

PRAVNI FAKULTET SVEUČILIŠTA U RIJECI
Poslijediplomski specijalistički studij Financijsko pravo trgovačkih društava

Nikolina Grković

**PRAVNI ASPEKTI DRŽAVNOG POTICANJA ULAGANJA
U OBNOVLJIVE IZVORE ENERGIJE
I ULOGA PRIVATNOG KAPITALA**

(završni rad)

Mentorica:
prof. dr. sc. Edita Čulinović-Herc

Rijeka, 2014.

SAŽETAK

Financiranje obnovljivih izvora energije u posljednje je vrijeme obilježeno je energetske-ekološkim ciljevima EU i pitanjem financiranja inovacija. Oba aspekta u određenoj mjeri nastoje potaknuti ulaganja u obnovljive izvore energije i inovativne projekte, uvažavajući postojeća ograničenja u vidu zaštite tržišnog natjecanja, liberalizacije i integracije energetskog tržišta te zaštite ulagatelja kako bi se zadržalo njihovo povjerenje u tržište kapitala. Razvoj OIE usporedo s procesom integracije i liberalizacije energetskog tržišta, povlači za sobom preispitivanje nacionalnih metoda poticanja OIE koje su države članice usvojile u vidu ostvarenja sektorskih (energetsko-ekoloških) ciljeva i to u svjetlu propisa o državnim potporama i slobodi kretanja robe. Stoga se s ciljem određivanja potencijalnih ograničenja pri kreiranju navedenih metoda analizira relevantna praksa Europskog suda pravde.

Kada se isti projekti promatraju sa stajališta poticanja novih tehnologija i inovacija, ulaganja u takve projekte involviraju visoki stupanj rizika. S obzirom da su kreditne institucije kao važni akteri financijskog tržišta uglavnom nezainteresirane za takvu vrst ulaganja (primarno zbog načina upravljanja vlasitim rizicima), u radu se istražuje pravni okvir rizičnog ulaganja koji je uređen 2013. godine donošenjem uredbe EuVECA s osloncem na Direktivu 2011/61/EU o menadžerima alternativnih investicijskih fondova. Paralelno s ekonomskom krizom i rastućom regulacijom alternativnih načina prikupljanja kapitala, poslovna praksa razvila je novi način prikupljanja kapitala od šire javnosti posredstvom internetske platforme (*crowdfunding*) koji malim ulagateljima približava rizična ulaganja. S obzirom da se radi o novom fenomenu, istražuju se poslovni modeli platformi koji postoje, na koji način se uklapaju u europski pravni okvir tržišta kapitala, do koje mjere se poštuje načelo zaštite ulagatelja te kako su neke države članice uredile ovaj novi oblik rizičnog ulaganja.

Ključne riječi: financiranje obnovljivih izvora energije, metode poticanja obnovljivih izvora energije, državne potpore, sloboda kretanja robe, rizična ulaganja, *crowdfunding*

SUMMARY

Financing of renewable energy has recently been marked by the energy-ecological goals of the EU and financing innovation issues. Both aspects to some extent tend to encourage investments in renewable energy and innovative projects, taking into account the existing limitations in terms of competition, liberalization and integration of energy markets and investor protection in order to maintain their confidence in the capital market. The development of renewables in parallel with the process of integration and liberalization of the energy market, entails a review of methods which Member States have adopted in promoting renewable energy both from the standpoint of the provisions on state aid and the free movement of goods. In order to identify potential limitations in the creation of the abovementioned methods, the relevant case-law of the European Court of Justice is analyzed.

Since renewable energy projects can be observed from the standpoint of new technologies and innovation, one has to bear in mind that investing in such projects involves a high degree of risk. Given that traditional actors of the financial markets are generally uninterested in such types of investment (primarily because of risk management issues), the study examines a legal framework of venture investments, i.e. EuVECA regulation relying on Directive 2011/61/ EU of the managers of alternative investment funds. In parallel with the economic crisis and increasing regulation of alternative means of raising capital, business practice has developed a new way of raising capital from the general public via the internet platform (crowdfunding) enabling retail investors approaching high risk investments. Having in mind the fast-growing development of this new phenomenon, the paper examines existing platform business models, how they fit into the European legal framework of the capital market and existing investor protection measures. The paper also provides brief insight in newly adopted national CF related regulation.

Keywords: financing renewables, renewable energy schemes, state aid, free movement of goods, venture capital, crowdfunding

SADRŽAJ

| | |
|---|-----|
| SAŽETAK..... | ii |
| SUMMARY | iii |
| 1. UVOD | 1 |
| 2. METODE POTICANJA OBNOVLJIVIH IZVORA ENERGIJE..... | 2 |
| 2.1. Razvoj nacionalnih metoda poticanja OIE | 3 |
| 2.2. Metoda zajamčenih cijena (<i>Feed-in</i> tarife)..... | 6 |
| 2.3. Model zelenih certifikata (TGC kvote) | 9 |
| 2.4. Zelena javna nabava i javni natječaj | 12 |
| 2.5. Direktiva o promicanju korištenja energije iz obnovljivih izvora (RED) | 16 |
| 2.6. Rezultat primjene RED-a..... | 18 |
| 3. SUKLADNOST METODA POTICANJA OBNOVLJIVIH IZVORA ENERGIJE S PRAVILIMA O DRŽAVNIM POTPORAMA I SLOBODOM KRETANJA ROBE | 19 |
| 3.1. Osnovne odrednice u pravilima o državnim potporama i MEQR | 20 |
| 3.1.1. Pravila o državnim potporama | 20 |
| 3.1.2. Opseg MEQRs i moguća opravdanja..... | 22 |
| 3.2. Razvoj relevantne sudske prakse ECJ-a | 25 |
| 3.2.1. Slučaj <i>PreussenElektra</i> | 25 |
| 3.2.2. Daljnji razvoj relevantne sudske prakse o državnim potporama | 32 |
| 3.2.3. Daljnji razvoj sudske prakse o MEQR..... | 39 |
| 3.3. Utjecaj pravila o državnim potporama i slobode kretanja robe na kreiranje metoda poticanja OIE | 44 |
| 4. POTICANJE RAZVOJA NOVIH TEHNOLOGIJA I MOBILIZACIJA PRIVATNIH IZVORA FINANCIRANJA..... | 48 |
| 5. CROWDFUNDING..... | 53 |
| 5.1. Poslovna praksa <i>crowdfundinga</i> | 55 |
| 5.2. Utjecaj europskog pravnog okvira tržišta kapitala na CF ulaganja | 62 |
| 5.3. Reakcije država članica i nacionalnih regulatora | 69 |
| 5.3.1. Njemačka | 70 |
| 5.3.2. Ujedinjeno Kraljevstvo | 71 |
| 5.3.3. Francuska | 74 |
| 5.3.4. Italija | 75 |
| 6. ZAKLJUČNA RAZMATRANJA..... | 77 |
| KRATICE..... | 80 |
| PRAVNI IZVORI I LITERATURA | 82 |

1. UVOD

Financiranje obnovljivih izvora energije (OIE) u posljednje je vrijeme obilježeno energetske-ekološkim ciljevima EU i pitanjem financiranja inovacija. Oba aspekta u određenoj mjeri nastoje potaknuti ulaganja u obnovljive izvore energije i inovativne projekte, uvažavajući postojeća ograničenja u vidu zaštite tržišnog natjecanja, liberalizacije i integracije energetskog tržišta te zaštite ulagatelja kako bi se zadržalo njihovo povjerenje u tržište kapitala. U vidu ostvarenja sektorskih (energetsko-ekoloških) ciljeva države članice razvile su i usvojile različite metode poticanja OIE čiji se pojednostavljeni prikaz nastoji dati u prvom dijelu rada, s naglaskom na dvije glavne konkurentne metode: metodu zajamčenih cijena i metodu zelenih certifikata. Pri tom se nastoji ukazati na njihovu raznolikost u primjeni država članica i njihova temeljna svojstva s aspekta kompatibilnosti s tržišnim načelima, privlačnosti nositeljima projekata i njihovim ulagateljima te utjecaja na razvoj novih tehnologija. Dodatno se istražuje uloga zelene javne nabave i javnih natječaja u poticanju OIE analizirajući razvoj pravnog okvira o javnoj nabavi uključujući najnovije zakonodavne intervencije iz 2014. godine. Takav pristup analizi glavnih načina poticanja OIE od velike je važnosti jer ga koristi i EK kada procjenjuje dopuštenost takvih mjera u okviru uvjetno dopuštenih državnih potpora.

U radu se istražuju ograničenja koja bi države članice mogla imati pri kreiranju svojih metoda poticanja OIE. Stoga se analiziraju odredbe Direktive o poticanju OIE kako bi se utvrdio koliki stupanj usklađenosti država članica u pogledu korištenja metoda poticanja OIE zahtjeva europski zakonodavac te utjecaj tih odredbi na prekogranično trgovanje električnom energijom. Dodatno istražuje se utjecaj pravila o državnim potporama i slobodi kretanja robe pri formiranju navedenih metoda, uzimajući u obzir odredbe UFEU, *soft law* EK i sudsku praksu ECJ-a. Radi iznalaženja odgovora obrađuje se relevantna sudska praksa ECJ-a u pogledu državnih potpora (presude u slučajevima *PreussenElektra*, *Stardust Marine*, *Essent* i *Association Vent de Colere*) i slobode kretanja robe, kako u kontekstu metode zajamčenih cijena (*PreussenElektra*), tako i u kontekstu metode zelenih certifikata (*Ålands Vindkraft AB*).

Posljednja istraživanja u području financiranja OIE (uvažavajući da se radi o visoketehnološkim, inovacijskim projektima velikog rizika ulaganja) ukazuju na to kako se i u OIE sektoru trebaju primjeniti načini financiranja primjereni inovativnim projektima. Kako su kreditne institucije kao važni akteri financijskog tržišta uglavnom nezainteresirane za takvu vrst ulaganja (primarno zbog načina upravljanja vlastitim rizicima), istražuje se pravni okvir rizičnog ulaganja kojeg je 2013. godine uredila EK donošenjem uredbe EuVECA s osloncem na Direktivu o menadžerima alternativnih investicijskih fondova.

Konačno, u poslovnoj praksi pojavio se novi način prikupljanja sredstava od šire javnosti (*crowdfunding*) koji se primjenjuje i u pogledu financiranja *start-upova* kao i OIE projekata. U tom dijelu provedeno je istraživanje CF platformi¹ s naglaskom na EQ CF platforme i CF platforme usmjerene na financiranje OIE projekata. Prikupljeni podaci ključni su kako bi se dobio uvid u postojeće poslovne modele CF platformi i utvrdilo koja je njihova uloga te koje usluge pružaju. To je potrebno radi procjene podpadaju li pod europski pravni okvir tržišta kapitala. Iako EU još uvijek nije posebno regulirala *crowdfunding*, određene države članice u posljednje su vrijeme napravile značajnije iskorake u tom pitanju. Stoga se ukratko izlažu pristupi Njemačke, Francuske, Ujedinjenog Kraljevstva i Italije.

2. METODE POTICANJA OBNOVLJIVIH IZVORA ENERGIJE

Još od 1990-tih godina institucije EU su u energetske politiku utkale ciljeve povećanja sigurnosti opskrbe energijom, diverzifikaciju izvora energije, smanjenost ovisnosti o uvozu energije, ali i elemente zaštite okoliša. Kao jedno od mogućih sredstava u ostvarenju navedenih ciljeva i njihov zajednički nazivnik prepoznata je proizvodnja i korištenje zelene energije, odnosno energije proizvedene iz obnovljivih izvora (dalje: OIE). Državama članicama u početku su se nametnuli indikativni, a kasnije obvezujući ciljevi dosezanja određenog udjela OIE u ukupnoj potrošnji.² S obzirom da su tehnologije korištene u proizvodnji zelene energije u to vrijeme bile izrazito nekonkurentne na tržištu te su se proizvođači i ulagatelji iz tog sektora susretali s nizom specifičnih izazova³ koji su priječili njihov prodor na tržište i onemogućavali

¹ Pri tom su jednim dijelom korišteni podaci dostupni u literaturi i izvješćima strukovnih organizacija. Kako se ti podaci većim dijelom odnose na određene modele koji su s aspekta tržišta kapitala manje relevantni, istraživanje je prošireno na EQ CF (*start-up*) platforme kao i CF platforme usmjerene financiranju klasičnih OIE projekata. U tom dijelu podaci su prikupljeni uvidom u informacije dostupne na internetskim stranicama CF platformi.

² Krajem 2008. godine usvojen je tzv. energetske-klimatski zakonodavni paket koji bi do 2020. godine trebao rezultirati ostvarenjem tzv. cilja 20-20-20 u okviru kojeg se ističe povećanje udjela OIE u konačnoj potrošnji energije na 20%. Strategija Europa 2020. usmjerena je na stvaranje uvjeta za pametan, održiv i uključiv rast. U tu je svrhu određeno nekoliko glavnih ciljeva, uključujući ciljeve za klimatske promjene i energetske održivost. Prvi cilj je smanjenje emisija stakleničkih plinova u EU za 20 % u usporedbi s razinama iz 1990., drugi cilj je povećanje udjela potrošnje energije EU proizvedene iz OI na 20 %, a treći cilj je poboljšanje energetske učinkovitosti EU-a za 20 % u usporedbi s razinama iz 1990. U vrijeme pisanja ovoga rada, EK je već predložila nove ciljeve za period 2020.-2030. godine prema kojem bi udio OIE trebao iznositi barem 27%. (Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions - A policy framework for climate and energy in the period from 2020 to 2030, COM 2014 15 final). Stupove Okvira za 2030. godinu čine: smanjenje emisija stakleničkih plinova za 40 % u odnosu na one iz 1990., obvezujući cilj na razini EU-a za obnovljivu energiju od najmanje 27 %, obnovljene ambicije za politike o energetske učinkovitosti i novi sustav upravljanja i skup novih pokazatelja radi osiguravanja konkurentnog i sigurnog energetskeg sustava.

³ OIE projekti su skuplji jer generiraju veće troškove po jedinici proizvedene energije u usporedbi s tradicionalnim načinima proizvodnje energije. Veći troškovi uzrokovani su dislokacijom OIE postrojenja u odnosu na postojeće mreže (npr. *offshore* vjetroelektrane), ovisnosti o vremenskim uvjetima, oslanjanjem na noviju, tržišno nekonkurentnu tehnologiju koja zahtijeva velika ulaganja u RD&D fazi. Ulaganja u takve projekte smatraju se rizičnijima zbog čega ulagatelji očekuju viši povrat svog ulaganja. Dodatno, negativan utjecaj na okoliš kod

bilo kakvu šansu opstanka na istom, države članice su postupno počele uvoditi različite metode investicijske i/ili operativne naravi kojima su nastojale potaknuti razvoj OIE. Cilj tih metoda bio je kompenzirati dodatne troškove proizvođačima zelene energije do sazrijevanja tehnologija i pada proizvodnih troškova. Kako je gotovo istovremeno započeo proces liberalizacije i integracije europskog energetskeg tržišta,⁴ postalo je jasno da OIE nemaju nikakve šanse bez intervencije države.

2.1. RAZVOJ NACIONALNIH METODA POTICANJA OIE

Najširi spektar metoda poticanja OIE postoji u okviru indirektnih metoda kojima glavni cilj nije poticanje razvoja, tržišnog prodora i konkurentnosti OIE, već ekološke politike⁵ i drugih sektorskih politika.⁶ Najučinkovitije indirektno metode odnose se na utržive dozvole onečišćenja (*emission allowances*) koje su u okviru MiFID-a II prepoznate kao zasebna kategorija financijskih instrumenata⁷ te različiti ekološki porezi.⁸

proizvodnje energije iz tradicionalnih izvora i ostale eksternalije donedavno nisu bili uzimani kao faktor na energetskeg tržištu pri određivanju cijene proizvoda što je činilo cijenu energije proizvedene iz tradicionalnih izvora znatno jeftinijom od zelene energije.

⁴ Proces liberalizacije započeo je još donošenjem Direktive 96/92/EZ o zajedničkim pravilima za unutarnje tržište električne energije. Kako će na takvom tržištu ulagatelji preferirati niske proizvodne troškove i očekivati povrat ulaganja u kratkom roku, vrlo je mala vjerojatnost značajnih ulaganja u kapitalno zahtjevne OIE tehnologije bez javne intervencije. S druge strane, na liberaliziranom tržištu potrošači imaju veću mogućnost izbora opskrbljivača, te je pitanje koliki bi dio potrošača bio spreman plaćati višu cijenu za istu energiju. Iako su se države članice usuglasile da bi proces integracije energetskeg tržišta trebao biti okončan do 2014. godine, još 2012. godine EK je uvidjela da će se proces ipak nastaviti i izvan postavljenog roka. Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions: Making the internal energy market work, COM 2012 663 final.

⁵ U tom smislu se najčešće koriste različiti standardi (ekološki standardi, standardi emisije te tehnološki standardi) koji se smatraju instrumentima slabe učinkovitosti. U standarde emisija koji su najrasprostranjeniji primjenjeni standardi ubraja se primjerice utvrđivanje najveće dopuštene emisije količine sumpora po jedinici korištenog goriva, dok tehnološki standardi uvjetuju određene tehničke karakteristike postrojenja. Više o tome vidi: De Paoli, L., Višković, A.: Ekonomija i politika preizvodnje električne energije, Kigen d.o.o., Zagreb, 2007., str. 89. - 91.

⁶ Primjerice poticanja u okviru regionalne politike, politike razvoja ruralnih područja, potpore u sektoru šumarstva i poljoprivrede. O brojnim programima posljednjem sektoru vidi: Summary of legal and technical requirements of biomass and bioenergy in 18 EU-countries, EUBIONET3, 2011., str. 30.- 32. O certifikacijskim sustavima koji garantiraju održivost biomase vidi: Evaluation report of different criteria for sustainability and certification of biomass and solid, liquid and gaseous biofuels, EUBIONET3, 2010., str. 10.- 30.

⁷ Nakon što zakonodavac ili upravna vlast odredi maksimalnu dopuštenu granicu onečišćenja, nadležna tijela distribuiraju određenu količinu prenosivih dozvola, a subjekti koji prelaze kvotu prisiljeni su kupiti dozvole na tržištu. Tako se povećava trošak proizvođača energije iz neobnovljivih izvora u odnosu na trošak OIE proizvođača te internalizira vanjski trošak štetnog utjecaja na okoliš. EU je prepoznala potencijale takvih trgovanja te pravno uredila njihovo trgovanje (Direktive 2003/87/EC, 2004/101/EC, 2008/101/EC, 2009/29/EC). O interakciji između TGC sustava i utrživih dozvola za CO₂ emisije vidi više: Morthorst P. E.: Interactions of a tradable green certificate market with a tradable permits market, Energy Policy 29 (2001) 345. – 353.

⁸ Danska je jedna od prvih država koja je uvela tzv. CO₂ porez ranih 90-tih. Švedska primjerice nameće niz tzv. energetskeg poreza, od kojih neki direktno a neki indirektno promiču OIE. Divezificirani su prema različitim kriterijima: električna energija/plin, vrsta emisije (CO₂, sumporne, dušikov oksid), namjena goriva, tip potrošača (kućanstva, industrija), lokacija. Pružaju se porezne olakšice za goriva proizvedena iz biomase. Sama proizvodnja električne energije izuzeta je od npr. energetskeg i CO₂ poreza, iako je u određenim situacijama podložna tzv. sumpornom porezu. Ipak, korištenje električne energije je oporezivo. (Summary of legal and technical

U okviru direktnih metoda poticanja OIE primarno su se razvile dobrovoljne metode, koje se u određenom smislu mogu smatrati i začetkom gotovo svih postojećih obveznih metoda. S obzirom da ove posljednje imaju jači utjecaj na ostvarenje zadanih ciljeva, postupno su preuzele primat u očima država članica.⁹ Naime, dobrovoljne metode u velikoj mjeri ovise o ekološkoj svijesti i imovinskom stanju potrošača, odnosno njihovoj mogućnosti i spremnosti na dodatno plaćanje zelene energije. Također, uspjeh takvih programa ovisi i o kredibilitetu organizacije koja ih nudi te zahtijeva veliku aktivnost u javnoj promociji.¹⁰

Direktne regulatorne metode najučinkovitije su u poticanju OIE. Države članice potiču OIE pružaju kroz subvencije,¹¹ davanjem zajmova pod povoljnijim uvjetima (tzv. *soft loans*), različitim fiskalnim instrumentima poput poreznih olakšica.¹² Prethodno navedene mogle bi se označiti kao prateće metode, dok se kao glavne pojavljuju zajamčene cijene i sustav kvota u kombinaciji s utrživim zelenim certifikatima (TGC). Obje metode u širem smislu podrazumijevaju nametanje zakonske obveze određenim subjektima u energetsom sektoru¹³ koja smjera ustanovljavanju umjetne potražnje za zelenom energijom i pokrivanju dodatnih troškova njene proizvodnje. Iako se uvelike razlikuju, određena pitanja su im zajednička. U

requirements of biomass and bioenergy in 18 EU-countries, EUBIONET3, 2011., str. 14. - 18.). U slučaju neizravnog poticanja OIE putem poreza radi se o izuzimanju zelene energije od plaćanja energetskog poreza ili sufatnog poreza (npr. Danska, Finska, Njemačka, Švedska, Nizozemska, Ujedinjeno Kraljevstvo). (Faber, T., Green, J., op. cit., str. 26., Haas, R. et al., A historical review of promotion strategies for electricity from renewable energysources in EU countries 2011, str. 1012., dostupno na: http://publik.tuwien.ac.at/files/PubDat_201813.pdf, posjećeno: 14.05.2014.). Ukoliko pravni okvir ne omogućuje porezna izuzeća, iznosi plaćeni kao porez obično se u cijelosti ili djelomično vraćaju proizvođačima zelene energije. (Ibid, str. 26.)

⁹ Ipak, to nije značilo istovremeno nestajanje metoda koje počivaju na dobrovoljnom sudjelovanju krajnjih korisnika ili operatora mreže. Razlog opstanka dobrovoljnih metoda jest taj da nemaju slab učinak u državama u kojima je svijest o upotrebi zelene energije visoko razvijena (npr. Norveška), a mogu imati i snažnu ulogu pri prekograničnom trgovanju energijom. Ibid. str. 14.- 17.

¹⁰ U dobrovoljne metode ubrajamo primjerice primjerice "zelene tarife" (najzastupljeniji oblik dobrovoljnih modela) sa ili bez označavanja, kao i dioničarske programe, donacije i sl. Investicijski fokusirane dobrovoljne metode su u određenom razdoblju bile popularne u Njemačkoj u okviru programa "*Bayernwerke*" u kojem su potrošači postajali ulagatelji u OIE postrojenja (Ibid, str. 13.). Proizvodno usmjereni dobrovoljni program je primjerice tzv. *green electricity tariff* "*Umwelttariff*" u Danskoj u okviru kojeg su potrošači koji su izabrali navedenu tarifu plaćali određeni iznos premije (iznad tržišne cijene električne energije) za opskrbu energijom iz novih zelenih postrojenja. Premija je imala funkciju pokrivanja dodatnih troškova proizvođača zelene energije. Ipak, uočeno je kako dobrovoljne metode poticanja OIE vrlo brzo gube na atraktivnosti ukoliko nisu popraćene tzv. zelenim električnim oznakama (*green electricity labels*). Još jedan zanimljiv program prvi puta je ostvaren u Zürichu, a radi se o tzv. solarnoj burzi (*solar stock exchange*). Električna energija proizvedena iz privatnih PV sustava priključivala se na javnu mrežu, a potrošači su je kupovali na "solarnoj burzi" po posebnoj tarifi koja je korespondirala troškovima proizvodnje te energije. Operator mreže djelovao je kao burza te balansirao ponudu i potražnju. (Ruoss, D., Taiana, S.: A green pricing model in Switzerland, The 'Solarstrom Stock Exchange' from the Electricity Utility of the City of Zurich, dostupno na: <http://www.solelprogrammet.se/Global/Projekteringsverktyg/PDF/Swiss%20PV-stock%20exchange.pdf?epslanguage=sv>.)

¹¹ Faber, T., Green, J., op. cit., str. 10. i 18. Primjeri su njemački program "1000 krovova" usmjeren na poticanje PV sustava (1990. - 1995. godine) i austrijski "200 kW površine krovova".

¹² Bilo da se radi o primjeni niže porezne stope za zelena postrojenja ili izuzeću od oporezivanja dividende u kontekstu novih zelenih postrojenja.

¹³ Ovisno o modelu za koji se odluču države, može se raditi o nametanju obveze proizvođačima energije iz tradicionalnih izvora i/ili opskrbljivačima energije i/ili mrežnim operatorima i/ili krajnjim potrošačima.

prvom redu, ovisno o metodi, potrebno je odrediti ili cijenu (kod tzv. *price-driven* metoda tj. zajamčenih cijena) ili količinu (kod tzv. *amount-driven* metoda tj. TGC-a)¹⁴ energije koja se namjerava proizvesti, odnosno nivo potpore koji se pruža. Ideja efikasne metode poticanja jest pružanje dovoljne potpore koja potiče ulaganja, ali bez istovremene prekomjerne kompenzacije. Pritom je važno odrediti metodu izračuna troškova proizvodnje energije, ali i politički/upravni postupak u kojem se stvarna cijena/kvantiteta proizvodnje definiraju. Dok je u pogledu izračuna troškova LCOE (*levelised cost of electricity*)¹⁵ pristup uobičajeno korišten u europskim državama, razlike postoje u postupku kojim se konačno postavlja tarifa/iznos.¹⁶ Dodatno, koriste se različiti parametri kojima se diferenciraju nivoi potpore. Tako govorimo o tehnološki ovisnim i tehnološki neovisnim modelima potpore,¹⁷ lokacijski specifičnim (npr. vjetroturbine smještene na moru), ovisnima o gorivu (tehnologije koje se temelje na biomasi), razlikovanju u razmjeru postrojenja.

Jednom kada je nivo potpore ustanovljen, moguće je ustanoviti učinkovitu kontrolu troškova sheme poticanja i mehanizam njihove adaptacije. Prvo se postiže ili javnim natječajem kojim se omogućuje pristup FIT/FIP sustavu ili definiranjem maksimuma u visini potpore.¹⁸ Tarife je moguće prilagoditi realnim troškovima, efektima učenja OIE tehnologije, promjenama

¹⁴ Zajamčene cijene ubrajaju se u tzv. *price-driven* metode jer utvrđuju cijenu zelene energije i puštaju tržištu da odredi koliko će zelene energije proizvesti, dok tzv. *amount based* rješenja polaze od toga da ustanove određenu količinu zelene energije koju je potrebno proizvesti ili potrošiti, a ostavlja tržištu da odredi cijenu (TGC). Nadalje, neke metode predviđaju cjelokupnu naknadu (FIT) zbog čega operator postrojenja nije izložen tržišnom riziku, dok druge pružaju samo djelomičnu naknadu (FIP i TGC). U posljednjem slučaju tržišna cijena energije jest drugi dio prihoda. (Held A. Et al.: Design features of support schemes for renewable electricity, str. 32., dostupno na: http://ec.europa.eu/energy/renewables/studies/doc/2014_design_features_of_support_schemes.pdf)

¹⁵ LCOE predstavlja sadašnju vrijednost ukupnih troškova izgradnje i poslovanja postrojenja tijekom njegova financijskog života (neto sadašnja vrijednost, model novčanog tijeka), konvertiran u jednaka godišnja plaćanja. Stoga se nivo potpore izračunat preko LCOE može interpretirati kao minimalni prihod koji postrojenje treba imati tijekom ekonomskog životnog ciklusa projekta. (Ibid., str. 4. i 5.) On se koristi ili za administrativno određivanje nivoa potpore (FIT, FIP), kako bi se odredila maksimalna cijena u slučaju javnog natječaja ili za određivanje multiplikatora za tehnološki specifične kvote.

¹⁶ U Njemačkoj su tarife postavljene s obzirom na izračun LCOE, a redovito ih u suradnji ispituje nekoliko ministarstava. Svake četiri godine podnose se evaluacijska izvješća i odnos prema troškovima proizvodnje koji je osnova za izmjenu iznosa zajamčene cijene. Kako svaka izmjena mora proći parlament, postupak je političko – administrativni, zbog čega postoje prigovori da se previše mjesta otvara lobiranju. Potpuno drugačiji pristup primjenjen je u Nizozemskoj. LCOE izračuni ne koriste se za administrativno određivanje cijena tarifa, već kako bi se postavili tehnološko specifični maksimumi cijena u tarifama koje se dodjeljuju putem javnog natječaja. Početkom svake godine, ministarstvo ekonomije pregledava i prilagođava cijene i to direktno bez ikakvog zakonodavnog postupka. Ibid, str. 6. i 7.

¹⁷ Tehnološka neutralnost karakteristika je uglavnom *amount based* sustava, iako oni mogu postojati i kao tehnološki specifični. Tada govorimo o *technology bandingu* (različit broj certifikata određenoj tehnologiji) te *carve-outu*. Kod zajamčenih cijena u praksi gotovo nema tehnološki neutralnih potpora. Ibid., str. 20.

¹⁸ Maksimum se može odrediti u odnosu na volumen (izražen kako kapacitet ili proizvodnja) ili direktno kroz troškove sheme, a efekt kontrole obično je manji ako se radi o tehnološko neutralnim ograničenjima. Kod *volume-based* metoda ograničenje je automatski uključeno - u pravilu ograničeno volumenom, no nesigurnost postoji u pogledu cijene certifikata, a potencijalan rizik visokih cijena certifikata može se mitigirati novčanim sankcijama za osobe koje ne ispune svoju obavezu.

u cijeni goriva ili sirovina što je ključno za tehnologije s dinamičnim razvojem troškova. No, promjene istovremeno moraju biti predvidljive kako ne bi uzrokovale dodatan rizik za ulagatelje.¹⁹ Mehanizam adaptacije može značiti uključivanje u cijenu određenih indikatora (npr. promjena cijene goriva), a kontroliranje visine potpore može se postići uvođenjem unaprijed definiranih fiksnih degressijskih stopa (koje se mogu pokazati neadekvatnima kod neočekivanih troškova razvoja tehnologije), periodičnim uvidom kojim se omogućuje reakcija na neočekivani razvoj, smanjenjem tarifa s istovremenim povećanjem broja novih postrojenja tijekom određenog perioda i sl. U pogledu snošenja i podjele financijskog tereta OIE potpora, mnoge države (uključujući Njemačku) primjenjuju različita izuzeća za energetske intenzivne industrije,²⁰ kao i za konzumaciju na mjestu proizvodnje (*onsite electricity consumption*) za male tehnologije (solarni PV).²¹

2.2. METODA ZAJAMČENIH CIJENA (*FEED-IN* TARIFE)²²

Metoda zajamčenih cijena jedna je od najpopularnijih, a prema nekima i najučinkovitijih metoda. Do 2007. godine implementirale su je 63 države svijeta,²³ no egzistira u brojnim varijantama. Ono što im je zajedničko jest činjenica da se proizvođačima zelene električne energije plaća zajamčena cijena, čime se nastoje pokriti dodatni troškovi proizvodnje. Većinom zajamčene cijene nude opskrbljivači električne energije koji su na to obvezani zakonom. Cijene se nude na nediskriminatoran način za svaki kWh proizvedene zelene električne energije i formiraju prema različitim varijablama za svaku skupinu u korelaciji s specifičnim troškovima proizvodnje.²⁴ Visina povlaštene otkupne cijene utemeljena je na troškovima proizvodnje za

¹⁹ Sa stajališta ulagatelja traži se da iznosi budu predvidljivi i stabilni, a sa stajališta kreatora sheme potrebno je postići fleksibilnost koja omogućuje što bolje reakcije na promjene okolnosti.

²⁰ Industrije u kojima troškovi električne energije predstavljaju značajan udio ukupnih troškova su ili izuzete od plaćanja nameta ili ga plaćaju u smanjenom iznosu. Iako to povećava njihovu konkurentnost, istovremeno povećava teret ostalih potrošača, stoga se smatra kako samo one kompanije kojima je takvo izuzeće potrebno radi postizanja međunarodne konkurentnosti mogu imati takav privilegirani tretman (Ibid., str. 14.). Takav pristup privilegiranja određenih subjekata mogao bi biti problematičan sa stajališta europskih pravila o državnim potporama.

²¹ Potiče se proizvodnja energije što bliža mjestu potrošnje, idealno bez korištenja mreže. Kako se ta konzumacija mjeri dvosmjernim brojiлом, taj tip regulacije naziva se *net metering*. U nekim slučajevima višak električne energije koji nije konzumiran na mjestu je plaćen ili neutraliziran potrošnjom u sljedećem obračunskom razdoblju. Cilj tih mjera je smanjiti opterećenje na mrežu.

²² Sinonimi koji se koriste su i Standard Offer Contracts, Feed laws, Minimum Price Payments, Advanced Renewable Tariffs. Prijevodi s njemačkog jezika ponekad koriste "*rate-based initiatives*" kada govore o FIT modelu.

²³ Couture, T., Gagnon, Y.: An analysis of feed-in tariff remuneration models: Implications for renewable energy investment, Energy Policy 38 (2010), str. 955.

²⁴ Loc.cit.

posebnu OIE tehnologiju²⁵ zbog čega se smatra da FIT potiče sudjelovanje šireg spektra ulagatelja (kućanstva, farmeri, lokalne jedinice, SME) kao i ulaganja u različite OIE tehnologije.

Države su na različite načine strukturirale zajamčene cijene. Ovisno o tome uzimaju li pri tome u obzir tržišne cijene električne energije, razlikuju se tržišno neovisni i tržišno ovisni modeli. Ovi prvi pri formiranju zajamčene cijene ne uzimaju u obzir cijenu električne energije proizvedene iz neobnovljivih izvora, zbog čega im se spočitava remećenje konkurentnosti cijena električne energije. U praksi država članica primjećena je primjena četiri različita modela tržišno neovisnih modela.²⁶ Zajedničko im je da nude fiksni iznos (fiksni FIT model) koji zbog predvidivosti prihoda pruža veću sigurnost proizvođačima i njihovim ulagateljima.²⁷ Stoga ulaganja u OIE postaje privlačno za različite profile ulagatelja, a pogoduje i tehnologijama u usponu koje se još nisu dokazale u očima ulagatelja.

S druge strane, tržišno ovisni modeli uzimaju u obzir cijenu električne energije na tržištu jer proizvođačima isplaćuju dodatnu premiju koja je nadodana iznad tržišne maloprodajne cijene električne energije (FIP model). Takvim modelima se zamjera da obeshrabruju ulaganja jer proizvođač nema zajamčen prihod, zbog čega je i očekivani povrat investicije nesigurniji. Ipak, zbog referiranja na tržišnu cijenu električne energije, potiču proizvodnju električne energije kada je to tržištu potrebno. Kod FIP modela kompatibilnost s tržišnim principima je veća jer operatori OIE postrojenja prodaju električnu energiju direktno na tržištu i primaju

²⁵ Tako su npr. tehnologiji vjetra dodijeljene manje povlaštene otkupne cijene po kWh, dok su tehnologijama PV-a i bioplina dodijeljene veće, i to upravo zbog većih troškova proizvodnje.

²⁶ Model fiksne cijene (*fixed price model, flat rate price*) podrazumijeva da kroz cijelo ugovoreno razdoblje cijena ostaje ista, bez obzira na kretanja tržišne cijene električne energije ili ikakvih drugih varijabli kao što su inflacija, cijena fosilnih goriva i sl. Nepromjenjivost cijene smjera ohrabrivati ulaganja jer omogućuje predvidljivost prihoda, a kako bi se adekvatno pokrili točkovi projekta, obično se nude više cijene za energiju proizvedenu iz npr. PV sustava nego za onu proizvedenu iz tzv. *onshore* vjetroelektrana. S druge strane, činjenica da takva cijena ignorira inflaciju i varijacije u CPI (*consumer price index*), dovodi do postupnog pada stvarne vrijednosti prihoda proizvođa energije iz OIE. Kako bi se prevazišao navedeni nedostatak, nastao je model fiksne cijene s cjelovitom ili djelomičnom modifikacijom uslijed inflacije (*fixed price model with full or partial inflation adjustment*). Različite varijante tog modela primjenjivale su primjerice Irska od 2006. godine, Španjolska od 2007. godine te Francuska od 2006. godine. U svakom slučaju, primjećeno je kako veći nivo prilagođavanja inflaciji povećava vjerojatnost osiguravanja veće naknade prema kraju kraja projekta, kada su kapitalni troškovi obično podmireni, a veći dio prihoda predstavlja profit. Suprotno tome, treća inačica tržišno neovisnog FIT modela nudi veća plaćanja u ranijim godinama preferirajući početni životni ciklus projekta (tzv. *front-end loaded model*). Države koje imaju iskustva s tim modelom su Njemačka, Francuska, Cipar i Švicarska u kojima je implementirana na različite načine. Razlog tome su nastojanja da se izbjegne prevelika kompenzacija za projekte smještene u vjetrovitijim područjima i tako smanje troškovi modela tijekom vremena. U svakom slučaju, favoriziranje početne faze projekta omogućuje nositelju projekta da brže otplati zajmove ili isplati investitore, osiguravajući određeni stupanj sigurnosti investiranja te u tom smislu djeluje poticajno na ulaganja. Prema četvrtoj inačici fiksnog FIT modela fiksna cijena koja se plaća proizvođaču je razlika između spot tržišne cijene električne energije i postavljene FIT cijene (tzv. *spot market gap model*). Radi se zapravo o tržišno ovisnom modelu (s obzirom da uzima u obzir trenutnu tržišnu cijenu električne energije) tako da uživa sve pogodnosti koje iz njega proizlaze, no istovremeno pruža predvidljivost prihoda jer je cijena uvijek fiksna. Ipak, smatra se da takva inačica nije podobna za kućanstva, farmere i sl., odnosno da pogoduje samo velikim projektima. Navedeni modeli opisani su u: Couture, T., Gagnon, Y., op.cit., str. 956.-960.

²⁷ Ibid, str. 956.

dodatnu premiju povrh cijene električne energije. Premije mogu biti fiksne, što vodi većoj predvidljivosti troškova sheme, ali i tzv. *floating* premije koje su dinamične i ovisne o razini cijena električne energije, pa operator postrojenja nije u cijelosti izložen riziku promjene cijena električne energije.²⁸ U praksi država članica primjenjuju se tri različita FIP modela.²⁹

Prvi uspješni FIT model uveden je u Njemačkoj 1990-tih godina³⁰ kao odgovor na pitanja zaštite okoliša, a prikazan je kao model kompenzacije uveden zbog nedostatka internalizacije eksternih troškova kod proizvođača koji proizvode energiju iz fosilnih goriva. Isplaćivana fiksna cijena trebala je utjecati na konkurentnost i posljedično smanjiti cijene električne energije. Kako usprkos padu troškova, zajamčene cijene nisu bile smanjivane, proizvodnja se povećavala, što je 1996. godine dovelo i do toga da su se određeni predstavnici industrije žalili EK na kršenje pravila o državnim potporama, posebice u području vjetroelektrana gdje je ekspanzija bila snažna. 2000. godine dotadašnji zakon (StrEG) zamijenjen je novim (EEG, *Erneuerbare Energien Gesetz*) koji diferencira tarifu za vjetropostrojenja prema kvaliteti lokacije (brzini vjetra) te predviđa smanjenje iznosa tijekom vremena.³¹ U siječnju 2011. Bundestag je donio izmjene EEG-a te paralelno s postojećim fiksnim FIT sustavom, uvodi i premijski FIT sustav (tj. *sliding feed-in* premije za 20 godina).³²

²⁸ Held A. Et al., op. cit., str. 38.

²⁹ Premijski model (*premium price model*) nudi konstantnu premiju povrh prosječne maloprodajne cijene električne energije te se često primjenjuje na dereguliranim tržištima na kojima maloprodajna cijena električne energije kontinuirano fluktira (s obzirom na cijene fosilnih goriva te ponudu i potražnju), zbog čega posljedično fluktira i premija. Stoga postoji rizik da plaćanje ne bude adekvatno troškovima proizvodnje energije iz OI, odnosno da ponekad bude preveliko, a ponekad premalo, dok je istovremeno redovito u praksi skuplje (sa stajališta osobe koja plaća) u usporedbi s modelima fiksne cijene. Kako se u takvom sustavu električna energija ne prodaje uz prethodno sklapanje dugoročnih ugovora u kojima se garantira kupnja električne energije kroz određeno vrijeme, već se prodaje na spot tržištu, postoji stalni pritisak na zahtjeve povrata investicije, što u konačnici može obeshrabriti ulagatelje za sudjelovanje u budućim ulaganjima. Ipak, dopuštajući da premija raste istovremeno s cijenom električne energije na tržištu, potiče se na proizvodnju kada je to najpotrebnije, odnosno u slučajevima povećane potražnje. Drugi tržišno usmjereni model (Španjolska) dopušta da premija varira kao funkcija tržišne cijene električne energije, ali postavlja minimume i maksimume (*variable premium FIT policy design*), čime se nastoji korigirati nedostatke prethodno navedenog modela, zadržavajući prednosti poticanja proizvodnje električne energije u vrijeme visoke potražnje. U Njemačkoj, Danskoj i Španjolskoj jedno je vrijeme bio u upotrebi model prema kojemu se isplaćivao fiksni postotak na maloprodajnu cijenu električne energije (*percentage of the retail price model*). Navedeni opisani su u: Couture, T., Gagnon, Y, op.cit., str. 956.-960.

³⁰ Energija iz OI bila je u fokusu još od 1970-tih godina kada se federalne vlasti značajno finansirale istaživanja dobivanja energije iz vjetra i fotovoltaze te se kasnije usmjerila na velike prototipe vjetroturbin, a dodatno je poticana nakon černobilske katastrofe i naftnih kriza. Više o njemačkom energetskom tržištu u kontekstu OIE vidi: Rathke, Julia: Analysis of the economic efficiency of the subvention of renewable energies: German energy market as a case study, dostupno na: <http://www.diva-portal.org/smash/get/diva2:216815/FULLTEXT01.pdf>.

³¹ Lauber, Volkmar: REFIT and RPS: options for a harmonised Community framework, Energy Policy, Volume 32, Issue 12, August 2004, Pg 1405–1414.

³² Ukoliko se operator postrojenja odluči na tu opciju, prima varijabilnu premiju koja se računa kao razlika između fiksne FIT cijene i prosječne mjesečne tržišne cijene električne energije. Uz navedenu varijabilnu premiju, operator postrojenja dobiva i premiju za upravljanje prodajom električne energije. Proizvođači OIE imaju mogućnost mijenjati tarifu svaki mjesec. Izmjene zakona također revidiraju fiksne tarifne strukture za biomasu, geotermalnu energiju i *offshore* vjetroelektrane. Plaćanja nisu ograničena određenom maksimalnom cijenom s obzirom da se ne financiraju iz državnog proračuna, već se trošak prebacuje na krajnje potrošače, a tarife su dodatno diferencirane

Kraljevskim dekretom 661/2007259 Španjolska je usvojila dvije alternativne FIT metode: fiksnu (minimalna tarifa za sve OIE i poseban model za hidroelektroenergetske operatore i projekte vezane uz biomasu) i premijsku (s ustanovljenim minimumom i maksimumom iznosa naknade za sve OIE osim solarne PV i geotermalne energije).³³ Zajamčene cijene imaju veliki uspjeh u postizanju postavljenih ciljeva – primjer za to su Danska, Njemačka i Španjolska koje su u periodu od 1991. do 2001. godine ostvarile 59% više instaliranih vjetroelektrana.³⁴ Španjolska je ipak imala manje uspjeha u solarnim PV sustavima, usprkos tome što je koristila sustav zajamčenih cijena. Iako je imala bolje resurse, odnosno više sunčanih dana, Njemačka je bila uspješnija.

2.3. MODEL ZELENIH CERTIFIKATA (TGC KVOTE)

Relativno nova, tržišno i kvantitativno usmjerena metoda poticanja OIE čija se implementacija također uvelike razlikuje u državama članicama jest metoda zelenih certifikata (*tradable green certificate*, TGC) u kombinaciji s obveznim³⁵ kvotama. Potražnja za zelenim certifikatima stvara se umjetno, nametanjem obveze/kvota dostave zelenih certifikata određenim osobama (proizvođačima, distributerima ili potrošačima). Obveznici kvote mogu ispuniti obvezu na tri načina: tako da sami proizvedu zelenu energiju (pri čemu im se izdaje zeleni certifikat), kupnjom električne energije od proizvođača zelene energije ili kupnjom utvrđenog broja zelenih certifikata na tržištu. Naime, zeleni certifikati su utrživi te se prodaju na tržištu odvojenom od tržišta električne energije.³⁶ Kako se električna energija proizvedena iz neobnovljivih izvora i ona proizvedena iz OI načelno ne može (bez potvrde o izvoru) razlikovati u pogledu izvora, obje se prodaju na tržištu po jednakoj cijeni. Dodatni trošak kojeg imaju proizvođači zelene energije pokriva se prodajom certifikata na odvojenom tržištu. Na taj način proizvođač zelene energije zarađuje paralelno na dva tržišta: od prodaje (zelene) električne energije te od prodaje zelenih certifikata. Ukoliko osobe koje su u obvezi ispuniti

ovisno o veličini postrojenja.

³³ Izbor između navedene dvije mogućnosti vrijedi jednu godinu, nakon čega je dopušteno mijenjanje tarife. Haas., R. op. cit., str. 1019., Held A. Et al., op. cit., str. 41., 42.

³⁴ Sawin, Janet L., National Policy Instruments - Policy Lessons for the Advancement & Diffusion of Renewable Energy Technologies Around the World, 2004., str. 8.

³⁵ Nizozemska je primjer države koja se koristi istim sustavom, ali kvote nisu obvezne naravi. S obzirom da kvota nije pravno nametnuta, potražnja se temelji na dobrovoljnoj potražnji zelene energije, što cijeli sustav pretvara u dobrovoljni. Takav sustav stoga ne nameće plaćanje novčanih kazni u slučaju neispunjenja kvote. Kako bi se stimulirala potražnja, uvedeni su dodatni financijski i fiskalni instrumenti (energetski porez, akcelerirana deprecijacija ulaganja vezana uz okoliš, izuzeće "zelenih fondova" od plaćanja poreza, subvencije za privatne investitore u vjetroturbine). Loc. cit.

