

Prekodifikacija: slučaj europske regulative tržišta kapitala

Ivana Bajakić,
Pravni fakultet Sveučilišta u Zagrebu

SAŽETAK: Europska regulativa tržišta kapitala predstavlja idealan primjer kako regulacija ne bi trebala izgledati. Ona je prekodificirana, tj. prer regulirana: u namjeri da se kreira jedinstveni europski regulatorni okvir za slobodni protok kapitala i financijskih usluga, izgrađen je regulatorni gigant s neželjenim popratnim nuspojavama. Slučaj se pogoršava kada se navedeni EU propisi transponiraju u hrvatski pravni sustav. Ponajprije se radi o regulatornom okviru, namijenjenom visokorazvijenim tržištima kapitala zapadne Europe, dok je u slučaju Hrvatske nova regulativa bila uvjetovana procesom prilagodbe hrvatskog zakonodavstva pravnoj stečevini EU-a. Aktualna financijska kriza dodatno je opteretila postojeći financijski sustav, transformirajući regulatorni okvir u regulaciju i »superviziju na steroidima«.

Ključne riječi: *tržište kapitala, prekodifikacija, europska zakonska regulativa*

Uvod

Opći razlozi za regulaciju tržišta kapitala su zaštita javnog interesa te poticanje efikasnosti i stabilnosti financijskog sustava. Na razini EU-a željelo se kreirati jedinstveni regulatorni okvir za integrirano europsko tržište kapitala, tj. za prekogranično trgovanje i poslovanje velikih institucionalnih investitora, ali i malih ulagača, kako bi se ojačala konkurentna pozicija europskog tržišta kapitala.

Rad daje pregled »dobrih namjera« i praksi kojima su se rukovodili donositelji politika i inicijatori financijske regulative u kreiranju »dobre regulacije« te opisuje tijek financijske regulatorne reforme i učinaka na tržište kapitala u EU-u i Hrvatskoj. Na kraju se razmatra utjecaj financijske krize na daljnje jačanje regulacije i supervizije tržišta kapitala.

Prekodifikacija¹ / Gold-plating i načela »bolje regulacije« u financijskoj regulatornoj reformi

»Dobra kodifikacija sadrži mali broj propisa koji se ne mijenjaju često.«²

Termin »bolja regulacija« (*better regulation*) važan je u procesu donošenja propisa na razini EU-a.³ Označava metodologiju donošenja propisa koja uzima u obzir stavove onih na koje se regulacija odnosi te u kojoj se nastoje maksimalizirati korisnosti i minimizirati negativni učinci.⁴ Prilikom donošenja propisa izrađuju se analize mogućih učinaka (*impact assessment*) putem ekonometrijskih simulacija mogućih razvoja događaja. Nakon stupanja na snagu pojedinih propisa, Europska komisija (EK) provodi analize učinaka tih propisa i prema potrebi reviziju i izmjene propisa.

Proces financijske regulatorne reforme, poznatiji kao FSAP (*Financial Services Action Plan* – Akcijski plan za financijske usluge), specifičan je i po inovativnom procesu donošenja propisa na europskoj razini. Tzv. Lamfalussyjev pristup⁵ uključivao je široku javnu raspravu i konzultacije sa svim zainteresiranim stranama, uključujući interesne grupe: burze, izdavatelje, financijske posrednike, predstavnike sindikata, predstavnike malih i srednjih poduzetnika i sl. te ostale europske institucije. Zbog svoje značajne uloge i dinamike promjena koje obilježavaju financijski sustav, omogućen je i akcelerirani zakonodavni postupak putem institucija EU-a.⁶

Nadalje, kako se FSAP većinom sastojao od direktiva (vidi grafikon 1.), EK je veliku pažnju posvećivala praćenju *gold-platinga* koji, u kontekstu EU-a, predstavlja prerogulaciju na nacionalnoj razini, odnosno, prema analizama EK-a, postoji praksa nacionalnih regulatornih agencija (NRA) da prilikom transpozicije EU direktiva

¹ Termin »prekodifikacija« predstavio je dr. sc. Antun Vujić u svom uvodnom izlaganju na otvorenju konferencije »Europa i enciklopedija: kultura i kodifikacija«, Zagreb–Cavtat–Dubrovnik, 19–22. listopada 2011.

