2015	2016	2017	2018
Delnice / %BDP	41	48,4	51,3	48
Kreditiv / %BDP	49	48,8	47,3	50
Dolž. Vred. papirji/ %BDP	5,3	6,1	6,4	5,5
Komercialni krediti in predujmi/ %BDP	24	24,3	23	23,7

Vir: Prirejeno po Deutsche Bundesbank, Time series data base, 2015–2018, 2019; Evropska centralna banka, Euro area accounts: SDW reports (full report), 2019.

5.3 Podatki za Slovenijo za obdobje 2015–2018 v €:

Leto	2015	2016	2017	2018
BDP (v milijardah €)	38,6	40,4	43	45*
Delnice (v milijardah €)	4,7	4,2	4,3	4,5
Kreditiv (v milijardah €)	25,2	23,6	22,8	23
Dolž. vred. Papirji (v milijardah €)	1,2	1	1	1
Komercialni krediti in predujmi (v milijardah €)	10,3	10,9	11,5	12,4

Vir: Prirejeno po Statistični urad Republike Slovenije, BDP in gospodarska rast 2019, 2019; Evropska centralna banka, Euro area accounts: SDW reports (full report), 2019.

5.4 Izračuni finančne obveznosti Slovenije v % BDP v obdobju 2015–2018:

Leto	2015	2016	2017	2018
Delnice/ %BDP	12	10,4	10	10
Kreditiv/ %BDP	65,3	58,4	53	51
Dolž. Vred. Papirji/ %BDP	3	2,4	2,3	2,2
Komercialni krediti in predujmi/ %BDP	26,7	27,1	26,7	27,5

Vir: Prirejeno po Statistični urad Republike Slovenije, BDP in gospodarska rast 2019, 2019; Evropska centralna banka, Euro area accounts: SDW reports (full report), 2019.

5.5 Podatki za Združeno kraljestvo za obdobje 2015–2018 v £:

Leto	2015	2016	2017	2018
BDP (v milijardah £)	2,252.30	2,103.84	2,037	2,082
Delnice (v milijardah £)	1,475.6	1,507.4	1,661	1,668
Kreditiv (v milijardah £)	1,158.8	1,260.	1,348.9	1,355.5
Dolž. vred. Papirji (v milijardah £)	347.9	390.9	400	400
Komercialni krediti in predujmi (v milijardah £)	114.8	115.8	116	117

Vir: Prirejeno po Office for National Statistics, GDP in the UK, 2019; Evropska centralna banka, Euro area accounts: SDW reports (full report), 2019, str. 7.

5.6 Izračuni finančne obveznosti Združenega kraljestva v % BDP v obdobju 2015–2018:

Leto	2015	2016	2017	2018
Delnice / % BDP	72	71,6	81,5	80
Kreditiv / % BDP	58	59,9	66,2	65
Dolž. Vred. papirji / % BDP	21	18,6	19,6	19
Komercialni krediti in predujmi / % BDP	5,1	5,5	5,7	5,6

Vir: Prirejeno po Office for National Statistics, GDP in the UK, 2019; Evropska centralna banka, Euro area accounts: SDW reports (full report), 2019, str. 7.