³⁶ Za razliku od zajamčenih cijena, metoda kvota u kombinaciji s utrživim zelenim certifikatima ne podrazumijeva izravnu obvezu kupnje zelene energije. Cilj je zakonodavca samo da se određena količina zelene energije uistinu proizvede i da zelenim proizvođačima u određenoj mjeri budu kompenzirani dodatni troškovi proizvodnje.

kvotu ne predaju u zadanom roku točno određen broj zelenih certifikata, biti će novčano sankcionirane. Sa stajališta kreatora modela visinu novčane sankcije nije lako utvrditi, no pogreška u njezinu određivanju može imati za posljedicu nefunkcioniranje sustava. Njena svrha je poticanje na pribavljanje certifikata, no istovremeno se smatra može igrati važnu ulogu u određivanju tržišne cijene zelenih certifikata, pogotovo u prekograničnoj prodaji zelenih certifikata.³⁷

Sustav TGC kvota ne jamči samo količinu proizvodnje zelene energije, već ima i prednost korištenja tržišnih mehanizama za postizanje postavljenog cilja. Proizvodnja se instalira na mjestima gdje je jeftinija odnosno učinkovitija. Za TGC sustav smatra se da je kompatibilan s načelima tržišnog natjecanja i liberaliziranog tržišta jer se cijena u potpunosti prepušta tržišnim uvjetima. Ukoliko su ustanovljene kao tehnološki neutralne, potiče se razvoj i tržišni prodor samo ekonomski najisplativijih tehnologija potičići statičnu učinkovitost i kočeći razvoj novih tehnologija koje se još nisu probile na tržište.³⁸

Politički i društveni kontekst u kojem su se razvili zeleni certifikati razlikuje se od uvjeta u kojima je u Njemačkoj usvojen FIT model. Zeleni certifikati prvi put su uvedeni u Kaliforniji kao instrument poticanja vjetroenergetske industrije³⁹ i inspirirani instrumentom koji se koristio u ekonomiji okoliša (*emission allowances*).⁴⁰ Iz SAD-a sustav zelenih certifikata proširio se u Europu, gdje su ga podržali Britanska Asocijacija Vjetroenergije te djelomice i EK (DG *competition*). Naglasak na profitabilnosti i značajnoj neovisnosti od vladine politike

³⁷ Određivanje iznosa novčane kazne ima zapravo značaj maksimalnog iznosa cijene certifikata (kad bi cijena certifikata bila viša od iznosa novčane sankcije, tržište certifikatima ne bi imalo potrebe postojati). Neke države određuju ga kao fiksni iznos, dok neke kao multiplikator trenutne cijene certifikata. U posljednjem slučaju, novčane kazne manje su prikladne da djeluju kao mehanizam kontrole troškova jer ne nude unaprijed određenu fiksnu maksimalnu cijenu. Nielsen, L., Jeppesen, T., op. cit., str. 7.-11.

³⁸ Kako bi se smanjio premijski rizik, u nekim državama uvode se minimalne i/ili maksimalne cijene zelenih certifikata te diferencijacija različitih tehnologija. Iako je logika metode zelenih certifikata veoma jasna, u praksi među državama članicama dolazi do niza različitosti u njezinoj primjeni u tolikoj mjeri da se čak postavlja pitanje je li moguće bez većih poteškoća prekogranično trgovati zelenim certifikatima. Naime, model se može razlikovati s obzirom na to tko ima obvezu ispuniti kvotu: proizvođači, opskrbljivači ili krajnji potrošači. Ipak, ta razlika nužno ne sprječava prekogranično trgovanje TGC-a ukoliko imaju iste karakteristike. Neke države zelene certifikate izdaju samo proizvođačima zelene električne energije, dok druge države uključuju i proizvođače plina, energije grijanja i hlađenja proizvedene iz OIE. Obuhvat se također može razlikovati prema tome hoće li se certifikati izdavati samo novim OIE postrojenjima (u vidu poticanja što većeg broja) ili će uključiti već postojeća OIE postrojenja. Ukoliko se smatra da su određeni OI već dovoljno konkurentni, države su sklone izuzeti ih iz sustava TGC. Različiti pristupi ne postoje samo u pogledu izdavanja certifikata, već i trgovanja te (ne)postojanju tijela odgovornog za stabilizaciju tržišta. Kako bi se smanjili transakcijski troškovi, zelenim certifikatima bi se trebalo trgovati posredstvom brokera na burzi pri čemu bi svaku transakciju zabilježilo tijelo zaduženo za nadzor kako bi verificiralo transakciju. Loc.cit.

³⁹ Uvedeni su u *Public Utilities Regulatory Policies Act* iz 1987. godine, privremeno napušteni te opet vraćeni 1990-tih. Argumentacija uvođenja takvog sustava nije počivala na zaštiti okoliša, već je ciljalo isključivo na smanjenje cijene električne energije, nastojeći pri tome spasiti postojeća vjetropostrojenja koja su gotovo propala nakon što su PURPA ugovori istekli. Lauber, Volkmar, op. cit. str. 1407.

⁴⁰ Onečišćivači su morali udovoljiti cilju smanjenja onečišćenja tako da ili sami smanje onečišćenje ili pribave certifikate od drugih osoba (*emission allowances*). Nametanje takve obveze proizlazi iz načela *polluter pays*.

(minimalan politički rizik) učinilo je sustav privlačnijim u odnosu na kombinaciju FIT s poreznim olakšicama i zajmovima pod povoljnijim uvjetima koji su bili izloženiji političkim rizicima.⁴¹ Predvodnik TGC sustava u Europi bilo je Ujedinjeno Kraljevstvo koje je 1990. godine u okviru privatizacije elektroenergetskog sektora ustanovilo NFFO obvezu (*No Fossil Fuel Obligation*) kojom je distributerima propisan otkup određenog postotka zelene energije. Ipak, današnji stav zakonodavca u Ujedinjenom Kraljevstvu je drugačiji, pa bi uskoro TGC sustav trebao biti zamijenjen FIP modelom koji slijedi strukturu ugovora o razlici (tzv. *contract for difference* – CfDs).⁴² Ipak, zeleni certifikati još uvijek su glavna metoda poticanja OIE u Italiji,⁴³ Belgiji i Švedskoj. U Italiji zelene certifikate izdaje GSE (*Gestore dei Servizi Energetici*) kvalificiranom OIE postrojenju. Proizvođači električne energije proizvedene iz neobnovljivih izvora i uvoznici električne energije za ulazak u nacionalni sustav električne energije godišnje moraju ispuniti kvotu minimalnog udjela električne energije proizvedene iz OIE. Za uvezenu električnu energiju irelevantno je da li je proizvedena iz obnovljivih ili konvencionalnih izvora, zbog čega nije moguće izuzeti uvezenu električnu energiju predstavljajući jamstvo o podrijetlu.⁴⁴ Svake godine obveznici moraju staviti na raspolaganje informacije potrebne za kvantifikaciju uvezene električne energije ili one proizvedene iz konvencionalnih izvora, kao i predložiti korespondentni broj zelenih certifikata koji se mogu kupiti na tržištu (kojim upravlja GME - *Gestore dei Mercati Energetici*), ugovorima izvan tržišta ili od GSE.⁴⁵ Pri emisiji zelenog certifikata, GSE aktivira u korist proizvođača ‘vlasnički račun’ namjenjen "pologu" certifikata. GSE prati emisije zelenih certifikata i povezanih

41 Također, kako javni sektor nije bio u mogućnosti odgovoriti na velike financijske apetite takvih projekata, subjekti na finacijskom tržištu (banke, mirovinski fondovi, institucionalni ulagatelji i dr.) pokazali su veliko zanimanje ulaganje u sektor OIE. Ibid., str. 1408.

42 Kvota sustav ostati će otvoren novim postrojenjima do travnja 2017. godine, dopuštajući novim OIE postrojenjima koji se uključuju na mrežu u periodu između 2014. i 2017. godine da izaberu između CfDs and TGC. Nakon tog datuma planira se ukidanje obveze ispunjavanja kvote podnošenjem zelenih certifikata, što znači da će nivo i dužina potpore za postojeće sudionike u obvezi ostati zadržan. Općenito se smatra kako mijenjanje modela poticanja snažno utječe na predvidljivost na kojoj inzistiraju ulagatelji. Stoga takve velike promjene trebaju biti pravovremeno najavljene kako bi ulagatelji, ali i šira javnost imali dovoljno vremena i informacija kako bi se prilagodili promjenama.

43 Italija je jedna od država koja koristi kombinaciju FIT modela i TGC. Naime, Zakon o proračunu uveo je 15-ogodišnji FIT sustav za OIE električne energije ispod 1 MW kao alternativu TGC-u i koeficijentu koji zabranjuje TGC za određene OIE. Poseban FIT premijski sustav postoji za električnu energiju proizvedenu iz PV i solarnih termalnih postrojenja (tzv. ‘*Conto Energia*’). Samo sustavi prosječne godišnje nominalne snage ne veće od 1 MW (0,2 MW vjetroturbina) s izuzetkom solarne energije, imaju mogućnost odabira između zelenih certifikata i tzv. *all-inclusive* tarifa.

44 <http://www.gse.it>. (posjećeno 10.06.2014.) Navedena činjenica otvara pitanje je li tako postavljen sustav protivan slobodi kretanja robe, odnosno zabrani diskriminacije stranih europskih subjekata/proizvođača.

45 Predočenje određenog broja zelenih certifikata pokazuje je li ispunjenjena obveza/kvota, a jedan certifikat potvrđuje 1 MWh električne energije iz obnovljivih izvora. Zeleni certifikati vrijede tri godine, oni izdani za proizvodnju električne energije u određenoj godini (bazna godina CV) može se koristiti za ispunjenje obveze čak i u iduće dvije godine.

transakcija kroz namjenski računalni sustav. 'Vlasnički račun' otvara se također u korist obveznika kvote, kao i osoba koje se žele uključiti u trgovanje zelenim certifikatima.⁴⁶ Cijena certifikata potpuno je prepuštena tržištu, no u slučaju da na tržištu ima previše certifikata, GSE ima obvezu (ot)kupiti ih po objavljenoj cijeni (78% cijene certifikata prodanog od strane GSE). U slučaju nedostatka certifikata na tržištu, GSE također ima ovlasti djelovati kao regulator tržišta.⁴⁷

2.4. ZELENA JAVNA NABAVA I JAVNI NATJEČAJ

Pojam zelene javne nabave i pojam javnog natječaja u poslovnoj se praksi redovito koriste kao sinonimi stoga je potrebno ispitati koju ulogu oni mogu imati u poticanju OIE i razgraničiti navedene pojmove. Prema pripćenju EK, zelena javna nabava je postupak u kojem javni naručitelji nabavljaju robe, usluge i radove koji imaju smanjeni utjecaj na okoliš u usporedbi s drugim objektima nabave koji imaju jednaku primarnu funkciju.⁴⁸ Radi osiguranja racionalnog trošenja novca poreznih obveznika, jedan od kriterija koji se primjenjuje pri odabiru ponude u postupku javne nabave jest kriterij najniže cijene. Ako se koristi kao isključivi kriterij, on ne dopušta naručitelju da uzme u obzir kvalitativne elemente. S druge strane, javni naručitelji prepoznati su kao potrošači koji u gospodarstvu, pa tako i na energetsom tržištu imaju veoma značajnu ulogu. Stoga je EK pokrenula inovativan dobrovoljan program poticanja zelene javne nabave (*Green Public Procurement, GPP*)⁴⁹ i postavila indikativan cilj prema kojem se očekivalo da do 2010. godine 50% svih postupaka javne nabave bude u skladu s GPP kriterijima. Među deset navedenih prioritetnih sektora navode se transportni, ali i energetske sektor. Provođenje GPP-a zapravo znači primjenu kriterija ekonomski najprihvatljivije ponude (tzv. MEAT kriterij) koji dozvoljava postavljanje kvalitativnih kriterija, a primjenjuje se najčešće kada kvaliteta za javnog naručitelja ima dodatnu važnost. Navedena inicijativa uskoro je poprimila i snažniji oblik. Vijeće i Europski parlament usvojili su 2004. godine dvije direktive

46 Moguće je preko interneta, putem ograničenog pristupa, nakon dodjele identifikacijskog koda, imati uvid u stanje vlastitog računa, bilo zbog stjecanja i/ili otuđenja zelenih certifikata, bilo zbog provjere poduzetih transakcija. <http://www.gse.it> (posjećeno 10.06.2014.)

47 Renewable Energy Policy Country Profiles, str. 153., dostupno na: http://www.resaping-res-policy.eu/downloads/RE-Shaping_CP_final_18JAN2012.pdf (posjećeno 10.06.2014.)

48 Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions Public procurement for a better environment (SEC 2008/2124) (SEC 2008/2125) (SEC 2008/2126) COM/2008/0400 final. Neke države idu i korak dalje te uz ekološke kriterije primjenjuju i socijalne, potičući tako tzv. održivu javnu nabavu (*Sustainable Public Procurement*).

49 Buying green! A handbook on green public procurement, 2nd edition, dostupno na: <http://ec.europa.eu/environment/gpp/pdf/handbook.pdf> (posjećeno: 24. 05. 2014.).

koje mijenjaju dotadašnji pravni okvir javne nabave.⁵⁰ Novosti koje uvode navedene direktive uvažile su sudsku praksu ECJ-a koja je potvrdila mogućnost uključivanja određenih ekoloških uvjeta u postupke javne nabave. Radi se o slučajevima *Helsinki Bus*⁵¹ i *Wienstrom*.⁵² Posljednja revizija u području javne nabave učinjena je 2014. godine kada su navedene direktive stavljene izvan snage i zamjenjene novima.⁵³ Poštujući smjer u kojem idu presude ECJ-a, kao i ciljeve Strategije 2020, nove direktive idu i korak dalje potičući što šire uključivanje društvenih ciljeva u postupak javne nabave.⁵⁴ Ipak, istovremeno ne daju potpuni odgovor na način kvantificiranja kvalitativnih elemenata. Stoga bi se u tom kontekstu javni naručitelji trebali rukovoditi primjerima najboljih praksi država članica.

50 Direktiva 2004/18/EC o koordinaciji postupaka za dodjelu ugovora o javnim radovima, ugovora o javnoj nabavi robe i ugovora o javnim radovima (OJ L 134, 30.4.2004, p.114.) te Direktiva 2004/17/EC kojom se uređuju postupci javne nabave subjekata koji djeluju u sektorima vodoopskrbe, energetike, prometa i poštanskih usluga (OJ L 134, 30.4.2004, p.1.).

51 *Concordia Bus Finland Oy Ab, formerly Stagecoach Finland Oy Ab v Helsingin kaupunki and HKL-Bussiliikenne*, Case C-513/99, 17 September 2002. Taj slučaj ticao se spora u okviru postupka javne nabave koji se provodio za obnovu autobusnog parka Helsinkija. ECJ se morao očitovati o tome mogu li se i u kojoj mjeri pitanja vezana uz okoliš (maksimalni nivo emisije dušikova oksida te buke koja vozila mogu proizvesti) uzeti u obzir pri izboru ekonomski najpovoljnije ponude. Direktive koje su tada regulirale postupak javne nabave nisu izričito navodile mogućnost postavljanja takvog kriterija, a jedan od argumenata smjerao je tome da postavljeni kriteriji moraju biti isključivo ekonomske prirode. Sud je odbacio navedenu tezu naglašivši da neekonomski faktori također mogu utjecati na vrijednost ponude te potvrdio mogućnost uključivanja ekoloških kriterija, ali samo ako je pri tome zadovoljeno nekoliko uvjeta. Prema presudi, kriteriji vezani uz okoliš moraju biti povezani s predmetom ugovora, biti izričito navedeni u pozivu ili dokumentaciji za nadmetanje te ne smiju davati neograničenu slobodu naručitelju (tj. trebaju biti određeni i objektivno kvantificirani). Konačno, potrebno je da budu u skladu s općim načelima UFEU. Rezultat presude su čl. 55(1)a i 53(1)a inkorporirani u novim direktivama.

52 *EVN AG and Wienstrom GmbH v Republic of Austria*, Case C-448/01, 4 December 2003. U slučaju *Wienstrom* sporna natječajna dokumentacija određivala je selektivni uvjet prema kojem ponuditelji moraju opskrbljivati električnom energijom iz OI. Ponuditelji su morali dokazati da će raspolagati minimalnim godišnjim iznosom električne energije iz OI određenim prema godišnjoj potrošnji Austrijskog Federalnog Ureda. Uključen je i dodatni (*award*) kriterij prema kojem se dodjeljuju dodatni bodovi ukoliko udio zelene električne energije bude iznad naznačene vrijednosti. U svojoj presudi, ECJ potvrđuje mogućnost uvođenja ekološkog kriterija, "čak i ako on ne osigurava direktnu ekonomsku korist za naručitelja", pri čemu je moguće "dati veliki značaj takvom kriteriju". ECJ ponavlja uvjete iz prethodne odluke naglašavajući da u takvom slučaju mora postojati mogućnost provjere ispunjenja kriterija (kroz npr. certifikate).

53 Direktiva 2014/24/EU Europskog parlamenta i Vijeća od 26. veljače 2014. o javnoj nabavi i o stavljanju izvan snage Direktive 2004/18/EZ, SL L 94, 28/03/2014, p. 65–242 i Direktiva 2014/25/EU Europskog parlamenta i Vijeća od 26. veljače 2014. o nabavi subjekata koji djeluju u sektoru vodnog gospodarstva, energetskom i prometnom sektoru te sektoru poštanskih usluga i stavljanju izvan snage Direktive 2004/17/EZ, SL L 94, 28/03/2014, p. 243–374.

54 Revidirani su dotadašnji kriteriji za odabir ponude koji su sada označeni pod krovnim nazivom ekonomski najpovoljnije ponude (*the most economically advantageous tender*) koji obuhvaća dva kriterija. Prvi je cijena ili trošak koji se ocjenjuje kroz pristup isplativosti pri čemu se prema čl. 68. Direktive u obzir ne uzima samo cijena samog proizvoda ili usluge, već i troškovi životnog vijeka koji, između ostalog uključuju i troškove održavanja, uporabe (npr. potrošnja energije) te troškove kraja životnog vijeka (npr. prikupljanja i recikliranja). Tu su također uključeni i troškovi pripisani učincima na okoliš povezani s predmetom nabave ukoliko se njihova novčana vrijednost može odrediti i provjeriti. Drugi kriterij se odnosi na dotadašnji MEAT kriterij koji se sada naziva najboljim omjerom između cijene i kvalitete te ga se ima tumačiti u skadu s relevantnom sudskom praksom, a čl. 67. st. 2. direktive primjerično navodi mogućnost obuhvata ekoloških i inovativnih značajka predmeta nabave. Na taj način i u postupku javne nabave ide se za internalizacijom troškova koji do tada nisu u tolikom opsegu bili uključeni pri odabiru najpovoljnije ponude.

Metoda natječaja u kontekstu poticanja OIE (*tender ili auction schemes*)⁵⁵ ne predstavlja posebnu kategoriju modela potpore (kao što su primjerice FIT i TGC kvota), već se koristi u kombinaciji s drugim metodama i to u dvije svrhe. Prvo, kako bi se isplativo alocirao financijski poticaj, odnosno odredilo tko ima pristup primjerice FIT ili FIP modelima. Drugo, kako bi se odredio iznos/nivo financijske podrške kroz kompetitivni natječajni postupak (*competitive bidding procedure*).⁵⁶ Iako se pri primjeni metode natječaja pojavljuju i određene poteškoće,⁵⁷ javnim natječajem potiče se uvođenje konkurencije unutar OIE sektora. Natječaj se koristi kao mehanizam selekcije pri izgrađivanju novih proizvodnih kapaciteta i u određivanju pristupu FIT/FIP sustavu.⁵⁸ U kontekstu smanjenja troškova sheme poticanja, natječaji su način razvoja postojeće sheme koji potencijalno povećava njenu ekonomsku isplativost. Iako postoje primjeri kombinacije s investicijskim inicijativama (npr. *Alternative Energy requirement* u Irskoj), većinom ga se kombinira sa zajamčenim cijenama kao način kontrole volumena i troškova u FIT sustavu. Ipak, preduvjet takvog djelovanja jest odgovarajući stupanj konkurentnosti na tržištu. Kreiranje kvalitetnog natječaja podrazumijeva i ugradnju različitih mjera koje će neutralizirati rizik neizvršenja.⁵⁹

⁵⁵ Razlika između *auction* i *tender* proizlazi iz kriterija koji se u postupku primjenjuju. U debati o postupku javne nabave za zelenu energiju obično *auction* označava model prema kojem je cijena jedini kriterij odabira, dok *tender* može uključiti dodatni *award* kriterij. Ipak, teorija javnog natječaja ne razlikuje jasno između izraza *auction* i *tender*. U ovom dijelu natječaj označava kompetitivni mehanizam izbora ponuda.

⁵⁶ U priopćenju EK koje se tiče Smjernica o državnim potporama za zaštitu okoliša i energiju za razdoblje 2014.-2020. (str. 10., rec. 43.) konkurentan natječajni postupak definiran je kao "nediskriminirajući postupak prikupljanja ponuda kojim se predviđa sudjelovanje dostatnog broja poduzetnika i kojim se potpore dodjeljuju bilo na temelju početne ponude koju je ponuđač dostavio ili na temelju dražbovne cijene. Osim toga, proračun ili obujam povezan s natječajnim postupkom obvezujuće je ograničenje, tako da potporu ne mogu dobiti svi sudionici postupka."

⁵⁷ Sa stajališta poduzetnika, evidentno je da trošak sudjelovanja na natječajima (poput izrade studije opravdanosti) može obeshrabriti poduzetnike s manjim kapitalom, a kod projekata s visokim investicijskim troškovima favoriziraju se poduzetnici koji imaju velike financijske mogućnosti i uspijevaju dobiti povoljnije kredite. Pri raspisivanju natječaja potrebno je paziti da nema dogovora među ponuđačima ili da neki od njih ne steknu takvu poziciju na tržištu koja bi im omogućavala značajan utjecaj na određivanje cijena. Također, treba uzeti u obzir rizik nepoštivanja ugovorenih rokova te *stop and go* rizik (rizik razdoblja s povećanom potražnjom i razdoblja u kojima potražnja u potpunosti nestaje). Višković, A., op. cit., str. 119.

⁵⁸ Natječajni postupak predviđen je čl. 4. Direktive 96/92/EC o zajedničkim pravilima za unutarnje tržište električne energije (OJ L 27, 30/01/1997, p. 20.-29.) prema kojem pri izgradnji novih proizvodnih kapaciteta države članice mogu izabrati između postupka davanja odobrenja (*authorization procedure*) i/ili modela javnog natječaja (*tendering procedure*). Direktiva 2003/54/EC zahtjeva korištenje natječajnog postupka ili drugog ekvivalentnog postupka u vidu transparentnosti i nediskriminacije. Direktiva 2009/72/EC koja je trenutno na snazi dodatno zahtjeva od država članica da definiraju kriterije za izgradnju proizvodnih pogona uzimajući u obzir sigurnost distribucijskih mreža, zaštitu zdravlja, javnu sigurnost i doprinose ciljevima 20-20-20.

⁵⁹ Predkvalifikacijski kriteriji i uvjeti za sudjelovanje u natječaju trebaju biti provjereni u ranoj fazi natječaja, a mogu se odnositi na: tehničke uvjete, dokumentaciju, preliminarne dozvole/odobrenja, certifikate koji dokazuju financijske i tehničke mogućnosti ponuditelja. Predkvalifikacijski kriterij može biti primjenjen ili u posebnoj fazi prije samog početka natječaja ili ponude mogu biti ocjenjene prema tim kvalifikacijskim kriterijima. Također, zahtjeva se prilaganje bankarske garancije koje dokazuju ozbiljnost namjere ponuditelja, a određivanje iznosa delikatan zadatak jer previsoki iznos može povećati premiju rizika i obeshrabriti na sudjelovanje u natječaju, dok prenisko određeni iznosi mogu rezultirati slabim ostvarivanjem projekta. Jednako tako koristi se institut ugovorne kazne koja predstavlja dodatni rizik za ponuditelja.

Natječajni postupak može se kreirati na različite načine, no najčešće korišteni su: tzv. *static sealed-bid* i *dynamic descending clock* natječaj⁶⁰ odnosno njihove kombinacije. U prvom ponuda uključuje cijenu i volumen koje podnose svaki od ponuditelja u isto vrijeme, bez da znaju sadržaj ponude drugog ponuditelja koji sudjeluje u natječaju.⁶¹ Evaluacija ponuda je jednostavna i ne uključuje visoke transakcijske troškove, a njena jednostavnost privlači široki spektar ponuditelja, uključujući i manje ponuditelje koji bi inače mogli biti obeshrabreni. Ipak, statički karakter ima i svoje nedostatke, npr. u slučaju kada postoji nesigurnost u određivanju cijene proizvoda (manje dokazane tehnologije). S druge strane, *descending clock* je vrsta dinamičnog natječaja u kojem naručitelj postavlja maksimalnu cijenu (*price ceiling*), a ponuditelji nude volumen/količinu koji su spremni ponuditi za navedenu cijenu. Potom naručitelj smanjuje cijenu kroz iterativni natječajni postupak (kroz nekoliko rundi) dok se ne postigne planirani volumen.⁶²

Model javnog natječaja u Danskoj⁶³ se odnosi samo na tzv. *offshore* vjetroelektrane, a uvjeti dobivanja odobrenja za takva postrojenja određeni su u Zakonom o opskrbi električnom energijom. Pribavljanje odobrenja moguće je ili kroz javni natječaj ili kroz otvoreni postupak (tzv. *open door procedure*). U posljednjem podnositelj zahtjeva preuzima inicijativu za ustanovljavanje postrojenja i proizvodi električnu energiju te plaća ulazak na mrežu. S druge strane, u okviru javnog natječaja inicijativa je na državi koja osmišlja projekt pogona na određenoj lokaciji u danskim vodama. Zainteresirane strane iz cijelog svijeta mogu se javiti na natječaj, a cijena električne energije po kWh obično je fiksna te obuhvaća tržišnu cijenu i varijabilnu premiju, što štiti ulagatelja omogućivši mu stabilnu cijenu za proizvedenu električnu

60 Maurer, Luiz T.A., Barroso, Luiz A., Electricity Auctions – an overview of efficient practices, studija Svjetske banke, 2011., dostupno na: <http://books.google.hr/books?id=hqbokFT7LcoC&pg=PA11&lpg=PA11&dq=dynamic+descending+clock+auction&source=bl&ots=K9-Y2pyO3g&sig=Sb8ZxrFEw4XybvpN7yImemxcY&hl=hr&sa=X&ei=zT2oU7vRLYOw0QW9qoDADQ&ved=0CDUQ6AEwAw#v=onepage&q=dyna mic%20descending%20clock%20auction&f=false>. (posjećeno: 23. 06. 2014.)

61 S obzirom da među njima nema interakcije, niti mogućnosti reagiranja na ponudu konkurenta, taj tip natječaja se naziva statičnim. nedostatak interakcije među ponuditeljima sprječava koluzivno ponašanje ponuditelja u većoj mjeri no kod dinamičnih natječaja.

Ponude se rangiraju prema cijeni te prihvaćaju redom počevši od najjeftinije, sve dok se unaprijed određena ponuda zadovolji ili dok nema više ponuda (uopće ili onih koje ne prelaze maksimalno određenu cijenu). Cijena se formira tako da svaka ponuda dobije individualno ponudenu cijenu (*pay-as bid*) ili se može ponuditi ista cijena za sve ponuditelje. U posljednjem slučaju ta ista cijena može biti određena kao najskuplja uspješna ponuda (*first price auction*) ili kao najjeftinija neuspješna pristigla ponuda (*Vickrey auction*). Held A. Et al., op.cit., 46.

62 Konačna cijena je jednaka za sve uspješne ponuditelje. Volumen ne mora nužno biti objavljen, stoga ga naručitelj može mijenjati u skladu s predanim ponudama. Glavni nedostatak tog tipa natječaja je velika mogućnost koluzije sudionika u slučaju slabe razine konkurencije. Zbog iterativnog pristupa, obično su transparentnije. Iako su kompleksnije, iskustva pokazuju da su transakcijski troškovi neznatno viši u odnosu na statične natječeaje. Loc. Cit.

63 Model javnog natječaja je 1990-tih godina bio primjenjen u Francuskoj (vjetroelektrane i biomasa), Irskoj, Danskoj i Ujedinjenom Kraljevstvu (Haas, R., et al., op.cit., str. 1020.). Podatci o danskom primjeru korištenja natječajnog postupka preuzeti su iz: Renewable energy policy country profiles, op.cit., str. 77.

energiju. U slučaju ako je tržišna cijena niža od fiksne dogovorene cijene, proizvođač prima premiju.

2.5. DIREKTIVA O PROMICANJU KORIŠTENJA ENERGIJE IZ OBNOVLJIVIH IZVORA (RED)

U nastojanju da se EU po pitanju promicanja OIE promakne u globalnog lidera, stvoren je niz općih i sektorskih političkih ciljeva i zakonodavnih inicijativa koji obvezuju države na poduzimanje konkretnih mjera.⁶⁴ Najvažniji europski pravni izvor u području OIE jest RED (*Renewable Energy Directive*)⁶⁵ koja u odnosu na prethodnice nadopunjava definiciju OIE te proširuje svoje polje primjene tako da se uz električnu energiju odnosi i na biogoriva i ostala OIE goriva koja se koriste u transportu.⁶⁶ Također, RED umjesto dotadašnjih indikativnih ciljeva, nameće državama članicama obvezu uvrđivanja obvezatnih nacionalnih ciljeva.⁶⁷

Teoretski, pri izradi RED-a postojalo je nekoliko pristupa koji su se u okviru metoda poticanja mogli zauzeti. Prvo, mogućnost da se RED opredijeli za jednu metodu/model poticanja OIE koji bi bio harmoniziran na europskom nivou te koji bi dodatno potaknuo integraciju energetskog tržišta. Ipak, s obzirom na velike razlike država članica u njihovim pristupima, činilo se gotovo nezamislivim osmisliti takav sustav bez nepovoljnih utjecaja na određene države članice te mnogobrojnih teškoća u primjeni.⁶⁸ Drugi pristup koji bi također

⁶⁴ U tom kontekstu značajne su: Direktiva Vijeća 2003/96/EZ od 27. listopada 2003. o restrukturiranju sustava Zajednice za oporezivanje energenata i električne energije (SL L 283, 31.10.2003, p.51), Direktiva 2009/72/EZ Europskog parlamenta i Vijeća od 13. srpnja 2009. o zajedničkim pravilima za unutarnje tržište električne energije i stavljanju izvan snage Direktive 2003/54/EZ (SL L 211, 14.08.2009, p. 55–93), Direktiva 2014/24/EU Europskog parlamenta i Vijeća od 26. veljače 2014. o javnoj nabavi i o stavljanju izvan snage Direktive 2004/18/EZ (SL L 94, 28/03/2014, p. 65–242) i Direktiva 2014/25/EU Europskog parlamenta i Vijeća od 26. veljače 2014. o nabavi subjekata koji djeluju u sektoru vodnog gospodarstva, energetskom i prometnom sektoru te sektoru poštanskih usluga i stavljanju izvan snage Direktive 2004/17/EZ (SL L 94, 28/03/2014, p. 243–374.)

⁶⁵ Directive 2009/28/EC of the European Parliament and of the Council of 23 April 2009 on the promotion of the use of energy from renewable sources and amending and subsequently repealing Directives 2001/77/EC and 2003/30/EC, OJ L 140, 05/06/2009, p. 16.–62.

⁶⁶ Prema čl. 2. RED-a energija iz OI odnosi se na energiju obnovljivih nefosilnih izvora, tj. vjetroenergiju, sunčanu energiju, aerotermalnu energiju, geotermalnu energiju, hidrotermalnu energiju te energiju oceana, hidroenergiju, biomasu, plin dobiven od otpada, plin dobiven uređajima za čišćenje otpada i bioplin.

⁶⁷ Rec. 13. preambule RED. Čl. 3. RED-a navodi kako je svaka država članica dužna osigurati da je dio energije iz OI, u konačnoj bruto potrošnji energije u 2020. godini barem jednak njezinu nacionalnome općem cilju za udio energije iz obnovljivih izvora te godine. Uz to, čl. 4. RED-a postavlja obvezu izrade i dostave nacionalnih akcijskih planova za OIE koje ocjenjuje te odgovara određenim preporukama. Prema rec. 14. RED-a, svrha tih odredbi jest potreba da se ulagateljima osigura veća sigurnost i potakne tehnologija OIE. Do donošenja Strategije 2020 temeljni dokument koji određuje politiku EU prema OIE bio je Energija budućnosti: OIE (COM(97)599 final) koji je postavio cilj da se do 2010. godine 12% ukupnih energetskih potreba pokriva iz OIE, dok je Direktiva 2001/77/EC postavila indikativan cilj udijela OI u proizvodnji električne energije od 22% u 2010. godini.

⁶⁸ Nakon najava o donošenju navedene direktive uslijedile su mnogobrojne reakcije subjekata iz energetskog sektora te ekonomskih i pravno-političkih stručnjaka. Mnogi radovi pisani su na način da preferiraju određenu metodu poticanja OIE ističući njezine prednosti u odnosu na konkurentne glavne metode. Tako su neki zagovarali harmonizirani FIP tehnološko specifični sustav (npr. EEG&Fraunhofer ISI, Resch and Ragwitz, 2010.), a drugi

mogao u većoj mjeri doprinijeti integraciji tržišta, a za kojeg se izvorno zalagala i EK jest dopuštanje državama članicama da se opredjele za određenu metodu poticanja, ali uz tzv. *opt-out* obvezu prekogranične suradnje s drugim državama članicama. Treći pristup također dozvoljava državama članicama da uspostave vlastite metode poticanja, ali ne postavlja prekograničnu suradnju kao pravilo/obvezu, već se ona dozvoljava, odnosno potiče (tzv. *opt in* pristup). S obzirom da su Europski parlament i Vijeće ministara željeli zadržati metode poticanja OIE u okviru nacionalnih prerogativa, založili su se za posljednji pristup koji je u konačnici i usvojen u okviru RED-a. Stoga RED ne zahtijeva da se države članice pri postizanju nacionalnih ciljeva služe određenom posebno reguliranom metodom, već ostavlja državama članicama izbor da na svom području primjenjuju "instrumente, programe ili mehanizme" koji potiču uporabu energije iz OI što uključuje (ali se ne ograničava na) investicijsku pomoć, oslobađanje od poreza ili njegovo smanjenje, povrat poreza, metode koje obvezuju na uporabu zelene energije, uključujući zelene certifikate⁶⁹ te fiksne i premijske zajamčene cijene.⁷⁰ Države članice same nadziru njihovo djelovanje i troškove, no EK ima ovlast procijeniti učinkovitost navedenih mjera.⁷¹

Prema rec. 25. preambule RED-a, cilj Direktive je omogućiti prekogranično poticanje energije iz OI i pritom ne utjecati na nacionalne metode. Stoga uvodi neobvezujuće mehanizme suradnje među državama članicama koji im omogućuju da se dogovore u kojoj mjeri jedna država članica podržava proizvodnju energije OI u drugoj državi članici. Navedena suradnja može se odvijati na nekoliko razina. RED u tom smislu predviđa prijenose statističkih podataka među državama članicama, zajedničke projekte i zajedničke metode potpore,⁷² no suradnja može poprimiti i oblik razmjene podataka i najboljih praksa te drugim dobrovoljnim usklađivanjem svih vrsta poticanja OIE. Također, predviđena su i pravila o suradnji s trećim državama.⁷³

Preambula RED-a naglašava da potreba za metodama poticanja OIE postoji samo do trenutka dok cijene električne energije na unutrašnjemu tržištu ne uključe pune ekološke,

tehnološki neutralni kvota TGC sustav (npr. EWI, Fursch et al., 2010.). Akademska debata uglavnom se svela na suprotstavljanje sustava zajamčenih cijena i TGC sustava te ispitivanje mogućnosti zauzimanja ujednačenog pristupa na europskom nivou.

⁶⁹ Pri tome RED naglašava kako treba razlikovati zelene certificate kao metodu poticanja OIE od jamstava podrijetla (*guarantee of origin*) čija je jedina funkcija osigurati krajnjem potrošaču dokaz da je određena količina ili udio energije proizveden iz OI.

⁷⁰ Čl. 2. (k) RED-a

⁷¹ Rec. 54. preambule RED-a

⁷² Čl. 6. – 8. i 11. RED-a

⁷³ Rec. 37., 38. RED i čl. 9. i 10. RED-a.

socijalne i zdravstvene troškove te dobiti od upotrebljenih izvora energije.⁷⁴ RED također prepoznaje probleme financiranja u fazi istraživanja i razvoja OIE tehnologija te u tom kontekstu upućuje na aktivnost Europskog instituta za inovacije i tehnologiju. Istovremeno, očito je i zalaganje za decentraliziranu proizvodnju zelene energije⁷⁵ i za nedovoljno razvijene tehnologije koje bi u budućnosti mogle znatno pridonijeti ostvarenju ciljeva. Ostale odredbe nastoje ukloniti administrativne prepreke, prepreke pri uključivanju u prijenosnu i distribucijsku mrežu te postavljaju kriterije održivosti bioenergije.

2.6. REZULTAT PRIMJENE RED-A

Iz pregleda metoda kojima se države članice koriste u poticanju OIE razvidno je da su se iz dviju glavnih konkurentnih metoda razvile mnogobrojne inačice koje s jedne strane imaju u vidu potrebu zelenih proizvođača i njihovih ulagatelja za određenim zajamčenim prihodom i pokrivanjem dodatnih troškova proizvodnje te s druge strane potrebu neremećenja energetskeg tržišta i formiranje metoda na način da reagiraju na signale energetskeg tržišta. U praksi država članica primjećeno je dominantno korištenje cjenovno usmjerenih modela, tj. FIT i FIP modela (u okviru glavnih metoda) i investicijskih zajmova (u okviru potpornih metoda). Kako FIT model štiti proizvođače zelene energije od signala tržišta, u određenim državama članicama došlo je do snažnog rasta OIE (npr. Njemačka). Iz izloženih primjera Njemačke i Španjolske razvidno je da države članice postupno s fiksnih FIT modela prelaze na premijski model zajamčenih cijena, a neke dodatno ugrađuju mehanizme javnog natječaja. Ako je i početna premisa bila da zajamčene cijene pružajući sigurnost proizvođačima i njihovim ulagateljima u prevelikoj mjeri štite zelene proizvođače i remete energetskeg tržište, razvoj različitih inačica premijskih modela, posebice u kombinaciji s javnim natjecajima⁷⁶ odgovor je koji može konkurirati tržišno usmjerenom modelu zelenih certifikata. Navedene karakteristike modela poticanja OIE i mehanizmi kojima se države članice služe kako bi ih prilagodile potrebama proizvođača, njihovih ulagatelja i energetskeg tržišta od velike su važnosti kada EK procjenjuje

⁷⁴ Rec. 26. i 27. RED-a

⁷⁵ Argumeti koje rec. 6. RED-a iznosi su iskorištavanje lokalnih izvora, veća lokalna sigurnost opskrbe energijom, kraći prijevozni put i smanjenje gubitka energije pri prijenosu.

⁷⁶ Tako primjerice EK u novim Smjericama o državnim potporama za zaštitu okoliša i energiju 2014-2020 (Communication from the Commission — Guidelines on State aid for environmental protection and energy 2014-2020, OJ C 200, 28.06.2014, str. 24, rec. 109.) navodi sljedeće: "Tržišnim instrumentima, kao što su prodaja na dražbi ili konkurentni natjecajni postupak otvoren za sve proizvođače koji proizvode električnu energiju iz OI koji se na razini EGP-a nadmeću na ravnopravnoj osnovi, obično bi se trebalo osigurati da se subvencije smanje na najmanju moguću mjeru kako bi ih se moglo potpuno postupno isključiti."

dopuštenost određenih metoda u okviru uvjetno dopuštenih državnih potpora.⁷⁷ Stav je EK da kako tehnologija sazrijeva i OIE dosežu značajan udio na tržištu, proizvodnja OIE bi trebala reagirati na signale tržišta, a iznosi potpora trebali bi uvažiti pad proizvodnih troškova.

Iako je RED usvojio oprezan pristup u pokušaju harmonizacije poticanja OIE, iz odredbi o prekograničnoj suradnji država članica proizlazi kako bi europski zakonodavac preferirao kada bi države članice djelovale usklađeno no što je to trenutno slučaj. Unatoč zalaganjima EK da RED zauzme aktivniji pristup u prekograničnom poticanju OIE, iz analize odredbi RED-a proizlazi kako se europski zakonodavac u najvećoj mjeri usredotočio na nametanje obveze udjela zelene energije u ukupnoj potrošnji energije država članica, a manje na prekogranično poticanje metoda OIE. Stoga su države članice benefite poticanja OIE ograničile isključivo na domaće proizvođače zelene energije. Za razliku od prijašnjih trendova prema kojima se obično koristila jedna dominantna metoda, današnji trend upućuje na kombinaciju ne samo glavnih i potpornih metoda, već čak i nekoliko glavnih (FIT i FIP, TGC i FIT). Iako bi takva praksa mogla biti osnova za buduću prekograničnu suradnju, teško da će dovesti do sveobuhvatnog harmonizirajućeg razvoja nacionalnih politika. Do sada su uspješnu prekograničnu suradnju ostvarile samo Švedska i Norveška i to pri stvaranju zajedničkog tržišta zelenih certifikata.

3. SUKLADNOST METODA POTICANJA OBNOVLJIVIH IZVORA ENERGIJE S PRAVILIMA O DRŽAVNIM POTPORAMA I SLOBODOM KRETANJA ROBE

U kontekstu takvih državnih intervencija i odredbi RED-a postavlja pitanje jesu li države članice i u kojoj mjeri vezane određenim zahtjevima kada kreiraju svoje metode poticanja OIE. S aspekta pravila o uvjetno dopuštenim potporama sigurno je da države članice nemaju odriježene ruke u kreiranju svojih metoda poticanja OIE. Stoga se postavlja pitanje postoji li mogućnost poticanja OIE bez ulaska u polje državnih potpora, odnosno mogućnost 'leta ispod radara EK'. Također, postavlja se pitanje u kojoj mjeri je takav pristup kompatibilan sa slobodom kretanja robe. Konkretno, ne bi li se poticanje isključivo domaćih proizvođača zelene

⁷⁷ Spomenuta Smjerica navodi sljedeće: "kako bi se procijenilo može li se prijavljena mjera potpore smatrati spojivom s unutarnjim tržištem, Komisija analizira osigurava li se izborom oblika mjere potpore da se pozitivnim učinkom potpore na cilj od zajedničkog interesa premašuju njezini potencijalno negativni učinci na trgovinu i tržišno natjecanje." Pri tom je potrebno da mjera državne potpore teži cilju od zajedničkog interesa, primjenjuje se jedino kada postoji potreba za intervencijom države (npr. uklanjanje tržišnih nedostataka), mjera je primjerena i razmjerna, ima učinak poticaja i izbjegava neopravdane negativne učinke na tržišno natjecanje i trgovinu među državama članicama te zadovoljava uvjete transparentnosti (Smjernica EK, str. 11., rec. 27.). Svaki od navedenih kriterija dodatno je objašnjen u posebnom odjeljku. Dodatno su razrađeni kriteriji dodjele potpore za energiju iz OI (Smjernica EK, str. 23.-28.) koje se mogu dodijeliti kao potpore za ulaganje ili kao operativne potpore. EK odobrava potpore za razdoblje najviše do 10 godina (rec. 121., str. 25. Smjernica).

energije, a o čemu je u većini slučajeva riječ, moglo smatrati mjerom koja ima isti učinak kao i kvantitativna ograničenja uvoza (*measures having equivalent effect to a quantitative restriction*, tzv. MEQR) te postoji li opravdanje za takvo ograničenje.

3.1. OSNOVNE ODREDNICE U PRAVILIMA O DRŽAVNIM POTPORAMA I MEQR

3.1.1. PRAVILA O DRŽAVNIM POTPORAMA

Kontrola državnih potpora u EU jedinstveni je primjer kontrole na nadnacionalnoj razini, a s vremenom je postao vrlo složen. Pravo EU u principu drži da dodjela državne potpore načelno je nije kompatibilna s unutarnjim tržištem zbog čega čl. 107. st. 3. UFEU ustanovljava presumpciju da je mjera koja ispunjava predviđene uvjete nespojiva sa zajedničkim tržištem.⁷⁸ Stoga je "svaka potpora koju dodijeli država članica ili koja se dodjeljuje putem državnih sredstava u bilo kojem obliku, koja narušava ili prijeti narušavanju tržišnog natjecanja stavljanjem određenih poduzetnika ili proizvodnje određene robe u povoljniji položaj, nespojiva s unutarnjim tržištem u mjeri u kojoj utječe na trgovinu među državama članicama." Iz navedene odredbe proizlazi da nije svaka državna intervencija ujedno i državna potpora. Stajalište prema kojem državna potpora uključuje svaku pogodnost koju dodjeljuje država članica državnom intervencijom ili regulacijom odavno je odbačeno. S obzirom da su u kontekstu poticanja OIE svi ostali elementi u velikom broju slučajeva nesporni, ključ je tumačenje uvjeta prema kojem potpora/mjera mora biti "dodijeljena od strane države članice ili kroz državna sredstva". Pri tom se može primijeniti kumulativni ili alternativni pristup, a osnovna razlika je da li pojam državne potpore implicira teret na javne financije.⁷⁹ Navedeno pitanje nije dosljedno riješeno u sudskoj praksi ECJ-a.

⁷⁸ O razjašnjenju radi li se o definiciji državne potpore ili uvjetima pod kojima se ona zabranjuje te opsegu mjera vidi: Liszt, M., Petrović, S.: Kriteriji za dodjelu dopuštenih državnih potpora, str. 29.-31., u: Čulinović-Here, E., Jurić, D., Žunić-Kovačević, N. (ur.), *Financiranje, upravljanje i restrukturiranje trgovačkih društava u doba recesije*, PFSR, Rijeka 2011, str. 27.-67.

⁷⁹ Godinama je EK tumačila ta dva uvjeta kao alternativna, odnosno kao mjeru financiranu kroz državna sredstva ili kao pripisivu državi, dodijeljenoj od strane države. Takvo ekstenzivno tumačenje u mjere državne potpore ubraja i mjere koje stvaraju ekonomsku prednost određenom poduzetniku, a koje su rezultat ponašanja pripisivog državi, bez obzira je li došlo do opipljivog prijenosa sredstava i ne implicira teret na javne financije kao konstitutivni element državne potpore. Drugi, kumulativni pristup, čita ta dva izraza zajedno i označava da potpora mora biti financirana kroz državna sredstva i da razlika između potpore dodijeljene od strane države i potpore dodijeljene kroz državna sredstva služi kako bi se uz potporu direktno dodijeljenu od strane države, označilo i onu dodijeljenu od strane privatnih ili javnih tijela odabranih ili osnovanih od strane države. Taj pristup vidi teret na javne financije kao nužni element državne potpore. Biondi, Andrea, *Some Reflections on the Notion of "State Resources"* in *European Community State Aid Law*, *Fordham International Law Journal*. Vol. 30, Issue 5, 2006, str. 1432. U pitanju mora li mjera nužno biti financirana iz državnog proračuna tj. iz javnih fondova vidi: Liszt, M., Petrović, S., op.cit., str. 32.

Kako državna potpora može imati različite učinke,⁸⁰ UFEU otvara vrata određenim iznimkama. Prvi skup iznimki čini lista automatskih izuzeća navedenih u čl. 107. st. 2. UFEU, odnosno slučajevi dodjela državnih potpora koji se smatraju kompatibilnima unutarnjem tržištu.⁸¹ Drugi skup iznimki sadržan u st. 3. određuje uvjetno dopuštene potpore koje se pod određenim uvjetima mogu smatrati kompatibilnima s unutarnjim tržištem.⁸² U tom kontekstu, od velike je važnosti nadzor EK kojoj svi sustavi državnih potpora moraju biti podneseni na procjenu i koja u konačnici ima diskrecijsko pravo odlučiti o dopuštenosti takve potpore.⁸³ Kako bi države članice bile upoznate na koji način kreirati uvjetno dopuštenu potporu, EK je usvojila horizontalne i sektorske smjernice o interpretaciji čl. 107. UFEU u kojima ustanovljava kriterije kojima se koristi pri procjeni dopuštenosti uvjetno dopuštenih državnih potpora.