² Akademik Jakša Barbić, Uvodno izlaganje na otvorenju konferencije »Europa i enciklopedija: kultura i kodifikacija«, Zagreb–Cavtat–Dubrovnik, 19–22. listopada 2011.

³ »Bolja regulacija« je u novije vrijeme unaprijedena u termin »pametna regulacija«.
http://ec.europa.eu/governance/better_regulation/key_docs_en.htm#_br.

⁴ European Commission, *Better Regulation – Simply explained*, 2006., str. 3.,
http://ec.europa.eu/governance/better_regulation/documents/brochure/br_brochure_en.pdf

⁵ Lamfalussyjev pristup je dobio ime prema predsjedniku Vijeća mudrih, barunu Alexandreu Lamfalussyju, koje je izradilo istoimeno izvješće u kojem je detaljno prikazan novi metodološki pristup. Vidi: *Final Report of the Committee of Wise Men on Regulation of European Securities Markets*, 15. veljače 2001.

http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/lamfalussy/wisemen/final-report-wisemen_en.pdf

⁶ U EU-u postoji i sustav djelovanja odbora (*comitology*), koji omogućuje EK da u suradnji s tijelima državne uprave država članica usuglasi implementacijske mjere.

<http://ec.europa.eu/transparency/regcomitology/index.cfm>

»malo nadodaju« obveza, procedura i/ili sankcija u nacionalno zakonodavstvo, a koje nisu u duhu pojedine direktive EU-a.⁷ S tim u vezi postoji opasnost od regulatorne arbitraže, koja pojedinu državu članicu stavlja u nepovoljniji položaj zbog nekonkurentnijeg regulatornog okvira pa EK nastoji nadzirati praksu NRA vezanu uz transpoziciju i implementaciju EU propisa.

Prema navedenom Europska unija je, barem u namjeri, posvećena kreiranju kvalitetne regulacije sa što manjim brojem negativnih učinaka, vodeći se načelima dijaloga i javnih konzultacija, s ciljem kreiranja jedinstvenog regulatornog okvira i izgradnje integriranog europskog financijskog tržišta.

Europska regulacija tržišta kapitala prije financijske krize

Financijski sustav igra značajnu ulogu u razvoju i stabilnosti otvorenih ekonomija. Tržište financijskih usluga čini 4,5% ukupne zaposlenosti i 6% BDP-a Europske unije.⁸ Unatrag nekoliko desetljeća raste broj empirijskih istraživanja o postojanju pozitivne korelacije između financijskog razvitka i gospodarskog rasta. Primjerice Levine u prvim analizama ističe važnost kvalitete financijskih usluga i poslovnog okruženja,⁹ koje kasnije s Beckom nadograđuje parametrom efikasnog pravnog sustava¹⁰ te, uz ostale znanstvenike, nastavlja istraživati mehanizme kroz koje financijski sustav pozitivno utječe na gospodarski rast.¹¹

Usprkos pozitivnim učincima koje razvijeni i povezani financijski sustavi država članica imaju na cjelokupno europsko gospodarstvo, u periodu od 1960-ih pa sve do kraja 1990-ih nije postojao konsenzus i politička volja za kreiranje jedinstvenog europskog financijskog tržišta. Baš suprotno, to razdoblje karakterizira izniman otpor država članica u vezi harmonizacije propisa u području slobodnog kretanja kapitala koja se svodila na minimalnu harmonizaciju oko tehničkih standarda s ci-

⁷ Rječnik »Bolje regulacije«, http://ec.europa.eu/governance/better_regulation/glossary_en.htm#_G.

⁸ Prema statističkim podacima Eurostata za 2009. godinu. U: *The City UK, Key facts about EU Financial and Professional Services*, 2011., str. 8., <https://www.thecityuk.com/assets/Reports/Economic-Trends-Series/EU-key-facts.pdf>

⁹ Levine, R., *Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda*, *Journal of Economic Literature*, 1997., 35(2), str. 688–726; Levine, R., *Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which is Better?*, *Journal of Financial Intermediation*, 2002., 11, str. 398–428.

¹⁰ Beck, T. i Levine, R., *Industry Growth and Capital Allocation: Does Having a Market- or Bank-Based System Matter?*, *Journal of Financial Economics*, 2002., 64, str. 175.