U kontekstu poticanja OIE i uvjetno dopuštenih državnih potpora, važno je izdvojiti odredbu koja otvara vrata državama članicama da njihove metode poticanja OIE, iako potpadaju pod definiciju državne potpore, ipak zažive ukoliko ih odobri EK. Radi se o čl. 107. st. 3. t. c) UFEU koji u uvjetno dopuštene potpore ubraja potpore za "olakšavanje razvoja određenih gospodarskih djelatnosti ili određenih gospodarskih područja ako takve potpore ne utječu negativno na trgovinske uvjete u mjeri u kojoj bi to bilo suprotno zajedničkom interesu."⁸⁴ Radi olakšanja primjene navedene odredbe, EK objavila je Smjernice o ekološkoj potpori koje pružaju kriterije za procjenu mogu li mjere državne potpore za zaštitu okoliša biti smatrane kompatibilnima s zajedničkim tržištem. Države članice također mogu dodijeliti

⁸⁰ Ona može negativno utjecati na tržište, ali može i povećati opće blagostanje i to obično kada je usmjerena na ispravljanju tržišnih neuspjeha. Stoga se literatura uglavnom slaže, a taj argument prihvaća i EK, kako se potpora može opravdati, odnosno kako ih treba usmjeriti isključivo na područja tržišnih neuspjeha, odnosno eksternalija, javnih dobara, ekonomiju obujma i asimetričnih informacija.

⁸¹ To su: a) potpore socijalnog karaktera koje se dodjeljuju pojedinim potrošačima ako se to čini bez diskriminacije u odnosu na podrijetlo predmetnih proizvoda, b) potpore za otklanjanje štete nastale zbog prirodnih nepogoda ili izvanrednih događaja i c) potpore koje se dodjeljuju gospodarstvu određenih područja SR Njemačke na koje je utjecala podjela Njemačke, u mjeri u kojoj je ta potpora potrebna kako bi se nadoknadile posljedice gospodarski nepovoljnijeg položaja prouzročenog tom podjelom.

⁸² Čl. 107. st. 3. UFEU uključuje: a) potpore za promicanje gospodarskog razvoja područja na kojima je životni standard neuobičajeno nizak ili na kojima postoji velika podzaposlenost te regija iz članka 349. s obzirom na njihovo strukturno, gospodarsko i socijalno stanje; b) potpore za promicanje provedbe važnog projekta od zajedničkog europskog interesa ili za otklanjanje ozbiljnih poremećaja u gospodarstvu neke države članice; c) potpore za olakšavanje razvoja određenih gospodarskih djelatnosti ili određenih gospodarskih područja ako takve potpore ne utječu negativno na trgovinske uvjete u mjeri u kojoj bi to bilo suprotno zajedničkom interesu; d) potpore za promicanje kulture i očuvanje baštine ako takve potpore ne utječu na trgovinske uvjete i tržišno natjecanje u Uniji u mjeri u kojoj bi to bilo suprotno zajedničkom interesu; e) druge vrste potpora koje Vijeće odredi svojom odlukom na prijedlog EK.

⁸³ Čl. 108. UFEU postavlja osnovu postupovnih mehanizama u tom pogledu. Prema Liszt i Petroviću, široko diskrecijsko pravo EK proizlazi iz činjenice da EK mora svoj osnovni cilj sprječavanja narušavanja tržišnog natjecanja i jačanja zajedničkog tržišta uskladiti s potrebama trenutne gospodarske situacije (Liszt, M., Petrović, S., op.cit., str. 53.).

⁸⁴ Da se u kontekstu poticanja OIE zaista radi o primjeni navedene iznimke potvrđuju rec. 2. i 10. sadržani u uvodnom dijelu Smjernice EK o državnim potporama u području zaštite okoliša i energetike.

potpore za zaštitu okoliša pozivajući se na Uredbu o skupnim izuzećima (*General block exemption Regulation*, GBER), pri čemu Uredba dopušta državama članicama da tu potporu dodijele bez potrebe prethodnog obavješćavanja EK, no doseg Uredbe je ograničen na mjere s ograničenim učinkom na konkurenciju. U sklopu revizije pravila o državnim potporama, EK je 2014. godine donijela novu Smjernicu o državnoj potpori za zaštitu okoliša i energetiku 2014-2020,⁸⁵ kao i GBER II.⁸⁶ Prvi razlog tome je rast udjela proizvodnje zelene električne energije, zbog čega državne potpore imaju značajan učinak na tržišno natjecanje na zajedničkom energetsom tržištu. Stoga Smjernica promiče korištenje metoda poticanja OIE koje reagiraju na signale tržišta (FIP u kombinaciji s javnim natjecanjima i zeleni certifikati) te usmjerava države članice u načinu njihova formiranja.⁸⁷ Ipak, uvažavajući različite faze tehnološkog razvoja u OIE sektoru i veličine postrojenja, predviđene su i posebne iznimke u tom smislu.⁸⁸ Nove Smjernice osvrću se i na pitanje prekogranične suradnje država članica u poticanju OIE naglašavajući da bi programi operativnih potpora "u načelu trebali biti otvoreni za ostale države članice", no da će države članice "vjerojatno htjeti uspostaviti mehanizam suradnje prije no dopuste prekogranične potpore jer se u protivnom proizvodnja iz postrojenja drugih država članica neće uračunavati u ispunjenje njihovog nacionalnog cilja" (prema RED-u).⁸⁹ Cilj navedene Smjernice je dosezanje nacionalnih ciljeva u pogledu korištenja OIE i istovremeno minimiziranje učinka narušavanja tržišnog natjecanja koje metode poticanja OIE sa sobom donose.

3.1.2. OPSEG MEQRs I MOGUĆA OPRAVDANJA

⁸⁵ Communication from the Commission — Guidelines on State aid for environmental protection and energy 2014-2020, OJ C 200, 28.06.2014. Mjere koje su obuhvaćene spomenutim Smjernicama su (između ostalih) potpore za energiju iz OI, potpore u obliku smanjenja ili oslobođenja od poreza za zaštitu okoliša, potpore u obliku smanjenja financiranja potpora za električnu energiju iz OI (Smjernice, str. 5. rec. 18. (e), (i), (j)). Iz polja primjene isključeni su primjerice proizvodnja prijevoznih sredstava prihvatljivih za okoliš te državne potpore za istraživanje, razvoj i inovacije (Smjernice, str. 4., rec. 15. (a) i (d)). Određene odredbe primjenjuju se od 1.01.2016. (rec. 124., str. 25. Smjernica), neke od 1.01.2017. godine (rec. 126., str. 26. Smjernica), a uređuje se i prijelazno razdoblje 2015.-2016. godine.

⁸⁶ Commission Regulation (EU) N°651/2014 of 17 June 2014 declaring certain categories of aid compatible with the internal market in application of Articles 107 and 108 of the Treaty. U skladu s člankom 109. UFEU, Vijeće može odrediti kategorije potpora koje se izuzimaju od obveze prijave. U skladu s člankom 108. stavkom 4. Ugovora EK može donijeti uredbe koje se odnose na te kategorije državnih potpora. Na temelju Uredbe Vijeća (EZ) br. 994/98 EK je, u skladu s člankom 109. Ugovora, ovlaštena ocijeniti da se pod određenim uvjetima sljedeće kategorije potpora mogu izuzeti od obveze prijave: potpore malim i srednjim poduzećima (MSP-ovi), potpore u korist istraživanja i razvoja, potpore u korist zaštite okoliša, potpore za zapošljavanje i usavršavanje i potpore koje su u skladu s kartom koju je EK odobrila za svaku državu članicu za dodjelu regionalnih potpora.

⁸⁷ Rec. 124.-137., str. 25.-28. Smjernica.

⁸⁸ Rec. 110. i 111., str. 24. Smjernica, konkretizirano u odredbama rec. 125. -128. (str. 25., 26.) Smjernica.

⁸⁹ Rec. 122., str. 25. Smjernica.

Kada se nacionalne metode poticanja OIE promatraju u svjetlu slobode kretanja robe i zabrane količinskih ograničenja i mjera s jednakim učinkom (MEQRs) potrebno je naglasiti da se električna energija smatra robom⁹⁰ i kako nedvojbeno u takvim slučajevima postoji prekogranični element.⁹¹ Pri tom valja napomenuti da se odredbe UFEU o zabrani MEQRs primjenjuju supsidijarno, odnosno tek ako ne postoje posebni propisi sekundarnog prava Unije kojima je slobodno kretanje određenog proizvoda u potpunosti ili djelomično harmonizirano.⁹² Iako brojne Direktive o zajedničkom tržištu električnom energijom⁹³ nastoje pridonijeti integraciji unutarnjeg tržišta električnom energijom, ono je u većoj mjeri još uvijek fragmentirano. U kontekstu zelene električne energije valja naglasiti da prije trećeg RED-a nisu postojale odredbe koje smjeraju harmonizaciji nacionalnih metoda poticanja OIE. Međutim, niti nakon donošenja trećeg RED-a 2009. godine ne bi se moglo govoriti o harmonizaciji metoda poticanja OIE i uređenju prekograničnog trgovanja, s obzirom da je RED prvenstveno usmjeren na postavljanje obveze državama članicama u ostvarenju određenog udjela zelene energije u ukupnoj nacionalnoj potrošnji energije. Stoga su odredbe UFEU o zabrani MEQRs potencijalno primjenjive u konkretnom slučaju i predstavljaju "posljednju liniju obrane" protiv nacionalnih ograničenja.

Pri razmatranju o kojim se mjerama konkretno može raditi te postoje li opravdanja takvih mjera potrebno je istaknuti razliku između diskriminatornih i nediskriminatornih MEQRs uzimajući u obzir razvoj sudske prakse ECJ-a.⁹⁴ Diskriminatorne mjere/propisi odnose

⁹⁰ Da se električna energija smatra robom potvrđeno je u presudi Almelo, C-393/90, 1994, ECR I-01477.

⁹¹ U situaciji uvoza električne energije u državu članicu, odnosno kada proizvođač iz jedne države članice prodaje električnu energiju opskrbljivaču iz druge države članice nedvojbeno postoji prekogranični element, a što je jedan od uvjeta primjene zabrane MEQRs iz UFEU. Tako i Bodiroga-Vukobrat, N. *et al.*: Temeljne gospodarske slobode u Europskoj uniji, Inženjerski biro, Zagreb, 2011., str. 35.

⁹² Loc. cit.

⁹³ Direktiva 96/92/EC o zajedničkim pravilima za unutarnje tržište električne energije, OJ L 27, 30/01/1997, p. 20.–29., Direktiva 2003/54/EC o zajedničkim pravilima za unutarnje tržište električne energije OJ L 176 od 15.07.2003., Direktiva 2009/72/EC o zajedničkim pravilima za unutarnje tržište električne energije koja stavlja izvan sange Direktivu 2003/54/EC, OJ L 211 od 14.08.2009. posljednja direktiva je trenutno na snazi, a njen rok implementacije je bio 03.03.2011.

⁹⁴ S obzirom da UFEU ne definira mjere s istovrsnim učinkom, već je opseg tog pojma ostavljen na tumačenje sudskoj praksi, potrebno je razmotriti koje su nacionalne mjere obuhvaćene čl. 34. UFEU i stoga *prima facie* protivne europskom pravu te kako se mogu opravdati. Praksa ECJ-a u ovom pogledu znatno se mijenjala tijekom povijesti te se može podijeliti u nekoliko glavnih razvojnih etapa. Do slučaja *Dassonville*, MEQR je imao najuži opseg te je obuhvaćao samo diskriminatorne mjere. One su se mogle opravdavati samo razlozima taksativno navedenim u čl. 36. UFEU. No, kako zahtjev za nediskriminacijom nije bio dovoljan u ostvarenju zajedničkog tržišta, ECJ je u vrijeme privremene političke krize uzrokovane francuskom "politikom prazne stolice", otišao korak dalje te u navedenom slučaju proširio opseg definicije tadašnjeg čl. 28. Ugovora. Prema poznatoj *Dassonville* formuli, "sva trgovačka pravila koja donese država članica te koja mogu direktno ili indirektno, stvarno ili potencijalno, ometati trgovinu unutar Zajednice moraju biti smatrana mjerom s istim učinkom." Iako su diskriminatorne mjere mogle imati opravdanje u čl. 36. UFEU, s proširenjem pojma MEQR, ECJ naznačuje postojanje mogućih opravdanja izvan Ugovora. Pri tom dodatno postavlja određene uvjete. Doseg navedene odluke u potpunosti se iskristalizirao tek nakon odluke u slučaju *Cassis de Dijon*. Iako je u tom slučaju ECJ mogao donijeti odluku i bez ulaženja u pitanje nediskriminatornih mjera, jasno je odredio kako mjere koje se jednako

se na propise koji se primjenjuju samo na uvoznu ili izvoznu robu, dok se nediskriminatorne mjere/propisi primjenjuju jednako na domaće i uvozne proizvode. Razlikovanje tih mjera ima važnu ulogu u primjeni mogućih opravdanja. Diskriminatorne mjere mogu se opravdati samo razlozima taksativno navedenim u čl. 36. UFEU⁹⁵ koji se (s obzirom da se radi o iznimkama) trebaju tumačiti restriktivno.⁹⁶ Dodatno odredba čl. 36. UFEU zahtijeva da mjere ne smiju predstavljati sredstvo samovoljnog diskriminiranja ili prikrivenog ograničavanja prekogranične trgovine. Mjere također ne smiju služiti (isključivo) gospodarskim ciljevima.⁹⁷ Među istaknutim opravdanjima su i zaštita javne sigurnosti⁹⁸ kao i zaštita života i zdravlja ljudi, životinja i biljaka.⁹⁹ Nediskriminatorne mjere mogu se pored razloga iz čl. 36. UFEU opravdati i objektivnim razlozima razvijenim u praksi ECJ-a (tzv. prisilni zahtjevi, *mandatory requirements*). Posljednja kategorija opravdanja se daljnjom sudskom praksom proširila (učinkovitost fiskalnog nadzora, zaštita javnog zdravlja, zaštita potrošača, zaštita okoliša) te se smatra otvorenom.¹⁰⁰ Zajednička karakteristika obje kategorije opravdavajućih razloga jest da moraju udovoljavati testu proporcionalnosti, stoga će ECJ u pravilu ocjenjivati je li mjera u pitanju prikladna za postizanje legitimnog cilja i je li uistinu nužna za njegovo ostvarenje.¹⁰¹

Iz navedenog bi proizlazilo da mjere zaštite okoliša koje nisu ograničene na "zaštitu zdravlja i života ljudi, životinja ili biljaka" iz čl. 36. UFEU mogu biti opravdane jedino ako tretiraju domaće i uvezene proizvode na jednak, nediskriminatoran način. Ipak, odnos tih dviju skupina opravdanja sporan je u teoriji i praksi.¹⁰² Naime, nije trebalo čekati dugo da prihvaćanje jedne iznimke otvori pitanje dopustivosti sljedeće. Prema riječima AG Jacobsa u mišljenju danom povodom slučaja *Danner*, "jednom kada je omogućeno pozvati se na opravdanja koja

primjenjuju kako na domaće, tako i na strane proizvođače mogu potpadati pod pojam MEQR te je detaljnije razradio moguća opravdanja takvih mjera uvodeći koncept "prisilnih zahtjeva" (*mandatory requirements*) i navodeći listu mogućih opravdanja (učinkovitost fiskalnog nadzora, zaštite javnog zdravlja, zaštita potrošača) koja se kasnijom sudskom praksom proširila.

⁹⁵ Odredba određuje da se takve mjere mogu opravdati razlozima javnog morala, javnom politikom ili javnom sigurnošću; zaštitom zdravlja i života ljudi, životinja i biljaka; zaštitom nacionalnih blaga umjetničke, povijesne ili arheološke vrijednosti; ili zaštitom industrijskoga i trgovačkoga vlasništva. (Bivši čl. 30. Ugovora.)

⁹⁶ Bodiroga-Vukobrat, N. *et al.*, op. cit. str. 65.

⁹⁷ Prema predmetu *Campus Oil* C-72/83 1984 ECR 2727, ukoliko je mjera takva da uz zaštitu jednog od navedenih razloga opravdanja dodatno služi i ciljevima gospodarske prirode, to ipak ne isključuje primjenu čl. 36. Preuzeto iz: Bodiroga-Vukobrat, N. *et al.*, op. cit. str. 65.

⁹⁸ O mogućoj upotrebi navedenog razloga kao opravdanja MEQRs u kontekstu opskrbe energentima vidi gorespomenuti slučaj *Campus Oil* iz 1984. godine i Bodiroga-Vukobrat, N. *et al.*, op. cit. str. 67. i 68.

⁹⁹ Pri tom je svaka država članica slobodna odrediti razinu zaštite koju nastoji osigurati, ali ECJ ispituje je li stvarni cilj mjere zaštita javnog zdravlja ili zaštita domaće proizvodnje. Mjera mora biti utemeljena na znanstvenim dokazima i istraživanjima (u nedostatku znanstvenog konsenzusa ECJ primjenjuje načelo predostrožnosti). Ibid, str. 68., 69.

¹⁰⁰ Chalmers, Damian et al., *European Union Law*, Cambridge University Press, 2010., str. 766.

¹⁰¹ Bodiroga-Vukobrat, N. *et al.*, op. cit. str. 65. i 83.-85.

¹⁰² Ibid, str. 64.

postoje izvan Ugovora, čini se da nema razloga primjenjivati jednu kategoriju opravdanja na diskriminacijske mjere, a drugu na nediskriminacijska ograničenja".¹⁰³ Iako ECJ u konkretnom slučaju nije prihvatio navedeno stajalište, novija sudska praksa sadrži naznake da bi se i diskriminatorne mjere mogle opravdavati prisilnim zahtjevima.¹⁰⁴ ECJ u nekim slučajevima kreativnim tumačenjima zaobilazi ovu naizgled jasno definiranu podjelu.

3.2. RAZVOJ RELEVANTE SUDSKE PRAKSE ECJ-A

3.2.1. SLUČAJ PREUSSEN ELEKTRA (2001)¹⁰⁵

Pred ECJ-em pojavio se slučaj u kojem je Sud imao priliku izjasniti se o njemačkoj metodi zajamčenih cijena, odnosno njenoj sukladnosti s pravilima o državnim potporama, kao i slobodi kretanja robe. Ishod slučaja bio je nestrpljivo očekivan jer se očekivalo da presuda može dati signal državama članicama u kreiranju njihovih metoda poticanja OIE, potvrditi alternativno ili kumulativno tumačenje pojma državnih potpora te se odrediti o mogućnosti primjene prisilnih zahtjeva u kontekstu diskriminatornih MEQRs.

Godine 1990.¹⁰⁶ u Njemačkoj je donesen Zakon o napajanju električne energije iz OI u javnu mrežu¹⁰⁷ (dalje: StrEG 1990) koji nameće opskrbljivačima (drugog nivoa) obvezu kupnje zelene električne energije proizvedene na njihovom području opskrbe, po fiksnoj minimalnoj

¹⁰³ Mišljenje AG Jacobsa od 21. Ožujka 2002. u slučaju *Danner* (C-136/00). Preuzeto iz: Chalmers, Damian et al., op. cit. str. 878.

¹⁰⁴ *Commission v Belgium*, C-2/90 [1992] ECR I-4431, *Walloon Waste* C-2/90 ECR I-04431. Tako je primjerice, u slučaju *Walloon Waste* ECJ *de facto* priznao oba skupa iznimki u pogledu zabrane ograničenja kretanja robe kao relevantna za zaštitu okoliša, pozivajući se na specifičnu prirodu otpada i tzv. *proximity* princip iz čl. 174. Ugovora, kao i na sekundarno zakonodavstvo.

¹⁰⁵ *PreussenElektra AG v Schleswig AG*, od 13. ožujka 2001., Case C-379/98, ECR 2001 I-02099. Opinion of AG Jacobs delivered on 26 October 2000, Case C-379/98, *PreussenElektra AG v Schleswig AG*, ECR 2001 Page I-02099.

¹⁰⁶ Taj je sustav u na određeni način postojao i prije 1990. godine, ali se oslanjao na pravila tržišnog natjecanja. Njemački sektor električne energije, odnosno njegova struktura opskrbe obuhvaćala je tri nivoa. Prvi su činili nekolicina velikih poduzetnika koji proizvode veći dio električne energije kozumirane u Njemačkoj i upravljaju visokonaponskim mrežama. Funkcija tih mreža nije isporuka energije krajnjim kupcima, već prijenos energije na većoj udaljenosti, izmjena električne energije sa susjednim mrežama i opskrba električne energije regionalnim opskrbljivačima. Izvoz i uvoz električne energije također se odvija na tom nivou. Na drugom nivou je nekoliko regionalnih distributera koji upravljaju srednjenaponskim mrežama koje se napajaju električnom energijom iz prvog nivoa, distribuiraju ju kroz nacionalno područje i opskrbljuju većinom industriju ili kroz niskonaponsku mrežu, potrošače. Na trećem nivou energija se distribuira kroz niskonaponsku mrežu do krajnjih potrošača. Tim mrežama upravljaju regionalni distributeri samostalno ili preko lokalnih distributera koji su uglavnom pod kontrolom lokalnih vlasti. Kako se proizvodnja odvijala na sva tri nivoa, no u najvećem dijelu na prvom nivou, pojam proizvođač uglavnom se odnosio na poduzetnike prvog nivoa, a pojam opskrbljivač na poduzetnike drugog nivoa. Pravila tržišnog natjecanja bila su kreirana kako bi obvezali distributere električne energije (monopoliste na određenom području) na kupnju zelene električne energije, a cijena je bila formirana po principu izbjegnutih troškova. Mišljenje AG Jacobsa, op. cit., para 1.-11.

¹⁰⁷ Gesetz über die Einspeisung von Strom aus erneuerbaren Energien in das öffentliche Netz, BGBl 1990 I, p. 2633, odnosno Stromeinspeisungsgesetz 1990.

cijeni koja se računa na temelju prosječne nacionalne cijene električne energije.¹⁰⁸

1998. godine donešen je Zakon o reformiranju industrije opskrbe električne energije¹⁰⁹ (dalje: StrEG 1998) koji uvodi distribucijsko pravilo, odnosno podjelu tereta troškova kojeg nameće obveza kupnje zelene energije. Prema para 4., opskrbljivač je imao obvezu snositi troškove navedene obveze do iznosa 5% od ukupnog broja kWh koje je isporučio u prethodnoj kalendarskoj godini, dok bi mu ostatak troškova (ukoliko postoje) trebao nadoknaditi viši mrežni operator (proizvođač, opskrbljivač prvog nivoa). Dodatno, para 1. i 2. izričito određuju da se obveza kupnje primjenjuje samo na proizvedenu zelenu energiju u opsegu tog zakona i unutar opskrbnog područja svakog od poduzetnika. Iako se činilo da su navedene promjene odgovor na učestale 'izraze zabrinutosti' EK, te su EK i Njemačka izmjenjivale informacije, Njemačka o tome nije formalno obavijestila EK na propisani način.¹¹⁰

PreussenElektra jedan je od proizvođača električne energije iz konvencionalnih izvora te ujedno upravlja visokonaponskom prijenosnom mrežom kojom transportira električnu

¹⁰⁸ Prosječne cijene svake godine objavljivalo je za to nadležno tijelo. StrEG 1990 sadržavao je također tzv. *hardship* klauzulu prema kojoj u slučaju da ustanovljena obveza uzrokuje nepravedne poteškoće, viši opskrbljivač (obično onaj prvog nivoa, odnosno koji upravlja visokonaponskom mrežom) mora preuzeti navedenu obvezu, no ta iznimka gotovo nikada nije primjenjivana. O nacrtu StrEG 1990 njemačka vlada je, sukladno čl. 108. st. 3. UFEU, obavijestila EK koja ga je odobrila pod obrazloženjem da odgovara europskim ciljevima energetske politike i da bi učinak na cijene električne energije bio minoran s obzirom da OIE čine samo mali dio energetskeg sektora. Ipak, zatražila je da bude obaviještena o primjeni zakona, naglasila potrebu njegova preispitivanja nakon dvije godine te zatražila davanje na procjenu eventualnih izmjena. Izmjene su učinjene 1994. godine, no odnosile su se na povećanje zajamčenih minimalnih cijena određenih tehnologija, ali ne i za energiju proizvedenu iz vjetroelektrana. Ova posljednja je, zahvaljujući upravo StrEG 1990, odnosno njegovom načinu izračuna iznosa zajamčene cijene za tu vrst energije i činjenici da usprkos padu troškova u toj branši zajamčene cijene nisu bile smanjivane, imala konstantan rast u proizvodnji zbog kojeg se sve teže moglo govoriti "o neznatom utjecaju na energetske tržište", a što je bilo opravdanje pod kojim je EK odobrila StrEG 1990. Zbog toga su se određeni predstavnici industrije žalili EK-u koja je 1996. godine izrazila zabrinutost u pogledu usklađenosti zakona s pravilima o državnim potporama te ponudila niz alternativnih izmjena. Zbog usklađivanja s Direktivom o zajedničkim pravilima za unutarnje tržište električne energije 1998. godine donešen je Zakon o reformiranju industrije opskrbe električne energije (StrEG 1998) koji nije uvažio 'prijedloge' EK, odnosno nije uveo dovoljno regresivni element u pogledu zajamčene cijene za električnu energiju proizvedenu iz vjetra. Obveza i način izračuna zajamčenih cijena su zadržani, a novost je uvođenje distribucijskog pravila, odnosno podjele tereta troškova kojeg nameće obveza kupnje zelene energije. Zajamčene cijene su *defacto* pale kao posljedica nižih prodajnih cijena električne energije nakon liberalizacije tržišta električne energije, uslijed čega je tržište energije vjetra privremeno stagniralo. (Rathke, Julia: Analysis of the economic efficiency of the subvention of renewable energies: German energy market as a case study, dostupno na: <http://www.diva-portal.org/smash/get/diva2:216815/FULLTEXT01.pdf>) S obzirom da su se istovremeno očekivale značajne legislativne promjene na europskom nivou, odnosno izmjene drugog RED-a, EK nije poduzela nikakve ozbiljnije korake protiv Njemačke, već je odlučila pričekati do predaje izvješća Njemačke o utjecaju primjene takvog zakona. Nakon što je 2000. godine Njemačka donijela novi zakon koji se ticao poticanja OIE (*Gesetz für den Vorrang Erneuerbarer Energien*) koji se opet temeljio na obvezi plaćanja zajamčene cijene, ali iznos nije bio vezan uz cijene električne energije (koje su očito bile u padu), već fiksno određene zakonom za svaku od kategorija izvora energije, EK je započela postupak u pogledu tog tog zakona, smatrajući kako joj je on trebao biti dostavljen na procjenu.

¹⁰⁹ *Gesetz zur Neuregelung des Energiewirtschaftsrechts*, BGBl, 1998 I, p. 730.

¹¹⁰ Mišljenje AG Jacobs, op. cit., para 87. Isto tako je presudio i ECJ. Zapravo pitanje je li EK bila obaviještena na propisani način bilo je sporno, s obzirom da je Njemačka poslala nacrt novog zakona EK-u, u okviru kojeg je naravno bio i sporni para 4. StrEG 1998, no AG Jacobs, kao i ECJ utvrdili su da takava korespondencija nije jednaka onoj koja je ustanovljena čl. 108. st. 3. UFEU.

energiju regionalnim opskrbljivačima. Među njima je i *Schleswag*¹¹¹ koji kupuje električnu energiju gotovo isključivo od *PreussenElektre*. Prema para 2. StrEG 1998, *Schleswag* je imao obvezu kupiti svu zelenu električnu energiju proizvedenu na svom području opskrbe. Kako je proizvodnja energije iz vjetra rasla, u travnju 1998. godine, *Schleswagova* kupnja zelene energije dosegla je 5% ukupne električne energije koju je prodao prethodne godine, zbog čega je prema distribucijskom pravilu iz para 4. StrEG 1998 *Schleswag* tražio povrat dijela iznosa od *PreussenElektre*. Nakon plaćanja dijela iznosa, *PreussenElektra* podigla je tužbu protiv *Schleswaga* pred prvostupanjskim sudom u Kielu, tražeći povrat učinjenog plaćanja s obzirom da je pravilo na kojem se plaćanje temelji protivno odredbama UFEU o državnim potporama i da su povrijeđena pravila postupka obavješćavanja EK. S druge strane, tuženik je smatrao kako je plaćanje učinjeno prema valjanoj pravnoj osnovi jer sporna odredba (para 4.) regulira samo distribuciju troškova, no sama za sebe ne uključuje ikakvu potporu proizvođačima zelene energije. U tom kontekstu, njemački sud pokrenuo je postupak prethodnog tumačenja pred ECJ-om o usklađenosti obveze kupnje zelene električne energije ustanovljenoj StrEG 1990 i StrEG 1998 s pravilima o državnim potporama i slobodi kretanja robe.

PITANJE USKLAĐENOSTI S PRAVILIMA O DRŽAVNIM POTPORAMA

Prema shvaćanju njemačkog suda, potreba za tumačenjem definicije državnih potpora proizlazi iz suprotstavljanja dviju teza. Nacionalni sud pošao je od presuda ECJ-a *Van Tiggele*¹¹² i *Sloman Neptun*¹¹³ koje sugeriraju da se u konkretnom slučaju ne radi o državnoj potpori jer su ekonomske pogodnosti dodijeljene domaćim proizvođačima zelene energije financirane isključivo sredstvima privatnih poduzetnika, a ne kroz državna sredstva. S druge strane, nacionalni sud izražava bojazan da bi takva uska interpretacija državnih potpora mogla omogućiti zaobilaženje pravila o državnim potporama.¹¹⁴

Njemačka je tvrdila da se ne radi o državnim potporama jer u konkretnom slučaju potpora nije financirana državnim sredstvima. Bilo koje šire tumačenje bi, prema mišljenju Njemačke "podvela cijelo nacionalno zakonodavstvo koje regulira odnose među poduzetnicima

¹¹¹ Preussen Elektra u njemu drži oko 65% udjela, dok ostatak udjela drže regionalne vlasti.

¹¹² Još 1978. godine u presudi *Van Tiggele*, ECJ je naznačio kako se traži teret državnih financija. Kako je objasnio AG Caportoti u svom mišljenju, mogući nepovoljni položaj za uvoznu robu u konkretnom slučaju trebao bi biti procijenjen prema odredbi o slobodi kretanja robe, a ne širenjem definicije državne potpore.

¹¹³ Iako je u svom mišljenju AG Darmon sugerirao da je izvor financiranja mjere irelevantan, već da je samo potrebno da mjera bude rezultat ponašanja za koji je država članica odgovorna, ECJ je citirao *Van Tiggele* slučaj navodeći kako je razlika između ta dva pojma samo da se ukaže na direktan i indirektan način dodjele potpore te da mjera u pitanju kreirana da dodjeljuje korist određenim poduzetnicima i činila dodatan teret državi.

¹¹⁴ Mišljenje AG Jacobsa, op. cit., para 58.

u okvire državne potpore, što bi utjecalo na podjelu nadležnosti država članica i Zajednice kakva je ustanovljena Ugovorom."¹¹⁵ Suprotna strana predvođena EK-om¹¹⁶ isticala je nekoliko argumenata. U prvom redu, EK se nastojala izboriti za šire tumačenje pojma državne potpore navodeći sudsku praksu koja nužno ne podrazumijeva financiranje iz javnih sredstava.¹¹⁷ Njeno šire, ekonomsko tumačenje proizlazi i iz svrhe pravila o državnim potporama kojima je cilj osigurati slobodno tržišno natjecanje, pa bi glavna odrednica prilikom utvrđivanja ometa li mjera tržišno natjecanje trebala biti učinak te mjere na tržište. Pri tom navodi da do većeg narušavanja tržišnog natjecanja može doći ako mjeru financiraju isključivo konkurenti, a ne svi građani,¹¹⁸ te kako je indikativno da proizvođači zelene energije u konkretnom slučaju, zahvaljujući načinu izračuna iznosa potpore, mogu jednostrano povećavati njen iznos povećavajući proizvodnju i smanjujući troškove proizvodnje i tako stvoriti dodatno ekonomsko opterećenje za svoje konkurente. Čak i ako predmetna mjera ne bi u užem smislu potpadala pod čl. 107. UFEU, trebala bi se tretirati kao mjera koja ima istovrsni učinak državnoj potpori. Takvu konstrukciju EK je stvorila zajedničkim čitanjem čl. 107. st. 1. i čl. 4. st. 3. UFEU koji obvezuje države članice na lojalno postupanje, odnosno traži od njih da se suzdrže od donošenja mjera koje bi mogle priječiti ostvarenje ciljeva ugovora.¹¹⁹

Drugi skup argumenata smjera dokazivanju da predmetna mjera jest financirana kroz

¹¹⁵ Mišljenje AG Jacobsa, op. cit., para 108.

¹¹⁶ *PreussenElektra* i *Schleswig* u većem dijelu podupiru EK. Zanimljivo je da se i *PreussenElektra* i *Schleswig*, suprotstavljene strane u postupku pred nacionalnim sudom, slažu kako bi obvezu kupnje zelene energije i plaćanja minimalnih fiksnih cijena prebalo preispitati u vidu pravila o državnim potporama. Te su kompanije, naime, već pokušale osporiti rješenja sadržana u StrEG 1998 u nizu postupaka pred njemačkim Ustavnim sudom. (Mišljenje AG Jacobsa, op. cit., para 158.) Uzimajući u obzir tu činjenicu zajedno s činjenicom da *PreussenElektra* drži oko 65% udjela u *Schlaewagu*, Njemačka i umješači (*Windpark* i pokrajina *Schleswig-Holstein*) tvrdili su da je spor lažan te u tom smislu izrazili sumnju u dopuštenost pitanja koje je uputio nacionalni sud, kao i da upućena pitanja nisu relevantna za rješavanje konkretnog spora. Ipak, ECJ je utvrdio dopuštenost upućenog pitanja. O tome vidi više, para 28.-53. Presude, posebice para 38., 39.

¹¹⁷ Prema EK, frazu "dodjeljene od strane države članice ili kroz državna sredstva" trebalo bi čitati tako da ovo posljednje znači mjere financirane od strane države, a prvo sve ostale mjere države koje nisu financirane kroz javna sredstva. Smatra da se mehanizam ustanovljen StrEG 1998 razlikuje od *Van Tiggele* i *Sloman Neptun* slučajeva te je bliži slučajevima u kojima je ECJ presudio da se radi o državnim potporama (*Van der Kooy*, *Ecotrade*, *Commission v France* i *Steinike & Weinlig*). Mišljenje AG Jacobsa, op. cit., para 109. Podredno, ukoliko ECJ odluči da iz sudske prakse proizlazi drugačije tumačenje, EK predlaže preispitivanje sudske prakse kako bi se spriječilo države članice u zaobilaženju pravila o državnim potporama.

¹¹⁸ Mišljenje AG Jacobsa, op. cit., para 139., 143., 144.

¹¹⁹ Prema tome bi zabrana državnih potpora bila proširena i na mjere o kojima odlučuje država, a koje financiraju privatni poduzetnici. Pri tom je važno naglasiti da je EK već koristila sličan argument u slučaju *Commission v France*. Određeni farmeri bili su financirani viškom prikupljenim tijekom godina od strane francuske *Caisse nationale de crédit agricole*. EK je navela da je država inicijator odluke o dodjeli pomoći, ali da višak iz kojeg su bili financirani nije dolazio iz državnih sredstava već prikupljen ulaganjem privatnih sredstava te je stoga smatrala da se ne radi o državnoj potpori u striktnom smislu, već o mjeri koja ima istovjetan učinak državnoj potpori koja bi bila zabranjena čl. 4. st. 3. UFEU. AG Mancini bilo je mišljenja da se radilo o financiranju kroz državna sredstva. No, ECJ nije ispitivao da li se radilo o financiranju kroz državna sredstva, ali je smatrao da se radi o državnoj potpori. ("Zbog generalnosti izraza korištenih u definiciji, bilo koja državna mjera, dok god ima učinak dodjele potpore u kojem god obliku, može biti procjenjena temeljem čl. 107. st. 1. UFEU")

državna sredstva. Tako bi se obveza kupnje koja negativno utječe na primanja poduzetnika kojima je nametnuta obveza i u konačnici rezultira korespondirajućim gubicima poreznih prihoda, trebala smatrati umanjnjem sredstava državnog proračuna, a time i financiranjem kroz državna sredstva. Uostalom, mehanizam StrEG 1998 zapravo omogućava konverziju privatnih sredstava u državna sredstva, s obzirom da se privatnim sredstvima postižu oni učinci koje se postiže korištenjem prihoda prikupljenih porezom. Konačno, EK se poziva na slučajeve *Ecotrade* i *Van der Kooy* prema kojima mjera financirana sredstvima javnih poduzeća jest financiranje kroz državna sredstva.¹²⁰

Odluka ECJ-a je vrlo sažeta. Sud se pozivao na relevantnu sudsku praksu¹²¹ i prihvatio uže, kumulativno tumačenje pojma državne potpore¹²² dodajući da u predmetnom slučaju nema izravnog niti neizravnog transfera državnih sredstava proizvođačima zelene energije. Sud je proglasio je irelevantnom "činjenicu da ta obveza ima negativne reperkusije na ekonomske rezultate pojedinih poduzetnika te stoga umanjuje porezni prihod države jer se radi o inherentnom svojstvu konkretne odredbe" i odbacio konstrukciju EK-a o mjeri koja ima istovrsni učinak državnoj potpori, smatrajući da nema potrebe za proširenjem tumačenja čl. 107. koji je sam za sebe dovoljan da regulira ponašanja država članica.

Unatoč kratkom objašnjenju, razlozi odluke i odgovor na svaki od argumenata mogu se iščitati iz mišljenja AG Jacobsa koje se u glavnim točkama podudara s odlukom ECJ-a. Pri pregledu sudske prakse AG Jacobs zaključuje da prevladava uža definicija državnih potpora.¹²³ Također, smatra kako nema potrebe preispitivati sudsku praksu jer je cilj fraze "putem državnih sredstava" očigledno onemogućiti da se izbjegne primjena pravila o državnim potporama u onim situacijama kada bi državna sredstva bila dodijeljena neizravno, putem javnih ili privatnih tijela koje država odabere ili imenuje. Stoga cilj pravila o državnoj potpori nije zaštititi od svih

¹²⁰ Taj argument podrazumijeva da se smanjena zarada javnih poduzeća tretira kao financiranje kroz državna sredstva. EK pri tom navodi da je u šest od devet velikih poduzetnika prvog nivoa većinski dioničar država te da je 60% dionica svih regionalnih opskrbljivača u jednakoj mjeri pod javnim vlastima (obično lokalne). Prema navodima EK, kako StrEG 1998 ne razlikuje između javnih i privatnih poduzetnika koji imaju obvezu plaćanja zajamčene cijene, cijeli zakon je trebalo notficirati. Mišljenje AG Jacobsa, op. cit., para 196.-172.

¹²¹ *Van Tiggele* (C-82/77, 1978, ECR 25, para 24. i 25.), *Sloman Neptun*, para 19., *Kirsammer-Hack* (C-189/91, 1993, ECR I-6185, para 16.), *Viscido* (Joined Cases C-52/97, C-53/97 i C-54/97, 1998, ECR I-2629, para 13.), *Ecotrade* (C-200/97, 1998, ECR I-7907, para 35.) i *Piaggio* (C-295/97, 1999, ECR I-3735, para 35). Zanimljivo je pozivanje na slučaj *Ecotrade* s obzirom da je upravo taj slučaj navodila EK.

¹²² Para 58. presude navodi da pojam intervencije države ili intervencije putem državnih sredstava ne označava da su sve pogodnosti dodjeljene od strane države, bez obzira jesi li financirane kroz državna sredstva, državna potpora, već da takva definicija samo ističe da državna potpora, uz prednosti koje država članica izravno dodjeljuje, uključuje i one koje država članica dodjeljuje preko javnih ili privatnih tijela koja ona određuje ili uspostavlja.

¹²³ Iako *Van Tiggele* slučaj neminovno zahtijeva teret državnih financija, AG Jacobs (u para 122.-125.) priznaje da je sljedeća presuda *Commission v France* donijela određene nesigurnosti. U sljedeća dva slučaja *Van der Kooy* i *Greece v Commission*, ECJ opet nije tražio financiranje državnim sredstvima (para. 126. Mišljenja). No od slučaja *Sloman Neptun*, uvjet da je mjera financirana direktni ili indirektno iz državnih sredstava potvrđen je u slučajevima *Kirsammer-Hack v Sidal*, *Viscido*, *Ecotrade v AFS* i *Piaggio* (para 117.- 121. Mišljenja).

državnih mjera, već samo onih koje podrazumijevaju teret za državu.¹²⁴ Posebno je zanimljiv odgovor na argument financiranja sredstvima javnih poduzeća. AG Jacobs smatra da slučajevi na koje se u tom kontekstu pozvala EK ne pružaju jasan autoritet. Ipak, čak i ako bi se tumačili na način kako sugerira EK, potrebno je ispunjenje dvaju uvjeta. "Opća mjera koja dodjeljuje prednost jednoj grupi poduzetnika na račun druge grupe ne može biti tretirana kao državna potpora samo zato jer jedan manji broj poduzetnika zadnje grupe u cijelosti ili djelomice pod državom. To bi moglo rezultirati apsurdnim rezultatom da ih država mora izuzeti od obveze koja utječe na druge kako ne bi potpadala pod pravila o državnim potporama, što bi očito remetilo konkurenciju."¹²⁵

PITANJE USKLAĐENOSTI SA SLOBODOM KRETANJA ROBE

Iako niti jedna od strana u nacionalnom postupku nije inicirala pitanje ograničenja slobode kretanje robe, nacionalni sud našao je potrebnim razjasniti je li mjera kojom se ustanovljava obveza kupnje domaće zelene energije i to po cijeni višoj od tržišne kompatibilna sa slobodom kretanja robe, konkretnije s čl. 34. UFEU.¹²⁶

Prema *Dassonville* formuli, pojam MEQR uključuje i mjere koje potencijalno mogu ograničiti trgovinu među državama članicama. S obzirom da StrEG 1998 ustanovljava obvezu kupnje samo zelene energije proizvedene u Njemačkoj te time (potencijalno) ograničava mogućnost uvoza istog proizvoda stranog porijekla,¹²⁷ čini se nespornim da se u konkretnom slučaju radi o mjeri koja direktno diskriminira stranu robu. Takva pravna kvalifikacija nije se mogla izbjeći niti tvrdnjama Njemačke kako zelena energija obuhvaćena zakonom čini samo neznatni udio u ukupnoj njemačkoj potrošnji električne energije.¹²⁸

Stoga je trebalo ispitati ima li takvo ograničenje opravdanje. Kao moguća opravdanja,

¹²⁴ Ostali argumenti izvide se iz interpretacije proceduralnih pravila i cilja pružanja veće pravne sigurnosti. Također, za razliku od slučaja *Ecotrade* i *Piaggio* nikakva druga državna ili javna tijela poput javnih banaka nisu umješana u financiranje mjere. AG Jacobs stoga zaključuje da je mjera financirana kroz poduzetnike koji djeluju prema privatnom pravu i od kojih je većina izgleda u privatnom vlasništvu.

¹²⁵ Para 175. Mišljenja. Također, podaci za drugi nivo nisu dostavljeni, a dioničarska struktura podložna je brzim promjenama s osjetnim trendom prema privatizaciji.

¹²⁶ Kako je naznačeno u mišljenju AG Jacobsa (para 198., 199.), ne radi se o mjeri kvantitativnog ograničenja uvoza jer zakon ne zabranjuje niti u potpunosti niti djelomično uvoz električne energije iz drugih država članica, pa zato primarno treba ocijeniti da li se radi o mjeri s istovrsnim učinkom.

¹²⁷ *Schleiswig* je primjerice naveo kako mu je bila ponuđena znatno jeftinija zelena energija iz Švedske, no da ju nije mogao prihvatiti zbog udovoljavanja obveze da otkupi svu zelenu energiju koja je proizvedena na njegovu području opskrbe. *PreussenElektra* tvrdi da udovoljavanje zahtjevu zakona utječe na transmisijske kapacitete za uvoz i izvoz električne energije jer uvođenje energije proizvedene iz vjetra u srednjenaponsku mrežu njemačkih regija u blizini Danske stvara 'uska grla' u transportu između Danske i Njemačke na visokonaponskom nivou (para 200. Mišljenja).

¹²⁸ AG Jacobs u svom mišljenju navodi sumnja u postojanje *de minimis* pravila u tom pogledu te zaključuje da niti taj iznos nije zanemariv. Iako se nije osvrtao na taj argument, ECJ je presudio kako se uistinu radi o MEQR zbog potencijalnog ograničavajućeg učinka na trgovinu između država članica.

EK i Njemačka vide sigurnost opskrbe energijom¹²⁹ i zaštitu okoliša¹³⁰ u vezi s čl. 36. UFEU i pozivaju se na presudu u slučaju *Walloon Waste*. AG Jacobs odbacuje mogućnost podvođenja sigurnosti opskrbe energijom pod čl. 36. UFEU s obzirom da Direktiva o zajedničkim pravilima o unutarnjem tržištu električne energije predviđa moguće mjere u ostvarivanju tog cilja i da bi takva mjera bila neproporcionalna jer bi postigla željeni učinak opskrbe energijom i kada bi u režim uključila strane opskrbljivače zelenom energijom.¹³¹ Iako AG Jacobs smatra da mjera iz StrEG 1998 uistinu služi cilju zaštite okoliša, detektira moguće probleme oko priznavanja takvog opravdanja. Naime, kako je mjera u pitanju diskriminatorna, a zaštita okoliša nije izričito navedena u čl. 36. UFEU, ne postoji mogućnost da se opravda prisilnim zahtjevima. Osvrćući se na *Walloon Waste* slučaj, AG Jacobs daje naslutiti da ne slaže s argumentacijom ECJ-a u tom slučaju,¹³² ali s obzirom da UFEU nalaže integraciju zaštite okoliša ne samo u politike Zajednice, već i unutarnje tržište, priznaje mogućnost da je u određenim slučajevima poželjno opravdati direktno diskriminatorne mjere razlozima zaštite okoliša te u cilju pravne sigurnosti sugerira ECJ-u da pojasni svoje stajalište u tom pogledu.¹³³ Pri tom nadodaje kako zbog priznatog načela iz čl. 130r. st. 2. Ugovora prema kojem se šteta po okoliš treba sanirati na svom izvoru, mjere koje smjeraju zaštititi okoliša po prirodi jesu diskriminatorne.¹³⁴ U kontekstu procjene proporcionalnosti mjere, AG Jacobs ne vidi zašto bi zelena energija proizvedena u drugoj državi članici manje doprinjela cilju smanjenja emisije štetnih plinova od one koja je proizvedena u Njemačkoj.¹³⁵

U presudi ECJ je odlučio da se mjera ograničenja uvoza može opravdati zbog njenog cilja i specifičnih svojstava energetskog tržišta. Priznavajući kako mjera ima za cilj zaštitu okoliša, izbjegao je razjasniti eventualnu primjenjivost obvezujućih zahtjeva, pozivajući se na zaštitu "života i zdravlja ljudi, životinja i biljaka" te razjasnio da Direktiva o zajedničkim pravilima o unutarnjem tržištu električne energije čini samo jedan od koraka u liberalizaciji

¹²⁹ Naime, ta odredba kao jedno od mogućih ograničenja pravila o ograničenju uvoza navodi javnu sigurnost koja prema stavu EK uključuje i sigurnost opskrbe energijom. Dodatno se pozivaju na čl. 8. st. 4. Direktive o zajedničkim pravilima o unutarnjem tržištu električne energije. AG Jacobs odbacuje mogućnost primjene navedene odredbe Direktive u konkretnom slučaju iz razloga što se radi o iznimci od glavnog pravila koju treba tumačiti restriktivno.

¹³⁰ Dodatno se pozivaju i na čl. 3. st. 2., čl. 8. st. 3. i čl. 11. st. 3. Direktive o električnoj energiji. Prema mišljenju AG Jacobsa, čl. 3. st. 2. Direktive nije primjenjiv jer se odnosi i na druge ciljeve osim zaštite okoliša i izričito naglašava potrebu za uporabom nediskriminatornih mjera, dok ostale odredbe Direktive također treba tumačiti kao iznimke od pravila.

¹³¹ Para 207. – 210. Mišljenja AG Jacobsa.

¹³² U tom slučaju ECJ je primijenio prisilne zahtjeve, odnosno opravdanje zaštite okoliša jer je pri procjeni diskriminatornosti mjere uzeo u obzir specifičnu prirodu otpada i načelo prema kojem se štete okoliša imaju sanirati na samom izvoru.

¹³³ Para 211.-213. Mišljenja.

¹³⁴ Para. 233. Mišljenja

¹³⁵ Para 236. Mišljenja

energetskog tržišta ostavljajući određene prepreke prekograničnoj trgovini električnom energijom. Dodatno razjašnjava da je priroda energije takva da kada ju se jednom pusti u transmisijski ili distribucijski sustav, postaje teško utvrditi njeno podrijetlo, odnosno je li uistinu proizvedena iz OI, stoga je nemoguće praktično i pouzdano prekogranično trgovati zelenom energijom dok se ne implementira sustav jamstva podrijetla koji bi bili dokaz izvora proizvodnje.¹³⁶

3.2.2. DALJNI RAZVOJ RELEVANTNE SUDSKE PRAKSE O DRŽAVNIM POTPORAMA

Pred ECJ-em pojavio se slučaj *Stardust Marine* koji, iako se ne tiče metoda poticanja OIE, ipak ima značajan utjecaj na određenje pojma državnih potpora. U tom je slučaju Sud rastumačio koncept državnih sredstava, kao i element pripisivosti mjere državi u kontekstu financiranja mjere iz sredstava javnih poduzeća. Slučaj *Essent* koji se 2006. godine našao pred ECJ-em zanimljiva je kombinacija pitanja raspravljenih u slučajevima *PreussenElektra* i *Stardust Marine*. Konačno, slučaj *Association Vent De Colère* ispituje sukladnost francuske metode zajamčenih cijena s pravilima o državnim potporama.

STARDUST MARINE SLUČAJ (2002.)¹³⁷

1997. godine EK zaprimila je pritužbu konkurenta *Stardust* društva protiv Francuske koja se tiče *Stardustove* rekapitalizacije i uvjeta prema kojima je prenesen na *FG Marine*.¹³⁸ EK je donijela odluku prema kojoj je učinjena rekapitalizacija protivna pravilima o državnoj potpori,¹³⁹ a nakon reakcije francuske vlade, spor se našao pred ECJ-em.

¹³⁶ Para 71.-73., 75., 78.-80. Presude.

¹³⁷ *French Republic v Commission of the European Communities*, C-482/99, ECR 2002 I-04397.

¹³⁸ *Stardust Marine* je kompanija čiji je glavni predmet poslovanja najam jahti. Prilikom njena formiranja, SBT-Batif, društvo kćer *Credit Lyonnais* grupe pod kontrolom države Francuske, djelovala je kao bankar finansirajući *Stardust* zajmovima i jamstvima te je djelovala aranžer financiranja pri ponudi dionica *Stardusta*. Tijekom 1992. i 1993. godine *Credit Lyonnais* je pretrpila značajne gubitke uslijed kojih su francuske vlasti 1994. godine odlučile pružiti financijsku pomoć. Prema planu restrukturiranja, osnovan je *Consortium de Realisation* (CDR) (čije udjele je u potpunosti držao *Credit Lyonnais*) na kojeg su preneseni povezani rizici i troškovi kao i velik dio imovine *Credit Lyonnaisa*. Od 1994. godine *Stardust* je bio pod indirektnom kontrolom *Credit Lyonnais* kroz intermedijara *Altus* nakon njegova povećanja kapitala te je kao dio imovine prenesen na CDR zbog loših poslovnih rezultata i očekivanih gubitaka. Kao društvo kćer CDR-a, *Stardust* je bio dio *Credit Lyonnais* grupe nakon 1995. godine sve do privatizacije grupe. Ipak, menadžment grupe predočio je imati ikakav direktan utjecaj na menadžment *Stardusta* nakon njegova prijenosa CDR-u zbog potpune podjele menadžmenta *Credit Lyonnais* i CDR, do kojeg je došlo zbog Odluke EK 95/574/EC o uvjetnom odobrenju državne potpore koju je Francuska pružila grupi. CDR je povećao kapital *Stardusta* u tri faze, u razdoblju od 1995. – 1997. godine, nakon kojih je 99.90% udjela u kapitalu prodao *FG Marini*.

¹³⁹ Iz odluke EK razvidno je da se državna potpora odnosi na financijsku potporu pruženu prije prijenosa *Stardusta* CDR-u. EK priznaje da bi se mjere provedene kroz CDR, promatrane kao izolirani akt, mogle u određenoj mjeri promatrati kao mjere dobrog menadžmenta koje smjeraju minimiziranju gubitaka i čuvanju interesa države. Ipak,

Prvo pravno pitanje odnosilo se na pojam državnih sredstava.¹⁴⁰ ECJ se priklonio stajalištu EK¹⁴¹ naglasivši da su *Credit Lyonnais*, *Altus* i SBT bili su pod kontrolom države i imaju se smatrati javnim poduzećima¹⁴² te su francuske vlasti uistinu bile u mogućnosti, direktno ili indirektno izvršavati dominantni utjecaj nad navedenim društvima.¹⁴³ S obzirom da su sredstva bila pod stalnom kontrolom države i stoga dostupna nadležnim vlastima,¹⁴⁴ ECJ je presudio da je EK ispravno tumačila pojam državnih sredstava smatrajući da takva interpretacija ne dovodi do diskriminacije javnih poduzeća jer država kroz njih može ostvarivati i druge ciljeve osim onih komercijalne naravi.

Drugo pravno pitanje odnosilo se na pojam pripisivosti mjere državi. Prema stajalištu francuske vlade, kriterij "pripisivosti mjere državi" mora se ispitati pojedinačno za svaki slučaj te se ne može presumirati da je ispunjen samo zbog činjenice da se radi o javnom poduzeću. Naglašava da su u konkretnom slučaju SBT i *Altus* donijeli odluku neovisno o *Credit Lyonnaisu* i od države. ECJ je odbacio argumente EK da se iz konkretne činjenice kontrole države može izvesti i pripisivost mjere državi.¹⁴⁵ Kako javna poduzeća mogu djelovati s više ili manje

niti u tom slučaju ne može se isključiti činjenica da se radi o državnoj potpori. Dodatno, rekapitalizacija i od strane *Altusa* i CDR-a su mjere implementacije pomoći dodijeljene *Stardustu* prije 1994. godine. Prema Odluci, potpora je prethodila rekapitalizaciji iz 1994.-1997., što je zapravo odgođeno plaćanje elemenata potpore i zapravo predstavlja nesavjesno financiranje *Stardusta* od strane Grupe tijekom perioda njezina brzog rasta (1992.-1994. godine). S obzirom da EK smatra da je financijska pomoć dodijeljena *Stardustu* od strane *Altusa* i SBT tijekom 1992., 1993. i 1994. godine korijen državne potpore pobijane odlukom EK, ispitivanje ECJ-a odnosi se primarno na te mjere.

¹⁴⁰ Francuska vlada smatra da u predmetnom slučaju nije došlo do korištenja javnih sredstava, jer činjenica da su mjere financirane imovinom javnog poduzeća ne znači da se automatski radi o korištenju državnih sredstava. Naglašava da sredstva *Credit Lyonnaisa* i njegovih društava-kćeri, ne proizlaze čak niti dijelom iz državnih sredstava. Prvo, bankarska pomoć koju je pružio SBT, društvo kćer *Altusa* bila je financirana na tržištu privatnog kapitala, bez ikakve posebne intervencije javnih vlasti. Drugo, *Altus* i SBT nisu primila nikakva javna sredstva prije njihove intervencije, a *Credit Lyonnais* nije primio javna sredstva prije 1994. godine, do kada je većina sredstava već bila dodijeljena *Stardustu*. Dodatno, EK nije navela razloge zbog kojih smatra da su sredstva korištena u povećanju kapitala *Stardusta* državna potpora.

¹⁴¹ S obzirom da francuska vlada nije osporavala da su sredstva koje je koristio CDS za financiranje *Stardusta* uistinu državna sredstva, ispitivao je jesu li zajmovi, garancije i rekapitalizacija *Altusa* i SBT-a prije no što je *Stardust* prenesen CDR-u, državna potpora.

¹⁴² Pri tom se pozvao na definiciju javnih poduzeća iz Direktive 80/723/EEC od 25. lipnja 1980. godine o transparentnosti financijskih odnosa između država članica i javnih poduzeća (OJ 1980 L 195, p. 25) kako je izmijenjena Direktivom 93/84/EEC od 30. rujna 1993. (OJ 1993 L 254, p.16)

¹⁴³ 31. prosinca 1994. država je držala oko 80% dionica u *Credit Lyonnais* i gotovo 100% glasačkih prava. *Credit Lyonnais* držao je 100% dionica *Altusa*, a posljednji je držao 97% dionica SBT-a, a ostalih 3% *Credit Lyonnais*. Dodatno, predsjednik *Credit Lyonnais* i dvije trećine članova upravnog odbora imenovala je država. Navedeni predsjednik imao je istu ulogu u *Altusu*, a članove upravnog odbora tog društva imenovao je upravni odbor *Credit Lyonnaisa*.

¹⁴⁴ Pitanje je da li takva situacija državne kontrole znači i da su financijska sredstva poduzetnika nad kojim država izvršava kontrolu državna sredstva. Prema sudskoj praksi, nije potrebno ustanoviti u svakom pojedinom slučaju da je došlo do prijenosa državnih sredstava koja su dodijeljena kao prednost jednom od poduzetnika da bi bilo smatrano državnom potporom. Također, prema do tada ustanovljenoj sudskoj praksi, financijska sredstva mogu biti dodijeljena bez obzira jesu li stalna imovina javnog sektora. Ovo je slučaj u kojem država ima mogućnost usmjeriti ta sredstva kako bi financirala određene poduzetnike i to zbog dominantnog utjecaja na javno poduzeće.

¹⁴⁵ Odluka EK temeljila se na činjenici da država drži većinu kapitala i glasačkih prava *Credit Lyonnaisa* te odabire predsjednika uprave i većinu članova upravnog odbora, stoga je pod navedenim okolnostima nemoguće zanijekati

neovisnosti, ovisno o stupnju autonomije koji im dodijeli država, ECJ naglašava da je potrebno ispitati je li država bila involvirana na bilo koji način u primjeni mjera.¹⁴⁶ Pri tome valja primijeniti određene indikatore koji proizlaze iz činjenica slučaja i kontekst u kojem je ta mjera usvojena. ECJ navodi primjericnu otvorenu listu indikatora: integracija države u strukturu javne administracije, priroda aktivnosti te izvršavanje tih aktivnosti na tržištu pod normalnim tržišnim uvjetima konkurencije s drugim privatnim poduzetnicima, pravni položaj poduzetnika (radi li se o subjektu koji je podvrgnut javnom pravu ili pravu društava), intenzivnost nadzora koji državne vlasti obavljaju nad menadžmentom poduzetnika.¹⁴⁷ Također, kako bi se odredilo da li ulaganje javnih vlasti u kapital poduzetnika potpada pod pojam državne potpore, ECJ nalaže primjenu testa privatnog investitora u okviru kojeg je potrebno procijeniti da li bi u sličnim okolnostima privatni investitor približno jednake tržišne snage kao i javno poduzeće postupio jednako, odnosno unio kapital jednakog iznosa, uzimajući u obzir dostupne informacije i predvidljivi razvoj u vrijeme¹⁴⁸ kada je ulaganje učinjeno.

ESSENT SLUČAJ (2008.)¹⁴⁹

Slučaj *Essent* koji se 2006. godine našao pred ECJ-em zanimljiva je kombinacija pitanja raspravljenih u slučajevima *PreussenElektra* i *Stardust Marine*, a tiče se dodatnog plaćanja nametnutog domaćim kupcima tijekom tranzicijskog perioda liberalizacije tržišta energetskog sektora u Nizozemskoj.¹⁵⁰ U prosincu 1996. godine *Aldel* je sklopio ugovor o opskrbi i

da postoji kontrola koju država izvršava nad Credit Lyonnais i kroz njega posredno nad Altusom ili zbog te kontrole, pripisivost državi ulaganja koje je učinio Altus. EK nadalje navodi da Francuska ne može tvrditi da joj je postupanje Altusa bilo nepoznato, a obzirom na strukturu udjela u grupi. ECJ je utvrdio da je takva interpretacija pogrešna jer se temelji samo na organizacijskom kriteriju.

¹⁴⁶ Naravno, pri tom postoji rizik da državna potpora može biti dodijeljena kroz intermedijara tih poduzeća na netransparentan način i tako zaobilazno krše pravila o državnoj potpori. Sud navodi indikatore: da li bi subjekt mogao donijeti konkretnu odluku bez da uzima u obzir zahtjeve javne vlasti, ili činjenica da je, osim faktora organizacijske naravi koji povezuju javno poduzeće s državom, to javno poduzeće, kroz intermedijara kroz kojeg je potpora dana, morao uzeti u obzir odluku ili smjernice određenog državnog tijela. Ipak, sama činjenica da je javno poduzeće osnovano u obliku trgovačkog društva, prema pravu društava, uzevši u obzir autonomiju koju taj pravni oblik podrazumijeva, ne može biti dovoljno da isključi mogućnost da je mjera pripisiva državi.

¹⁴⁷ Para 55. *Stardust Marine* presude.

¹⁴⁸ Pri određivanju je li država primjenila ponašanje savjesnog ulagatelja koji djeluje po principima tržišne ekonomije, važno je smjestiti se u kontekst perioda u kojem je mjera poduzeta, odnosno suzdržati se od procjene koja bi se temeljila na kasnijoj situaciji.

¹⁴⁹ *Essent Network Noord BV and Others v Aluminium Delfzijl BV and Others*, C-206/06, od 17. 07. 2008., ECR 2008 I-05497. Mišljenje AG Mengozzija dostavljeno 24. siječnja 2008. u slučaju *Essent Network Noord BV and Others v Aluminium Delfzijl BV and Others*, C-206/06, ECR 2008 I-05497.

¹⁵⁰ Prema nizozemskom Zakonu o električnoj energiji iz 1989. godine, SEP (društvo kćer četiriju nizozemskih energetskih kompanija koje proizvode, uvoze i prenose električnu energiju) je imao obvezu dugoročnih ulaganja u određene projekte radi postizanja energetskih i ekoloških ciljeva. U svjetlu skore liberalizacije energetskog tržišta, SEP i navedene četiri kompanije sklopile su 1997. godine ugovor s distribucijskim kompanijama prema kojem su se distribucijske kompanije obvezale na plaćanje iznosa koji služi pokrivanju tržišno nekompatibilnih troškova gorenavedenih projekata, a te su kompanije trošak prebacile na potrošače. Godine 1998. usvojen je novi

distribuciji električne energije sa SEP-om i jednom od četiri velike kompanije (*Edonom*) koji je stipulirao fiksnu cijenu za različite usluge te isključivao tržišno nekompatibilne troškove. Nakon što je *Edon* bio prisiljen na restrukturiranje odnosno podjelu aktivnosti na odvojene pravne osobe, javno poduzeće, regionalni mrežni operator *Essent* opskrbljivalo je *Aldel* električnom energijom. Nakon što je *Essent*, prema prijelaznom zakonu iz 2000. godine zahtijevao i naplatu dodatnog troška, a *Aldel* ga odbio platiti, *Essent* je podnio tužbu pred nizozemskim sudom. Stoga se (među ostalima) pojavilo pitanje primjenjivosti pravila o državnim potporama u kontekstu plaćanja dodatnog iznosa u prijelaznom razdoblju, koje je na prethodno tumačenje u konačnici poslano ECJ-u.

ECJ je u prvom redu morao ispitati ispunjava li mjera uvjet "dodijeljenosti od strane države članice ili kroz državna sredstva." S obzirom na činjenice slučaja i mehanizam kojeg Prijelazni zakon ustanovljava, ECJ drži da sredstva korištena u financiranju mjere jesu državna sredstva kada se uzme u obzir narav navedenog plaćanja od strane potrošača energije,¹⁵¹ kao i činjenica da je *Essent* javno poduzeće, a SEP poduzetnik kojem je zakonom dodjeljen zadatak upravljanja ekonomskom uslugom od općeg interesa. Činjenici da je SEP istovremeno centralizirano tijelo za primljeni namet, upravitelj prikupljenih sredstava i djelomice njihov korisnik, ECJ daje manje značenje. Ono što naglašava jest činjenica da je SEP-u bila izričito propisana svrha korištenja sredstava te da u periodu dok si SEP nije prisvojio iznos propisan zakonom, a mogao je to učiniti, sredstva jesu bila pod državnom kontrolom i stoga dostupna nacionalnim vlastima, što je dovoljno da budu okarakterizirana kao državna sredstva.¹⁵² Osvrćući se na presudu *PreussenElektra*, naglašava da u tom slučaju privatni poduzetnici

zakon o električnoj energiji koji je inicirao proces liberalizacije energetskog tržišta prema kojem je navedeni ugovor trebao biti pod promatranjem do završetka procesa liberalizacije. Ipak, od 2000. godine zbog uvođenja novih pravila o cijenama opskrbe i distribucije energije, trošak više nije bilo moguće prebaciti na krajnje potrošače. Stoga je u prosincu 2000. godine stupio na snagu Prijelazni zakon o proizvodnji električne energije koji domaćim kupcima električne energije u periodu od kolovoza do prosinca 2000. godine ustanovljava obvezu da povrh onog što ugovorno duguju mrežnom operatoru, plate i određeni dodatni iznos, a mrežni operator je imao obvezu proslijediti iznose dodatnih plaćanja (namete) kompaniji određenoj zakonom, odnosno SEP-u. Cilj prikupljanja tih sredstava bio je podmiriti tržišno nekompatibilne troškove projekata iz dugoročnih ulaganja, koje bi inače morao snositi SEP i s njim povezana četiri društva. Stoga je SEP zadržavao određeni iznos u tu svrhu, dok je sve što bi bilo skupljeno iznad tog iznosa morao predati nadležnom ministru. O toj posebnoj obvezi u prijelaznom razdoblju nije bila obaviještena EK. Kasnije je navedeni mehanizam bio zamjenjen sistemom financiranja iz javnih sredstava o čemu je EK bila obaviještena te ga je odobrila kao uvjetno dopuštenu državnu potporu prema čl. 107. st. 3. c.

¹⁵¹ Pri tom je nadovezuje na svoje izlaganje u prethodnom pravnom pitanju. Smatra da je ustanovljena obveza plaćanja, zapravo trošak nametnut uvezenoj i domaćoj električnoj energiji (robi) jer se izračunava po objektivnom kriteriju broja kWh prenešene energije. Kako kriterij nije vezan uz uslugu prijenosa električne energije kao takvu (što bi primjerice bilo da se plaćanje računa prema udaljenosti prijenosa), treba se smatrati nametom na robu te je potrebno odrediti radi li se o nametu koji ima isti učinak kao uvozne ili izvozne carine ili diskriminatornom unutarnjem oporezivanju. Para 47. i 66. *Essent* presude.

¹⁵² Para. 68. i 70. *Essent* presude. Pri tom se poziva na presudu u slučaju *Stardust Marine*, para 37.

kojima je nametnuta obveza kupovine zelene energije i plaćanja zajamčene cijene nisu bili odabrani od strane države kako bi upravljali državnim sredstvima, već su obvezu kupnje ispunjavali iz vlastitih financijskih sredstava.¹⁵³ Stoga je prvi zahtjev državne potpore zadovoljen.

Iako se ECJ u većem dijelu presude, očito inspiriran slučajom *Altmark* bavio pitanjem je li navednom mjerom određenim poduzetnicima dodjeljena korist, AG Mengozzi u svom mišljenju vrlo opširno raspravlja o pitanju državnih sredstava s posebnim osvrtom na *PreussenElektra* presudu. Prema njegovu mišljenju, odluka u slučaju *PreussenElektra* mogla bi imati osobito snažan utjecaj na tržište tijekom procesa deregulacije kada tržišno nekompatibilni troškovi koji nastaju kao posljedica liberalizacije postaju veoma bitni te se u velikom broju slučajeva prebacuju na krajnje potrošače u obliku parafiskalnih nameta. Stoga postoji rizik da državne mjere koje mogu imati značajan učinak na ishod procesa liberalizacije *defacto* izbjegnu bilo koji oblik kontrole državnih potpora.¹⁵⁴ U tom slučaju, mjere se ne bi morale ravnati Smjernicama koje EK u tu svrhu objavljuje. Zbog toga AG Mengozzi predlaže ograničavanje dosega učinka presude *PreussenElektra* samo na specifične okolnosti tog slučaja,¹⁵⁵ pa odluka ne bi bila primjenjiva u dva slučaja. Prvo, u situaciji u kojoj se mjera financira nametanjem troškova javnim poduzećima ili kroz sredstva koja su im na raspolaganju. Drugo, u slučajevima u kojima su sredstva financiranja mjere prikupljena nametanjem troškova privatnim osobama i prenesena preko poduzetnika ili tijela koja djeluju kao posrednici.¹⁵⁶ Navodeći relevantnu sudsku praksu, naglašava da nije potrebno da sredstva kojima se mjera financira premanentno budu dio državnog budžeta, već je dovoljno da su konstantno pod državnom kontrolom i stoga dostupne nadležnim vlastima.¹⁵⁷ Pri tom podsjeća na određivanje pojma državnih sredstava u presudi *Stardust Marine* pod koje potpadaju i sredstva javnih poduzeća na koje nad kojima javna vlast ima dominantan utjecaj ili može usmjeriti korištenje njihovih sredstava kako bi financirala određene poduzetnike. Također se osvrće na uvjet "pripisivosti mjere državi" te u kontekstu financiranja od strane privatnih osoba i prijenosa tih sredstava preko posrednika, naglašava da nema razlike između toga da li je potpora dodijeljena direktno od strane države ili kroz javna ili privatna tijela koja je država u tu svrhu odabrala/označila.

AG Mengozzi priznaje mogućnost da bi se u kontekstu presude *PreussenElektra*, u

¹⁵³ Para 74. *Essent* presude

¹⁵⁴ Para 78. Mišljenja AG Mengozzija

¹⁵⁵ Para 98.-100. Mišljenja AG Mengozzija. Specifičnosti su: privatni karakter osoba koje su imale obvezu plaćanja zajamčene cijene i činjenica da njemački mehanizam nije uključivao posrednika, već su plaćanja učinjena direktno proizvođačima zelene energije.

¹⁵⁶ Para 101. Mišljenja AG Mengozzija

¹⁵⁷ Para 104. Mišljenja AG Mengozzija

situaciji kada se uloga posrednika ograničava samo na prikupljanje sredstava i ne dozvoljava ikakvu diskreciju nad korištenjem i dodjeljivanjem sredstava, moglo prigovoriti da se u ekonomskom smislu ne razlikuje od situacije kada se sredstva direktno od privatnih osoba prenose korisnicima sredstava. Kako bi odbacio takav prigovor, stvara sljedeću konstrukciju: ako intervencija posrednika kojeg je odabrala država, pa čak i ako je samo zadužen za prikupljanje sredstava, može remetiti tijek sredstava tako da je moguće identificirati točku u kojoj su, barem indirektno, ta sredstva pod državnom kontrolom iako država nema slobodu u njihovu raspolaganju, ta bi sredstva trebalo smatrati državnim sredstvima.¹⁵⁸ Prema njemu, konstrukcija je primjenjiva na slučaj u kojem je posrednik javno tijelo i kada se obvezni doprinosi plaćaju u fond/sredstva, bilo privatna ili javna, no stvorena od strane države u svrhu njihova distribuiranja u skladu sa zakonom, bez obzira na stupanj autonomije koju ti fondovi imaju u administriranju i alokaciji prikupljenih iznosa.¹⁵⁹

SLUČAJ ASSOCIATION VENT DE COLERE (2013.)¹⁶⁰

Francuska je u svoje zakonodavstvo također unijela metodu zajamčenih cijena kao oblik poticanja OIE. Prema francuskom zakonu, dodatni troškovi svojstveni zadatku javne službe pripisani operatorima električne energije se u cjelosti nadoknađuju plaćanjima krajnjih potrošača.¹⁶¹ Namet potrošača izračunava se prema iznosu potrošnje električne energije, a u slučaju neplaćanja predviđena je administrativna novčana sankcija. Operatori prikupljaju navedena sredstva od krajnjih potrošača te ih prosljeđuju *Caisse des dépôts et consignations* koja ih prema određenim pravilima isplaćuje operatorima koji snose trošak javne službe. *Caisse des dépôts et consignations* je pravna osoba javnog prava¹⁶² koja pruža usluge upravnog, financijskog i računovodstvenog upravljanja za račun nezavisnog upravnog tijela zaduženog za nadzor dobrog funkcioniranja francuskog tržišta električnom energijom i plinom. Tog

¹⁵⁸ Para 108. i 109. Mišljenja AG Mengozzia

¹⁵⁹ S obzirom da je u konkretnom slučaju dodatno plaćanje nametnuto potrošačima električne energije bilo vezano uz uslugu prijenosa električne energije koju je pružalo javno poduzeće Essent, koje je stoga ubiralo navedena sredstva i prenosio ih označenoj kompaniji (SEP-u), AG Mengozzi došao do istog rezultata kao i ECJ.

¹⁶⁰ *Association Vent De Colère! Fédération nationale i dr. protiv Ministre de l'écologie, du développement durable, des transports et du logement, Ministre de l'Économie, des Finances et de l'Industrie*, C-262/12, od 19. prosinca 2013, SL C 52, 22.02.2014, p. 11–12.

¹⁶¹ Čl. 5. Zakona br. 2000-108 od 10. veljače 2000. o osuvremenjivanju i razvoju javne službe za opskrbu električnom energijom (JORF od 11. veljače 2000., str. 2143.), kako je izmijenjen i dopunjen Zakonom br. 2006-1537 od 7. prosinca 2006. o energetske sektoru (JORF od 8. prosinca 2006., str. 18531., u daljnjem tekstu: zakon br. 2000-108).

¹⁶² Ustanovljena je financijskim zakonom iz 1816. Glavnog direktora *Caisse des dépôts et consignations* imenuje predsjednik Francuske u okviru vijeća ministara. Nadzorni odbor i posebni odbori sastoje se od osoba koje imenuju *Assemblée nationale* (donji dom francuskog parlamenta), senat i druge državne institucije. Nadzorni odbor imenuje predsjednika između svojih članova, au praksi se radi o ili članu *Assemblée nationale* ili članu senata.

regulatora izvještava o zakašnjenjenim plaćanjima i neplaćanjima krajnjih kupaca. Ona može ulagati doprinose krajnjih kupaca, a od svoje djelatnosti ne ostvaruje nikakvu dobit te se troškovi upravljanja financiraju putem uplaćenih doprinosa krajnjih kupaca električne energije. Zakonodavstvo također obvezuje distributere na kupnju električne energije proizvedene iz vjetropostrojenja po cijeni većoj od njene tržišne vrijednosti te im nadoknađuje sredstva potrebna za ispunjenje te obveze na goreopisani način. Uvjeti otkupa zelene energije određuju se odlukom nadležnog ministra.

Protiv dvije takve odluke¹⁶³ Association Vent De Colère i jedanaest fizičkih osoba pokrenuli su spor pred *Conseil d'État*. *Conseil d'État* se, pozivajući se na presude *PreussenElektra* i *Essent* obratio ECJ-u s pitanjem bi li se sadašnji francuski mehanizam mogao smatrati intervencijom države ili intervencijom putem državnih sredstava.

U presudi ECJ navodi da prednosti poduzetnicima moraju, s jedne strane, izravno ili neizravno biti dodjeljene putem državnih sredstava i, s druge strane, moći se pripisati državi članici.¹⁶⁴ Nakon utvrđenja da su javne vlasti uključene u donošenje mjere jer je mehanizam uspostavljen zakonom, zaključuje da mjera ispunjava uvjet 'pripisivosti državi'. Također ponavlja da pojam intervencije države ili intervencije putem državnih sredstava, uz prednosti koje država članica izravno dodjeljuje, uključuje i one koje država članica dodjeljuje preko javnih ili privatnih tijela koja ona određuje ili uspostavlja kako bi upravljala potporom te da čak i kada prikupljena sredstva nisu u trajnom vlasništvu državne riznice, činjenica da oni cijelo vrijeme ostaju pod državnim nadzorom te stoga na raspolaganju nadležnim državnim tijelima, dovoljna je da bi ih se okvalificiralo kao državna sredstva.¹⁶⁵ Dodaje kako je već bilo presuđeno da se fondovi koji se financiraju putem obveznih doprinosa koje nameće zakonodavstvo države članice, kojima se upravlja i koje se raspoređuje sukladno tom zakonodavstvu, mogu smatrati državnim sredstvima u smislu članka 107. stavka 1. UFEU-a čak i ako njima upravljaju subjekti koji nisu javna vlast.¹⁶⁶ Stoga, s obzirom na svojstva *Caisse des dépôts et consignations* i činjenicu da je francuski zakon ustanovio načelo potpunog pokrića obveze otkupa od strane francuske države, smatra da su predmetna sredstva pod državnim nadzorom.¹⁶⁷ Zbog svega navedenog presudio je da francuski mehanizam predstavlja intervenciju putem državnih

¹⁶³ Odluka ministra zaštite okoliša, energije, održivog razvoja i prostornog planiranja te ministrice gospodarstva, industrije i zapošljavanja, od 17. studenoga 2008., koja određuje uvjete otkupa električne energije koju proizvode postrojenja koja se koriste mehaničkom energijom vjetra (JORF od 13. prosinca 2008., str. 19032.), i od 23. prosinca 2008., koja nadopunjuje odluku od 17. studenoga 2008. (JORF od 28. prosinca 2008., str. 20310).

¹⁶⁴ Para 16. Association Vent De Colère presude. Pri tom se poziva na presude *Stardust Marine*, *Recueil*, C-482/99., kao i gore navedenu presudu *Doux Élevage* i *Coopérative agricole UKL-ARREE*, t. 27.

¹⁶⁵ Para 20. i 21. Association Vent De Colère presude.

¹⁶⁶ Para 25. Association Vent De Colère presude. ECJ se poziva na presudu od 2. srpnja 1974., Italija/Komisija.

¹⁶⁷ Para 20.-33. Association Vent De Colère presude.

sredstava.

ECJ dodatno pojašnjava da u *PreussenElektra* slučaju država članica nije ovlastila privatna poduzeća za upravljanje državnim sredstvima, pa se niti sredstva nisu mogla smatrati državnim jer ni u jednom trenutku nisu bili pod državnim nadzorom niti je ustanovljen mehanizam poput francuskog koji se odnosi na naknadu dodatnih troškova koji proizlaze iz te obveze otkupa i kojim država članica jamči tim privatnim operatorima potpuno pokriće navedenih dodatnih troškova.¹⁶⁸

3.2.3. DALJNI RAZVOJ SUDSKE PRAKSE O MEQR

Od donošenja odluke u slučaju *PreussenElektra* iz 2001. godine, mnoge su se okolnosti promijenile. Tržište električne energije liberalizirano je u većoj mjeri, a RED je uveo obvezu državama članicama ustanovljavanja sustava jamstva podrijetla (*guarantee of origin*) zelene energije. Radi se o prenosivom elektroničkom dokumentu s utvrđenim minimalnim sastojcima, no prema čl. 15. st. 2. RED-a funkcija jamstva podrijetla ni u kojem slučaju nije vezana za mjere omogućavanja prekogranične suradnje država članica u poticanju OIE. Ipak, države članice su ga dužne priznati kao dokaz podrijetla energije te imaju mogućnost odbiti ga jedino u veoma ograničenom broju slučajeva. Iako je njegova prenosivost neovisna o energiji za koju je izvorno izdan, rec. 52. preambule RED-a nalaže kako on kao dokaz može biti predložen samo jednom te kako je važno razlikovati ga od metode poticanja kojom se koriste određene države članice tj. utrživih zelenih certifikata (TGC). S obzirom da se dijelom oslanjala upravo na ove, sada sanirane nedostatke, nameće se pitanje da li bi argumenti korišteni u presudi *PreussenElektra* vrijedili i danas. Konačno, s obzirom da RED usvaja oprezan pristup u harmonizaciji metoda poticanja OIE, zbog čega se može prigovoriti nedovoljno zalaganje za integraciju europskog energetskog tržišta, pitanje je bi li ECJ mogao pripomoći EK u njenom prvotnom zalaganju za jači stupanj integracije. U srpnju ove godine ECJ se očitovao o mogućem kršenju slobode kretanja robe i to u kontekstu korištenja zelenih certifikata kao metode poticanja OIE usvojene u Švedskoj.

SLUČAJ ÅLANDS VINDKRAFT (2014.)¹⁶⁹

Švedski model poticanja OIE¹⁷⁰ temelji se na dodjeljivanju zelenih certifikata

¹⁶⁸ Para 34.-37. Association Vent De Colère presude.

¹⁶⁹ Ålands Vindkraft AB v. Energimyndigheten, C-573/12. Mišljenje AG Bota izneseno 28. siječnja 2014.

¹⁷⁰ Švedska metoda poticanja OIE uvedena je Zakonom br. 113 o certifikatima električne energije iz 2003. godine koji je zamijenjen istoimenim Zakonom br. 1200 čija je svrha bila implementirati rješenja RED-a u švedsko zakonodavstvo.

proizvođačima zelene električne energije i istovremenoj obvezi opskrbljivača električne energije i određenih potrošača¹⁷¹ da predaju određeni broj zelenih certifikata čime se umjetno stvara potražnja za proizvodnjom zelene energije.¹⁷²

Društvo *Ålands Vindkraft AB* upravlja vjetroelektranom smještenoj u Finskoj, na otočju *Åland*, koja je priključena na švedski distribucijski sustav električne energije. U studenom 2009. godine to je društvo zatražilo od nadležnih švedskih tijela da njegovoj vjetroelektrani Oskar, daju odobrenje za dodjelu certifikata električne energije. Švedsko regulatorno tijelo (*Energimyndigheten*) odbilo je taj zahtjev uz obrazloženje da se odobrenje za dodjelu certifikata električne energije može dati samo postrojenjima za proizvodnju zelene električne energije smještenima u Švedskoj.¹⁷³ Društvo *Ålands Vindkraft* uputilo je tužbu švedskom upravnom sudu kojom traži poništenje te odluke i usvajanje njegova zahtjeva za odobrenje, pozivajući se na povredu čl. 34. UFEU-a. Ističe da bi zbog kvote za certifikate električne energije, koja za predmetno razdoblje iznosila 0,179, program certifikata električne energije trebao rezervirati oko 18 % švedskog tržišta potrošnje električne energije za proizvođače zelene električne energije smještene u Švedskoj, i to na štetu uvoza električne energije iz drugih država članica. Također smatra da se navedeno ograničenje uvoza ne može opravdati razlozima zaštite okoliša jer bi se dodjelom certifikata električne energije za zelene električne energije koja je potrošena u Švedskoj, ali proizvedena u drugim državama članicama, još više potaknula potrošnja zelene električne energije u Švedskoj.

Švedski sud je primjetio da program zelenih certifikata švedskim proizvođačima zelene električne energije omogućuje izravnu ekonomsku prednost u odnosu na proizvođače iz drugih

¹⁷¹ Prema Zakonu iz 2011. godine, obvezi zadovoljavanja kvota podliježu dobavljači električne energije; korisnici električne energije koji sami upotrebljavaju električnu energiju koju su proizveli, ako je u postrojenju čija je instalirana snaga veća od 50 (kW) iskorištena količina veća od 60 MWh po referentnoj godini; korisnici električne energije koji su upotrijebili električnu energiju uvezenu ili kupljenu na Nordijskoj burzi električne energije, i registrirani poduzetnici s velikom potrošnjom električne energije.

¹⁷² Obveza se ne odnosi izričito na kupnju zelene energije, već zelenih certifikata. Odobrenim proizvođačima dodjeljuje se certifikat električne energije po MWh proizvedene zelene električne energije, koji te certifikate prodaju osobama koji imaju obvezu njihove predaje. Certifikatima se može slobodno trgovati na tržištu zelenih certifikata koje je odvojeno od tržišta zelene električne energije. Proizvođači zelene električne energije na taj način ostvaruju dodatni prihod uz onaj kojeg ostvaruju prodajom električne energije na tržištu. Cijene zelenih certifikata određuje tržište mehanizmom ponude i potražnje, a trošak certifikata se u konačnici prenosi na potrošače električne energije. Kvota/broj certifikata električne energije, određuje se s obzirom na cilj koji Kraljevina Švedska želi postići u proizvodnji zelene električne energije te se mijenja ovisno razdoblju, a izračunava se s obzirom na isporuku ili potrošnju električne energije tijekom protekle godine. Za razdoblje od 2010. do 2012. kvota je iznosila 0,179. odnosno toliko je certifikata moralo biti kupljeno za svaki prodani ili potrošeni MWh električne energije. Ukoliko obveznici ne predaju određeni broj zelenih certifikata, sankcionira ih se plaćanjem posebne naknade.

¹⁷³ Važno je spomenuti da se takvo ograničenje ne nalazi izričito u tekstu Zakona iz 2011. Ipak, kako navodi švedski nacionalni sud, iz pripremnih akata za taj zakon kao i za Zakon iz 2003. jasno proizlazi da se odobrenje za dobivanje tih certifikata može dati samo postrojenjima za proizvodnju zelene električne energije koja su smještena u Švedskoj, odnosno nije moguće dati odobrenje za postrojenja smještena izvan švedskog državnog područja.

država članica. Također, iako Zakon iz 2011. formalno uz prodaju certifikata električne energije ne veže i prodaju odgovarajuće električne energije, taj bi propis neizravno mogao poticati prodaju domaće električne energije nacionalnog podrijetla, jer im domaći proizvođači također mogu priskrbiti certifikate koje dobavljači trebaju kako bi ispunili nametnutu im obvezu zadovoljavanja kvota.¹⁷⁴ Konačno, čl. 5. Zakona iz 2011. godine dopušta podnošenje/uračunavanje zelenih certifikata dodijeljenih u drugoj državi jedino ukoliko je švedska shema zelenih certifikata koordinirana sa shemom zelenih certifikata druge države međunarodnim sporazumom. Godine 2011. Švedska je sklopila takav sporazum s Norveškom, no u odnosu na Finsku takav sporazum ne postoji. S obzirom na sve navedeno, švedski sud je u postupku prethodnog tumačenja ECJ-u postavio pitanje radi li se uopće o programu poticanja OIE prema čl. 2. st. 2 (k) RED-a¹⁷⁵ te je li sukladan s čl. 3. st. 3. RED-a,¹⁷⁶ odnosno mogu li se navedene odredbe tumačiti tako da dopuštaju državama članicama implementaciju sheme od koje korist imaju jedino proizvođači smješteni na teritoriju te države članice, što rezultira time da ti proizvođači imaju ekonomsku prednost u odnosu na proizvođače kojima zeleni certifikati ne mogu biti izdani. Uz to, zatražio je tumačenje da li bi se švedski sustav mogao smatrati kvantitativnim ograničenjem ili mjerom s jednakim učinkom, a ako bi, može li se mjera smatrati sukladna UFEUs obzirom na cilj promicanja proizvodnje zelene električne energije.

Prvo pitanje o kojem je raspravljao ECJ bilo je dopušta li uistinu RED ustanovljavanje sheme poticanja OIE organizirane tako da samo domaći proizvođači uživaju njenu korist.¹⁷⁷

¹⁷⁴ Para 28. Ålands Vindkraft presude

¹⁷⁵ Navedena odredba definira "program potpore" kao svaki instrument, program ili mehanizam koji primjenjuje država članica ili skupina država članica koji potiče korištenje (*use*) energije iz OI smanjenjem troškova te energije, povećanjem cijene po kojoj se može prodati ili povećanjem količine nabavljene energije na temelju obveze koja se odnosi na obnovljivu energiju ili na drugi način. To uključuje, ali se na to ne ograničuje, investicijsku pomoć, oslobađanje od poreza ili njegovo smanjenje, povrat poreza, programe potpore koji obvezuju na uporabu OI, uključujući programe koji primjenjuju zelene certifikate i neposredne programe zaštite cijena uključujući plaćanje premija. Ålands Vindkraft je, očito smatrajući kako blagi pristup RED-a u pitanju prekogranične suradnje njemu ne ide u prilog, pokušao otkloniti primjenu RED-a tvrdeći da se RED primjenjuje na sheme koje promiču korištenje zelene energije, a ne na njezinu proizvodnju, što je prema njemu cilj švedskog programa zelenih certifikata. Iako je razlika pojmova korištenja i proizvodnje zelene energije veoma bitna u određivanju uspješnosti dosezanja određenog udjela OIE u ukupnoj potrošnji energije, u ovom pitanju ta je razlika potpuno irelevantna s obzirom da švedski program u potpunosti podpada pod čl. 2. (k) i (l) RED-a, kako je i tvrdilo švedsko regulatorno tijelo te utvrdio ECJ (para 40.-47. Ålands Vindkraft presude).

¹⁷⁶ Radi se o ponuđenim modelima prekogranične suradnje država članica u metodama poticanja OIE. Taj dio pitanja odnosi se zapravo na upit dopušta li RED ustanovljavanje sheme poticanja OIE organizirane tako da samo domaći proizvođači uživaju njenu korist. Tako između ostalog, čl. 3. st. 3. RED-a navodi kako "ne dovodeći u pitanje pravila o državnim potporama, države članice u skladu s čl. 5. do 11. Direktive imaju pravo odlučiti u kojoj će mjeri poduprijeti energiju iz obnovljivih izvora koja se proizvodi u drugoj državi članici."

¹⁷⁷ Naime, Ålands Vindkraft drži da RED zaista nastoji potaknuti korištenje zelene energije kako bi države članice ostvarile svoje obvezujuće ciljeve, no istovremeno ne dozvoljava uvođenje diskriminatornih mjera poticanja s obzirom da bi to rezultiralo neopravdanim ograničenjima trgovine. S druge strane, švedski regulator, kao i njemačka, švedska i norveška vlada, drži da RED izričito dopušta te zapravo pretpostavlja ograničenja pristupu nacionalnim shemama potpore. U tom smislu navode rec. 25. RED-a i čl. 3. st. 3. RED-a prema kojem su države članice slobodne odlučiti u kojoj mjeri će poticati proizvodnju zelene energije u drugim državama članicama te

Analizirajući odredbe RED-a, posebice rec. 25., 52. i 56. preambule, kao i čl. 3. st. 3. ECJ je rastumačio kako takve detaljne odredbe potvrđuju da "namjera zakonodavca Unije nije bila nametnuti državama članicama koje kao metodu poticanja koriste zelene certificate proširenje sheme na zelenu energiju proizvedenu na području neke druge države članice."¹⁷⁸

Iako su pitanja utvrđivanja primjenjivosti odredaba UFEU,¹⁷⁹ kao i utvrđivanja da se radi o mjeri s istovrsnim učinkom,¹⁸⁰ bila osporavana, vjerojatno je svima bilo jasno kako će se zapravo pravna bitka voditi oko pitanja mogućeg opravdanja švedskog programa poticanja OIE kada ga se kvalificira kao mjeru s istovrsnim učinkom. U tom smislu mišljenje AG Bota i presuda ECJ-a u potpunosti se razilaze.

AG Bot je mišljenja da mjera može biti opravdana zaštitom okoliša, čak i ako je diskriminatorna, ukoliko prođe rigorozan test proporcionalnosti. Ipak, ne slaže se sa stavom švedskog regulatornog tijela i vlade koji se referiraju se na presudu *PreussenElektra*, već smatra da treba preispitati rješenje iz *PreussenElektra* zbog dva nova faktora. Prvi je progresivna liberalizacija unutarnjeg energetskog tržišta,¹⁸¹ a drugi implementacija sustava uzajamnog priznavanja jamstva o podrijetlu u RED-u., pri čemu smatra irelevantnim da jamstvo podrijetla energije u kontekstu RED-a služi samo kao dokaz podrijetla, a ne kao mehanizam olakšavanja prekogranične suradnje. Dodaje kako navedeni program poticanja OIE svakako pripomaže cilju zaštite okoliša, ali u kontekstu određivanja proporcionalnosti mjere, navodi da ne bi bilo kontraproduktivno da mjera nema teritorijalnih ograničenja, s obzirom da bi paradoksalno bilo tvrditi da uvoz zelene energije iz drugih država članica može potkopati zaštitu okoliša.¹⁸² Nadalje, smatra da potencijalni rizik destabilizacije nacionalnih programa potpore u

navodi mjere kooperacije (dobrovoljne naravi) kojima se države članice u tom kontekstu mogu služiti. Navode da je RED usmjeren na svaku državu članicu individualno, postavljajući specifične ciljeve za svaku od njih. Stoga su nacionalne sheme poticanja glavni instrument za postizanje navedenih ciljeva te *prima facie* ograničene na teritorij države članice. EK smatra da čl. 3. st. 3. RED-a ne zabranjuje državama članicama formiranje programa poticanja otvorenih samo domaćim proizvođačima.

¹⁷⁸ Para 50.-53. Ålands Vindkraft presude

¹⁷⁹ U kontekstu primjenjivosti čl. 34. UFEU, švedska vlada i švedsko regulatorno tijelo navode da je ustaljena sudska praksa (Radlberger Getränkegesellschaft i S. Spitz, C-309/02, EU:C:2004:799, t. 53) neprimjenjivanje odredbi primarnog prava u slučajevima kada je neko područje iscrpno usklađeno na razini Unije, pa bi svaku takvu nacionalnu mjeru trebalo ocijeniti u odnosu na mjere usklađivanja, a ne odredbe primarnog prava. Ipak, analizirajući odredbe i ciljeve RED-a, ECJ je zaključio da zakonodavac Unije nipošto nije imao namjeru provesti potpuno usklađivanje nacionalnih programa poticanja OIE, niti postoje naznake o namjeri usklađivanja obilježja svojstvenih različitim nacionalnim programima poticanja, pa je stoga moguće primijeniti odredbu čl. 34. UFEU. (para 56-64. Ålands Vindkraft presude)

¹⁸⁰ U tom kontekstu, ECJ smatra da je u najmanju ruku moguća posljedica navedenog programa zaustavljanje uvoza električne energije podrijetlom iz drugih država članica, te kako valja zaključiti da švedski propis može ograničiti uvoz električne energije, osobito zelene, podrijetlom iz drugih država članica i da je, posljedično, mjera istovrsnog učinka kao količinska ograničenja uvoza. (para 73. i 75. Presude)

¹⁸¹ O tome vidi više para 84.-87. Mišljenja AG Bota.

¹⁸² Para 93. Mišljenja AG Bota.

slučaju otvaranja stranim zelenim proizvođačima nije demonstriran, ali da bi ako on i postoji njegove posljedice države članice mogle sanirati. Osvrćući se na odredbe RED-a o potrebi prethodnog sklapanja ugovora o suradnji između država članica, navodi kako svrha tih ugovora nije garancija pristupa programu poticanja OIE, već omogućavanje postizanja nacionalnih ciljeva uz pomoć drugih država članica. Također odbacuje prigovor prema kojem bi proizvođači zelene energije mogli izabrati shemu koja je za njih najpovoljnija i tako se okoristiti benefitima dvaju nacionalnih programa smatrajući da rješenje takvih problema leži u koordinaciji država članica. Konačno, odgovara i na prigovor da bi otvaranje programa poticanja OIE stranim proizvođačima imalo za posljedicu da potrošači jedne države financiraju proizvodnju zelene energije iz postrojenja smještenih u drugoj državi, navodeći kako ta posljedica nije ništa lošija od uvoza fosilnih goriva.¹⁸³ Zbog svega navedenog, AG Bot je mišljenja da navedene teritorijalne restrikcije nisu u skladu sa slobodom kretanja robe.