¹¹ Demirgüç-Kunt A. i Levine, R., *Bank-Based and Market Based Financial Systems: Cross-Country Comparisons*, World Bank Working Paper, No. 2143, 1999., str. 4–6, 38–39; Carlin, W. i Mayer, C., *How Do Financial Systems Affect Economic Performance?*, *Oxford Economic Papers*, University College London and Said Business School, University of Oxford, 1999., str. 1–30; Carlin, W. i Mayer, C., *Finance, Investment and Growth*, *Journal of Financial Economics*, 2003., 69, str. 191–226.

ljem izbjegavanja administrativnih barijera.¹² Literatura iz područja političke ekonomije EU-a pripisuje nedostatak harmonizacije pravnih propisa i ekonomske integriranosti dubokoj podijeljenosti država članica EU-a na anglosaksonsko i kontinentalno pravno i ekonomsko okruženje.¹³

S vremenom su podjele između pojedinih financijskih sustava država članica EU-a počele slabiti i gubiti na važnosti, ponajprije zbog iznimnog utjecaja financijske globalizacije tijekom 1990-ih, sve do početka financijske krize 2007. godine. Unutar tog perioda relativno stabilnog makroekonomskog okruženja tehnološke su inovacije dovele do novih, sofisticiranih financijskih proizvoda i usluga (npr. e-trgovanja, sekuritizacije), koje su uslijed procesa deregulacije i liberalizacije financijskih tokova utjecale na razvoj financijskog sektora i institucija te ubrzale procese konsolidacije i integracije financijskih tržišta.¹⁴ Uz navedeno, uvođenje eura kao zajedničke valute i sve lošija konkurentna pozicija europskog financijskog tržišta u usporedbi sa SAD-om i Japanom kreirali su, u europskim političkim krugovima, momentum za promjene i uvođenje reformi. Tako je donositeljima europske ekonomske politike akademska teza o povezanosti financijskog razvitka i gospodarskog rasta postala nova krilatica u propagiranju ideje o potpunoj integraciji financijskih tržišta unutar EU-a.

»Regulacija je omiljen politički instrument Europske unije.«¹⁵

Na sastanku Europskog vijeća (EV), održanog u Cardiffu u lipnju 1998., naglašena je važnost dovršavanja jedinstvenog europskog tržišta s ciljem povećanja rasta i razvoja, zaposlenosti i socijalne uključenosti.¹⁶ U Lisabonu 2000. EV je usvojilo tzv. Lisabonsku strategiju, prema kojoj je EU trebala do 2010. godine postati najkonkurentnije i najdinamičnije svjetsko gospodarstvo, temeljeno na znanju i održivom gospodarskom rastu, uz najvišu stopu zaposlenosti i čvrstu ekonomsku i socijalnu koheziju.¹⁷

¹² Za detaljni povijesni pregled i analizu procesa integracija financijskih tržišta EU vidi: Ferran, E., *Building an EU Securities Market*, Cambridge University Press, 2004; Moloney, N., *EC Securities Regulation*, Oxford University Press, 2008., str. 11–49.

¹³ Quaglia, L., *Completing the Single Market in Financial services: The Politics of competing advocacy coalitions*, Sussex European Institute, 2009., str. 5; Moloney, N., *EC Securities Regulation*, Oxford University Press, 2008., str. 6; Demirgüç-Kunt A. i Levine, R., *Bank-Based and Market Based Financial Systems: Cross-Country Comparisons*, World Bank Working Paper, No. 2143, 1999., str. 4–6, 38–39.

¹⁴ HM Treasury, *Embracing financial globalisation*, svibanj 2008., str. 57–59.

¹⁵ Ferran, E., *Building an EU Securities Market*, Cambridge University Press, 2004., str. 9.