Presuda ECJ-a uvelike se razlikuje od mišljenja AG Bota. U svom obrazloženju ECJ navodi da iz prethodne sudske prakse proizlazi kako se mjera istovrsnog učinka može opravdati nekim od razloga u općem interesu nabrojanih u članku 36. UFEU-a ili drugim važnim razlozima, dok god je prikladna za ostvarenje cilja kojem teži i u skladu s načelom proporcionalnosti. Iako bi se iz tog para. 76. presude moglo isčitati slaganje s AG Botom o proširenju opravdanja izvan liste navedene u čl. 36. na diskriminatorna ograničenja (s obzirom da švedski program nesumljivo pripada toj kategoriji mjera), valja naglasiti kako ECJ nije izričito dopustio tu mogućnost. Pozivajući se na presudu Komisija/Austrija, naglašava da se MEQR mogu opravdati važnim razlozima zaštite okoliša, a što je cilj mjere švedskog programa. Ovo posljednje izvodi iz presude *PreussenElektra* i ponavlja kako je cilj povećanja korištenja OIE također i zaštita zdravlja i života ljudi, životinja ili biljaka, ali i jedan od ciljeva energetske politike Unije.¹⁸⁴ Zbog svega navedenog bi, prema stajalištu Suda, cilj promicanja OIE mogao biti moguće opravdanje preprekama slobodi kretanja robe. Pri ispitivanju proporcionalnosti mjere, Sud se poziva na mjerila primjenjena u presudi *PreussenElektra*. Pri tom se slaže s mišljenjem AG Bota o progresivnoj liberalizaciji energetskog tržišta i pojačanoj prekograničnoj trgovini električnom energijom. No, i dalje smatra da unatoč uvođenju jamstava podrijetla, ostaje stajati argument specifične prirode električne energije¹⁸⁵ koji karakterizira teritorijalno

¹⁸³ Para 107. Mišljenja AG Bota.

¹⁸⁴ Navedeno proizlazi iz čl. 194. st. 1. (c) UFEU

¹⁸⁵ Para 87. Ålands Vindkraft presude navodi kako ostaje valjan zaključak koji je Sud donio u para 79. presude *PreussenElektra* prema kojem je priroda električne energije takva da joj je, jednom kad se pusti u prijenosni ili distribucijski sustav, teško utvrditi podrijetlo, a osobito izvor energije iz kojeg je proizvedena. Takav zaključak suprotan je od mišljenja AG Bota. ECJ smatra da je svrha jamstava o podrijetlu krajnjim potrošačima naznačiti udjel zelene energije u energetskej mješavini dobavljača električne energije te da jamstvo ne može dokazati dolazi

ograničenje kao nužno za postizanje legitimnog cilja poticanja uporabe OIE u proizvodnji električne energije. Priznajući da bi se isti cilj postigao i otvaranjem programa poticanja stranim proizvođačima, ali istovremeno uvažavajući kako pravo Unije nije dovršilo usklađivanje nacionalnih programa poticanja OIE, ECJ zaključuje da je državama članicama u načelu dopušteno ograničiti prednosti svojih programa na domaću proizvodnju zelene energije. Naglasak na proizvodnju, a ne potrošnju zelene energije, prema stavu suda, proizlazi iz činjenice da se obnovljivost tiče samo načina proizvodnje, pa se i ciljevi zaštite okoliša (smanjenje emisija stakleničkih plinova) mogu učinkovito ostvariti ponajprije u stadiju proizvodnje.¹⁸⁶ Sud nastoji rastumačiti glavne ciljeve RED-a i njihovu svrhu upravo kako bi naznačio da bi pravo Unije, u stanju kakvom se trenutno nalazi, trebalo dopustiti teritorijalna ograničenja u konkretnom slučaju kao nužna¹⁸⁷ i proporcionalna. U daljnjem dijelu presude Sud ispituje udovoljava li švedski propis kao cjelina (ne samo u odnosu na teritorijalnu restrikciju) zahtjevima proporcionalnosti. Pri tom uzima u obzir cilj mjere,¹⁸⁸ činjenicu da se zeleni certifikati prodaju na otvorenom konkurentnom tržištu na način da njihovu cijenu određuje odnos ponude i potražnje, kao i zahtjev za izbjegavanjem prekomjernog kažnjavanja pri određivanju iznosa naknade/sankcije. Stoga određuje kako sustav koji uzima u obzir navedene faktore udovoljava zahtjevu proporcionalnosti.¹⁸⁹

3.3. UTJECAJ PRAVILA O DRŽAVNIM POTPORAMA I SLOBODE KRETANJA ROBE NA KREIRANJE METODA POTICANJA OIE

Poticanje OIE paralelno s procesom integracije i liberalizacije energetskeg tržišta, odnosno stvaranjem unutarnjeg energetskeg tržišta povlači za sobom preispitivanje nacionalnih metoda poticanja OIE sa stajališta odredbi o državnim potporama i slobodi kretanja robe. Takav redoslijed zbivanja potpuno je pravno logičan kada se uzme u obzir da su te odredbe temelj na

li dana količina električne energije koju ti sustavi isporuče doista iz obnovljivih izvora za koje su izdana jamstva, zbog čega je u stadijima distribucije i potrošnje u stvarnosti iz sustava teško iz sustava izdvojiti zelenu električnu energiju.

¹⁸⁶ Para 95. Ålands Vindkraft presude

¹⁸⁷ Pri objašnjavanju nužnosti teritorijalnog ograničenja, razjašnjava da je dugoročni cilj takvog programa potpore potaknuti ulaganja u nova postrojenja, dajući proizvođačima određena jamstva u vezi s njihovom proizvodnjom zelene električne energije u budućnosti. Stoga učinkovitost takvog programa po definiciji zahtijeva određenu dugoročnost koja je osobito prikladna za osiguranje poštovanja načela legitimnih očekivanja ulagača koji su se za takve programe založili i koja jamči nastavak uporabe tih postrojenja. (para 103. presude Ålands Vindkraft).

¹⁸⁸ Prema stavu Suda, cilj je osigurati da dodatne troškove proizvodnje zelene električne energije izravno snosi tržište odnosno dobavljači i korisnici električne energije koji su vezani obvezom zadovoljavanja kvota i, naposljetku, potrošači. Cilj je također poduprijeti uporabu postrojenja za proizvodnju zelene električne energije jednom kada su u funkciji.

¹⁸⁹ Para 109.-119. presude Ålands Vindkraft

kojem počiva europsko tržište.¹⁹⁰

Slučaj *PreussenElektra* dokaz je da su se određene države članice podvrgle kontroli EK i prijavljivale svoje programe poticanja OIE, čak i kada to prema stajalištu ECJ-a nije bilo potrebno. Odluka suda u tom slučaju dala je signal državama članicama da je moguće formirati metodu poticanja OIE koja ima antikompetitivan učinak izvan kontrole EK. Unatoč velikom broju argumenata koje je EK izložila zauzevši se za širi, ekonomski pristup koji ne zahtijeva prijenos državnih sredstava, već stavlja naglasak na učinke mjere, ECJ je usvojio definiciju državne potpore koja je značajno uža od one koju je prethodno primjenjivala EK. Iako je ECJ povremeno, do navedene presude bio u iskušenju prihvatiti alternativni pristup (što je razvidno iz mišljenja AG Jacobsa), čini se da je debata oko alternativnog i kumulativnog shvaćanja državne potpore zaključena. Ipak, odluka u slučaju *PreussenElektra*, kao i druge koje su zauzimale jednako stajalište bila su predmetom različitih kritika.¹⁹¹ Predbacivalo im se da je ECJ *defakto* uzeo u obzir specifičan cilj nacionalnih mjera (radno pravo, zaštita okoliša) te kako bi više važnosti trebalo pridodati sprečavanju distorzija konkurencije. Oba prigovora zapravo se svode na pretpostavku da ekstenzivno tumačenje garantira učinkovitiju ekonomsku i objektivnu procjenu učinka mjere na konkurentnost tržišta, dok bi bilo koja moguća opravdanja dodijeljivanja državne potpore trebala biti procjenjivana na temelju uvjetno dopuštenih potpora iz st. 3. i blokovskih izuzeća za određene kategorije. S druge strane, prema nekim autorima¹⁹² kumulativni pristup povećava pravnu sigurnost i čuva potreban stupanj regulatorne moći država članica, odnosno na odgovarajući način balansira između legitimnih interesa politika država članica i potrebe za unutarnjim tržištem.¹⁹³ Kako je istaknuo AG Jacobs u svom mišljenju, "ekstenzivni pristup obvezivao bi države članice, poduzetnike, EK, nacionalne sudove i ECJ da odlučuju u pogledu sve legislative koja regulira odnos između poduzetnika bez obzira dodijeljuje li selektivne prednosti određenim poduzetnicima u smislu čl. 107. st. 1. UFEU."¹⁹⁴

¹⁹⁰ Prema nekim autorima, model kontrole državne potpore ima puno više sličnosti s principima ekonomskih sloboda nego što to imaju čista antitrust regulacija. (Andrea Biondi & Piet Eeckhout, op. cit., str. 103). Priroda te kontrole nije samo o mikroekonomske natjecanju među poduzetnicima na relevantnom tržištu, već uglavnom makroekonomske nadmetanje/konkurencija država članica. (Buendia Sierra, Not Like This: Some Sceptical Remarks on the "Refined Economic Approach" in State Aid, in Conference Material "The Law of EC State Aid," EUR. STATE AID L.Q. (2006).

¹⁹¹ Kelyn, Bacon: State Aids and General Measures, 17 Y.B EUR. L. 269 (1997), 313-17; Malcolm Ross, State Aids: Maturing into a Constitutional Problem, 15 Y.B EUR. L. 79, 82 (1996); Slotboom, Marco M., State Aid in Community Law: A Broad or Narrow Definition?, 20 EUR. L. REV. 289 (1995), 294-98

¹⁹² Paul Davies, Market Integration and Social Policy in the Court of Justice, 24 Indus L.J. 49, 58-62 81992., kao i mišljenje AG Jacobsa u *Preussen Elektra* slučaju.

¹⁹³ AG Jacobs u svom mišljenju iz slučaja *Viscido* izlaže da bi ekstenzivno tumačenje značilo istraživanje nacionalnih režima radnog prava što bi u konačnici podrazumijevalo "ispitivanje cjelokupnog socijalnog i ekonomskog života države članice samo na temelju Ugovora." (*Viscido v. Ente Poste Italiane*, Joined Cases C-52-54/97, [1998] E.C.R. 2629.16.)

¹⁹⁴ Para 107. mišljenja AG Jacobsa u slučaju *PreussenElektra*.

To je očito ocjenjeno kao veća opasnost od alternative koja inspirira države članice u smišljanju kreativnih rješenja koja prisiljavaju privatne poduzetnike da olakšaju troškove određenim poduzetnicima.

Stavimo li na stranu pitanje kumulativnog i alternativnog tumačenja pojma državne potpore, razvidno je da je EK imala snažne argumente kojima je pokušavala dokazati kako se u širem smislu ipak radi o korištenju državnih sredstava. Tako je tvrdila da su neki od obveznika plaćanja zajamčene cijene javna poduzeća, pa bi se stoga i mjera trebala smatrati kao financirana sredstvima javnih poduzeća, odnosno državnim sredstvima. Ipak, kako je zaključio AG Jacobs, "opća mjera koja dodijeljuje prednost jednoj grupi poduzetnika na račun druge grupe ne može biti tretirana kao državna potpora samo zato jer jedan manji broj poduzetnika zadnje grupe je u cijelosti ili djelomice pod državom. To bi moglo rezultirati apsurdnim rezultatom da ih država mora izuzeti od obveze koja utječe na druge kako ne bi potpadala pod pravila o državnim potporama, što bi očito remetilo konkurenciju." Kako je kasnije i potvrđeno *Stardust Marine* presudom, sama definicija državnih sredstava koju je EK u tom argumentu istaknula u *PreussenElektri* stoji, stoga se teško oteti dojmu da bi presuda u *PreussenElektra* bila drugačija da se Njemačka odlučila na rješenje prema kojem bi obvezu kupnje zelene energije i plaćanja zajamčene cijene nametnula samo javnim poduzećima. Naravno, i tada bi trebalo dokazivati uvjet "pripisivosti mjere državi", no ako se uzme u obzir objašnjenje iz *Association Vent De Colère*, taj bi uvjet bio zadovoljen samom činjenicom što je obveza određena zakonom. Dakle, činjenica da StrEG 1998 nije radio razliku između javnih poduzeća i privatnih društava, zapravo je išao Njemačkoj u korist. Ipak, iako je i javna poduzeća i privatna društva tretirao jednako, mehanizam StrEG 1998 zapravo je omogućio da prikupljena sredstava budu korištena u ispunjavanju klasičnih političkih ciljeva. Stoga bi se prema nekoj klasičnoj podjeli privatne i javne sfere takvi ciljevi obično ispunjavali iz prihoda prikupljenih porezom, nametom i sl. Kako takav sustav uobičajeno podrazumijeva i označavanje određenog tijela zaduženog za upravljanje tim sredstvima, očito je iz francuskog slučaja *Association Vent De Colère* kako je korištenje klasičnog pristupa zapravo ulazak u pojam državnih potpora i pod kontrolu EK.

Iz pravnog gledišta, postojanje državne potpore ovisi o tome ima li javna vlast kontrolu nad sredstvima koja su namijenjena tome da se premoste viši troškovi za proizvođače zelene energije. Ekonomski pak, rezultat mjera u slučajevima *Preussen Elektra*, *Essent*, *Association Vent De Colère* naizgled je identičan, ili u najmanju ruku vrlo sličan: veće troškove proizvodnje u konačnici snose određeni poduzetnici u energetsom lancu odnosno krajnji potrošači ili kroz

namet ili kroz više cijene koje im naplaćuju distributeri.¹⁹⁵ U presudi *Association Vent de Colere* ECJ uzima u obzir i činjenicu da je država nudila određene izgleda da će troškovi biti u cjelosti pokriveni, pa su mrežni operatori kojima je bila nametnuta obveza plaćanja zajamčene cijene snosili puno manji rizik.

Pitanje usklađenosti metoda poticanja OIE sa slobodom kretanja robe se u konačnici, se zahvaljujući razvoju sudske prakse koja nalaže široko tumačenje pojma MEQR, svelo na moguća legitimna opravdanja te kriterije nužnosti i proporcionalnosti tih mjera u ostvarenju legitimnog cilja. S obzirom da se ECJ i u *PreussenElektri* i u *Ålands Vindkraft* presudi između ostalog pozvao na "zaštitu zdravlja i života ljudi, životinja i biljaka" sadržanu u čl. 36. UFEU, moguće je tvrditi kako pitanje primjene prisilnih zahtjeva (opravdanja koja nisu obuhvaćena čl. 36. UFEU) na diskriminatorne mjere još uvijek nerazjašnjeno ili barem nejasno. Ipak, oba slučaja u najmanju ruku ukazuju na mogućnost šireg čitanja čl. 36. UFEU. Tako je u *PreussenElektri* ECJ kao legitimni cilj označio "zaštitu zdravlja i života ljudi, životinja i biljaka" bez da je dodatno objasnio zašto se na taj razlog poziva te dodatno označio i zaštitu okoliša. Kako je pri ispitivanju nužnosti i proporcionalnosti ograničenja vrlo teško tvrditi da bi otvaranje programa poticanja OIE stranim zelenim proizvođačima škodilo cilju zaštite okoliša, ECJ je nužnost opravdao tadašnjim europskim zakonodavstvom u sektoru energetike koje je dopuštalo određena ograničenja slobodi kretanja robe. S druge strane, presuda *Ålands Vindkraft* kao legitimni cilj, odnosno opravdanje označava i poticanje OIE. U posljednjem slučaju ECJ je pratio oprezan pristup RED-a, pa bi se moglo tvrditi da je interes koje države članice imaju u ispunjenju obveze nametnute RED-om stavio iznad interesa stranih proizvođača zelene energije i integracije tržišta zelene energije.¹⁹⁶ Iz navedenih presuda očigledno je da fluidno tumačenje mogućih opravdanja i kriteriji proporcionalnosti i nužnosti mjere omogućuju ECJ-u da svoje presude prilagodi trenutnim zahtjevima europskog zakonodavstva u energetsom sektoru/tržištu. Stoga je pitanje kakvu će ulogu sloboda kretanja robe poprimiti daljnjom liberalizacijom i integracijom energetskega sektora. Naime, načelno se zabrane u pogledu

¹⁹⁵ Pri tom treba napomenuti da je ostalo otvoreno pitanje da li je u Njemačkom sustavu bilo pravno i faktički moguće prebaciti trošak na potrošača, ali niti ECJ niti AG Jacobs nisu mu poklonili pažnju.

¹⁹⁶ Valja podsjetiti kako iz švedskog modela zelenih certifikata proizlazi da bi strani proizvođač zelene energije koji ju uvozi u Švedsku (u svom svojstvu dobavljača) imao obvezu dostave certifikata koje bi morao kupiti na švedskom tržištu certifikata, jer mu se za ispunjenje kvote ne priznaju finski certifikati. Jednaki sustav imaju Belgija i Italija. Tako se i u okviru belgijskog sustava zelenih certifikata pred ECJ-om, čak i prije *Ålands Vindkraft* slučaja otvorilo pitanje sukladnosti metode zelenih certifikata u kojoj se za ispunjenje kvote ne priznaju certifikati iz drugih država. To je pitanje postavljeno u slučaju *Essent Belgium* (C-204/12 do C-208/12) koji je još u tijeku pred ECJ, a o kojem je dostavljeno mišljenje istog AG Bota 8. svibnja 2013. Očigledno se čekalo da se prije donese presuda u *Ålands Vindkraft*. Iako su *Ålands Vindkraft* i *Essent Belgium* veoma slični u pogledu činjenica objašnjenja švedskog upravnog suda je različito od opravdanja belgijskog regulatora.

slobode kretanja robe primjenjuju samo supsidijarno, ukoliko određeno pitanje nije u potpunosti (ili djelomice) uređeno propisima sekundarnog prava. Stoga bi bilo za očekivati da će daljnjom liberalizacijom i integracijom energetskog tržišta odredbe o slobodi kretanja robe i odgovarajućim zabranama izgubiti na značenju. Ipak, kako je razvidno iz posljednjeg slučaja (2014.godine), veći stupanj liberalizacije i integracije energetskog tržišta nije spriječio ECJ da se upusti u procjenjivanje određene metode poticanja OIE u svjetlu odredbi o slobodi kretanja robe (vidi *supra* bilj. 179). U razdoblju od presude *PreussenElektra* (2001.) do *Ålands Vindkraft* (2014.) težište se prebacilo od ispitivanja odredbi Direktive o zajedničkim pravilima za unutarnje tržište električnom energijom na slabosti RED-a. Stoga je za očekivati da će se nacionalne metode barem još dogledno vrijeme moći ispitivati sa stajališta odredbi o slobodi kretanja robe, iako izgleda u benevolentnom tonu, uzimajući u obzir izvore sekundarnog prava.

Konačno, potrebno je podsjetiti da je ECJ u presudi *Ålands Vindkraft* procjenjivao i udovoljava li švedski propis kao cjelina (ne samo u odnosu na teritorijalnu restrikciju) zahtjevima proporcionalnosti. Pri tom je odredio indikatore koji bi se trebali uzeti u obzir, a zanimljivo je da su ti indikatori veoma slični kriterijima koje postavlja EK u svojim Smjernicama prema kojima odlučuje o dopuštenosti državne potpore.¹⁹⁷ Stoga bi se dalo zaključiti da čak i kada država članica izbjegne procjene EK (kao što je to bio slučaj u Njemačkoj), ona je ipak vezana određenim zahtjevima kada kreira svoje metode poticanja OIE. Samo u tom slučaju te ili slične uvjete neće procjenjivati EK u okviru ocjene o uvjetno dopuštenoj potpori, već nacionalni sud u svezi sa slobodom kretanja robe.

4. POTICANJE RAZVOJA NOVIH TEHNOLOGIJA I MOBILIZACIJA PRIVATNIH IZVORA FINANCIRANJA

OIE bi se teško mogli promatrati kao ozbiljni komplement tradicionalnim izvorima energije da nije došlo do razvoja inovacija i tehnologije. Čak i kada određena tehnologija tijekom vremena postane standard na tržištu, konkurencija između OIE poduzetnika potiče na dodatni razvoj zrelih tehnologija i inovativne pristupe u razvoju novih. Kako OIE često ovise o

¹⁹⁷ ECJ je odredio kako u obzir treba uzeti cilj mjere, činjenicu da se zeleni certifikati prodaju na otvorenom konkurentnom tržištu, na način da njihovu cijenu određuje odnos ponude i potražnje, kao i zahtjev za izbjegavanjem prekomjernog kažnjavanja pri određivanju iznosa naknade/sankcije. Nove Smjernice EK u kontekstu zelenih certifikata također značajnim smatraju da cijena zelenih certifikata nije fiksirana unaprijed, već ovisi o ponudi i potražnji na tržištu. EK će ih smatrati kompatibilnima s unutarnjim tržištem ukoliko država članica može dokazati da metoda: a) je suštinski bitna kako bi osigurala održivost OIE, b) ne rezultira prekomjernom kompenzacijom tijekom vremena i kod različitih tehnologija ili prekomjernom kompenzacijom individualno manje korištene tehnologije, ukoliko su uvedeni diferencirani nivoi certifikata po jedinici outputa i c) ne odvraća OIE proizvođače od toga da budu konkurentniji.

novim tehnologijama koje je potrebno posebno razvijati, a evidentno je da i RED potiče razvoj nedovoljno razvijenih tehnologija, postavlja se pitanje na koji način osigurati snažniju financijsku potporu u RD&D fazi,¹⁹⁸ ali i u fazi komercijalizacije. U tim se fazama također snažnije u financiranje uključuje javna vlast¹⁹⁹ kroz povoljne zajmove ili subvencije kako bi opravdali ulaganja privatnog sektora. Čak i u fazi od ustanovljavanja prototipa do komercijalizacije također su nužni poticaji javne vlasti ili neprofitnih organizacija.²⁰⁰ Iako su se zajmovi i subvencije u određenim slučajevima (Danska, Švedska, Njemačka, Austrija) pokazale kao učinkovito sredstvo koje omogućuje tržišni prodor OIE, primjećeno je da zbog nedostatka daljnje inicijative ipak ne osiguravaju njihovo duže zadržavanje na tržištu i zahtijevaju visoko učinkovite sustave nadzora. Njemačka također ima različite programe financiranja koje pruža grupacija banaka Kfw.²⁰¹

Na europskom nivou još 1997. godine uočena je potrebe poticanja privatnog sektora u ulaganje projekata za izgradnju novih OIE postrojenja. Prema priopćenju EK iz 1997. godine,²⁰² države članice bi se primjerice trebale usmjeriti na uvođenje povlaštenih poreznih tretmana za subjekte koji sudjeluju u financiranju OIE (npr. izuzimanje oporezivanja dividende), osigurati

198 RD&D (*research, development & demonstration*) ili RTD (*research and technological development*) su specifične aktivnosti u okviru poslovanja čija je primarna funkcija otkrivanje novih znanja u znanstvenoj ili tehnološkoj sferi radi ustanovljavanja novih proizvoda ili usluga ili razvoja postojećih. Zbog neizvjesnog ishoda, ulagatelji očekuju višestruke povrate svojih ulaganja te se općenito ulaganja u takve projekte smatraju rizičnijima. Te aktivnosti se mogu odvijati unutar samog društva u specijaliziranim odjelima ili biti povjereni istraživačkim organizacijama, sveučilištima, državnim agencijama. Neki su gospodarski sektori po prirodi neminovno usmjereni na te aktivnosti s obzirom da ih jedino one mogu činiti konkurentnima na tržištu.

199Uključenost javne vlasti u takvim situacijama nije toliko neočekivana s obzirom da postoji potreba poticanja patentibilnih i potencijalno komercijalnih tehnologija. Motivi javne vlasti u "ulaganja" tog tipa nisu komercijalne naravi, već imaju svoje uporište u širim i dugoročnim društvenim ciljevima. Primjer takvog djelovanja javne vlasti vidljiv je u Ujedinjenom Kraljevstvu pri poticanju civilnog zrakoplovstva u okviru kojeg je javna vlast sudjelovala u R&D fazi dodjeljujući prihode iz nameta prodane tehnologije koja je prelazila zakonodavno postavljene pragove u prodaji. Hogg, Katy, O'Regan, Ronan, op. cit., str. 46.

200 Privatni ulagatelji u toj su fazi u velikoj mjeri još uvijek nesprenni uložiti u demonstraciju potencijalnih tehnologija koje još nisu tržišno dokazane, zbog čega javna vlast postavlja uvjete natječaja kojima se razmatraju i procjenjuju dostavljene ponude. Tako se primjerice u Danskoj dodjeljuju subvencije za istraživanja u vezi sa zelenom energijom (programi *ForskEL* i *ForskVE*). One su financirane kroz tzv. *public service obligation* (PSO), odnosno pristojbu koju plaćaju svi potrošači električne energije izuzev OIE proizvođača koji svu ili dio proizvedene električne energije koriste za vlastite svrhe. Pored subvencija, Danska pruža jamstva za zajmove namjenjene izradama studija izvodljivosti u okviru lokalnih inicijativa koje uključuju gradnju vjetroenergetskih sustava. Renewable energy policy country profiles, 2011., str. 76., 77., dostupno na: http://www.resaping-res-policy.eu/downloads/RE-Shaping_CP_final_18JAN2012.pdf Iz posljednjeg primjera vidljivo je kako se navedeni tipovi financijske podrške ne koriste samo za razvoj manje istraženih tehnologija, već i za poboljšanje učinkovitosti postojećih tehnologija.

²⁰¹ Jedan od njih je *Kfw Umwelt Programm* u okviru kojeg se društvima nude zajmovi s niskim kamatnim stopama te financira maksimalno 75% investicijskih troškova, do ukupno 10 milijuna eura. Vrijeme vraćanja zajma je 10 godina, no moguće je pod određenim uvjetima i osigurati duži period do 20 godina. *Kwf ERP Programm*, s druge strane, fokusiran je na srednja i mala poduzeća i favorizira ulaganja u Istočnu Njemačku.

202 Communication from the Commission- Energy for the Future: Renewable Sources of Energy, White Paper for a Community Strategy and Action Plan, COM(97)599 final (26/11/1997), str. 16., dostupno na: http://europa.eu/documents/comm/white_papers/pdf/com97_599_en.pdf (posjećeno 20.05.2014.)

start up subvencije za nova OIE postrojenja²⁰³ i sl., a preporuča se i promoviranje drugih financijskih mjera: poticanje razvoja tzv. zelenih fondova na tržištu kapitala, davanja kredita pod povoljnijim uvjetima (*soft loans*) i posebnih aranžmana od strane institucionalnih banaka, osnivanje javnih OIE fondova kojima upravljaju nadležne agencije i pružaju revolving sredstva kao i kreditna jamstva (OIE obveznice). Ipak, u području rizičnog kapitala uočeni su brojni nedostaci.²⁰⁴ 2006. godine EK smatrala je da su Europska investicijska banka (EIB) i drugi međunarodni investitori prepoznali mogućnosti veće profitabilnosti OIE projekata s obzirom da je EIB primjerice postavila cilj ulaganja 50% portfelja zajmova u OIE, a uočena je i tendencija povećanja rokova otplate zajmova za OIE projekte.²⁰⁵ Dodatno, EU je pokrenula mnogobrojne projekte u području istraživanja i inovacija koji nisu nužno vezani samo uz OIE,²⁰⁶ a financiranja OIE projekta moguća su i iz sredstava strukturnih i kohezijskih fondova. Slovačka je primjerice iskoristila mogućnost financiranja iz europskih strukturnih i kohezijskih fondova.²⁰⁷ Također postoji mogućnost financiranja iz različitih europskih programa poput Transnacionalnog programa Istočna Europa,²⁰⁸ Concerto program,²⁰⁹ Otvorenog regionalnog fonda za energetske učinkovitost i OIE za jugoistočnu Europu i sl.

Financiranje razvoja postojećih i novih OIE tehnologija i njihove komercijalizacije može se promatrati kroz prizmu financiranja inovativnih projekata i poticanja poduzetništva. Kako ulaganje u inovacije podrazumijeva visokorizično ulaganje, tradicionalni izvori financiranja navedenim projektima su obično nedostupni. Stoga su u tom pogledu od osobite važnosti fondovi rizičnog (poduzetničkog) kapitala (*venture capital*, VC fondovi) koji ulažu u društva s visokim potencijalom rasta.²¹⁰ Investicijska odluka ovisiti će o mnogim faktorima:

203 Kako su OIE projekti uglavnom visokotehnološki projekti koji mogu imati visoki potencijal za rast, često ih se svrstava u *start up* projekte, odnosno društva koja imaju veliki potencijal za rast te su u potrazi za odgovarajućim poslovnim modelom koji bi im pomogao ostvariti njihov potencijal, ali i investitorima koji bi ih finacijski pratili u svakoj od faza.

204 Ibid., str. 5. Do jednakog zaključka došla je i Svjetska banka za obnovu i razvitak (World Bank. 2006. Clean Energy and Development: Towards an Investment Framework).

205 Communication from the Commission to the Council and the European Parliament, Mobilising public and private finance towards global access to climate-friendly, affordable and secure energy services: The Global Energy Efficiency and Renewable Energy Fund, COM(2006) 583 final, str. 4.

206 Više o tome vidi na: <http://ec.europa.eu/research/index.cfm> (posjećeno: 21. 05.2014.).

207 Više o tome: Summary of..., op. cit. str. 10.

208 Dostupno na: <http://www.southeast-europe.net/en/>

209 Dostupno na: <http://www.concertoplus.eu/concerto/>.

²¹⁰ Radi se o investicijskim fondovima koji prikupljaju sredstva većeg broja osoba i ulažu ih u visokorizične projekte/društva u fazi ranoga rasta. Zbog razine rizika i zahtjevnosti ulaganja, ulagatelji u navedene fondove nisu mali ulagatelji, već kvalificirani ulagatelji. Horizont ulaganja je najčešće 3 – 7 godina, nakon čega se realizira jedna od strategija izlaska iz društva (npr. prodaja udjela strateškom partneru, menadžmentu društva ili nekoj drugoj osobi putem IPO-a). Zarada se temelji na razlici između ukupnog ulaganja (početnog ulaganja i dodatnih ulaganja u kasnijim fazama) i iznosu ostvarenom izlaskom iz društva. *Private equity* je širi pojam jer (teoretski) ulaže bez obzira na stadij rasta/razvoja društva. Ipak, PEQ fondovi najčešće financiraju faze ekspanzije društva.

inovativnosti, konkurentnosti i isplativosti poslovnog plana, kvaliteti menadžmentskog tima, rezultatima *due dilligencea*, postojanju i zaštiti prava intelektualnog vlasništva i sl. Kako se radi o značajnim kapitalnim doprinosima, takva ulaganja popraćena su nizom specifičnih ugovornih odredbi koje reguliraju odnose između društva, menadžerskog tima i fonda rizičnog kapitala.²¹¹

Na nivou EU fondovi rizičnog kapitala regulirani su Direktivom o menadžerima alternativnih investicijskih fondova (AIFMD)²¹² i Uredbom o europskim fondovima poduzetničkog kapitala (EuVeca).²¹³ U cilju poticanja prekograničnog djelovanja AIFMD uvodi koncept putovnice za menadžere AIF-a, namećući ispunjenje određenih zahtjeva u vidu zaštite od sistemskog rizika (u svrhu stabilnosti tržišta kapitala) i zaštite ulagatelja.²¹⁴ Prilikom donošenja AIFMD-a mnoge je začudio pristup europskog zakonodavca koji je širokom definicijom alternativnog investicijskog fonda²¹⁵ pod regulatorni nadzor stavio menadžere fondova ne uzimajući očigledne specifičnosti primjerice hedge fondova u odnosu na PEQ fondove. Ipak, čl. 3. AIFMD-a uvodi iznimku za menadžere AIF-a koji upravljaju imovinom u vrijednosti manjoj od 500 milijuna €, ako se pri upravljanju ne koriste tehnike financijske

²¹¹ Odredbe vezane za zaštitu prava ulagatelja, odnosno osiguranja kontrole nad društvom (tzv. *swamping rights*, zaštita od *dillusion of rights*), odredbe vezane za poslovne rezultate društva (*rachets*), odredbe vezane za odlazak osoba iz menadžmentskog tima u vremenu trajanja investicije (*good/bad leaver*), ograničenja prijenosa udjela/dionica i obvezni prijenosi udjela/dionica kako bi se sačuvala postojeća struktura članova društva, *tag along/drag along* prava koja su najčešće povezana s izlaskom ulagatelja iz strukture društva. (Cvijanović, Vladimir et al., *Financiranje malih i srednjih poduzeća*, HVCA 2008, str. 155.-157.)

²¹² Directive 2011/61/EU of the European Parliament and of the Council of 8 June 2011 on Alternative Investment Fund Managers and amending Directives 2003/41/EC and 2009/65/EC and Regulations (EC) No 1060/2009 and (EU) No 1095/2010 (OJ 1.07.2011, L 174/1).

²¹³ Regulation (EU) No 345/2013 of the European Parliament and of the Council of 17 April 2013 on European venture capital funds (OJ 25.04.2013, L115/1).

²¹⁴ Kapitalni zahtjevi (čl. 9. AIFMD), uvjeti poslovanja (poglavlje III. AIFMD – politika nagrađivanja, zaštita od sukoba interesa, upravljanje rizicima i likvidnošću, organizacijski zahtjevi – vrednovanje imovine i delegacija poslova), imenovanje nezavisnog depozitara (čl. 21. AIFMD), zahtjevi transparentnosti (poglavlje IV. AIFMD – izrada i dostava godišnjih izvješća, objave ulagateljima, izvještavanje regulatora). O AIFMD i materiji investicijskih fondova vidi više: Čulinović-Herc, Edita et. al.: *Pravno uređenje UCITS fondova na tržištu kapitala*, PFSR, Rijeka, 2013.

²¹⁵ Čl. 4. st. 1. a) AIFMD definira AIF kao subjekt za zajednička ulaganja, uključujući i njegove investicijske dijelove koji: prikupljaju sredstva od brojnih ulagatelja s namjerom da ih ulože u skladu s utvrđenom politikom ulaganja u korist tih ulagatelja i ne zahtijevaju odobrenje za rad u skladu s UCITS-om, dok pod pojmom menadžera AIF-a podrazumijeva pravne osobe čija je redovita djelatnost upravljanje jednim ili više AIF-a. (čl. 4. st. 1 b). Prema čl. 5. AIFMD-a svaki AIF mora imati jednog AIFM-a koji može biti vanjski (pravna osoba imenovana od strane AIF-a ili u ime AIF-a i koji je takvim imenovanjem odgovoran za upravljanje AIF-om) ili unutarnji upravitelj (u slučaju kad pravni oblik AIF-a omogućuje unutarnje upravljanje i kad upravljačko tijelo AIF-a odabere da neće imenovati vanjskog UAIF-a, sam AIF koji tada ima odobrenje za rad kao UAIF). Čl. 2. st. 3. AIFMD-a isključuje polje primjene direktive primjerice holding društva, programe sudjelovanja zaposlenika ili programe štednje zaposlenika, kao i sekuritizacijske subjekte posebne namjene. Takav pristup definiranju pojma AIF-a doveo je do mnogobrojnih nedoumica kod nacionalnih zakonodavaca koji su morali implementirati AIFMD, nacionalnih regulatora koji su nakon toga izdavali posebne smjernice u tumačenju pojma AIF-a. Kako ne bi došlo do divergentnih pristupa država članica ESMA je izdala Smjernice o glavnim pojmovima AIFMD-a (ESMA/2013/611, 13.08.2013.), no definicija AIF-a te posljedično polje primjene AIFMD-a nisu u potpunosti razjašnjeni. O tome vidi više: Zetsche, Dirk A.: *Scope of the AIFMD*, str. 39. -70., u: Zetsche, Dirk A.: *The Alternative Investment Fund Managers Directive – European Regulation of Alternative investment Funds*, Wolters Kluwer, Nizozemska, 2012.

poluge (*leverage*) i ne predviđaju mogućnost ostvarivanja prava isplate tijekom razdoblja od 5 godina nakon datuma početnog ulaganja u svaki AIF. Iako navedeni menadžeri nisu obučeni AIFMD režimom, ipak mogu izabrati da to budu (*opt-in*), osobito ako žele koristiti pogodnosti europske putovnice.²¹⁶ Navedena iznimka učinjena je kako bi se prilagodila specifičnostima VC fondova. Stoga se na menadžere VC fondova primjenjuje EuVeca koja ustanovljava nešto blaži režim u odnosu na AIFMD.²¹⁷ Kako je naglašeno u rec. 1. i 13. preambule EuVece cilj je potaknuti ulaganja u male inovativne subjekte koji su u početnim fazama svog postojanja i koji pokazuju veliki potencijal za rast i širenje, a kojima fondovi rizičnog kapitala osim financijskih sredstava osiguravaju i stručnost, znanje, poslovne kontakte i strateške savjete. Radi poticanja ulaganja i očuvanja povjerenja ulagatelja EuVeca regulira sastav imovine europskih VC fondova, njihove prihvatljive investicijske ciljeve i tehnike kojima se menadžeri tih fondova mogu služiti pri upravljanju, kao i određene kategorije ulagatelja koji ispunjavaju uvjete za ulaganje u takve fondove. Kvalificirana ulaganja mogu biti u obliku tzv. vlasničkih instrumenata ili onih nalik njima tj. onih koji su kombinacija vlasničkog kapitala i duga, pri čemu je prihod instrumenta financiranja povezan s dobiti ili gubitkom društva u koje VC fond ulaže, a prihod u slučaju neispunjenja obveze nije u potpunosti osiguran.²¹⁸ Prema rec. 24. preambule EuVece VC fondovi mogu biti dostupni samo profesionalnim ulagateljima ili onima koji se prema MiFID-u mogu smatrati profesionalnim ulagateljima, uključujući i imućne pojedince²¹⁹ za koje su određene posebne zaštitne mjere. Svrha navedenih odredbi je osigurati dostupnost visokorizičnih ulaganja samo ulagateljima s odgovarajućim profilom. EuVeca uvodi i određena pravila o poslovnom ponašanju prilikom pružanja usluga i odnosima menadžera VC fondova s njihovim ulagateljima, s posebnim naglaskom na upravljanje eventualnim sukobom interesa. EuVeca za razliku od AIFMD-a ne zahtijeva imenovanje neovisnog depozitara.

Iako fondovi rizičnog kapitala mogu značajno doprinjeti financiranju i razvoju inovacija,

²¹⁶ Čl. 3. st. 2. -4. AIFMD-a

²¹⁷ Čl. 2. st. 1. EuVeca određuje kako se uredba primjenjuje na menadžere AIF-a koji upravljaju imovinom VC fondova, a njihova ukupna imovina pod upravljanjem ne prelazi prag postavljen čl. 3. st. 2. t. b) AIFMD-a. Ista odredba zahtijeva od tih menadžera ulaganje u VC fondove, a oni su čl. 3. st. 1. t. a) EuVece definirani kao fondovi koji namjeravaju uložiti najmanje 70% svog ukupno uplaćenog kapitala i obveze uplate kapitala u imovinu koja koja predstavlja kvalificirana ulaganja i koji ne upotrebljava više od 30% ukupno uplaćenog kapitala za stjecanje imovine koja ne predstavlja kvalificirana ulaganja

²¹⁸ Rec. 16. Preambule kao primjere navodi subordinirajuće zajmove, udjele u tajnim društvima, participativne zajmove, prava na udio u dobiti, zamjenjive obveznice i obveznice s varantima. Uredba otvara i mogućnost ulaganja u osigurane i neosigurane zajmove (npr. financiraje premošćivanja) u maksimalnom iznosu do 30% ukupno uplaćenog kapitala VC fonda.

²¹⁹ Čl. 6. EuVece određuje kome se mogu nuditi udjelu VC fondova. Kriteriji za osobe koje preambula naziva imućni pojedinci razrađeni su u čl. 6. To su osobe koje se obvežu uložiti najmanje 100 000 € i u pisanom obliku izjave, u dokumentu odvojenom od ugovora koji se sklapa u vezi s preuzimanjem obveze ulaganja, da su svjesni rizika povezanih s predviđenom obvezom odnosno ulaganjem.

primjećeno je da veliki broj projekata i poduzetnika u najranijoj fazi nije privlačan VC fondovima jer projekti još nemaju potencijal rasta koji zahtijevaju VC fondovi, niti potencijal za dovoljno veliki izlaz. VC fondovima su privlačnija ulaganja u fazama nakon *seed* i *start-up* faze projekta/društva.²²⁰ Kako je i u tim fazama potrebno prikupiti određena financijska sredstva, poduzetnici se u pravilu oslanjaju na vlastita sredstva,²²¹ FFF (*fools, friends, family*) sredstva te sredstva poslovnih anđela.²²²

5. CROWDFUNDING

U nedostatku dostupnih i povoljnih izvora financiranja u praksi se razvio inovativan način prikupljanja sredstava od šire javnosti (*crowd*) posredstvom internetske platforme poznat pod nazivom *crowdfunding* (dalje: CF).²²³ Radi se o takvom prikupljanju financijskih sredstava gdje se manji novčani iznosi prikupljaju od velikog broja osoba. Sredstva se prikupljaju za različite vrste projekata predstavljenih na internetskoj platformi, pri čemu sudionici imaju mogućnost međusobne interakcije, kao i izravne komunikacije s nositeljem projekta, a razmjena informacija i mišljenja olakšava donošenje (ulagateljske) odluke (*wisdom of crowd*). CF je razvijen 1990-tih godina unutar internetske kreativne zajednice kao način financiranja umjetničkih projekata, da bi oko 2005. godine dodatno bio korišten u financiranju

²²⁰ Inovativni projekti imaju snažne financijske apetite u različitim životnim fazama. Za najranije faze (eksperimentalna ili tzv. *seed* faza i početna ili tzv. *start-up* faza) u kojima je potrebno prikupiti financijska sredstva za izradu poslovnog plana/pilot projekta, razvoj i finaliziranje proizvoda ili usluge koje se još ne prodaju komercijalno karakterističan je negativan novčani tijek, stoga se u literaturi vežu uz pojam *valley of death*. Tek premošćivanjem navedenih faza može doći do faze ekspanzije kada je novčani tijek pozitivan s mogućnosti ubrzanog rasta jer se proizvodi i usluge prodaju se na komercijalnoj osnovi.

²²¹ Prema podacima EIB-a samo 30% društava koristi kredite, dok se svega 40% pouzda u kratkoročne bankarske kredite. Rizični kapital ulaže u manje od 5 000 visokorastućih društava godišnje, a poslovni anđeli u otprilike 1000. Stoga se veliki broj SME oslanja na njihova vlastita sredstva, obitelj, prijatelje kako bi uložili u rast, financirali ih kroz ekonomske poteškoće, kupnju opreme i sl.

²²² Poslovni anđeli u pravilu imaju drugačiju motivaciju ulaganja od VC fondova. Oni pružaju sredstva koja su izvor financiranja koji pomaže u premošćivanju početnih faza (FFF do VC kapitala). Radi se o fizičkim osobama koje raspolažu vlastitim kapitalom i pružaju određenu vrst mentorske pomoći jer imaju menadžerska iskustva upravo u pokretanju *start-up*ova. Ulažu u društva koja imaju značajan potencijal rasta (inovativan proizvod, kvalitetni kadrovi, potencijal osvajanja značajnog tržišnog udjela), no u pravilu se radi o manjim iznosima od VC fondova. Horizont ulaganja može biti između 3-5 godina, obično u povlaštene dionice, ponekad konvertibilni dug. U posljednje vrijeme primjećenoj je udruživanje poslovnih anđela u mreže poslovnih anđela (u RH Hrvatska mreža poslovnih anđela – CRANE). (Cvijanović, Vladimir et al., *Financiranje malih i srednjih poduzeća*, HVCA 2008, str. 117., 118.)

²²³ Terminološki, *crowdfunding* se razvio od riječi *crowdsourcing* (*outsourcing to the crowd*), termina kojeg su prvi put 2005. godine skovali Jeff Howe i Mark Robinson, urednici časopisa *Wired Magazine*. Više o tome vidi: Tomczak, Alan, Brem, Alexander, A conceptualized investment model of crowdfunding, *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 2013, Vol. 15., No. 4, 335-359, str. 338, 339. Neki autori naglašavaju kako širi CF pokret ima svoje začetke u trendu mikrofinanciranja kojeg je pokrenuo nobelovac Muhammad Yunus. Weinstein, Ross S., *Crowdfunding in the U.S. and Abroad: What to Expect When You're Expecting*, *Cornell International Law Journal* Vol. 46., str. 428.

neprofitabilnih projekata sa socijalnom dimenzijom.²²⁴ S obzirom da su potporu uglavnom dobivali inovativni projekti, vrlo skoro je našao svoju primjenu u financiranju istraživanja i razvoja. Također je prepoznat kao prikladan za financiranje inovativnih komercijalnih projekata onih poduzetnika kojima su tradicionalni izvori financiranja, kao i sredstva fondova rizičnog kapitala u toj fazi poslovanja teško dostupni. CF se stoga može promatrati i kao alternativni način financiranja *start-upova* odnosno inovativnih mikro, malih i srednjih poduzetnika (dalje: SME),²²⁵ ali i kao način promicanja određenih društvenih ciljeva (inovacija, ekoloških ciljeva i sl.) i strateško sredstvo u osvajanju tržišta.²²⁶

Doprinos/ulaganje²²⁷ šire javnosti može biti različito pravno impostirano. Osim što se doprinos može tretirati kao donacija (*donation-based CF*), protučinidba za ulagački doprinos može se sastojati u nagradi (*reward-based CF*), proizvodu (*pre-sales CF*) ili uslugama. Doprinos se može smatrati i zajmom (*lending CF, peer to peer model – P2P*) ili drugim oblikom dužničkog financiranja (*debt-based model*),²²⁸ a također se može smatrati izravnim ili neizravnim ulogom u neko trgovačko društvo, ili čak podrazumijeva kreiranje posebnih prava u tom društvu kao što su stjecanje prava na udio u dobiti društva ili na prihod od projekta (*equity-based CF*, dalje: EQ CF).²²⁹ Odabir modela u pravilu ovisi o ciljevima i fazi projekta. S

²²⁴ U početku su CF kampanje lansirane kako bi poduprle glazbenike, neovisne filmaše, pisce, kazališne umjetnike i dr., pri čemu je motivacija doprinosa (obično donacije) bila altruističke naravi, kao i kasnije kod financiranja projekata dobrotvornih institucija, nevladinih organizacija i organizacija civilnog društva. Kako su "nositelji projekata" postajali inovativniji u svojim ponudama, za uzvrat su nudili simboličnu nagradu (prigodni plakat, bedž, susret s umjetnicima, pojavljivanje u filmu kao statist...), krajnji proizvod (snimljeni album, karte za predstavu) ili udio prihodu prodaje albuma. Neki autori smatraju da CF uvelike može doprinjeti razvoju poduzetničkih ambicija u poduhvatima kreativnih industrija. Uostalom i EQ CF prvi put se pojavio u području glazbene industrije. (Hemer, Joachim: A snapshot on crowdfunding, Working papers firms and region, No. R2/2011, 2011., str. 16., 27.)

²²⁵ U poslovnoj praksi pojam *start-up* podrazumijeva tim osoba i njihov inovativni projekt visokog potencijala rasta, pri čemu postoji namjera osnivanja društva. Ovisno o cilju i vremenskom horizontu projekta, projekt može, ali i ne mora uključivati osnivanje pravne osobe tj. do osnivanja društva pravne osobe može doći i tek nakon uspješnog okončanja projekta. U tom je slučaju stvaranje tzv. *market-driven kompanije* cilj projekta koji se ostvaruje tek nakon neprofitne faze i faze u kojoj proizvod još uvijek nije spreman za tržište (prototipi proizvoda). S druge strane, *start-up* često označava novostvoreno inovativno društvo. Do upisa u sudski registar ono djeluje kao ortaštvo, a nakon upisa najčešće kao d.o.o. odnosno kao mikro poduzetnik ili SME.

²²⁶ Literatura daje velik značaj promociji, kao jednoj najznačajnijih uloga CF-a (Ibid, str. 28.). Zbog internetskih platformi i društvenih medija projekt vrlo lako postaje dostupan široj javnosti i može imati viralni učinak. Osobe koje podupiru projekt često su osobno vezane za ciljeve koje on promiče, stoga i sami promoviraju inicijativu/projekt na društvenim mrežama.

²²⁷ U kontekstu primjerice donacijskog CF modela ne može se govoriti o ulaganju jer motivacija nije ostvarenje dobiti. Stoga se kao krovni pojam koristi (ulagački) doprinos.

²²⁸ Tako u kontekstu OIE projekata, nositelj projekta može izdati dužničke instrumente (ispravu o dugu ili dužnički vrijednosni papir, npr. obveznicu) kako bi financirao istraživanje, razvoj ili demonstraciju projekta (ako se radi o inovaciji i/ili *start-up* društvu) ili izgradnju novog postrojenja (ukoliko društvo nema naglasak na inovaciji i posluje koristeći postojeću tehnologiju).

²²⁹ Navedene podjele, kao i definiciju EQ CF treba shvatiti uvjetno jer pojam EQ CF nije jednoznačno određen. Iako se *equity* u hrvatskoj literaturi redovito prevodi kao kapital ili kao temeljni kapital, treba imati na umu da je *equity* izvorno pojam anglosaksonskog podrijetla koji nije striktno pravni pojam. Prema Black's Law riječniku *equity* je "*the extent of an ownership interest in a venture... [it] refers not to a legal concept but to the financial definition that an owner's equity in a business is equal to the business's asset's minus it's liability.*" Dakle, EQ CF

obzirom da OIE projekti uključuju inovativan element i promicanje ekoloških ciljeva, pogodni su za CF, a ukoliko uz navedeno postoji i potencijal visokog rasta, mogu se promatrati kao *start-upovi*.

5.1. POSLOVNA PRAKSA CROWDFUNDINGA

U kontekstu CF-a, kako bi nositelji projekata pristupili širokoj ulagateljskoj publici, oni se odlučuju se za odgovarajuću CF platformu²³⁰ uzimajući u obzir niz čimbenika. S obzirom da su i same CF platforme u velikom broju slučajeva *start-upovi*²³¹ one su izuzetno prilagodljive potrebama tržišta. Zbog toga jer koriste inovativne poslovne modele one mogu poslovati uz bitno smanjene infrastrukturne troškove u usporedbi s bankama. U poslovnoj praksi razvijen je niz različitih načina poslovanja CF platformi. Razlike postoje s obzirom na mogućnosti i uvjete pristupa projekata platformi, uslugama i instrumentima financiranja koje platforme nude,

naglašava prvenstveno imovinski interes osobe uključene u poslovni poduhvat (tj. snošenje poduzetničkog rizika), odnosno u kontekstu prava društava, njena imovinska članska prava. Mnogi autori koriste pojmove CF ulaganje i EQ CF kao sinonime (primjerice: Hornuf, L., Schwienbacher, A.: Which securities regulation promotes crowdfunding, 20.03.2014., str. 2., dostupno na: <http://ssrn.com/abstract=2412124>, posjećeno 28.10.2014.). Takvo poistovjećivanje moglo bi proizlaziti iz činjenice da prinosi dionice, za razliku od prisnosa klasične obveznice ovisi o uspjehu društva i stoga podrazumijeva snošenje poduzetničkog rizika. Ipak, isti autor kao sinonim koristi i *security* CF. U MiFID-u pojam *transferable security* obuhvaća i obveznice, stoga se u tom kontekstu pojam ulaganja širi. Moglo bi se naime tvrditi da i imatelj obveznice snosi određenu razinu rizika i to u slučaju stečaja izdavatelja. Iako je tada imatelj obveznice u boljem položaju od dioničara (odnosno člana društva), ipak postoji rizik da su gubitci društva toliki da imatelj obveznice u stečajnom postupku ne ostvari povrat uloženog, pogotovo ako se radi o *junior* obveznicama. Pojam *security* u pravu SAD-a preklapa se s pojmom financijskih instrumenata iz ZTK, a ponekad ima i šire značenje. Intencija federalnog zakonodavca SAD-a je pojmom ulaganja obuhvatiti sve osobe koje aktivno ne sudjeluju u svakodnevnom poslovanju društva. Predstavnicima europske CF industrije (*European Crowdfunding Network*) pod pojmom CF ulaganja podrazumijevaju EQ CF u što su uključeni i "equity-like instrumenti koji nude plaćanja poput *equity*-ja i u kojima je osoba koja financira zapravo samo zajmodavac." (De Buysere, K. et al.: A framework for european crowdfunding, 1st ed., 2012., str. 11., dostupno na: http://www.europecrowdfunding.org/files/2013/06/FRAMEWORK_EU_CROWDFUNDING.pdf, posjećeno 28.10.2014.). Pri tom se ne navodi jasno razgraničenje od zajmovnog CF-a, kojeg se spominje kao zasebna kategorija. U istom smjeru ide i veliki dio literature (primjerice Hemer, Joachim: op.cit., str. 10.; Hornuf L., Schwienbacher A.: The emergence of crowdfunding in Europe, Munich Discussion Paper No. 2014-43, 2014., str. 2., dostupno na: [http://epub.ub.unimuenchen.de/21388/1/Hornuf%20Schwacher%20-%20The%20Emergence%20of%20Crowdfunding%20in%20Europe%20\(2\).pdf](http://epub.ub.unimuenchen.de/21388/1/Hornuf%20Schwacher%20-%20The%20Emergence%20of%20Crowdfunding%20in%20Europe%20(2).pdf), posjećeno 28.10.2014.). Tako široka definicija sigurno smjera obuhvaćanju obveznica, a vjerojatno i zajmova u kojima se glavnica i kamate isplaćuju u obliku dobiti ili vrijednosnih papira. Isplata kamata u obliku dobiti bila je karakteristična za islamske države, u kojima je zajmodavčevo primanje kamata bilo prikriveno na način da ga se tretiralo kao člana društva čiji je udio postupno bio isplaćivan (*musarah mutanaqisah, diminishing partnership*). U okviru mezzanin financiranja ponekad se kamate isplaćuju u obliku vrijednosnih papira (tzv. *payable in nature interests*), čime zajmodavac stječe članska prava. Korištenje različitih hibridnih instrumenata vlasničkog i dužničkog financiranja dovelo je do shvaćanja kako EQ CF podrazumijeva "ulaganja osoba koje su zauzvrat ovlaštene na udio u dobiti ili prihodu društva ili projekta" (razvidno iz publikacija *European Crowdfunding Network*). Stoga poslovna praksa EQ CF nužno ne podrazumijeva članstvo u društvu, već naglasak stavlja na imovinska prava koja svoju podlogu ne moraju imati u članstvu društva.

²³⁰ Neki autori prave razliku između direktnog i indirektnog CF-a, nastojeći ukazati da postoji opcija izvan korištenja posredničkih platformi. Naime, direktni CF u tom kontekstu podrazumijeva korištenje vlastite internetske stranice u prikupljanju sredstava javnosti (Tomczak, Alan, Brem, Alexander, op. cit., str. 342.). Ipak, CF se u svojoj srži ne odnosi na takve slučajeve i gotovo se ne koristi zbog manjeg uspjeha u prikupljanju sredstava.

²³¹ *Start-up* inovativnost može se očitovati ne samo u stvaranju novog proizvoda i/ili pružanju novih usluga, već i u korištenju postojećih proizvoda i usluga na novi način, odnosno usmjerenosti na nove ciljne skupine.

usmjerenosti na određene skupine unutar šire javnosti i uvjete pod kojima osobe mogu dati svoj (ulagački) doprinos projektu, kao i strukturi naknada koje platforme naplaćuju za pružanje svojih usluga. Najveći stupanj raznolikosti u načinima poslovanja CF platformi postoji u domeni zajmovnih i EQ CF platformi, što je rezultat potrebe da se prilagode postojećem nacionalnom zakonodavstvu.

Početna ideja CF-a sastojala se u tome da je isključivo javnost ta koja odlučuje o projektima i njihovu financiranju zbog čega je pristup CF platformama uglavnom jednostavan i otvoren svim domaćim (ponekad i stranim) osobama i projektima.²³² Ipak, neke platforme specijalizirale su se za određene vrste poduzetnika (npr. *start-upove*),²³³ industrija (npr. OIE projekti)²³⁴ ili ciljeva koje projekt promiče, a pored toga neke od njih zahtijevaju ispunjenje dodatnih kriterija²³⁵ kako bi projekt bio postavljen na platformu. U određenim slučajevima uprava operatora platforme može odlučiti da određeni projekt neće uvrstiti na platformu (tzv. *vetting process*) ili će provesti selekcijski postupak među projektima.²³⁶ U slučajevima kada platforma nudi širok spektar usluga i omogućuje pristup malom broju projekata, provodi se i *due diligence* nositelja projekta naglašavajući da se pristup pruža samo pomno odabranim projektima.²³⁷ Čak i u slučajevima kada operator platforme ne provodi selekciju projekata,

²³² Neke platforme dostupne su isključivo domaćim projektima i ulagateljima (npr. platforma *Seedinvest*), a neke nositeljima projekata iz država članica (npr. *Companisto*). Hrvatski projekti većinom su do sada prikupljali sredstva na stranim platformama.

²³³ Neki autori najviše značaja u okviru *start-up* CF-a pridaju kupoprodajnom CF modelu koji u fazi prototipa igra bitnu ulogu u stvaranju tržišta (Hemer, Joachim, op. cit., str. 30.). Ipak, platforme koje dopuštaju pristup samo *start-upovima* isključivo su usmjerene na EQ CF. Primjeri takvih platformi su: švicarske platforma *c-crowd* i *Investiere.ch*, njemačke platforme *Seedlounge*, *Seedmatch*, *United Equity*, *Companisto*, *Crowdrange*, *Startnext*, *Innovestment*, *Devexo*, *Mashup Finance*; irska platforma *Seedups*; britanske platforme *Crowdcube*, *Seeders*, *CrowdBnk*; francuske platforme *Anaxago*, *Wiseed*, *Afexios*, *Finance Utile*, *Particeep*, *Smartangels*; nizozemska platforma *Symbid*, talijanska platforma *WeAreStarting* i dr. Francuska platforma *Ulule* jednim je dijelom usmjerena na poduzetništvo, ali pri tom koristi donacijski model. Britanska platforma *Assetz Capital* nudi isključivo zajmovni model SME-ima.

²³⁴ Najpoznatije OIE CF platforme su *Solar Mosaic* (SAD, isključivo za postavljanje PV panela), *Abundance Generation* (UK), *Windcentrale* (Nizozemska, vjetroturbine), *TrillionFund* (UK, vjetroturbine, solarna energija, biomasa i hidroprojekti), *GenCommunity* (UK, platforma djeluje kao zadruga, solarni PV projekti), *Solar Schools* (UK, postavljanje PV panela na školske krovove), *Green Crowding* (Njemačka), *Sunnycrowd* (Njemačka).

²³⁵ Postavljanje dodatnih kriterija poput onog da nositelj projekta mora biti *start-up* u obliku d.o.o.- ili j.d.o.o.-a, dostaviti poslovni plan koji mora odgovarati kriterijima platforme i sl. obično je karakteristika EQ CF *start-up* usmjerenih platformi (npr. *Seedinvest* i *United Equity*). S druge strane, *Solar Mosaic* platforma (SAD) koja prikuplja sredstva za projekte postavljanja PV panela na krovove obiteljskih kuća, škola i dr. ima specifične kriterije kao što su pribavljanje potrebnih dozvola za postavljanje panela, ali i primjerice nabavljanje (kupnja ili leasing) opreme isključivo od ponuđenih partnera operatora platforme (!). *Solars Schools* platforma (UK) čiji je operator neprofitna organizacija, pokrenula je inicijativu postavljanja PV panela na školske krovove, po donacijskom modelu. Škole (nositelji projekta) same odlučuju o izboru prodavatelja opreme, a korištenje platforme i davanje savjeta je besplatno s obzirom da su uključene osobe volonteri.

²³⁶ Npr. švicarske EQ CF *start-up* platforme. U izjavi za medije dostupnoj na stranicama njemačke platforme *Companisto* (EQ CF *start-up*) stoji da se "prijavilo više od 1000 *start-upova* od kojih je samo 25 prošlo selekciju operatora platforme koji osigurava da su samo najsnažniji projekti dostupni na platformi."

²³⁷ Primjerice, francuska platforma *Anaxago* analizira i evaluiira ponuđene projekte (intelektualno vlasništvo, ugovori, financijska izvješća) koji obično imaju sponzore jamstva kvalitete (inkubatori, klasteri...). Nakon

moгу postojati ograničenja u smislu maksimalnog ukupnog iznosa koji se može prikupiti po projektu,²³⁸ minimalnog i maksimalnog broja osoba koje mogu dati financijski doprinos, kao i ograničenja iznosa koji se može unijeti kao ulagački doprinos.²³⁹ Na određenim EQ CF platformama pristup je dopušten samo profesionalnim i sofisticiranim ulagateljima, stoga se uloga platforme svodi na spajanje nositelja projekata s poslovnim anđelima i VC fondovima te na pružanje savjeta *start-upovima*. Ipak, veći dio EQ CF platformi otvoren je za širu javnost.

U literaturi se uloga platforme obično opisuje kao ona pasivnog neutralnog posrednika koji spaja ponudu i potražnju,²⁴⁰ odnosno kao distribucijski kanal financiranja,²⁴¹ no s obzirom da se radi o djelatnosti koja je iznimno podnormirana, otvara se mjesta eksperimentiranju, odnosno nisu rijetki slučajevi da platforma preuzme aktivniju ulogu koja podrazumijeva pružanje šireg spektra usluga kako društvima/nositeljima projekata tako i "ulagateljima". S obzirom da platforme nastoje pomoći nositeljima projekata u prikupljanju sredstava, ponekad im pružaju savjete počevši od toga na koji način bi trebalo prezentirati projekt na stranicama platforme kako bi bio privlačan/dovoljno transparentan potencijalnim ulagateljima,²⁴² do davanja općih i/ili specifičnih savjeta u pogledu strukture kapitala, odnosno pripreme nacрта ugovora u vezi s odabranim načinom financiranja.²⁴³ Te su usluge od velike važnosti svim

provođenja *due diligencea*, platforma savjetuje društvo u vezi s vrednovanjem i uvjetima sporazuma s ulagateljima. Jednako tako i njemačka *Companisto* platforma. Sličan model poslovanja ima još jedna francuska platforma (*Wiseed*, EQ CF *start-up*) koja uz sve navedeno i prije obavljanja *due diligencea* dopušta ulagateljima uvid u projekt, ali samo u vidu dobivanja preliminarne povratne informacije.

²³⁸ Primjerice, maksimalan iznos po projektu postavljanja PV panela za koje financiranje prikuplja SAD platforma Solar Mosaic jest 14 000 \$. U nekim slučajevima EQ CF postavlja se maksimum od 100 000 € kako bi se izbjegle odredbe o izdavanju prospekta ili se traži da nositelj projekta izradi i objavi prospekt.

²³⁹ Ograničenja u pravilu smjeraju oslanjanju na iznimke o objavi prospekta u slučaju javne ponude vrijednosnih papira. Platforme koje ne ciljaju izbjegavanju obveze objave prospekta obično postavljaju takva ograničenja radi određivanja nominalnog iznosa financijskog instrumenta izdavatelja. Ponekad takvih ograničenja nema jer se cijena određuje dogovorom s nositelja projekta i ulagatelja. Ukoliko bi platforma u tome imala aktivniju ulogu, takva usluga nalikovala bi postupku tzv. *bookbuildinga* koje provodi aranžer izdanja u kontekstu javne ponude vrijednosnih papira. Ponekad su takva ograničenja samo sredstvo koje platformama omogućava usmjerenost na specifičnu ciljnu skupinu šire javnosti.

²⁴⁰ U velikom broju slučajeva platforme najčešće samo nude *web* prostor prezentacije projekata i *software* koji bilježi iznos prikupljenih sredstava. U rijedim slučajevima ta je uloga i pasivnija jer podrazumijeva samo pružanje prostora oglašavanja. U određenom smislu primjer takve platforme jest britanska *Capitalinvest*. Ipak, ta platforma ima dodatan prostor koji omogućuje pronalaženje poslovnih anđela i ulagatelja u rizični kapital. Pristup tom dijelu imaju samo profesionalni i sofisticirani ulagatelji. Platforma ističe mnogobrojna upozorenja o rizicima ulaganja. U svojim općim uvjetima poslovanja ograđuje se od pružanja usluge investicijskog savjetovanja te izričito naglašava kako nad ponuđenim projektima nije proveden *due diligence*, a od nositelja projekata traži se usklađivanje sa zakonskim odredbama o sadržaju oglašavanja.

²⁴¹ Priopćenje EK o oslobađanje potencijala CF-a u EU, od 27.3.2014., COM(2014) 172 final, str. 3.

²⁴² Nositelji projekata uglavnom su neiskusni u prikupljanju financijskih sredstava, stoga je jedna od uloga platforme pružanje savjeta u pogledu formiranja privlačnih ponuda. Ti su savjeti općeniti i odnose se na prezentacijske vještine, a neke platforme imaju ustanovljene načine predstavljanja projekata (osnovni podaci o nositelju projekta, osobama tima, sažetak projekta, opis novog proizvoda ili usluge, fotografije i kratke video prezentacije koje uveliko podsjećaju na tzv. *pitching* koji se provodi kada projekti traže financiranje od poslovnih anđela i fondova rizičnog kapitala).

²⁴³ Određene platforme objavljuju standardizirane nacрте ugovora (npr. *Seedinvest*) sa ili bez upozorenja kako je

nositeljima projekata koji se koriste zajmovnim i EQ CF modelom, zbog naravi instrumenata koji će se ponuditi ulagateljima i kao i zbog potrebe da se uspostavi njihova kompatibilnost s drugim srodnim oblicima ulaganja, poput onih poslovnih anđela i/ili fondova rizičnog kapitala.²⁴⁴ Platforme također nastoje stvoriti ili potaknuti zajedništvo u grupama određenih interesa (*building communities*), a u nalaženju potencijalnih ulagatelja mogu imati više i manje aktivnu ulogu.²⁴⁵

Jednom kada je projekt dostupan na platformi prikupljaju se sredstva, a *software* platforme bilježi i prikazuje iskazane interese, odnosno izjave volje (*pledge*) i/ili uplate. Kako bi postupak bio transparentan platforma često upravlja internetskom stranicom za svaki projekt pojedinačno na kojoj zainteresirane osobe mogu dobiti uvid o broju ulagatelja i uplaćenim iznosima. Nositelji projekata određuju minimalnu (ponekad i maksimalnu) svotu kao ciljanu vrijednost sredstava koja se trebaju prikupiti u zadanom periodu. Iako određene platforme primjenjuju tzv. *keep-what-you raise* model,²⁴⁶ većina europskih platformi funkcionira po principu "sve ili ništa" (*all-or nothing funding model, threshold pledge model*)²⁴⁷ radi zaštite preoptimističnih ulagatelja i zahtjeva osobama koje prikupljaju sredstva u postavljanju realističnih ciljeva.²⁴⁸

potrebno potražiti dodatni savjet. Neke platforme te savjete pružaju kao posebnu uslugu, a nekima je sastavljanje ugovora prema potrebama pojedinog *start-up* dio paketa usluga koje pružaju.

²⁴⁴ Nositelje projekta uglavnom zanimaju posljedice ulaska ulagatelja u korporativnu strukturu društva, a često ciljaju na pasivne ulagatelje (zajam ili EQ CF bez prava glasa) te su im stoga pogodni instrumenti financiranja koji ne dozvoljavaju ulazak u korporativnu strukturu, ali istovremeno ulagateljima nameću snošenje poduzetničkog rizika, odnosno potencijalni prihod vežu za uspješnost projekta. Uz to treba imati na umu da je CF samo jedan od načina financiranja, stoga treba biti kreiran na način kompatibilan ulaganjima poslovnih anđela i VC fondova koji u pravilu nemaju afiniteta prema projektima u kojima su članska prava u društvu već u početnoj fazi široko raspršena. Stoga CF platforme ponekad nude isključivo VC kompatibilne instrumente (npr. *start-up* EQ CF platforme *Companisto* i *Seedinvest*, a isti cilj postižu i francuske platforme *Axanago* i *Wiseed*).

²⁴⁵ Primjerice *Seedinvest* promiče osobni kontakt između poduzetnika i ulagatelja organizirajući njihove susrete te nudi posebne segmente u kojem potencijalni ulagatelji mogu direktno kontaktirati poduzetnika i pregovarati o ulaganju, no tada platforma nema ikakvu aktivniju ulogu u tom postupku.

²⁴⁶ Prema tom modelu novčana sredstva prenose se nositelju projekta bez obzira je li prikupljen iskazani minimalni iznos. (Gerber, E. M., J. S. Hui, and P. Kuo. 2012a. *Crowdfunding: Why People are Motivated to Post and Fund Projects on Crowdfunding Platforms*, Illinois, Creative Action Lab, Northwestern University.) Taj model primjenjuju *RocketHub* i *Indiegogo* (posredstvom kojih su financirani i određeni projekti iz Hrvatske). Naknade koje osobe koje prikupljaju sredstva plaćaju operatoru platforme veće su ukoliko zadani iznos nije prikupljen, što je čini se postao standard te industrije. Npr. *Indiegogo* naplaćuje 4% prikupljenih sredstava ukoliko se prikupi ciljani iznos, a 9% ako se ne uspiju prikupiti cjelokupni iznos.

²⁴⁷ Ukoliko se u određenom periodu ne prikupi cjelokupni minimalni iznos, sredstva se vraćaju ulagateljima. Obveza ulagatelja je uvjetna jer trebaju uplatiti određeni iznos ukoliko se prikupi minimalna svota. Ukoliko su sredstva uplaćena, do kraja perioda prikupljanja drže se na *escrow* računu kojim upravlja operator platforme ili banka partner (Hemer, J., op. cit., str. 15. i 16.). Taj je poslovni model plaćanja karakterističan za projekte koji svoja sredstva prikupljaju donacijama, sponzorstvima i *pre-sellingom*. Ipak, koristi se i u *micro-lending* modelu, kao i CF ulaganju.

²⁴⁸ Tomczak, Alan, Brem, Alexander, op. cit., str. 346. Također vidi: Bradford, C. S. 2012. "Crowdfunding and the Federal Securities Laws." *Columbia Business Law Review* 2012 (1): 1–150 te Collins, L., and Y. Pierrakis. 2012. "The Venture Crowd: Crowdfunding Equity Investment into Business." Working Paper R2/2011.

U okviru CF ulaganja, ulagatelji mogu biti ovlašteni na različita prava, ovisno o odluci nositelja projekta. Neke platforme pružaju isključivo mogućnost ponude (vinkuliranih) dionica,²⁴⁹ odnosno udjela u *start-upovima*,²⁵⁰ obveznica, isprava o dugu koje mogu i ne moraju imati značajke vrijednosnog papira,²⁵¹ participative zajmove (s ili bez postojanja subordinirajuće klauzule), ulog u tajnom društvu i sl koristeći hibridne instrumente u kojima se kombiniraju elementi tzv. vlasničkog i dužničkog financiranja. Instrumenti su kreirani na način da nude udio u dobiti društva/projekta bez mogućnosti odlučivanja o projektu. Većina tih instrumenta je nelikvidna i visoko rizična te nije pogodna za trgovanje na uređenom tržištu. Stoga određene platforme nastoje paralelno razviti sekundarna tržišta, kako bi se na istima moglo njima trgovati te ih tako učinili privlačnijima potencijalnim ulagateljima²⁵². Također savjetuju ulagatelje o potencijalnim načinima tzv. izlaska iz investicije (*exit*) za nakon isteka tzv. *lock-up* perioda, a to je period za vrijeme kojeg nije moguće otuđiti stečeno pravo.

Iako se u pravilu ugovori o ulaganju sklapaju izravno između nositelja projekta i ulagatelja, postoji i drugačija poslovna praksa (neizravno ulaganje). Primjerice, francuske

²⁴⁹Primjerice švicarske *start-up* EQ CF platforme uključuju kao jedinu mogućnost izdavanje dionica. Radi se originarnom stjecanju dionica (pri osnivanju društva ili povećanju temeljnog kapitala). Projekti se uvrstavaju na platformu tek nakon što stave na raspolaganje određenu dokumentaciju (poslovni plan, prospekt i sl.) te ukoliko uprava operatora platforme to odobri. Prikupljanje sredstava se odvija po načelu "sve ili ništa", a plaćanje se odvija preko *escrow* računa. Platforme nude poduzetnicima nekoliko dokumenata (prospekt, obrazac upisa dionica i ugovor koji sklapaju s ulagateljima) bez dodatnih troškova, te upozoravaju ulagatelje da se radi o rizičnom ulaganju i preporučaju investicijsko savjetovanje.

²⁵⁰*Start-up* EQ CF platforma *Seedinvest* omogućuje domaćim ulagateljima ulaganja u minimalnom iznosu od 250€ u udjele domaćih d.o.o.-a ili j.d.o.o.-a s horizontom ulaganja 5-8 godina. Transakcije su VC kompatibilne, a platforma nudi standardizirane ugovore koje sklapaju ulagatelji i *start-upovi*. Ulagatelje se potiče da na društvenim mrežama promoviraju društva u koja uložili, a platforma obračunava naknadu u iznosu od 5-10% prikupljenog iznosa. U kontekstu OIE ističe se nizozemska platforma Windcentrale. Jedan od projekata iz 2010. godine prikupio je rekordnih 1,3 milijuna € u 13 h od 1700 osoba koje su po udjelu (*winddelen*) uplatile 200 € te imaju obvezu uplate dodatnih naknada za održavanje (23 € godišnje po udjelu). Ulagatelji u prosjeku po udjelu dobivaju oko 500kWh električne energije godišnje, a mogu upisati broj udjela u maksimalnom iznosu 85% njihove prosječne potrošnje električne energije.

²⁵¹Britanska platforma *Abundance Generation* registrirana kao investicijsko društvo i otvorena OIE projektima omogućuje jedino korištenje specifičnih isprava o dugu (*debenture*). Te isprave pod određenim uvjetima mogu za sobom povlačiti obveze iz Financial Services Market Acta 2000. Dodatnu nesigurnost u tumačenju navedenog pojma te posljedično i primjenu FSMA 2000 unijela je presuda *Fons Hf v Corporal Ltd and Pillar Securitisation* od 20. ožujka 2014. godine. Kako je objašnjeno na portalu, navedeni instrument ovlašćuje svog imatelja na dio dobiti od proizvedene energije koja se obično prima dva puta godišnje. Projekti nude različite vrste takvih instrumenata: one s varijabilnim prinosom (povrat vezan uz proizvodnju energije), fiksni povrat (ne ovisi o proizvodnji energije), povrat s rastom (redovni prinos povećava se godišnje za unaprijed definirani iznos neovisan o proizvodnji energije) te povrat koji uvažava inflaciju. Bitno je naglasiti da povrati ne koreliraju s konvencionalnim ulaganjima na tržištu dionica i udjela, stoga su rizici manje vezani za kretanja takvih tržišta te su više vezani za specifičnosti projekta. Ulagatelj otvara poseban račun na platformi koji mu omogućava pristup dokumentaciji ponuda i depozita novčanih sredstava koje želi uložiti u projekt. Postoji i mogućnost da operator platforme drži u *trustu* navedene instrumente. Platforma nudi i opciju izračunavanja koja procjenjuje prihode u odnosu na planirano ulaganje te pruža usluge investicijskog i poreznog savjetovanja, davanja osobnih preporuka, držanje novca klijenta te automatsko spajanje kupaca i prodavatelja tih financijskih instrumenata.

²⁵²Primjerice spomenuta OIE platforma *Abundance Generation* nudi tzv. *bulletin board* koji bi trebalo olakšati trgovanje specifičnih izjava o dugu (*debentures*).

start-up EQ CF platforme *WiSeed* i *Anaxago* vrlo pomno biraju projekte koji će biti dostupni na platformi,²⁵³ a kada se skupi ciljani iznos²⁵⁴ za ulaganje u svaki *start-up* platforma osniva posebno društvo (SPV). Stoga ulagatelji nisu izravni imatelji udjela/dionica *start-upa*, već dioničari/imatelji udjela u društvu posebne namjene. Sa stajališta *start-upa* takav model²⁵⁵ je praktičan jer SPV djeluje kao jedan ulagatelj u pothvatu. Financirano društvo komunicira s platformom i (povjereničkim) odborom koji čine 1-5 osoba u svojstvu predstavnika ulagatelja.²⁵⁶ U pravilu se ističu rizici vezani za ovaku vrstu ulaganja, no platforme traže i potencijalne prilike za izlazak iz društva.²⁵⁷ Navedene platforme nude vrlo širok spektar (savjetodavnih) usluga, personalizirane su i prilagodljive zbog čega su registrirane kao financijski investicijski savjetnici.²⁵⁸ Platforma naplaćuje nekoliko vrsta naknada, a jedna od njih isplaćuje se u iznosu od 5% prikupljenih sredstava. Takav način kreiranja naknade je, čini se, postao standard za *start-up* EQ CF platforme koje biraju projekte i snose rizik prikupljanja sredstava. Ipak, njemačka platforma *Companisto* koja je usmjerena na iste ciljne skupine, a služi se modelima direktnog i indirektnog ulaganja,²⁵⁹ naknadu naplaćuje u iznosu do 10%

²⁵³ *Anaxago* platforma provodi *due diligence*. U fazi pripreme daje savjete vezane uz poslovni plan, procjenu vrijednosti društva, sadržaj informacijskog memoranduma i financijske projekcije. Savjetuje društvo da sastavi listu potencijalnih ulagatelja i poreda ih prema prioritetima, savjetuje i u pripremi održive CF kampanje. Preporučuje korištenje društvenih mreža te organizira sastanke između ulagatelja i društava. Prije lansiranja CF kampanje potrebno je glasati o povećanju temeljnog kapitala jer se ulagateljima nude isključivo dionice.

²⁵⁴ *Anaxago* platforma potencijalnim ulagateljima nakon obvezivanja na tajnost podataka pruža uvid u informacijski memorandum koji na dvadesetak stranica opisuje ključne elemente poslovanja društva i sažetak na 2 stranice koji ne sadrži ikakav povjerljiv sadržaj ili bilo koji element koji može biti povezan s javnom ponudom. Maksimalno 150 ulagatelja može sudjelovati po projektu, s minimumom ulaganja od 1000 €.

²⁵⁵ Neki autori takav model nazivaju holding modelom. Hemer, J., op. cit., str. 16. Kappel daje sličan primjer koji je koristila britanska platforma *Bankstocks* za financiranje glazbene produkcije. (Kappel, T. 2009. "Ex Ante Crowdfunding and the Recording Industry: A Model for the U.S." *Loyola of Los Angeles Entertainment Law Review* 29 (3): 375–385.). Uz taj model u literaturi se spominje i tzv. model kluba. Članovi kluba tretiraju se kao kvalificirani ulagatelji, no nekad se instrumenti nude i malim ulagateljima. Primjer uspješnog korištenja navedenog modela je kupnja i preuzimanje britanskog nogometnog kluba *Ebbsfleet United* od strane *MyFootballCluba* koji je sredstva prikupio iz "članarina" kluba. Neuspješni pokušaj vezan je za američku kompaniju piva *Pabst Blue Ribbon*. Nakon prikupljenih 200 milijuna \$, reagirao je SEC jer nisu ishođena odobrenja prema Securities Actu 1933. Tomczak, Alan, Brem, Alexander, op. cit., str. 346, 347; Hemer, J., op. cit., str. 17.; Bradford, C. S., op. cit., str. 6.

²⁵⁶ *Anaxago* platforma društvima omogućuje mjesečno korištenje platforme kao i kupnju vlastite platforme.

²⁵⁷ Horizont ulaganja je obično 3-8 godina, a 5 godina je minimalno da bi se stekle koristi u smislu poreznih odbitaka. Izlaz je u pravilu moguć otkupom od strane samog društva ili dotadašnjih dioničara, upisom novih ulagatelja pri povećanju kapitala te pri prijenosu društva na treću osobu (investicijski fond i al.). Platforma upućuje i na trgovanje na tržištu kapitala specijaliziranom za SME (Alternext, Euronext).

²⁵⁸ Primjerice *Anaxago* platforma registrirana je za provođenje usluga: investicijskog savjetovanja (iz čl. L 321-1 Monetarnog i financijskog zakonika), pružanje savjeta o provedbi financijskih usluga (iz čl. L 321-1 MFZ-a) te savjeta o provedbi operacija na raznim proizvodima definiranim u čl. L 541-1 MFZ.

²⁵⁹ Ona je dostupna iskusnim ulagateljima, poslovnim anđelima i malim ulagateljima. Odluka o ulaganju je na ulagatelju, a on može izabrati između direktnog i indirektnog modela. U okviru direktnog modela, ugovor se sklapa između *start-upa* i "korisnika"/ulagatelja/zajmodavca. Ulagatelji sudjeluju u obliku subordiniranog profit-participirajućeg zajma (*partiarische Nachrangdarlehen*). Udio u dobiti ili iznosu nakon prodaje velikom ulagatelju isplaćuje se u obliku kamata, a zbog subordinirajuće klauzule, u slučaju insolventnosti *start-upa* zahtjevi ulagatelja/zajmodavca dolaze na red tek nakon svih drugih vanjskih vjerovnika, pa su u tom pitanju zajmodavci bliži položajemu dioničara. Ipak, nemaju utjecaj nad poslovanjem društva. U slučaju EQ CF, ulagatelji sudjeluju

dobiti koja se isplati ulagateljima (zbog čega i sama snosi poduzetnički rizik). Njemačka *Crowd range* platforma ulagateljima (a ne društvu) naplaćuje do 10% uloženog iznosa.²⁶⁰ U poslovnoj praksi ponekad je teško odmah odrediti radi li se o direktnom ili indirektnom modelu, posebice u slučajevima specifičnih P2P zajmova. Jedna o takvih platformi je *Solar Mosaic* specijalizirana za projekte postavljanja PV panela.²⁶¹ Platforme usmjerene na zajmovni CF također mogu imati više i manje aktivnu ulogu u odnosima s nositeljima projekata i zajmodavcima.²⁶²

Iz prikaza različitih poslovnih modela koje CF platforme primjenjuju u poslovnoj praksi razvidno je da najveći stupanj rizika za osobe koje daju doprinos OIE CF projektu proizlazi iz CF ulaganja, a stupanj rizika raste ukoliko se istovremeno radi o ulaganjima u *start-upove*. Iako su određene platforme ugradile mehanizme kojima nastoje smanjiti rizike, CF ulaganja ipak su visokorizična.²⁶³ Kada su CF usluge i instrumenti dostupni i malim ulagateljima, nameće se

u atipičnom tajnom društvu, a njihova sredstva su *poolirana*, pri čemu je *start-up* jedino u odnosu s platformom/SPV-om (indirektno ulaganje). Na taj način su instrumenti VC kompatibilni. Platforma naglašava rizike ulaganja i preporuča raspodjelu rizika ulaganjem u više *start-upova*. *Lock up* period je 8 godina.

²⁶⁰ Minimalni iznos ulaganja je 50€, u prethodno odabrane projekte, a ulagatelji primaju mjesečna izvješća o razvoju društva. Platforma nudi različite kategorije financiranja: c-društvo, c-sport (sudjelovanje u uspjehu sportskih klubova), c-fond (sponzoriranje). Modeli koji se nude su sudjelovanje u tajnom društvu (*Stille Gesellschaft*), *Parti Aryan* zajmovi (*Partiarisches Darlehen*), dionice, korporativne obveznice i prava sudjelovanja (*Genussrechte*). Platforma nudi kalkulator izračuna vrijednosti društva, kalkulator izračuna udjela, te mogućnost trgovanja udjelima na platformi.

²⁶¹ Specifičnost platforme je da projekte mogu predložiti i osobe koje nisu nositelji projekta, predlažući određenu školu, kućanstvo ili naselje kao nositelje projekta postavljanja PV panela. Na odluku o financiranju projekta ne utječu samo osobe koje su spremne dati svoj doprinos, već svi registrirani korisnici platforme (*supporters*). 50 glasova (klikova) odgovara iznosu od 100 \$ (postoje mehanizmi sprječavanja prijevarnog postupanja), a nositelj projekta može tražiti maksimalni iznos od 14 000\$. Platforma sklapa ugovor o ulaganju i objavljuje *offering memorandum* koji ima značenje uvjeta pod kojima platforma izdaje tzv. *solar power notes*. Ulaganje u te isprave predstavlja se kao niskorizični oblik štednje kojim ulagatelji istovremenu potiču OIE i razvoj određenih naselja, škola i sl. Stoga se relativno mali povrat prihoda (4-7%) nastoji kompenzirati emotivnom povezanošću ulagatelja s ciljevima projekta. Prihod iz navedenih isprava ovisi o planu otplate zajmoprimca/nositelja projekta. Ugovor o ulaganju zabranjuje ulagatelju da kontaktira zajmoprimca u vezi s plaćanjima, zahtjeva od njega plaćanje ili podigne tužbu protiv zajmoprimca, a istovremeno naglašava da platforma ne djeluje u svojstvu investicijskog savjetnika te nema obvezu djelovati u interesu ulagatelja. Naplaćuje naknadu od 1% za svako ulaganje i naknadu za svaki zajam. Solar Mosaic je *start-up* koji svoje poslovanje opisuje kao P2P zajam. Svoje proizvode u SAD-u nudi kvalificiranim ulagateljima, a malim ulagateljima dostupni su samo u New Yorku i Kaliforniji gdje je platforma pribavila odobrenja nacionalnih regulatora. Trenutno nemaju namjeru posloovati prema JOBS Actu.

²⁶² Neke platforme posluju po principu odvojenog računa klijenta u P2P zajmu. Sva sredstva zajmodavca i zajmoprimca drže se odvojeno od sredstava platforme i knjiže se na posebni račun klijenta. Ugovor između zajmodavca i zajmoprimca sklapa se u pravilu s veoma malim utjecajem platforme. Zajmodavci daju ponude za davanje zajmova u dražbovnom modelu (aukcija). Platforma ponekad pruža uslugu preliminarne procjene boniteta zajmoprimca. Varijanta tog modela je onaj koji se temelji na *trust* fondu. Zajmodavac kupuje udjele ili dionice u trustu, a platforma djeluje kao *trustee* koji upravlja fondom. Platforma kroz fond povezuje zajmodavce i zajmoprimce, dopuštajući zajmodavcima određeni izbor u tome koga će financirati te obavlja administrativne poslove vezane uz zajam i otplatu (Afulenta, Argentina). Prema tzv. *notary* modelu P2P zajma zajmodavcu se izdaje isprava koja se u mnogim jurisdikcijama smatra vrijednosnim papirom. Navedeni zajmovni CF modeli opisani su u: Kirby, Eleanor, Worner, Shane: *Crowd-funding: An Infant Industry Growing Fast*, Staff Working Paper of the IOSCO Research Department (SWP/2014), str. 17.-20.

²⁶³ Rizici ne postoje samo zato jer se radi o ulaganju u novostvorena društva, već jer su ona inovativno i tehnološki nastrojena zbog čega je i profesionalcima teško procijeniti njihovu vrijednost. Ukoliko dodatno postoji asimetrija informiranosti stupanj rizika se povećava. Uz to, takva društva odlikuje visoka volatilnost, a za instrumente koje izdaju vrlo često nije razvijeno sekundarno tržište, zbog čega se većinom radi o nelikvidnim instrumentima.

pitanje sukladnosti poslovnih modela CF platformi s europskim konceptom zaštite ulagatelja koji je (uz potrebu osiguranja učinkovitog tržišta kapitala) okosnica brojnih direktiva i uredbi u području tržišta kapitala.

5.2. UTJECAJ EUROPSKOG PRAVNOG OKVIRA TRŽIŠTA KAPITALA NA CF ULAGANJA

EU još uvijek nije posebnom regulirala CF. Ipak, potencijali CF-a, posebice u kontekstu financiranja *start-upova* i SME-a, nisu mogli proći nezapaženo zbog velikog rasta EQ CF-a u Europi u posljednjih nekoliko godina.²⁶⁴ U svom priopćenju iz ožujka 2014. godine EK nalazi brojne razloge zbog kojih je potrebno poticati CF²⁶⁵ te uočava određene izazove, posebice u kontekstu CF ulaganja. Pod pojmom CF ulaganja EK podrazumijeva tzv. *securities based* CF i modele koji za uzvrat pružaju dio ostvarenog profita projekta (tzv. *profit share schemes*). Pri tom nalazi da se *securities based* CF od inicijalne javne ponude (IPO) razlikuje "primjerice po tome što se navedenim instrumentima obično ne trguje na sekundarnom tržištu i što nema pokroviteljstva izdanja tih instrumenata (*underwriting*)."²⁶⁶ Iz navedenog bi se moglo zaključiti da EK trenutno CF ulaganja promatra isključivo s aspekta primarnog tržišta kapitala.²⁶⁷ Takav stav u potpunosti je razumljiv obzirom da IPO u kontekstu *seed* financiranja *start-upova* i kasnijih faza rizičnog ulaganja za postojeće ulagatelje predstavlja strategiju izlaska iz društva, a za društvo lakši pristup svježem kapitalu.²⁶⁸ EK trenutno trenutno prati razvoj pravnih

Uključenost CF platformi otvara rizike cyber sigurnosti, rizik zatvaranja platforme, potencijalne sukobe interesa, rizik prijevare i dr. O vezi između problema procjene vrijednosti i asimetrije informiranja vidi više: Victor P. Goldberg, *The Gold Ring Problem*, 47 U. TORONTO L.J. 469, 1997.

²⁶⁴ Prema izvješću CF industrije u razdoblju od 2007. do 2011. godine došlo je do 114 %-tnog povećanja EQ CF-a. (Tomczak, Alan, Brem, Alexander, op. cit., str. 352.) 96 % tržišta EQ i zajmovnog CF-a odvija se u SAD-u, UK i Kini. (Kirby, Eleanor, Worner, Shane: op. cit., str. 14.) Francuska platforma Axanago ističe važnost CF-a na sljedeći način: "kada bi francuzi usmjerili 1% iznosa koje štede u *start-upove* i SME, ukupni iznos bio bi 3,5 puta veći od ukupnog iznosa kojeg su uložili fondovi rizičnog kapitala u 2010. godini u ista društva." EK ističe da je "u usporedbi s bankovnim kreditiranjem nefinancijskih institucija riječ o tek zanemarivom iznosu, ali obećavajućem u odnosu na financijska sredstva dobivena od poslovnih anđela ili ulagatelja rizičnog kapitala u začetnoj fazi, fazi osnivanja, kasnijoj fazi ili fazi rasta." Priopćenje EK, op. cit., str. 1.

²⁶⁵ CF može imati blagotvoran učinak na mikropoduzetnike i SME, društvene poduzetnike, samozaposlene osobe, kulturne i kreativne sektore, tijela javne vlasti, projekte u području inovacija i ekologije, tijela od javnog interesa, znanstvenike, potrošače i nezaposlene. Priopćenje EK, op. cit., str. 4.

²⁶⁶ Priopćenje EK, op. cit., str. 3.

²⁶⁷ Primarno tržište kapitala odnosi se na pribavljanje kapitala od javnosti koje se može dogoditi pri samom osnivanju društva ili u kasnijoj fazi povećanjem temeljnog kapitala. Izlazak na primarno tržište ne mora nužno značiti nuđenje tzv. vlasničkih vrijednosnih papira, niti utjecati na korporativnu strukturu društva (npr. u slučaju nuđenja obveznica).

²⁶⁸ Pravni propisi tržišta kapitala evidentno razlikuju izlazak na primarno i sekundarno tržište. Ipak, u fazi ekspanzije društva, uspješno prikupljanje kapitala vrlo često podrazumijeva simultani izlazak na primarno i uređeno sekundarno tržište. Naime, uspješnost i trošak prikupljanja kapitala ovise o sposobnosti izdavatelja i/ili aranžera izdanja u privlačenju ulagatelja koji mogu osigurati značajniji priliv kapitala. Motivacija ulaganja može biti različita, no ukoliko se radi o institucionalnim ulagateljima, njihov interes je najčešće zarada koju će ostvariti daljnjom prodajom financijskih instrumenata na sekundarnom tržištu. Privlačnost ulaganja je stoga veća ukoliko se istovremeno radi o financijskim instrumentima kojima se može trgovati na uređenom tržištu i ukoliko postoji

uređenja CF-a na međunarodnoj razini.

Ovisno o poslovnom modelu kojeg platforma primjenjuje, CF kampanje i platforme mogu podlijevati postojećem europskom pravnom okviru, kao i dodatnim nacionalnim pravilima. Kako se radi o opsežnom okviru,²⁶⁹ CF platforme bi radi usklađivanja s istim, mogle snositi troškove koji djeluju destimulativno na razvoj CF industrije. Stoga je u kontekstu CF ulaganja u prvom redu potrebno skrenuti pažnju na Direktivu o prospektu, Direktivu o tržištima financijskih instrumenata te postojeću regulativu u području investicijskih fondova (UCITS Direktiva, AIFMD, uredbe EuVeca i EuSEF).

Koncept transparentnosti i obveza objave određenih podataka utjelovljeni su (između ostalog) u Direktivi o prospektu (DP)²⁷⁰ koja nastoji smanjiti asimetričnost informiranja i olakšati ulagateljima donošenje investicijske odluke. DP stoga harmonizira uvjete za izradu, odobrenje i distribuciju prospekta u slučajevima kada se određeni financijski instrumenti nude javnom ponudom ili su uvršteni za trgovanje na uređenom tržištu. Obveza objave prospekta stoga se odnosi i na izlazak na primarno tržište kapitala, a ovisi o vrsti financijskih instrumenata koji se nude javnosti, kao i postojećim iznimkama.

U polje primjene DP-a ulaze *transferable negotiable securities*,²⁷¹ pri čemu su isključeni

suglasnost izdavatelja za uvrštenje tih financijskih instrumenata na uređeno tržište. Ako se navedeni ulagatelji odluče na ulaganje u nelikvidne instrumente, trošak prikupljanja kapitala biti će veći jer će obuhvaćati i rizik nelikvidnosti. O utjecaju likvidnosti financijskih instrumenata na prikupljanje kapitala vidi više: Moloney, Niamh: EC Securities Regulation, Oxford University Press, 2nd edition, 2008., str. 67.

²⁶⁹ CF bi mogao podlijevati: Direktivi o sprječavanju pranja novca, Direktivi o elektroničkoj trgovini, Direktivi o zavaravajućem i komparativnom oglašavanju, Direktivi o nepoštenoj poslovnoj praksi te Direktivi o nepoštenim ugovornim odredbama. Dodatno u slučaju zajmog i EQ CF-a djelatnost platforme mogla bi podpadati pod polje primjene: Direktive o prospektu, Direktive o uslugama platnog prometa, Direktive o tržištima financijskih instrumenata, Direktive o kapitalnim zahtjevima (CRD IV), Direktive o potrošačkim kreditima, Direktive o oglašavanju na daljinu financijskih usluga, Uredbe o kapitalnim zahtjevima, kao i postojećem pravnom okviru u području investicijskih fondova. Priopćenje EK, op. cit., str. 6. i 7.

²⁷⁰ Directive 2010/73/EU of the European Parliament and of the Council of 24 November 2010 amending Directives 2003/71/EC on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading and 2004/109/EC on the harmonisation of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market (OJ 11.12.2010., L 327/1).

²⁷¹ U hrvatskom pravu taj se pojam prevodi kao "prenosivi vrijednosni papiri na tržištu kapitala" (čl. 3. st. 1. t. 3. ZTK). Čl. 2. st. 1. t. a DP-a pri definiciji pojma *transferable security* poziva se na definiciju istog pojma u MiFID-u. MiFID ne daje sveobuhvatnu apstraktnu definiciju već navodi tipove (vrste) te kategorije. Ipak, određuje kako instrumenti moraju biti prenosivi i negocijabilni na tržištu kapitala. Dakle, instrumenti moraju sadržavati standardizirana svojstva, a osobna odgovornost imatelja nije dozvoljena. Irelevantno je radi li se o izdavanju u materijaliziranom ili nematerijaliziranom obliku. (Veil, Rüdiger: European Capital Markets Law, Hart Publishing Oxford, 2012., str. 83.) Povlaštenim dionicama bez prava glasa također se trguje na uređenom tržištu. Veil ističe da je u Njemačkoj moguće trgovati i vinkuliranim dionicama, unatoč tome što je za prijenos potrebna suglasnost društva (Ibid, str. 84.). Pojam *transferable negotiable security* stoga ovisi o nacionalnim pravilima o prenosivosti određenog instrumenta, kao i poimanju "utrživosti". Primjeri navedeni u čl. 4. st. 1. t. 18. MiFID-a su: "a) shares in companies and other securities equivalent to shares in companies, partnerships or other entities, and depositary receipts in respect of shares; b) bonds or other forms of securitised debt, including depositary receipts in respect of such securities; c) any other securities giving the right to acquire or sell any such transferable securities or giving rise to a cash settlement determined by reference to transferable securities, currencies, interest rates or yields, commodities or other indices or measures."

instrumenti tržišta novca, a ne vlasnički vrijednosni papiri (uključujući konvertibilne isprave i isprave o depozitu vlasničkih vrijednosnih papira) su podvrgnuti blažem režimu.²⁷² Prema Moloney²⁷³ takav pristup otvara rizik divergentnih pristupa država članica u pogledu kompleksnih i hibridnih instrumenata. Iz polja primjene DP-a isključene su i *securities* koje izdaju udruge s pravnom osobnošću ili neprofitne organizacije priznate od država članica, radi pribavljanja sredstava nužnih za postizanje njihovih neprofitnih ciljeva.²⁷⁴ Navedena iznimka je posebno zanimljiva u kontekstu OIE projekata.

Postojanje obveze objave prospekta ovisi i o drugim kriterijima (npr. vrsti ulagatelja, broju ulagatelja, iznosu kojeg pojedini ulagatelj ulaže, ukupnom iznosu ponude). Čl. 3. st. 2. DP-a uvodi iznimke objave prospekta za ponude usmjerene isključivo kvalificiranim ulagateljima, ponude usmjerene manje od 150 ulagatelja koji nisu kvalificirani²⁷⁵ te ponude u kojima ulagatelji ulažu minimalno 50 000 €. ²⁷⁶ DP iz polja primjene isključuje ponude u ukupnom iznosu manjem od 5 milijuna €²⁷⁷ te istovremeno sadrži iznimku prema kojoj nije potrebno obaviti prospekt ukoliko je ukupni iznos ponude u EU manji od 100 000 €. ²⁷⁸ Kao rezultat obje odredbe, svaka država članica ima slobodu uvesti nacionalni režim za ponude ukupnih iznosa između 100 000 € i 5 milijuna €, stoga su države članice postavile vlastite pragove i iznimke od objave prospekta.²⁷⁹ Situacije u kojima postoji obveza objave prospekta,

²⁷² Prema čl. 1. st. 2. t. b) DP-a vlasnički vrijednosni papiri (*equity securities*) su "dionice i drugi prenosivi vrijednosni papiri ekvivalentni udjelima u društvu, kao i druga vrsta prenosivih vrijednosnih papira koji daju pravo stjecanja bilo kojega gore navedenog vrijednosnog papira kao posljedicu njihove konverzije ili izvršavanja njima danih prava, pod uvjetom da su vrijednosni papiri posljednje vrste izdani od izdavatelja temeljnih dionica ili subjekta koji pripada grupi navedenog izdavatelja." Definicija bi stoga uključivala konvertibilne obveznice, ali ne i tzv. *exchangable* obveznice jer one daju pravo na isplatu dionicama društva koje nije izdavatelj te obveznice. Dok čl. 2. st. 1. t. c) DP-a definira *non-equity securities* jednostavno kao sve one koje nisu vlasničke, rec. 12. preambule DP-a pojašnjava da isprave o depozitu i konvertibilne isprave (*convertible notes*) podpadaju pod taj pojam.

²⁷³ Moloney, N., op. cit. str. 132.

²⁷⁴ Čl. 1. st. 2. t. e) DP-a

²⁷⁵ Takve vrste ponuda kolokvijalno se nazivaju privatnim ponudama, iako ih DP kao takve ne definira. Naime, definicija javne ponude u čl. 2. st. 1. t. d) DP-a vrlo je široka. Javna ponuda je "svaka obavijest dana u bilo kojem obliku i uporabom bilo kojeg sredstva, koja sadrži dovoljno informacija o uvjetima ponude i o ponuđenim vrijednosnim papirima, da se na temelju istih ulagatelj može odlučiti na kupnju odnosno upis tih vrijednosnih papira. U ovu definiciju uključen je i plasman vrijednosnih papira putem financijskih posrednika." Jednako tako čl. 343. st. 5. ZTK.

²⁷⁶ Prema čl. 3. st. 2. t. c) i d) DP-a radi se o slučajevima kada je ponuda upućena ulagateljima koji stječu vrijednosne papire ukupne vrijednosti barem 50 000€ po ulagatelju, kao i o slučajevima kada se nude vrijednosni papiri nominalne vrijednosti minimalno 50 000€.

²⁷⁷ Radi se o ukupnom iznosu svih ponuda u razdoblju od 12 mjeseci, u EU. Direktiva o prospektu iz 2003. godine u čl. 1. st. 2. h iz polja primjene isključuje ponude u ukupnoj vrijednosti od 2 500 000€, no Direktiva iz 2010. mijenja taj iznos na 5 000 000 €.

²⁷⁸ Čl. 3. st. 2. t. e) Direktive o prospektu.

²⁷⁹ Tako primjerice u Francuskoj ne postoji obveza izdavanja prospekta ako je ukupni iznos ponude između 100 000€ i 5 milijuna € te predstavlja manje od 50 % kapitala izdavatelja, dok za dužničke vrijednosne papire nema obveze objave prospekta ukoliko je ukupni iznos ponude manji od 5 milijuna €. Nizozemska ima iznimku do 2,5 milijuna € (kako je i bilo prema DP iz 2003. godine), no u tom slučaju potrebno je naglasiti da ponuda nije prošla

kao i temelj odgovornosti iz prospekta²⁸⁰ u velikoj mjeri ovise o pristupu nacionalnog zakonodavca. Dodatno, ako se instrumenti koji se koriste u okviru CF ulaganja uvrste na sekundarno tržište,²⁸¹ otvara se pitanje postojanja obveze izrade i objave prospekta, čak i ako je prvi put ta obveza izbjegnuta oslanjanjem na postojeće iznimke.

S obzirom na usluge koje pruža, CF platforma potencijalno bi se mogla naći u mnogo različitih uloga: ulozi neovisnog investicijskog analitičara, investicijskog društva, vezanog zastupnika investicijskog društva te upravitelja MTP-a. Stoga poseban izazov u primjeni postojećih europskih pravila na CF ulaganja predstavlja Direktiva o tržištima financijskih instrumenata (MiFID)²⁸² koja regulira djelatnost posrednika na tržištu kapitala, odnosno pružanje investicijskih usluga i aktivnosti na profesionalnoj osnovi. Katalog usluga navedenih u MiFID-u u svezi MiFID financijskim instrumentima²⁸³ mogu pružati samo društva koja za obavljanje tih usluga prethodno pribave odobrenje nacionalnog regulatora,²⁸⁴ ispunjavaju određene kapitalne uvjete i organizacijske zahtjeve te poštuju pravila poslovnog ponašanja prilikom pružanja tih usluga. Pri tom MiFID postavlja posebna pravila ukoliko se usluge pružaju malim ulagateljima. Sve zajedno moglo bi predstavljati značajno ograničenje u poslovanju CF platformi.

provjeru regulatornog tijela (*disclamer*).

²⁸⁰ O različitim režimima odgovornosti iz prospekta vidi: Čulinović-Herc, Edita: Povreda obveze objave podataka na tržištu kapitala i sporovi ulagatelja (dioničara) protiv uvrštenih društava, ZPFR v. 30, br. 1, 135-170 (2009).

²⁸¹ Pri tom se može raditi o uvrštavanju na uređeno tržište (za koje su primjenjive posebne iznimke o objavi prospekta iz čl. 4. st. 2. DP-a) što bi zbog naravi instrumenata korištenih u CF ulaganju bio rijedi slučaj, ali i o trgovanju na multilateralnoj trgovinskoj platformi (dalje: MTP). U posljednjem slučaju uvjeti uvrštenja i razina transparentnosti ovisiti će o pravilima operatora MTP-a.

²⁸² MiFID I je Direktiva 2004/39/EZ Europskoga parlamenta i Vijeća od 21. travnja 2004. o tržištima financijskih instrumenata kojom se izmjenjuju i dopunjuju Direktiva Vijeća 85/611/EEZ i 93/6/EEZ i Direktiva 2000/12/EZ Europskoga parlamenta i Vijeća te ukida Direktiva Vijeća 93/22/EEZ (OJ, 30.04.2004, L 145/1). MiFID II je Direktiva 2014/65/EU Europskog parlamenta i Vijeća od 15. svibnja 2014. o tržištu financijskih instrumenata i izmjeni Direktive 2002/92/EZ i Direktive 2011/61/EU (SL L 173, 12.6.2014., str. 349–496). MiFID II stupila je na snagu 02.07.2014. godine, a rok za implementaciju u nacionalna zakonodavstva je 03.07.2016.

²⁸³ Annex 1, sec. A MiFID-a navodi sljedeću listu investicijskih usluga i aktivnosti: 1. zaprimanje i prijenos naloga u svezi jednog ili više financijskih instrumenata, 2. izvršavanje naloga za račun klijenata, 3. trgovanje za vlastiti račun, 4. upravljanje portfeljem, 5. investicijsko savjetovanje, 6. pokroviteljstvo financijskih instrumenata i/ili njihovo plasiranje uz obvezu otkupa, 7. plasiranje financijskih instrumenata bez obveze otkupa, 8. upravljanje multilateralnom trgovinskom platformom. MiFID II dodaje još jednu uslugu: upravljanje organiziranom trgovinskom platformom (OTP). Annex 1, sec. C MiFID-a navodi listu financijskih instrumenata koju MiFID II nadopunjava dodajući tzv. *emmission allowances* (utržive dozvole onečišćenja) kao zasebnu kategoriju.

²⁸⁴ Tako i čl. 6. ZTK. Čl. 2. MiFID-a navodi iznimke pa su tako primjerice osobe koje pružaju investicijske usluge svom matičnom društvu ili društvu-kćeri izuzete od primjene MiFID-a. Ta iznimka posebno je zanimljiva u kontekstu indirektnog CF-a. Dodatno, čl. 3. MiFID-a daje mogućnost državama članicama da ne primjenjuju pravila MiFID-a na određene osobe. Ipak, tim osobama ne smije biti dopušteno držanje novčanih sredstava i financijskih instrumenata klijenata niti pružanje bilo kojih drugih usluga osim zaprimanja i prijenosa naloga prenosivih vrijednosnih papira i udjela u investicijskim fondovima te investicijskog savjetovanja u vezi s tim financijskim instrumentima. Tim je osobama prilikom pružanja usluga dopušten prijenos naloga samo društvima koja imaju odobrenje za pružanje investicijskih usluga. Ta iznimka bi mogla biti korištena u regulaciji CF platformi na nacionalnom nivou, ali bi zahtijevala suradnju CF platformi i investicijskih društava. Obje iznimke su dodatno postrožene u MiFID-u II.

U slučaju kada CF platforma procjenjuje informacije o izdavatelju/nositelju projekta i/ili njegovim financijskim instrumentima ili daje druge oblike općih preporuka,²⁸⁵ primjerice preporuča ili sugerira (izričito ili implicitno) investicijsku strategiju, ona pruža uslugu investicijskog istraživanja i financijske analize. MiFID obuhvaća pružanje te usluge jedino ako se ona odnosi na jedan ili više MiFID financijskih instrumenata ili izdavatelja tih instrumenata te ako ju kao pomoćnu uslugu pruža investicijsko društvo.²⁸⁶ Ako ju pruža neovisan investicijski analitičar, MiFID se ne primjenjuje, a te su osobe podvrgnute pravilima nacionalnog prava, ukoliko su ona usvojena u državi članici.²⁸⁷ Investicijsko istraživanje i analiza bliski su pomoćnoj usluzi savjetovanja o strukturi kapitala, poslovnim strategijama i srodnim pitanjima²⁸⁸ kao i usluzi investicijskog savjetovanja. Investicijsko savjetovanje podrazumijeva davanje osobnih preporuka klijentu/(potencijanom)ulagatelju, na njegov zahtjev ili na inicijativu investicijskog društva, u pogledu jedne ili više transakcija s financijskim instrumentima.²⁸⁹ Takve preporuke i procjene stoga nisu općenite naravi već se moraju temeljiti na razmatranju okolnosti u svezi potencijalnog ulagatelja i biti prikazane kao prikladne,²⁹⁰ zbog

²⁸⁵ Takva vrste preporuke ima važnu ulogu u formiranju cijene određenog financijskog instrumenta, a smatra se posebno bitnom za SME jer može osnažiti profil društva i smanjiti troškove kapitala. Prema MAD-u (Direktivi o nezakonitoj kupoprodaji dionica i manipuliranju tržištem) ta usluga uključuje i davanje mišljenja o trenutnoj vrijednosti ili cijeni financijskog instrumenta i namijenjena je distribucijskim kanalima ili javnosti. Moloney, N., op. cit. str. 648., 667.

²⁸⁶ Annex 1, sec B (5) MiFID-a. Jednako čl. 5. st. 2. t. 5. ZTK. Investicijsko istraživanje i analiza može se odvijati unutar investicijskog društva ili izvan njega ("neovisni analitičari"). Posebice u prvom slučaju može doći do značajnih sukoba interesa, primjerice kada investicijsko društvo istovremeno djeluje kao aranžer i/ili pokrovitelj izdanja i gdje su investicijski analitičari uključeni u tzv. *roadshow* s ciljem nalaženja ulagatelja. Taj rizik povećan je u slučaju rizičnih ulaganja kada investicijsko društvo može steći značajan udio u *start-up* društvu (trgovina za vlastiti račun) u *pre-IPO* fazi kada investicijsko društvo ima povećani interes da investicijska analiza bude pozitivna. (Ibid, str. 648., 649, 666, 667.) Stoga MiFID posebno uređuje upravljanje rizicima sukoba interesa i zahtijeva organizacijsku razvojenost tih uloga (čl. 13. i 18.). Jednako tako i ZTK u čl. 22a, 36., 38., 38.a, 45., 53., 71.

²⁸⁷ O neovisnim financijskim analitičarima vidi više: Ibid, str. 686., 687. Dok MiFID financijsko istraživanje i analizu promatra sa stajališta zaštite ulagatelja, MAD (*Market Abuse Directive*) nastoji zaštititi integritet tržišta kapitala te nameće određene obveze jedino u slučaju ako se radi o pružanju navedene usluge u svezi s uvrštenim financijskim instrumentima. Stoga odredbe MAD-a neće biti primjenjive na postojeću poslovnu praksu CF ulaganja.

²⁸⁸ Annex 1, sec. B (3) MiFID-a, čl. 5. st. 2. t. 3. ZTK. S obzirom da se radi o pomoćnoj usluzi, nju mogu pružati i društva koja nisu investicijska društva. Ibid., str. 400.

²⁸⁹ Čl. 4. st. 4. MiFID-a, čl. 3. st. 1. t. 15. ZTK. Uključivanje investicijskog savjetovanja kao glavne usluge investicijskih društava u vrijeme donošenja MiFID-a (posebice level 2 direktive) bilo je kontroveržno pitanje jer se ona do tada smatrala pomoćnom uslugom koju su mogla obavljati i druga društva koja nisu za to trebala ishoditi posebno odobrenje (Ibid., str. 400.). Prema rec. 3. preambule MiFID-a takav pristup je posljedica sve većeg oslanjanja na uslugu investicijskog savjetovanja pri donošenju investicijskih odluka.

²⁹⁰ Čl. 52. Level 2 Direktive. Jednako tako i čl. 3. st. 1. t. 16. ZTK. Takva definicija investicijskog savjetovanja razlikuje se od CESR-ovog inicijalnog prijedloga koji je smjerao uključivanju općih preporuka u vezi s financijskim planiranjem na koje su se u velikoj mjeri oslanjali mali ulagatelji. Obje odredbe odredbe dodatno razjašnjavaju da se preporuka mora odnositi na poduzimanje jednog od sljedećih koraka: 1) kupnju, prodaju, upis, zamjenu, nazadkupnju, držanje ili preuzimanje obveze na upis određenog financijskog instrumenta, 2) izvršavanje ili neizvršavanje prava koja proizlaze iz određenog financijskog instrumenta za kupnju, prodaju, upis, zamjenu, ili nazadkupnju financijskog instrumenta. Ne smatra se osobnom preporukom takva preporuka koja je izdana isključivo putem distribucijskog kanala ili je namijenjena javnosti.

čega MiFID nameće obvezu prikupljanja potrebnih informacija i provođenje testa primjerenosti.²⁹¹ Prema MiFID režimu navedenu uslugu mogu pružati samo investicijska društva, kreditne institucije i društva za upravljanje UCITS fondovima koji za to ishode odobrenje nacionalnog regulatora. S obzirom da definicija investicijskog savjetovanja isključuje općenite preporuke i preporuke dane putem distribucijskog kanala ili javnosti,²⁹² proizlazilo bi da CF platforme najčešće ne pružaju uslugu investicijskog savjetovanja. Ipak, stajališta EU regulatora za tržište kapitala (tada CESR) o opsegu te usluge uvode brojne nejasnoće. Tako bi se primjerice u određenim slučajevima moglo raditi o investicijskom savjetovanju kada društvo vodi klijenta kroz niz filtrirajućih pitanja ili mu daje pristup modelu investicijskog portfelja.²⁹³

U kontekstu poslovanja CF platformi postavlja se pitanje pruža li platforma usluge provedbe ponude, odnosno prodaje (aranžiranja i plasmana) financijskih instrumenata izdavatelja, što je jedna od glavnih usluga investicijskog društva. Kako se ta usluga obično promatra s aspekta istovremenog izlaska društva na primarno i uređeno sekundarno tržište, općenito podrazumijeva niz aktivnosti.²⁹⁴ Međutim, minimum aktivnosti koje je potrebno poduzeti da bi se određene usluge smatrale uslugama provedbe ponude, nije određen MiFID-om. Stoga će i u tom pitanju glavnu riječ imati nacionalna zakonodavstva država članica.²⁹⁵ Valja istaknuti da MiFID prepoznaje vezanog zastupnika investicijskog društva kao osobu koja

²⁹¹ Čl. 19. st. 4. MiFID-a, čl. 68. ZTK.

²⁹² Moloney, N., op. cit. str. 403. Kako investicijska društva ne bi izbjegla odredbe MiFID-a prilikom pružanja općenitih preporuka, rec. 81. MiFID level 2 Direktive pojašnjava da investicijsko društvo koje pruža općenitu preporuku o vrsti financijskog instrumenta i predstavlja ju kao prikladnu, a ona to nije, krši odredbu čl. 19. MiFID-a. Ta se odredba odnosi na obvezu društva da djeluje u najboljem interesu klijenta te da sva komunikacija s ulagateljem mora biti poštena, točna i nezavaravajuća.

²⁹³ CESR Feedback statement –Understanding the definition of advice under MiFID od 19.04.2010., str. 6., dostupno na: http://www.esma.europa.eu/system/files/10_293.pdf (posjećeno: 20.10.2014.).

²⁹⁴ MiFID tu uslugu ne definira. U literaturi se ističe postojanje nekoliko uloga investicijskih društava u procesu izdavanja financijskih instrumenata. Primjerice savjetodavna (analiza oportuniteti izdanja, strukturiranje izdanja i izrada potrebne dokumentacije) i distribucijska. Investicijska društva rade dubinsku analizu poslovanja izdavatelja i prikupljaju relevantne podatke o izdavatelju (*due diligence*), ocjenjuju stanje na tržištu kapitala kako bi odredili najpovoljniji trenutak za izdavanje, kontaktiraju mrežu potencijalnih ulagatelja, organiziraju prezentacije i sastanke s ulagateljima (*roadshow*), pomažu u formiranju i određivanju cijene financijskog instrumenta (fiksna cijena, aukcijski model ili *bookbuilding* postupak). U stadiju ponuda zaprimaju naloge za upis financijskih instrumenata i pohranjuju ih u knjigu narudžbi, a provode i potrebne radnje vezane uz upis i namiru financijskih instrumenata. Ponekad preuzimaju i obvezu podupiranja likvidnosti financijskih instrumenata i održavanje njihove cijene, što bi se trebalo smatrati pomoćnom uslugom pokrovitelja izdanja prema aneksu 1. sec. B (6) MiFID-a. Veil, R., op. cit., str. 93., Miladin, Petar: Pravni odnosi između društva izdavatelja, emisijskog konzorcija i ulagatelja (emisijski posao), u: Prilagodba hrvatskog prava i ekonomije europskom tržištu kapitala, Zagreb, 2013., str. 149.-155.

²⁹⁵ Pri tom bi se kao kriterij mogao uzeti razina aktivne uloge osobe koja provodi ponudu. U Ujedinjenom Kraljevstvu izraz "*making arrangements*" također nije definiran te je smatran nejasnim. O sudskoj praksi i Smjernicama FSA, vidi: <http://fshandbook.info/FS/html/handbook/PERG/8/32> (posjećeno 21.10.2014.) i <http://www.nabarro.com/downloads/the-regulated-activities-order--arranging-deals-in-investments.pdf> (posjećeno 21.10.2014.).

u ime investicijskog društva može obavljati uslugu plasmana financijskih instrumenata.²⁹⁶ Iako su uvjeti za stjecanje statusa vezanog zastupnika mnogo blaži nego za pribavljanje odobrenja investicijskog društva, CF platforma bila bi prisiljena poslovati u ime (jednog) investicijskog društva.²⁹⁷ Kada bi se djelatnost CF platformi mogla promatrati izvan aranžiranja i plasmana financijskih instrumenata, pitanje je podpada li njihova djelatnost pod uslugu zaprimanja i prijenosa naloga i podredno pod uslugu izvršavanja naloga za račun klijenta.²⁹⁸ Kada CF platforme pokušavaju pomoći stvaranju sekundarnog tržišta financijskih instrumenata treba dodatno istražiti da li njihovo djelovanje ostaje u segmentu OTC tržišta (bilateralnih transakcija ulagatelj-ulagatelj) ili se pri tom stvara određeni multilateralni sustav trgovanja koji spaja ponudu i potražnju više zainteresiranih strana.²⁹⁹

MiFID režim čini se neprikladnim za CF platforme jer pružanje usluga promatra s aspekta tradicionalnih usluga investicijskih društava koji su kao posrednici aktivni na primarnom tržištu te (uređenom) sekundarnom tržištu. Iako europska regulacija tržišta kapitala

²⁹⁶ Uz plasman financijskih instrumenata, vezani zastupnik može obavljati promotivne aktivnosti vezane za usluge investicijskog društva, ponudu usluga investicijskog društva, primanje i prijenos naloga od klijenata ili potencijalnih klijenata te savjetovanje u svezi financijskih instrumenta i usluga koje investicijsko društvo nudi. On ne smije raspolagati novcem i/ili financijskim instrumentima klijenta ili potencijalnog klijenta investicijskog društva. (Čl. 4. st. 1. t. 25. MiFID-a i čl. 23. MiFID-a, čl. 3. st. 1. t. 15. ZTK, čl. 93.-99. ZTK.)

²⁹⁷ Tako primjerice CF platforma IPO Village.com koja naglašava da djeluje u ime First Line Capital portfolio company.

²⁹⁸ Zaprimanje i prijenos naloga je jedna od glavnih usluga investicijskog društva. Rec. 45. MiFID II proširuje njen opseg tako da obuhvaća "i uspostavljanje kontakta između jednog ili više ulagatelja, što omogućava zaključivanje transakcije između tih ulagatelja." Proširenje se stoga odnosi samo na sekundarno tržište (odnos ulagatelj-ulagatelj). Izvršavanje naloga za račun klijenta definirano je kao postupanje investicijskog društva s ciljem zaključivanja ugovora o kupnji ili prodaji jednog ili više financijskih instrumenata za račun klijenta (čl. 4. st. 1. t. 25. MiFID). Prilikom zaprimanja naloga, društvo može taj nalog proslijediti drugom investicijskom društvu, a može ga i samostalno izvršiti. Teoretski, društvo nalog može izvršiti tako da nađe drugog ulagatelja (kada u zaključenju transakcije djeluju u svoje ime a za račun klijenta) ili prodajom financijskih instrumenata koja su prethodno stekla u svoje ime i za svoj račun (trgovinom za vlastiti račun). MiFID odredbe su stoga usmjerene na razgraničenje uloga investicijskih društava i nastojanju da prilikom izvršenja naloga investicijsko društvo djeluje u interesu klijenta. MiFID II u rec. 45. navodi kako bi se postojeća pravila trebala primijeniti i na investicijska društva koji na primarnom tržištu distribuiraju financijske instrumente koje su same izdale bez pružanja savjeta te da bi se u tu svrhu definicija usluge izvršavanja naloga za račun klijenta trebala proširiti.

²⁹⁹ MTP je multilateralni sustav kojim upravlja investicijsko društvo ili tržišni operater, a koji spaja ponudu i potražnju za financijskim instrumentima više zainteresiranih trećih strana. Spajanje ponude i potražnje odvija se prema unaprijed određenim jednoznačnim pravilima i rezultira ugovorom između ugovornih strana (čl. 4. st. 1. t. 15. MiFID, 3. st. 1. t. 16. ZTK). MiFID II u rec. 132. specijalistička tržišta čiji je cilj pobrinuti se za potrebe SME izdavatelja prepoznaje kao MTP, ali ih izdvaja u posebnu kategoriju unutar MTP-a kao rastuća tržišta SME-a. Takvim tržištima nastoji se smanjiti administrativno opterećenje i dati dodatne poticaje SME-ovima i ulagateljima da na njima sudjeluju (rec. 132. MiFID II). Dodatno, MiFID II kao posebno mjesto trgovanja navodi i OTP (organiziranu trgovinsku platformu) (čl. 4. st. 1. t. 24. MiFID II) definirajući ga kao multilateralni sustav koji nije uređeno tržište ili MTP i u kojem višestruki interesi trećih strana za kupnju i prodaju obveznica, strukturiranih financijskih proizvoda, emisijskih jedinica ili izvedenica mogu biti u interakciji unutar sustava na način koji dovodi do sklapanja ugovora (čl. 4. st. 1. t. 23. MiFID II). U pravu SAD-a pandan MTP-u je alternativni trgovinski sustav (ATS). ATS je u literaturi prepoznat kao mjesto trgovanja nastalo kako bi omogućio direktan pristup institucionalnim ulagateljima. Pristup malim ulagateljima u pravilu ne postoji zbog visoke razine rizika koji mali ulagatelji predstavljaju kada se pojavljuju kao druga ugovorna strana. Dodatno, cijene na ATS-u nedostupne su malim ulagateljima. (Moloney, N., op. cit., str. 767.)

postoji, ona istovremeno ostavlja mjesta različitim interpretacijama te u nekim slučajevima nacionalnoj regulaciji (ako se primjenjuje režim iznimki ili u slučajevima gdje je europska regulacija minimalna ili ne postoji). Primjena MiFID-a se u praksi država članica može razlikovati s obzirom na to da li se usluge koje osoba pruža smatraju investicijskim uslugama, da li je pružanje usluga vezano uz financijski instrument te jesu li se države članice odlučile na postojanje nacionalne iznimke prema čl. 3. MiFID-a.

Dodatnu nesigurnost u poslovanju CF platformi unose europski pravni propisi u domeni investicijskih fondova. AIFMD i Smjernice ESME vrlo široko određuju pojam AIF-a.³⁰⁰ Nositelj projekta odnosno *start-up* društvo ne bi se smatralo AIF-om jer ima poslovnu strategiju koja je usmjerena na komercijalni uspjeh njegova poslovanja i ne namjerava slijediti definiranu politiku ulaganja, već financirati svoje svakodnevno poslovanje. Konačno, članovi *start-up*a redovito sami upravljaju projektom u okviru svojih svakodневnih aktivnosti. Ipak, otvoreno je pitanje kako tretirati CF ulaganja kada ulagatelji nemaju utjecaj na svakodnevno poslovanje društva te indirektna CF ulaganja u kojima društvo koje je osnovao operator platforme izdaje financijske instrumente CF ulagateljima.³⁰¹ Pri tom treba naglasiti da AIFMD državama članicama daje mogućnost da određeni AIF-ovi budu dostupni malim ulagateljima.

5.3. REAKCIJE DRŽAVA ČLANICA I NACIONALNIH REGULATORA

Manji broj EQ CF platformi u državama članicama ishodio je potrebna odobrenja nacionalnih regulatora, dok je veliki broj EQ CF platformi kreirala svoje poslovne modele na način da izbjegnu postojeće pravne propise u domeni tržišta kapitala. Kako se radi o relativno novom načinu poslovanja koji se različito razvijao u državama članicama, ne iznenađuje da većina nacionalnih regulatora nije reagirala. Ipak, u državama koje su zabilježile snažnu aktivnost EQ CF-a nacionalni regulatori izdali su priopćenja i upozorenja u pogledu načina poslovanja EQ CF platformi, financijskih instrumenata koji se nude i rizicima povezanim s

³⁰⁰ Čl. 4. st. 1. t. a) AIFMD-a definira AIF kao subjekt za zajednička ulaganja, uključujući i njegove investicijske dijelove koji prikupljaju sredstva od brojnih ulagatelja s namjerom da ih ulože u skladu s utvrđenom politikom ulaganja u korist tih ulagatelja i ne zahtijevaju odobrenje za rad u skladu s UCITS-om. Smjernice ESME dodatno pojašnjavaju će se raditi o AIF-u ako su kumulativno ispunjeni sljedeći uvjeti: a) subjekt nema ni opću komercijalnu ni industrijsku svrhu, (b) subjekt od svojih ulagatelja prikuplja sredstva u svrhu ulaganja, kako bi za njih ostvario objedinjeni prinos i (c) imatelji udjela ili dionica u subjektu - kao zajednička skupina- nemaju pravo svakodnevnog odlučivanja ili kontrole. Činjenica da jedan ili nekoliko, ali ne i svi imatelji udjela ili dioničari, imaju pravo na svakodnevno odlučivanje ili kontrolu ne može se smatrati razlogom da se društvo ne smatra subjektom za zajednička ulaganja.

³⁰¹ CF platforma mogla bi izbjeći svrstavanje pod AIFMD kada ne bi primjenjivala definiranu politiku ulaganja. Pitanje je da li bi se to odnosilo na slučajeve kada društvo koje se financira nije izabrala platforma kao dio svoje politike ulaganja i ulagatelji sami biraju društvo u koje će uložiti, a platforma odlučuje o izlasku iz društva.

takvim ulaganjima. 2012. godine Italija je postala prva europska država koja je regulirala EQ CF, a nakon toga su to u određenim segmentima učinile i neke druge države članice. Prikaz temeljnih zakonodavnih rješenja nekih od njih iznosi se u nastavku.

5.3.1. NJEMAČKA

U njemačkoj poslovnoj praksi EQ CF-a u postoje dvije skupine EQ CF platformi. Prva posluje unutar sustava odobrenja nacionalnog regulatora BaFina (*Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht*),³⁰² dok je druga kategorija platformi kreirala svoje poslovne modele tako da posluje izvan sustava odobrenja. Većina platformi dio je nereguliranog tržišta kapitala,³⁰³ a uočeno je da na tom tržištu u Njemačkoj sredstva prikupljaju društva srednje veličine, inovativni *start-upovi* te sredstva potrebna za prijelaz na OIE.³⁰⁴ Platforme su se uglavnom ograničile na prikupljanje sredstava do 100 000 € po projektu i nudile udjele u tajnom društvu (*stille Beteiligung*),³⁰⁵ specifična užitnička prava (*unverbriefte Genussrechte*)³⁰⁶ te vinkulirane dionice (*unverbriefte vinkulierte namensaktie*). Krajem 2012. neke platforme prikupljale su iznose veće od 100 000 € plasirajući participativne subordinirajuće zajmove (*erfolgsabhängig verzinsten partiarische Darlehen*).³⁰⁷ BaFin je izrazio svoju zabrinutost i izdao upozorenja ulagateljima kako se različitim novim pravnim konstrukcijama nastoje izbjeći

³⁰² Navedene platforme poslovale su po različitim modelima. Prva skupina zahtjevala je od *start-upova* da se inkorporiraju kao društva kapitala, a ulagatelji su postajali članovi tih društava. Druga skupina je poslovala po složenijem modelu koji je strukturom sličniji fondovima. One nisu imale odobrenje BaFina za obavljanje investicijskih usluga, ali su ishodile odobrenje za prospekt i nudile udjele u tajnim društvima. Achenbeck-Florange, Tanja et al., Regulation of crowdfunding in Germany, the UK, Spain and Italy and the Impact of the European Single Market, European Crowdfunding network in association with Osburne Clarke, 1st ed., June 2013.

³⁰³ Müller-Schmale, V., Crowdfunding: Supervisory requirements and investor responsibility, dostupno na: http://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/EN/Fachartikel/2014/fa_bj_1406_crowdfunding_en.html

³⁰⁴ Fußwinkel, O., The unregulated capital market in Germany - market definition, regulation and investor responsibility, dostupno na: http://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/EN/Fachartikel/2014/fa_bj_1403_grauer_kapitalmarkt_en.html?nn=3698804 (posjećeno 20.10. 2014.).

³⁰⁵ Ulagatelji s smatraju tajnim članovima, a koristila su se tipična i atipična tajna društva. U tipičnom tajnom društvu tajni član ima položaj koji je usporediv poziciji zajmodavca, ali ne prima fiksnu kamatu, već sudjeluje u dobiti. Tipično tajno društvo se za porezne svrhe tretira kao zajam. Iako udjeli u tajnim društvima nisu financijski instrumenti prema MiFID-u, oni se smatraju financijskim instrumentima prema njemačkom nacionalnom pravu. Ipak, sec 2 (6) KWG-a otvara iznimku prema kojoj nije potrebno ishoditi odobrenje ukoliko se u vezi udjela u tajnim društvima izvršavaju nalozi za račun klijenata, a posrednik nema ovlaštenje držati novčana sredstva ili ako se plasiranje tih proizvoda čini isključivo za izdavatelje. Posljednja reforma njemačkog zakona o tržištu kapitala implementirana 2012. godine obvezuje ponuditelje i izdavatelje na dodatne obveze povrh odobrenja prospekta. Udjeli u tajnom društvu i užitnice također podpadaju pod navedene nove zahtjeve.

³⁰⁶ Prema Rječniku trgovačkog prava (str. 579, 580.) užitnice su "isprave koje dioničko društvo može izdati u korist osoba povezanih s društvom (dioničarima, vjerovnicima, zaposlenima i sl.). Ovlaštenici užitnica mogu postaviti samo zahtjev za sudjelovanje u dobitku, ostatku likvidacijske mase ili mogu imati pravo na nove dionice. Užitnice se ne smiju izdavati kao isprave koje daju pravo na udio u društvu, niti kao ulog. Ovlaštenici užitnica čine vjerovničku zajednicu."

³⁰⁷ Navedeni instrumenti ne smatraju se financijskim instrumentima prema njemačkom nacionalnom pravu, stoga je Seedmatch platforma njihovim uvođenjem označila drugu fazu CF poslovanja. Naime, platforme koje su koristile navedeni instrument više nisu bile ograničene na prikupljanje iznosa do 100 000€.

odredbe o ishođenju odobrenja. Uvažavajući da je namjera SME-a najčešće izbjeći troškove povezane s nadzorom, BaFin upozorava i na postojanje različitih modela zlouporabe kojima je krajnji cilj prikupiti kapital malih ulagatelja i uložiti ga u visokorizičnu imovinu za svoju korist bez potrebe da ispune zahtjev dobivanja odobrenja i objave prospekta.³⁰⁸ Upozorenja su izdana i u pogledu korištenja užitničkih (is)prava³⁰⁹ te participativnih zajmova sa subordinirajućim klauzulama.³¹⁰ Iako BaFin nema ovlast nadzirati pružatelje usluga na nereguliranom tržištu na redovitoj osnovi, ipak promatra inovativne tržišne segmente te obavještava javnost o poduzetim mjerama.

Nakon značajnih gubitaka malih ulagatelja,³¹¹ u srpnju 2014. godine objavljen je nacrt Zakona o zaštiti malih ulagatelja (*Kleinanlegerschutzgesetz*)³¹² koji proširuje opseg regulatornog nadzora na tzv. siva područja tržišta kapitala te uključuje i stroža pravila o objavi prospekta i oglašavanju. Zakon je usmjeren na financijske instrumente koji do tada nisu bili obuhvaćeni postojećim regulatornim okvirom te anticipira promjene u MiFID režimu koje su nastale stupanjem na snagu MiFID-a II. Javno nuđenje participirajućih zajmova također u polju primjene novog Zakona. Mjere uključuju izradu i odobrenje prospekta, a BaFin dodatno ima ovlasti provjeriti konzistentnost i održivost poslovnog plana izdavatelja koji mora biti uključen u prospekt. Nameće se i obveza *ad hoc* objavljivanja informacija nakon izdavanja. Zakon sadrži i određene iznimke koje nastoje isključiti CF ulaganja, no kako se one odnose samo na obvezu objave prospekta predstavnici CF platformi odaslali su kritike kako postojeće iznimke nisu poticajne za CF industriju.³¹³

5.3.2. UJEDINJENO KRALJEVSTVO

³⁰⁸ Ti proizvodi obično ciljaju na kapital povezan s tradicionalnim tipovima imovine poput polica životnog osiguranja koje su klijenti povjerovali određenim društvima. Fußwinkel, O., op. cit.

³⁰⁹ Njemački Vrhovni sud ih opisuje kao "permanentne obveze duga *sui generis* koje ne ustanovljavaju članska prava prema pravu društava i ne obuhvaćaju ništa više osim određenih imovinskopravnih zahtjeva." (loc. cit.). BaFin je naglasio da iako ugovorne strane obično definiraju individualne elemente sudjelovanja koji nalikuju položaju dioničara (primjerice sudjelovanje u trenutnim gubicima, uvođenje klauzule o subordinaciji tražbina imatelja užitnice u slučaju stečaja ili likvidacije izdavatelja i sl.), to ne znači da užitnička prava njihovom imatelju daju status dioničara. BaFin stoga upozorava ulagatelje da nemaju pravo tražiti informacije o poslovanju društva (jer nemaju pravo na obavještenost) te da snose vrlo veliki rizik. (loc. cit.)

³¹⁰ Participativni element očituje se u tome da svako plaćanje kamata ovisi o profitu zajmoprimca (određeni postotak dobiti). Ti se zajmovi temelje na sporazumu koji često sadrže klauzulu podređenosti (*Nachrangklauseln*). U slučaju likvidacije ili stečaja, vjerovnici subordiniranog duga neće biti isplaćeni dok *senior* vjerovnici nisu u potpunosti isplaćeni. (Loc. cit.)

³¹¹ Mali ulagatelji pretrpjeli su velike gubitke u vezi s ulaganjem u OIE društvo koje je prikupilo oko €1.4 milijardi od 75 000 malih ulagatelja nudeći isprave o sudjelovanju u dobiti s povratom od 6-8%. Nad izdavateljem je otvoren stečajni postupak u siječnju 2014. godine. Dostupno na: <http://sites.edechert.com/10/3730/landing-pages/german-retail-investor-protection-act.asp> (posjećeno 02.11.2014.)

³¹² Vidi na: http://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Downloads/Gesetze/2014-07-28-kleinanlegerschutzgesetz.pdf?__blob=publicationFile&v=5 (posjećeno 20.10.2014.).

³¹³ Dostupno na: http://www.germancrowdfunding.net/wp-content/uploads/2014/08/20140818_Stellungnah_me_GCN_Kleinanlegerschutzgesetz_Gesamt.pdf (posjećeno 20.10.2014.)

U Ujedinjenom Kraljevstvu postoji barem 20 EQ CF platformi od kojih neke nude neuvrštena specifična izjava o dugu (*debentures*). Dvije najpoznatije platforme su *Crowdcube* koja djeluje bez odobrenja regulatora³¹⁴ i *Seedrs* kao prva platforma koja je pribavila odobrenje FCA (*Financial Conduct Authority*). Kako su se određene CF platforme ograničile samo na distribucijsku ulogu, odnosno stvaranje pogodne mreže za plasman financijskih instrumenata,³¹⁵ FCA je djelovanje CF platformi procjenjivala pojedinačno, upozoravajući da se prema FSMA 2000 (*Financial Services Market Act*) svaki poziv ili poticanje na uključivanje u investicijsku aktivnost smatra financijskom promidžbom³¹⁶ za koju je potrebno pribaviti odobrenje regulatora.

U listopadu 2013. FCA je objavila priopćenje o regulatornom pristupu CF-u, a nakon javne rasprave u ožujku 2014. godine donijela je akt³¹⁷ u pogledu poslovanja CF-ova i promidžbe vrijednosnih papira koji nisu lako ostvarivi, odnosno u dovoljnoj mjeri likvidni (*non-readily relisable securities*) koji je stupio na snagu 1. travnja 2014. godine. Regulacija se temelji na tzv. *principles-based* pristupu, a obuhvaća zajmovni CF,³¹⁸ CF koji podrazumijeva korištenje specifičnih vlasničkih i dužničkih vrijednosnih papira te financijsku promociju istih instrumenata posredstvom *offline* medija. Zbog značajnog rizika kojeg ulagatelji snose ulaganjem u neuvrštena vrijednosna papira koje je teško pojedinačno procijeniti ili prodati na sekundarnom tržištu, FCA smatra da je potrebno ograničiti financijsku promidžbu (kroz platforme ili dr. medije) koja se odnosi na njihovo izravno nuđenje. Ograničenja se odnose na skupine ulagatelja te se propisuju određeni standardi ponašanja. Pri tom treba istaknuti da ograničenja nisu primjenjiva na sve vrste financijske promidžbe, već samo na onu koju FCA

³¹⁴ *Crowdcube* djeluje bez odobrenja FSA, oslanjajući se na postojeće iznimke, predstavljajući se kao "otvoreni forum na kojem su potencijalnim ulagateljima dostupni projekti društava i koji im omogućuje uključivanje u nominalno neovisne kupnje *equityja*." Ipak, već su na tankom ledu zbog navodnih zavaravanja ulagatelja manipulacijom ili dopuštanjem manipulacije jednog od ponuditelja na platformi. (Weisten, CF in US and abroad, str. 441.). U kolovozu 2012. FSA je izdala javno priopćenje u kojem upozorava da bi CF ulaganja trebala biti dostupna samo sofisticiranim ulagateljima koji mogu procijeniti društvo i razumjeti povezane rizike. Stoga su neke platforme poslovale isključivo s kvalificiranim ulagateljima.

³¹⁵ Odredba o aranžiranju i plasmanu financijskih instrumenata (*arranging provision*) je u jednu ruku nejasna, no čini se da trenutna interpretacija ide u korist CF platformama dok god one aktivno ne uvjeravaju osobe da ulože u određene ponude odnosno samo zauzimaju pasivan stav u odnosu na ulagatelje i izdavatelje.

³¹⁶ FSMA 2000 u tom pogledu uključuje iznimke koje se odnose na tzv. *high net worth individuals* (osobe s minimalnim prihodom od 100 000€, odnosno imovinom od 250 000€) i sofisticirane ulagatelje (npr. poslovni anđeli). Navedene osobe moraju u tom svojstvu biti registrirane, zbog čega platforme moraju zatvoriti pristup ulagateljima koji to nisu učinili.

³¹⁷ Policy Statement 14/4: The FCA's regulatory approach to crowdfunding over the internet and the promotion of non-readily realisable securities by other media - Feedback to CP13/13 and final rules, ožujak 2014., dostupno na: <http://www.fca.org.uk/static/documents/policy-statements/ps14-04.pdf> (posjećeno 08.11.2014.)

³¹⁸ Pojam obuhvaća P2P platforme (*peer-to-peer*) i P2B platforme (*peer-to-business*), a regulacija u velikom dijelu smjera zaštiti potrošača u potrošačkim kreditima.

definira kao financijsku promidžbu izravnih ponuda.³¹⁹ Kako bi precizno identificirala nelikvidne vrijednosne papire na koja se ograničenja odnose FCA kreira novi pojam "*non-readily relisable security*" u kojeg između ostalog potpadaju i nelikvidni udjeli i određene isprave o dugu (*debentures*). Definicija je negativno formulirana, stoga navedeni pojam isključuje instrumente koji su uvršteni na uređeno tržište ili se njima trguje na nekim vrstama MTP-a³²⁰ te određene instrumente za koje već postoji specifični ni pravni okvir.³²¹ Iako su postojale kritike da bi definicija trebala uključiti i zajmove, FCA je stajališta da postoji dovoljno sličnosti između vlasničkih i dužničkih korporativnih vrijednosnih papira i dovoljno razlika između dužničkih vrijednosnih papira i ugovora o zajmu zbog kojih posljednje treba izdvojiti u posebnu kategoriju.³²²

Navedeni financijski instrumenti mogu se promidžbeno izravno nuditi samo sljedećim kategorijama klijenata: profesionalnim ulagateljima, malim ulagateljima koji potpadaju u kategorije srodne profesionalnim ulagateljima,³²³ malim ulagateljima koji primaju reguliranu uslugu investicijskog savjetovanja te malim ulagateljima koji ne ulažu više od 10% svog portfelja u takve instrumente.³²⁴ Ukoliko se malim ulagateljima ne pruža usluga investicijskog savjetovanja, CF platforma mora prije ulaganja provesti MiFID-ov test prikladnosti. Očekuje se da će platforme navedeni zahtjev ispunjavati u okviru *online*-registracijskog postupka. Uz to se zahtjeva da svaka komunikacija (potencijalnim) ulagateljima bude točna, jasna i nezavaravajuća, da se istaknu upozorenja o rizicima koji postoje u pogledu takvih ulaganja te naznači da li je i u kojoj mjeri proveden *due dilligence*, kao i ishodi analize. Jednaki standardi

³¹⁹ Financijska promidžba izravnih ponuda definirana je kao ona koja sadrži "(a) an offer by the firm or another person to enter into a controlled agreement with any person who responds to the communication; or (b) an invitation to any person who responds to the communication to make an offer to the firm or another person to enter into a controlled agreement; and which specifies the manner of response or includes a form by which any response may be made." FCA pojašnjava definiciju na sljedećem primjeru: ako komunikacija samo daje informaciju o operatoru platforme ili o tome tko može uložiti ograničenja se ne primjenjuju, a ako daje informaciju o specifičnoj investicijskoj prilici, ograničenja se primjenjuju. Policy Statement 14/4, str. 37. i 38.

³²⁰ Radi se o instrumentima kojima se trguje na tzv. *recognised investment exchange* (kako su definirani sec. 290. ili 292. FSMA 2000) i tzv. *designated investment exchange*. Navedeni instrumenti su isključeni jer se smatra da za njih postoji prihvatljivo sekundarno tržište, zbog čega su vrijednosni papiri "*readily realisable*". Dodatno je objašnjeno da se ta kategorija ne odnosi na mjesta koja samo postavljaju tzv. *on-line bulletin board* na kojem osobe mogu uvrstiti instrumente koje žele prodati. (Policy Statement 14/4, str. 37.)

³²¹ Konkretno, radi se o proizvodima koje FCA naziva "*packaged investment products*" i "*non-mainstream pooled investments*".

³²² FCA se pri tom oslanja na postojeću poslovnu praksu CF-a i zaključuje da dugoročni nelikvidni neuvršteni vrijednosni papiri koje nude društva nose veći rizik za ulagatelje od kratkoročnih P2P zajmova. Prema istraživanjima 50-70% takvih društva doživi neuspjeh u početnim fazama. (Policy Statement 14/4, str. 39.)

³²³ Radi se o malim ulagateljima koji su klasificirani kao kontakti korporativnog financiranja ili VC kontakti, malim ulagateljima koji su registrirani kao sofisticirani ulagatelji ili kao posebna kategorija tzv. *high net worth individuals*.

³²⁴ Policy Statement 14/4, Annex D t. 4.7.7. Posljednja kategorija je novostvorena i naziva se "*certified restricted investor*". Kako objašnjava FCA, u praksi platforma ne mora kontinuirano pratiti ulaganja navedenih ulagatelja, već će u biti dovoljno da ti ulagatelji potpišu odgovarajuću izjavu (*Restricted Investor Statement*).

primjenjuju se bez obzira na iznos ulaganja i profil rizičnosti unutar navedenih kategorija.³²⁵

5.3.3. FRANCUSKA

Francuske EQ CF platforme³²⁶ su zbog specifičnih poslovnih modela i specifičnog određenja opsega djelatnosti većinom poslovale kao financijski investicijski savjetnici (*conseillers en investissements financiers*, CIF)³²⁷ i u tu svrhu ishodili odobrenje AMF-a (*Autorité des marchés financiers*). Izmjenama francuskog Monetarnog i financijskog zakonika (MFZ)³²⁸ stvorena je nova kategorija investicijskog savjetnika (*conseiller en investissements participatifs*, CIP) koja je podvrgnuta blažem režimu, a odnosi se na društva kapitala sa sjedištem u Francuskoj koje putem internetskih stranica profesionalno obavljaju određeni skup usluga u vezi s ponudom određenih vlasničkih i dužničkih vrijednosnih papira. Dok pružanje CIF usluga nije ograničeno određenim kategorijama financijskih instrumenata,³²⁹ CIP svoje djelatnosti može obavljati samo u vezi s ponudama redovnih dionica i obveznica s fiksnom stopom.³³⁰ Djelatnosti koje su uključene u predmet poslovanja CIP-a su MiFID investicijsko savjetovanje, ali i određene pomoćne usluge: savjetovanja poduzetnika o strukturi kapitala, strategiji društva, savjetovanje pri spajanju i pripajanju društava te određeni poslovi koji se

³²⁵ U tom smislu istaknute su određene kritike. Određeni predstavnici sektora smatraju da rizik koji proizlazi iz takvih ulaganja može varirati pa se ograničenja ne bi trebala primjenjivati u pogledu instrumenata koji su na određeni način osigurani (*secured* ili *asset backed*), primjerice nekretninom ili OIE pogonom. Jednako tako ističu da postoji mnogo manji rizik ulaganja ako instrumente izdaju etablirana društava u odnosu na instrumente *start-up* društva koja lansiraju do tada neprimjenjene tehnologije ili nove poslovne ideje. (Policy Statement 14/4, str. 38.)

³²⁶ Tako primjerice Anaxago, Finance Utile, SmartAngels, WiSEED. Posljednja platforma zabilježila je i prvi uspješni izlazak CF ulagatelja. Biotehnoški *start-up* Antabio prošao je postupak selekcije od strane platforme (proces procjene vrijednosti, BP analiza i *due diligence*) u kolovozu 2010. godine, a kampanja prikupljanja sredstava na platformi započela je u listopadu iste godine i zaključena u prosincu sa 207 ulagatelja i prikupljenih 300 000€. U prosincu 2011. godine poslovni anđeli uložili su 500 000€ u novoj fazi prikupljanja kapitala te u lipnju 2012. godine ponudili kupnju udjela koje drže CF ulagatelji, što je i realizirano u kolovozu 2012. godine. Prema dostupnim podacima, osoba koja je uložila 1 400€ u CF kampanji izašla je nakon 20 mjeseci s 2 434 €. Dostupno na: <http://seedingfactory.com/2012/10/world-premier-equity-crowdfunding-exit/> (posjećeno: 27.10.2014.)

³²⁷ Iako je usluga investicijskog savjetovanja definirana istovjetno kao i u MiFID-u, investicijski savjetnici su prema francuskom Monetarnom i financijskom zakoniku (MFZ) ovlašteni pružati i određeni spektar usluga koji se ne odnosi samo na uži pojam investicijskog savjetovanja. Tako čl. L541-1 objašnjava sljedeće: "Les conseillers en investissements financiers sont les personnes exerçant à titre de profession habituelle les activités suivantes: 1° Le conseil en investissement, 2° (Abrogé), 3° Le conseil portant sur la fourniture de services d'investissement mentionnés à l'article L. 321-1; 4° Le conseil portant sur la réalisation d'opérations sur biens divers définis à l'article L. 550-1.

³²⁸ Izmjena je unijeta sljedećim aktom: Ordonnance n°2014-559 relative au financement participatif du 30 mai 2014 JORF n°0125 pg 9075 texte n° 14. Poglavlje VII MFZ-a definira pojam CIP-a i zabranjuje mu obavljanje drugih djelatnosti (čl. L541-1 do L541-1-1 MFZ-a), propisuje određene uvjete (čl. L541-2 do L541-8 MFZ-a) te pravila poslovnog ponašanja (čl. L541-8-1 do L541-9 MFZ-a). Posebne izmjene unijete su za zajmovni CF.

³²⁹ Prema čl. L211-1 CMF-a financijski instrumenti su: titres financiers (titres de capital émis par les sociétés par actions; titres de créance, à l'exclusion des effets de commerce et des bons de caisse; parts ou actions d'organismes de placement collectif) et contrats financiers ou instruments financiers à terme (Art. D211-1 A CMF: contrats d'option, contrats à terme fermes, contrats d'échange, accords de taux futurs etc.)

³³⁰ Isključeni su svi drugi vrijednosni papiri (čl. D 547-1 MFZ-a).

pojavljaju kao dio provedbe ponude financijskih instrumenata.³³¹ Njihove aktivnosti podliježu određenim ograničenjima u pogledu davanje pravnih savjeta i sastavljanja određenih akata, a nisu ovlašteni zaprimati financijske instrumente svojih klijenata.³³²

Kako bi mogao pružati dopuštene usluge CIP se prethodno mora upisati u registar posrednika. Uvjeti upisa u registar odnose se na određene uvjete u pogledu članova uprave, a društvo mora biti član u strukovnoj organizaciji koja ispunjava propisane uvjete. Ako takva udruga ne postoji, AMF ima ovlast ispitati profesionalne kompetencije osoba koje će upravljati CIP-om. S obzirom da se ne nameću nikakvi kapitalni zahtjevi, propisano je da CIP mora imati osiguranje od profesionalne odgovornosti. Iako su podvrgnuti blažem režimu, propisana su pravila vezana za internetske stranice CIP-a i pravila ponašanja pri pružanju usluga.³³³ Izmjene su stupile na snagu 1. listopada 2014. godine.

5.3.4. ITALIJA

Italija je prva država koja je regulirala EQ CF kao dio koherentne politike u poticanju *start-upova*.³³⁴ EQ CF uređen je Zakonom br. 221 od 17. prosinca 2012. i Uredbom CONSOB-a br. 18592 od 26. lipnja 2013. godine.³³⁵ Zakon definira *start-upove* i mjere njihova poticanja,

³³¹ Investicijsko savjetovanje jedna je od investicijskih usluga i aktivnosti navedenih u čl. L 321-1 MFZ-a, definirana u čl. D 321-1 MFZ-a. Pomoćne usluge navedene su u čl. L 321-2 MFZ-a i čl. L 547-1-I CFM-a, a posljednja usluga definirana je čl. 315-77 i čl. 352-50 općeg akta AFM-a (RGAMF) (*"Ils peuvent également fournir une prestation de prise en charge des bulletins de souscription dans les conditions prévues au RGAMF"*). AFM je izdao priopćenje u kojima posljednju uslugu nastoji razgraničiti od usluga provedbe ponude financijskih instrumenata bez obveze otkupa. Tako navedene usluge neće podpadati pod uslugu provedbe ponude ako društva imaju internetsku stranicu koja ispunjava uvjete iz čl. 325-32 Opće uredbe AMF-a, ne traže aktivno ulagatelje za određenu transakciju i pružaju uslugu investicijskog savjetovanja kao jednu od investicijskih usluga investicijskog društva ili CIP-a.

³³² Ovlašteni su samo primiti sredstva koja predstavljaju njihovu naknadu (čl. L.547-6 CMF).

³³³ Internetska stranica CIP-a mora ispunjavati uvjete utvrđene Općim propisima AMF-a. Pristup detaljima ponuda može biti dan samo potencijalnim ulagateljima koji su dali svoje kontakt podatke i koji su svjesni rizika i izričito ih prihvaćaju. Upisi ponuda pretpostavljaju da su potencijalni ulagatelji dali informacije potrebne prema čl. L 547-9 MFZ-a (znanje i iskustvo investitora, njihova financijska situacija i njihovi ciljevi ulaganja). Stranice moraju predlagati nekoliko projekata, a projekti moraju biti odabrani na temelju prethodno definiranih i objavljenih kriterija. Prema čl. 325-35 RGAMF internetske stranice CIP-a moraju sadržavati vidljive i lako dostupne informacije o CIP-u (naziv, adresa, sjedište, naznaka da su registrirani u svojstvu CIP-a i matični broj u jedinstveni registar posrednika u osiguranju, bankarstvu i financiranju, kojem profesionalnom udruženju pripada) i rizici ma inherentnim predloženim ulaganjima. Posebno moraju biti naglašeni rizik cjelokupnog ili djelomičnog gubitka ulaganja i rizik nelikvidnosti.

³³⁴ S ciljem stvaranja povoljnih uvjeta poslovanja *start-upova* u sektorima koji značajno doprinose ekonomskom rastu i zaposlenosti Italija je usvojila mjere koje utječu na cijeli životni vijek *start-upa* (od osnivanja, preko rasta, razvoja i zrelih faza). Pored regulacije EQ CF-a, usvojene su i iznimke od primjene određenih odredbi iz prava trgovačkih društava i stečajnog prava, poticajne mjere u radnom i poreznom pravu, preferencijalni režim u pogledu dobivanja državnih jamstava te mehanizmi suradnje s poduzetničkim inkubatorima Izvješće talijanskog ministra ekonomskog razvoja od 1.03.2014., dostupno na: http://italiastartupvisa.mise.gov.it/pdf/Annual_report_on_startup.pdf (posjećeno 14.10.2014.).

³³⁵ Decreto legislativo 179/2012 i Decreto legislativo 221/2012., 18.10.2012. n. 179, G.U. 18.12.2012. Regolamento di CONSOB sulla raccolta di capitali di rischio da parte di start-up innovative tramite portali on-

dok Uredba uređuje poslovanje EQ CF platformi. EQ CF platforme mogu biti otvorene isključivo *start-upovima* koji ispunjavaju uvjete određene Zakonom i upisani su u poseban odjeljak registra trgovačkih društava.

Čl. 25. st. 2. Zakona definira inovativni *start-up* kao društvo kapitala, zadrugu ili SE sa sjedištem u Italiji čije dionice ili udjeli nisu uvršteni na uređeno tržište ili MTP. Pored toga, isključivi ili prevladavajući cilj inovativnog *start-upa* mora biti proizvodnja i komercijalizacija inovativnih proizvoda i usluga visoke tehnološke vrijednosti. Kako bi se utvrdio inovativni karakter, društvo mora ispunjavati barem jedan od kriterija vezanih za troškove istraživanja i razvoja, zapošljavanje znanstvenika i prava intelektualnog vlasništva.³³⁶ Dodatno, društvo ne smije isplaćivati dobit, ne smije poslovati više od 4 godine, a ukupna vrijednost godišnje proizvodnje društva ne smije prelaziti 5 milijuna € (počevši od druge godine poslovanja). Zahtjeva se i da članovi društva (u trenutku osnivanja i u sljedeća 24 mjeseca) drže većinu dionica ili udjela koje predstavljaju kapital društva i glasačkih prava na skupštini društva. Društvo ne smije nastati spajanjem, pripajanjem, odnosno korporativnim *spin-offom* ili prijenosom poduzeća ili poslovne jedinice.

Uredba CONSOB-a ograničava instrumente financiranja³³⁷ koji se mogu koristiti u okviru EQ CF-a te određuje dvije kategorije operatora platforme.³³⁸ Operator platforme može biti investicijsko društvo ili banka koja prije početka obavljanja djelatnosti treba obavijestiti CONSOB. Ulogu operatora platforme mogu imati i ostali subjekti koji na profesionalnoj osnovi posluju kao *online funding* portali. Oni moraju ishoditi odobrenje CONSOB-a.³³⁹ Regulacija je

line, n. 1592 del 26.06.2013., G.U. 12.07.2013. U travnju 2012. godine Ministarstvo ekonomskog razvoja imenovalo je radnu skupinu koja je izradila izvješće Restart Italia! Rezultati izvješća pretočeni su u Zakon 179/2012 koji je izmjenjen i dopunjen Zakonom 221/2012. Odjeljak IX. Zakona sadrži čl. 25.-32., a naslovljen je: mjere za nastanak i razvoj inovativnih *start-up* društava.

³³⁶ Prvi kriterij nalaže da troškovi istraživanja i razvoja moraju iznositi barem 20% najviše vrijednosti troškova i vrijednosti ukupne proizvodnje društva, pri čemu se određuje i način izračuna troškova. Drugi kriterij zahtijeva da trećina ukupne radne snage društva, bilo da se radi o zaposlenicima ili suradnicima, mora imati doktorat znanosti ili biti u postupku njegova stjecanja ili imati diplomu istraživačkih javnih ili privatnih instituta (najmanje trogodišnji program). Treći kriterij zahtijeva da je društvo nositelj prava intelektualnog vlasništva koje se odnosi na izum iz područja industrije, biotehnologije, topografije poluvodičkih proizvoda ili novih biljnih vrsta i odnosi se izravno na cilj i djelatnost društva (čl. 25. st. 2. Zakona). Dakle, može se raditi o patentu, ali i drugim pravima vezanim za navedena područja (prava vezana uz nove biljne sorte prema UPOV konvenciji i sl.).

³³⁷ Čl. 2. st. 1. t. h) Uredbe definira instrumente financiranja kao dionice ili udjele koji predstavljaju udio u kapitalu društva, koje izdaje *start-up* društvo s ciljem njihove javne ponude putem portala.

³³⁸ Operator portala upravlja platformom kojoj je jedina svrha olakšati prikupljanje rizičnog kapitala *start-upovima*. Navedeno proizlazi iz čl. 2. st. 1. t. d) i e) Uredbe.

³³⁹ Potrebno je dostaviti detaljan opis djelatnosti. Pri tom je potrebno navesti selekcijski postupak pri odabiru ponuda koje će biti primljene na platformu, aktivnosti koje će se poduzeti u savjetovanju *start-upova* kroz strateške analize i financijske aspekte, hoće li se objavljivati periodične informacije o poslovanju *start-upova*, hoće li se osigurati mehanizmi za periodičnu procjenu vrijednosti financijskih instrumenata, odnosno učiniti dostupnima cijene postojećih transakcija. Također je potrebno navesti hoće li i na koji način platforma ustanoviti mehanizme koji olakšavaju kolanje informacija između *start-upova* i ulagatelja, odnosno među ulagateljima. (Annex 2 Uredbe). Svaka od navedenih kategorija operatora platformi upisuje se u poseban odjeljak registra CONSOB-a.

inspirirana MiFID-om, no pravila koja vrijede za investicijska društva ne primjenjuju se na operatore platformi koji nisu investicijsko društvo i/ili banka, stoga te platforme ne mogu pružati određene usluge. Tako primjerice naloge u vezi s upisom i trgovinom financijskih instrumenata ne mogu samostalno obraditi već ih moraju proslijediti isključivo bankama ili investicijskim društvima.³⁴⁰ Iznimka u tom pogledu postoji za ulaganja fizičkih osoba do 500€ po nalogu (do maksimalnog godišnjeg iznosa od 1 000€) te ulaganja pravnih osoba do 5 000€ po nalogu (maksimalno 10 000€ godišnje).³⁴¹ Operatorima platforme zabranjeno je držati novac ili financijske instrumente ulagatelja. Uredba sadrži propise o pravilima postupanja i načinu obavljanja aktivnosti i informacijama koje je potrebno pružiti ulagateljima³⁴² i CONSOB-u.³⁴³ Mehanizmi zaštite malih ulagatelja ugrađeni su i u uvjete ponude financijskih instrumenata,³⁴⁴ a barem 5% ponuđenih udjela moraju upisati profesionalni ulagatelji i/ili *start-up* inkubatori. Iako ovakvo pravno uređenje predstavlja značajna ograničenja u poslovanju EQ CF platformi, čini se da je broj EQ CF platformi u Italiji u porastu.³⁴⁵

6. ZAKLJUČNA RAZMATRANJA

Od ekonomske krize, ideja alternativnog pristupa kapitalu, izbjegavanjem uplitanja financijskih institucija postala je sve privlačnija. Fenomen CF koji se proširio i na EQ CF mogao bi se smatrati malom revolucijom u načinima financiranja visokorizičnih projekata jer promiče koinvestiranje poslovnih anđela, fondova rizičnog kapitala i malih ulagatelja. Stoga ga se potpuno opravdano ponekad naziva rizičnim financiranjem druge generacije. CF platforme i njihovi inovativni načini poslovanja učinili su malim ulagateljima dostupnima ulaganja koja su do tada tradicionalno smatrana prikladnim samo za profesionalne ulagatelje i imućnije

³⁴⁰ Banke i investicijska društva moraju navedene aktivnosti obaviti prema MiFID režimu (uključujući procjene).

³⁴¹ Čl. 17. st. 4. Uredbe.

³⁴² Radi se o informacijama o operatoru platforme (čl. 14. Uredbe), općenitim informacijama o ulaganjima u *start-upove* (čl. 15. Uredbe) edukativnog karaktera te informacijama vezanim za posebnu ponudu (čl. 16. Uredbe) koje moraju biti dostupne ulagateljima barem 12 mjeseci nakon završetka kampanje te svakome na zahtjev u periodu do 5 godina nakon završetka kampanje.

³⁴³ Radi se o godišnjem izvješću o poslovanju i organizacijskoj strukturi.

³⁴⁴ Uvjeti ponude moraju sadržavati pravo na odustanak od ugovora (*withdrawal right*) i tzv. *tag-along* pravo prema kojem u slučaju da većinski dioničari prenesu svoje udjele na treću stranu nakon ponude, to pod istim uvjetima mora biti omogućeno i drugim ulagateljima. Navedena prava moraju trajati najmanje tri godine od ponude.

³⁴⁵ Još u rujnu 2013. godine niti jedna platforma u Italiji nije bila upisana u registar iako su poslovale u Italiji. Već od prosinca 2013. godine dvije su platforme upisane u CONSOB registar, a trenutno je jedna upisana u poseban odjeljak, dok ih je u općem odjeljku devet (Assiteca crowd SRL, Crowdfundme SRL, Fundera SRL, Muum Lab S.R.L., Next Equity Crowdfunding Marche SRL, Siamosoci S.R.L., Smarthub SRL, Stars up SRL, The Ing Project S.R.L. (stanje na dan 09. listopada 2014. godine).

pojedince.

S obzirom da se na tim platformama financijski instrumenti nude tržištu (širokoj ulagateljskoj publici) MiFID direktiva čini se prirodno primjenjivom. No prema MiFID-u usluge koje se pružaju u svezi s ulaganjem u financijske instrumente ne pokrivaju multiplicitet usluga koje platforme ili njihovi operatori pružaju u svezi CF-a. Osim glavne ideje CF-a koja se sastoji u povezivanju ponude i potražnje, često je tu ugrađena komponenta investicijskog savjetovanja. Također, financijski instrumenti korišteni u CF-u ponekad ne podpadaju pod MiFID-ov pojam financijskih instrumenata. MiFID-ov režim se stoga u određenim segmentima čini neprikladnim jer pružanje usluga promatra s aspekta tradicionalnih usluga investicijskih društava koji su kao posrednici aktivni na primarnom tržištu te (uređenom) sekundarnom tržištu. No očigledno je da su države članice smatrale da na CF treba gledati kao na fenomen kojeg je prije svega potrebno odrediti u odnosu na MiFID, s obzirom da je to najvažnija direktiva koja uređuje tržišta financijskih instrumenata i način pružanja usluga u svezi s investiranjem. Stoga ne iznenađuje da su pri usvajanju određenih rješenja bile inspirirane odredbama MiFID-a (npr. MiFID-ov pravilo procjene prikladnosti). Ipak, svaka država članica (izuzev Italije) zapravo je nastojala dati odgovore na ona pitanja koja su se u poslovnoj CF praksi iskristalizirala kao problematična. Tako su u Njemačkoj u središte regulatorne pozornosti smješteni financijski instrumenti koji se zbog svoje pravne prirode i hibridnih karakteristika (kombinacija duga, kapitala i zajma) ne mogu jasno svrstati u bilo koji CF model. Na taj način se u određenom dijelu regulatorni kišobran proteže i na dotada neregulirana područja tržišta kapitala. Ujedinjeno Kraljevstvo također je zahvatilo "problematične" instrumente, ograničivši načine njihova izravna nuđenja, kao i ulagatelje kojima se mogu nuditi. S obzirom da se radi o najsnažnijoj europskoj CF industriji, ne iznenađuje da Ujedinjeno Kraljevstvo do određene mjere dozvoljava razvoj poslovnih modela CF platformi, istovremeno nastojeći zadržati povjerenje ulagatelja. Francuski put čini se kao dobar odgovor na razvoj poslovnih modela EQ CF-a u Francuskoj koji su se isprofilirali pružanjem širokog spektra uglavnom savjetodavnih usluga. Zakonodavac nastoji stvoriti blaži režim u vidu posebno stvorene CIP kategorije za platforme koje se ograničavaju u pogledu određenih financijskih instrumenata i usluga. Ipak, teško se oteti dojmu da je indirektan CF model zapravo inovativan način stvaranja fonda rizičnog kapitala. Italija je s druge strane je vjerojatno najviše ograničila, ali i usmjerila rad EQ CF platformi. Ograničenja se ne odnose samo na financijske instrumente, nego i na zahtjev da se radi o visoko tehnološkim projektima. S druge strane, iako postoji lista zabranjenih djelatnosti EQ CF platformi, nema izričite naznake koje sve usluge platforma može obavljati, stoga bi u tom dijelu talijanske EQ CF platforme mogle dodatno razviti svoje poslovne modele.

S obzirom na zatvorena nacionalna uređenja (primjerice da se na talijanskim EQ CF platformama mogu nuditi samo udjeli talijanskih točno definiranih društava), pitanje je kada će doći do promjena na europskoj razini koje će promicati i prekograničnost djelovanja CF platformi.

Zaključno se nameće misao da ako u centar razmatranja stavimo OIE projekte postoje dva *driving* preklapajuća i komplementarna faktora. S jedne strane, ideja poticanja OIE iznjedrila je dvije glavne metode poticanja OIE: metodu zajamčenih cijena i metodu zelenih certifikata koje, iako nisu harmonizirane odredbama RED-a podliježu brojnim ograničenjima. Ograničenja postoje u pogledu kontrole EK u okviru odlučivanja o uvjetno dopuštenim potporama (a koju je na određeni način i moguće izbjeći) te kontrole ECJ-a odnosno nacionalnog suda u kontekstu testa proporcionalnosti u svjetlu slobode kretanja robe. Stoga nacionalni zakonodavci trebaju oprezno pristupiti kreiranju navedenih metoda, pogotovo u svjetlu daljnjih koraka liberalizacije i integracije energetskeg tržišta. Pri tom treba imati na umu da će se u doglednoj budućnosti inzistirati na modelima koji pružaju manju sigurnost za poduzetnike i njihove ulagatelje što je manje pogodno za razvoj novih tehnologija. S druge strane što je veći stupanj inovativnosti to će i rizik biti veći pa će primjerenije biti one metode financiranja koje su tipične za tu vrstu projekata. Zbog toga se financiranje rizičnim kapitalom i financiranjem putem CF-a, ogleda kao komplementarno i potrebno posebice za one OIE projekte koji imaju značajniju dozu inovativnosti. No, čak i kada se ne radi o visokoinovativnim OIE projektima CF igra značajnu ulogu. S obzirom na širok krug mogućih ulagatelja kojima se takvi projekti mogu nuditi putem CF platformi, postoji jak javni interes da se modaliteti CF-a pravno urede i u hrvatskom pravu. Pri tome se domaći zakonodavac može povesti za primjerima uređenja istog u onom nacionalnom zakonodavstvu koje ima najzaokruženiji model zaštite i koje je najbližnije postojećem domaćem pravnom uređenju tržišta kapitala.

KRATICE

| | |
|--------|--|
| AIF | alternativni investicijski fond |
| AIFMD | Direktiva o menadžerima alternativnih investicijskih fondova |
| AMF | <i>Autorité des marchés financiers</i> |
| ATS | alternativni trgovinski susatv |
| BaFin | <i>Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsich</i> |
| CESR | <i>Committee of European Securities Regulator</i> |
| CF | <i>Crowdfunding</i> |
| CF EQ | <i>Equity Crowdfunding</i> |
| CIF | <i>conseillers en investissements financiers</i> |
| CIP | <i>conseiller en investissements participatifs</i> |
| CONSOB | <i>Commissione Nazionale per le Società e la Borsa</i> |
| ECJ | <i>European Court of Justice</i> |
| EK | Europska komisija |
| ERFE | <i>European Renewable Energies Federation</i> |
| ESMA | <i>European Securities and Markets Authority</i> |
| EU | Europska unija |
| EuVeca | Uredba o europskim fondovima rizičnog kapitala |
| FCA | <i>Financial Conduct Authority</i> |
| FIP | <i>Feed-in premioum</i> , premijski model zajamčenih cijena |
| FIT | <i>Feed-in</i> tarifa, zajamčene cijene |
| FSMA | <i>Financial Services Market Act</i> |
| GPP | <i>Green Public Procurement</i> , zelena javna nabava |
| G.U. | <i>gazzetta ufficiale</i> |
| IPO | <i>Initial public offering</i> |
| MEAT | kriterij ekonomski najpovoljnije ponude |
| MFZ | Monetarni i financijski zakonik |
| MiFID | Direktiva o tržištima financijskih instrumenata |
| MTP | multilateralna trgovinska platforma |
| OIE | obnovljivi izvori energije |
| OJ | <i>Official journal</i> |
| OTP | organizirana trgovinska platform |
| PFSR | Pravni fakultet Sveučilišta u Rijeci |

| | |
|------|--|
| P2B | <i>peer-to-business</i> |
| P2P | <i>peer-to-peer</i> |
| RD&D | <i>Research, Development and Demonstration</i> |
| RED | Direktiva o poticanju obnovljivih izvora energije |
| SAD | Sjedinjene Američke Države |
| SEC | <i>Securities and Exchange Commission</i> |
| SL | službeni list |
| SME | <i>small and medium enterprises</i> , mali i srednji poduzetnici |
| SPV | <i>special purpose vehicle</i> |
| TGC | <i>Tradable green certificate</i> , utrživi zeleni certifikati |
| UFEU | Ugovor o funkcioniranju Europske unije |
| UK | Ujedinjeno Kraljevstvo |
| VC | <i>venture capital</i> , rizični (poduzetnički) kapital |
| ZPFR | Zbornik Pravnog fakulteta u Rijeci |
| ZTK | Zakon o tržištu kapitala |

PRAVNI IZVORI I LITERATURA

PRAVNI IZVORI

1. Commission Regulation (EU) N°651/2014 of 17 June 2014 declaring certain categories of aid compatible with the internal market in application of Articles 107 and 108 of the Treaty
2. Decreto legislativo 179/2012 i Decreto legislativo 221/2012., 18.10.2012. n. 179, G.U. 18.12.2012.
3. Directive 2004/17/EC of the European Parliament and of the Council of 31 March 2004 coordinating the procurement procedures of entities operating in the water, energy, transport and postal services sectors , OJ L 134, 30.4.2004, p.1.
4. Directive 2004/18/EC of the European Parliament and of the Council of 31 March 2004 on the coordination of procedures for the award of public works contracts, public supply contracts and public service contracts , OJ L 134, 30.4.2004, p.114.
5. Directive 2009/28/EC of the European Parliament and of the Council of 23 April 2009 on the promotion of the use of energy from renewable sources and amending and subsequently repealing Directives 2001/77/EC and 2003/30/EC, OJ L 140, 05/06/2009, p. 16.–62.
6. Directive 2010/73/EU of the European Parliament and of the Council of 24 November 2010 amending Directives 2003/71/EC on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading and 2004/109/EC on the harmonisation of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market (OJ 11.12.2010., L 327/1).
7. Directive 2011/61/EU of the European Parliament and of the Council of 8 June 2011 on Alternative Investment Fund Managers and amending Directives 2003/41/EC and 2009/65/EC and Regulations (EC) No 1060/2009 and (EU) No 1095/2010 (OJ 1.07.2011, L 174/1)
8. Direktiva 2004/39/EZ Europskoga parlamenta i Vijeća od 21. travnja 2004. o tržištima financijskih instrumenata kojom se izmjenjuju i dopunjuju Direktiva Vijeća 85/611/EEZ i 93/6/EEZ i Direktiva 2000/12/EZ Europskoga parlamenta i Vijeća te ukida Direktiva Vijeća 93/22/EEZ (OJ, 30.04.2004, L 145/1).
9. Direktiva 2014/24/EU Europskog parlamenta i Vijeća od 26. veljače 2014. o javnoj nabavi i o stavljanju izvan snage Direktive 2004/18/EZ , SL L 94, 28/03/2014, p. 65–242
10. Direktiva 2014/25/EU Europskog parlamenta i Vijeća od 26. veljače 2014. o nabavi subjekata koji djeluju u sektoru vodnog gospodarstva, energetskom i prometnom sektoru te sektoru poštanskih usluga i stavljanju izvan snage Direktive 2004/17/EZ, SL L 94, 28/03/2014, p. 243–374.
11. Direktiva 2014/65/EU Europskog parlamenta i Vijeća od 15. svibnja 2014. o tržištu financijskih instrumenata i izmjeni Direktive 2002/92/EZ i Direktive 2011/61/EU (SL L 173, 12.6.2014., str. 349–496).
12. Gesetz über die Einspeisung von Strom aus erneuerbaren Energien in das öffentliche Netz, BGBl 1990 I, p. 2633.
13. Gesetz zur Neuregelung des Energiewirtschaftsrechts, BGBl, 1998 I, p. 730.
14. Ordonnance n°2014-559 relative au financement participatif du 30 mai 2014 JORF n°0125 pg 9075 texte n° 14.
15. Policy Statement 14/4: The FCA's regulatory approach to crowdfunding over the internet and the promotion of non-readily realisable securities by other media - Feedback to CP13/13 and final rules, ožujak 2014., dostupno na: <http://www.fca.org.uk/static/documents/policy-statements/ps14-04.pdf> (posjećeno 08.11.2014.)
16. Regolamento di CONSOB sulla raccolta di capitali di rischio da parte di start-up innovative tramite portali on-line, n. 1592 del 26.06.2013., G.U. 12.07.2013
17. Regulation (EU) No 345/2013 of the European Parliament and of the Council of 17 April 2013 on European venture capital funds (OJ 25.04.2013, L115/1)
18. Zakon o tržištu kapitala, NN br. 88/08, 146/08, 74/09, 54/13, 159/13

SUDSKA PRAKSA

1. Ålands Vindkraft AB v. Energimyndigheten, C-573/12
2. Association Vent De Colère! Fédération nationale i dr. protiv Ministre de l'écologie, du développement durable, des transports et du logement, Ministre de l'Économie, des Finances et de l'Industrie, C-262/12, od 19. prosinca 2013, SL C 52, 22.02.2014, p. 11–12.
3. Concordia Bus Finland Oy Ab, formerly Stagecoach Finland Oy Ab v Helsingin kaupunki and HKL-Bussiliikenne, Case C-513/99, 17 September 2002.

4. Essent Netwerk Noord BV and Others v Aluminium Delfzijl BV and Others, C-206/06, od 17. srpnja 2008., ECR 2008 I-05497
5. EVN AG and Wienstrom GmbH v Republic of Austria, Case C-448/01, 4 December 2003.
6. French Republic v Commission of the European Communities, C-482/99, ECR 2002 I-04397.
7. PreussenElektra AG v Schleswag AG, od 13. ožujka 2001., C-379/98, 2001, ECRI-02099.

KNJIGE

1. Black, Henry et al.: Black's Law Dictionary, West Publishing, 6th edition, 1991.
2. Bodiřoga-Vukobrat, N. *et al.*: Temeljne gospodarske slobode u Europskoj uniji, Inžinjski biro, Zagreb, 2011.
3. Chalmers, Damian et al., European Union Law, Cambridge University Press, 2010.
4. Cvijanović, Vladimir et al., Financiranje malih i srednjih poduzeća, HVCA 2008, str. 155.-157
5. Čulinović-Herc, Edita et. al.: Pravno uređenje UCITS fondova na tržištu kapitala, PFSR, Rijeka, 2013.
6. De Paoli, L., Višković, A.: Ekonomija i politika preioizvodnje električne energije, Kigen d.o.o., Zagreb, 2007.
7. Moloney, Niamh: EC Securities Regulation, Oxford University Press, 2nd edition, 2008.
8. Veil, Rüdiger: European Capital Markets Law, Hart Publishing Oxford, 2012.

ČLANCI

1. Armenteros, Mercedes F.: ECJ case PreussenElektra, Review of European Community&International Environmental Law, vol. 10., issue 3, 2002., dostupno na: <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/1467-9388.00294/pdf>.
2. Biondi, Andrea, Some Reflections on the Notion of "State Resources" in european Community State Aid Law, Fordham International Law Journal. Vol. 30, Issue 5, 2006, dostupno na: <http://ir.lawnet.fordham.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2072&context=ilj>
3. Bradford, C. S. "Crowdfunding and the Federal Securities Laws." Columbia Business Law Review 2012 (1): 1–150.
4. Collins, L., and Y. Pierrakis. 2012. "The Venture Crowd: Crowdfunding Equity Investment into Business." Working Paper R2/2011
5. Couture, T., Gagnon, Y.: An analysis of feed-in tariff remuneration models: Implications for renewable energy investment, Energy Policy 38 (2010) 955-965.
6. Čulinović-Herc, Edita: Povreda obveze objave podataka na tržištu kapitala i sporovi ulagatelja (dioničara) protiv uvrštenih društava, ZPFR v. 30, br. 1, 135-170 (2009).
7. Gerber, E. M., J. S. Hui, and P. Kuo. 2012a. Crowdfunding: Why People are Motivated to Post and Fund Projects on Crowdfunding Platforms. Illinois: Creative Action Lab, Northwestern University
8. Haas, R. et al., A historical review of promotion strategies for electricity from renewable energysources in EU countries (2011), str. 1012., dostupno na: http://publik.tuwien.ac.at/files/PubDat_201813.pdf (posjećeno: 14. svibnja 2014.).
9. Hemer, Joachim: A snapshot on crowdfunding, Working papers firms and region, No. R2/2011, 2011.
10. Hornuf L., Schwienbacher A.: The emergence of crowdinvesting in Europe, Munich Discussion Paper No. 2014-43, 2014., dostupno na: [http://epub.ub.unimuenchen.de/21388/1/Hornuf%20Schwacher%20-%20The%20Emergence%20of%20Crowdinvesting%20in%20Europe%20\(2\).pdf](http://epub.ub.unimuenchen.de/21388/1/Hornuf%20Schwacher%20-%20The%20Emergence%20of%20Crowdinvesting%20in%20Europe%20(2).pdf), posjećeno 28.10.2014.
11. Hornuf, L., Schwienbacher, A.: Which securities regulation promotes crowdinvesting, 20.03.2014., dostupno na: <http://ssrn.com/abstract=2412124>, posjećeno 28.10.2014.
12. Kappel, T.: "Ex Ante Crowdfunding and the Recording Industry: A Model for the U.S." Loyola of Los Angeles Entertainment Law Review 2009., 29 (3), 375–385.
13. Lauber, Volkmar: REFIT and RPS: options for a harmonised Community framework, Energy Policy, Volume 32, Issue 12, August 2004, Pg 1405–1414.
14. Liszt, M., Petrović, S.: Kriteriji za dodjelu dopuštenih državnih potpora, u: Čulinović-Herc, E., Jurić, D., Žunić-Kovačević, N. (ur.), Financiranje, upravljanje i restrukturiranje trgovačkih društava u doba recesije, PFSR, Rijeka 2011, str. 27.-67.
15. Miladin, Petar: Pravni odnosi između društva izdavatelja, emisijskog konzorcija i ulagatelja (emisijski posao), u: Prilagodba hrvatskog prava i ekonomije europskom tržištu kapitala, Zagreb, 2013., str. 149.-155.
16. Morthorst P. E.: Interactions of a tradable green certificate market with a tradable permits market,

- Energy Policy 29 (2001) 345. – 353
17. Nielsen, Lene, Jeppesen, Tim: Tradable Green Certificates in selected European countries – overview and assessment, Energy Policy 31 (2003) 3–14.
 18. Rathke, Julia: Analysis of the economic efficiency of the subvention of renewable energies: German energy market as a case study, dostupno na: <http://www.diva-portal.org/smash/get/diva2:216815/FULLTEXT01.pdf>.
 19. Tomczak, Alan, Brem, Alexander, A conceptualized investment model of crowdfunding, Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance, 2013, Vol. 15., No. 4, 335-359.
 20. Weinstein, Ross S., Crowdfunding in the U.S. and Abroad: What to Expect When You're Expecting, Cornell International Law Journal Vol. 46.
 21. Zetzsche, Dirk A.: Scope of the AIFMD, str. 39. -70., u: Zetzsche, Dirk A: The Alternative Investment Fund Managers Directive – European Regulation of Alternative investment Funds, Wolters Kluwer, Nizozemska, 2012.

IZVORI S INTERNETA

Posjećene CF platforme (u razdoblju od 24.-26.10.2014.):

1. Abundance Generation (<https://www.abundancegeneration.com/>)
2. Anaxago (<https://www.anaxago.com/>)
3. Assetz Capital (<https://www.assetzcapital.co.uk/>)
4. Capitalvines (<http://www.capitalvines.com/>)
5. c-crowd (<http://www.c-crowd.com/en/home-englisch/>)
6. Companisto (<https://www.companisto.com/en/>)
7. CrowdBnk (<https://www.crowdbnk.com/>)
8. Crowdcube (<https://www.crowdcube.com/>)
9. Crowdrange (<https://www.crowdrange.de>)
10. GenCommunity (<http://www.gen-community.co.uk/>)
11. Green Crowding (<http://greencrowding.com/>)
12. Indiegogo (<https://www.indiegogo.com/>)
13. Investiere.ch (<https://www.investiere.ch/>)
14. IPO Village (<http://www.ipovillage.com/>)
15. Mashup Finance (<https://mashup-finance.de/>)
16. Seeders (<https://www.seedrs.com/>)
17. Seedinvest (<https://www.seedinvest.com/>)
18. Solar Mosaic (<https://joinmosaic.com/>)
19. Solar Schools (<http://www.solarschools.org.uk/>)
20. Sunnycrowd (<http://www.sunnycrowd.com/>)
21. Symbid (<https://www.symbid.nl/>)
22. TrillionFund (<https://www.trillionfund.com/>)
23. United Equity (<https://www.united-equity.de/>)
24. WeAreStarting (<http://www.wearestarting.it/>)
25. Windcentrale (<https://www.windcentrale.nl/>)
26. Wised (<https://www.wised.com/fr>)

<http://seedingfactory.com/2012/10/world-premier-equity-crowdfunding-exit/> (posjećeno: 27.10.2014.)

http://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/EN/Fachartikel/2014/fa_bj_1406_crowdfunding_en.html
posjećeno 20.10.2014

<http://ec.europa.eu/research/index.cfm> (posjećeno 10.06.2014.)

<http://www.concertoplus.eu/concerto/> (posjećeno 10.06.2014.)

<http://www.gse.it/> (posjećeno 10.06.2014.)

OSTALI IZVORI

1. Achenbeck-Florange, Tanja et al., Regulation of crowdfunding in Germany, the UK, Spain and Italy and the Impact of the European Single Market, European Crowdfunding network in association with Osborne Clarke, 1st ed., June 2013.
2. Buendia Sierra, Not Like This: Some Sceptical Remarks on the "Refined Economic Approach" in State

- Aid, in Conference Material "The Law of EC State Aid," EUR. STATE AID L.Q. (2006).
3. Buying green! A handbook on green public procurement, 2nd edition, dostupno na: <http://ec.europa.eu/environment/gpp/pdf/handbook.pdf> (posjećeno: 24. svibnja 2014.)
 4. CESR Feedback statement –Understanding the definition of advice under MiFID od 19.04.2010., dostupno na: http://www.esma.europa.eu/system/files/10_293.pdf (posjećeno: 20.10.2014.).
 5. Communication from the Commission- Energy for the Future: Renewable Sources of Energy, White Paper for a Community Strategy and Action Plan, COM(97)599 final (26/11/1997), str. 16., dostupno na: http://europa.eu/documents/comm/white_papers/pdf/com97_599_en.pdf (posjećeno 20.05.2014.)
 6. Communication from the Commission to the Council and the European Parliament, Mobilising public and private finance towards global access to climate-friendly, affordable and secure energy services: The Global Energy Efficiency and Renewable Energy Fund, COM(2006) 583 final.
 7. Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions — A policy framework for climate and energy in the period from 2020 to 2030, COM(2014) 15 final
 8. Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions Public procurement for a better environment SEC(2008) 2124, SEC(2008) 2125, SEC(2008) 2126, COM/2008/0400 final.
 9. Communication from the Commission — Guidelines on State aid for environmental protection and energy 2014-2020 , OJ C 200, 28.06.2014.
 10. De Buysere, K. et al.: A framework for european crowdfunding, 1st ed., 2012., dostupno na: http://www.europecrowdfunding.org/files/2013/06/FRAMEWORK_EU_CROWDFUNDING.pdf, posjećeno 28.10.2014.
 11. Evaluation report of different criteria for sustainability and certification of biomass and solid, liquid and gaseous biofuels, EUBIONET3, 2010.
 12. Faber, T., Green, J. et al.: Review report on promotion strategies for electricity from renewable energy sources in EU countries, 2000., dostupno na: <http://www.tuuleenergia.ee/uploads/File/reviewreport.pdf> (posjećeno 14. svibnja 2014.)
 13. Fußwinkel, O., The unregulated capital market in Germany - market definition, regulation and investor responsibility, dostupno na: http://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/EN/Fachartikel/2014/fa_bj_1403_grauer_kapitalmarkt_en.html?nn=3698804, posjećeno 20.10. 2014.
 14. Held, Annie et al.: Design features of support schemes for renewable electricity, dostupno na: http://ec.europa.eu/energy/renewables/studies/doc/2014_design_features_of_support_schemes.pdf (posjećeno 10. lipnja 2014.)
 15. Hogg, Katy, O'Regan, Ronan: Renewable energy support: an overview, dostupno na: <http://www.globelawandbusiness.com/RN/sample.pdf>
 16. Izvješće talijanskog ministra ekonomskog razvoja od 1.03.2014., dostupno na: http://italiastartupvisa.mise.gov.it/pdf/Annual_report_on_startup.pdf (posjećeno 14.10.2014.).
 17. Kirby, Eleanor, Worner, Shane: Crowdfunding: An Infant Industry Growing Fast, Staff Working Paper of the IOSCO Research Department (SWP/2014).
 18. Mišljenje AG Bota izneseno 28. siječnja 2014. vezano uz Ålands Vindkraft AB v. Energimyndigheten, C-573/12.
 19. Mišljenje AG Mengozzija dostavljeno 24. siječnja 2008. u slučaju Essent Netwerk Noord BV and Others v Aluminium Delfzijl BV and Others, C-206/06, ECR 2008 I-05497.
 20. Müller-Schmale, V., Crowdfunding: Supervisory requirements and investor responsibility, dostupno na: http://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/EN/Fachartikel/2014/fa_bj_1406_crowdfunding_en.html
 21. Opinion of AG Jacobs delivered on 26 October 2000, C-379/98, PreussnElektra AG v Schleswig AG, ECR 2001 page I-02099.
 22. Prijedlog njemačkog Zakona o zaštiti malih ulagatelja, dostupno na: http://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Downloads/Gesetze/2014-07-28kleinanlegerschutzgesetz.pdf?__blob=publicationFile&v=5 (posjećeno 20.10.2014.).
 23. Priopćenje EK o oslobađanje potencijala CF-a u EU, od 27.3.2014., COM(2014) 172 final.
 24. Priopćenje ORIAS-a o CIP-u, dostupno na: <https://www.orias.fr/documents/13705/24520/2014-10-01%20Note%20-%20Conseillers%20en%20investissements%20participatifs%20CIP.pdf> (posjećeno 02.11.2014.)
 25. Renewable energy policy country profiles, 2011., dostupno na: http://www.resaping-res-policy.eu/downloads/RE-Shaping_CP_final_18JAN2012.pdf (posjećeno 10.06.2014.)
 26. Ruoss, D., Taiana, S.: A green pricing model in Switzerland, The 'Solarstrom Stock Exchange' from the Electricity Utility of the City of Zurich, dostupno na:

- <http://www.solelprogrammet.se/Global/Projekteringsverktyg/PDF/Swiss%20PV-stock%20exchange.pdf?epslanguage=sv>
27. Strategija 2020 - Europska strategija za pametan, održiv i uključiv rast, dostupno na: http://www.mobilnost.hr/prilozi/05_1300804774_Europa_2020.pdf (posjećeno: 21. svibnja 2014.)
 28. Summary of legal and technical requirements of biomass and bioenergy in 18 EU-countries, EUBIONET3, 2011., Volume 32, Issue 12, August 2004, Pg 1405–1414.
 29. World Bank. 2006. Clean Energy and Development: Towards an Investment Framework, dostupno na: [http://siteresources.worldbank.org/DEVCOMMINT/Documentation/20890696/DC2006-0002\(E\)-CleanEnergy.pdf](http://siteresources.worldbank.org/DEVCOMMINT/Documentation/20890696/DC2006-0002(E)-CleanEnergy.pdf) (posjećeno 25.06.2014.)