¹⁶ Dogovorena je izrada okvirnog plana za razvoj i unaprjeđenje jedinstvenog tržišta za financijske usluge, s naglaskom na procjenu regulatornog okvira i izradu preporuka za poboljšanje istog. U: Cardiff European Council, *Presidency Conclusions*, 15–16. lipnja 1998., t. 17, str. 9., http://www.consilium.europa.eu/ueDocs/cms_Data/docs/pressData/en/ec/54315.pdf

¹⁷ Lisabonska strategija temeljila se na sljedećim ciljevima: (i) informacijsko društvo dostupno svima, (ii) stvaranje europskog prostora za istraživanje i inovacije, (iii) kreiranje stimulativnog poslovnog

Europska komisija (EK) je vrlo optimistično prognozirala prednosti integracije financijskih tržišta i njezine koristi: daljnje zapošljavanje, optimalnu alokaciju kapitala, otvaranje novih poslovnih prilika u sektoru financijskih usluga (npr. mirovinskog sustava, osiguranja i sl.), razvoj malog i srednjeg poduzetništva, ukupni gospodarski rast...¹⁸ U skladu s politikom »bolje regulacije«, EK je organizirala izradu analize mogućih učinaka integracije europskih financijskih tržišta. Studija pod nazivom »Kvantifikacija makroekonomskih učinaka integracije europskih financijskih tržišta« u simuliranom scenariju predviđala je sljedeće pozitivne makroekonomske učinke na gospodarstvo EU-a:

1. Porast BDP-a za 1,1%, odnosno 130 milijardi eura na razini EU-a u duljem roku,
2. Porast ukupne zaposlenosti za 0,5%,
3. Smanjivanje troška prikupljanja kapitala za izdavatelje za 0,5%,
4. Porast ukupnih poslovnih investicija za 6% i osobne potrošnje za 0,8%.¹⁹

U skladu sa smjernicama EV-a, Komisija je sredinom 1999. godine objavila FSAP, koji predstavlja masivnu regulatornu reformu iz područja financijskih usluga (vidi grafikon 1.). FSAP sadrži 42 mjere, koje se većinom sastoje od propisa, a podijeljene su u četiri glavna područja: (i) dovršavanje jedinstvenog europskog tržišta institucionalnih investitora, (ii) razvijanje otvorenog i sigurnog tržišta za male ulagače, (iii) osiguravanje kvalitetne regulacije i supervizije, (iv) ostale komplementarne mjere za ostvarivanje zadanih ciljeva. FSAP je implementiran u predviđenom roku od 2000. do 2005. godine.²⁰

okruženja za poduzeća, naročito mala i srednja, (iv) dovršetak jedinstvenog unutarnjeg tržišta, (v) stvaranje učinkovitih i integriranih financijskih tržišta, (vi) promoviranje socijalne inkluzije, te (vii) promoviranje održivog razvoja. U: Lisbon European Council, *Presidency Conclusions*, 23–24. ožujka 2000., http://www.consilium.europa.eu/ueDocs/cms_Data/docs/pressdata/en/ec/00100-rl.en0.htm

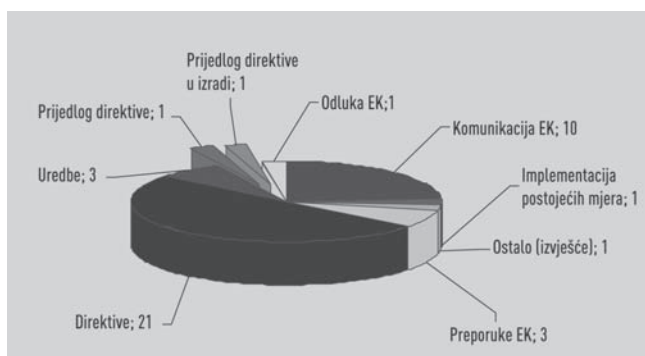
P.S. Na pola mandata, 2005. godine, u analizama učinjenog uočene su ozbiljne prepreke za ostvarenje ciljeva zacrtanih Lisabonskom strategijom, te su reaktivirane akcije u pokušaju ojačavanja i ostvarivanja cilja, da bi pred kraj 2009. godine politički establišment priznao da ja Lisabonska strategija doživjela neuspjeh. Vidi članke EurActiva, <http://www.euractiv.com/future-eu/lisbon-agenda/article-117510>.

¹⁸ Communication of the Commission, *Financial Services: Building a Framework for Action*, 28. listopada 1998., str. 1., http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/actionplan/index/fs_en.pdf

¹⁹ London Economics, *Quantification of the Macro-Economic Impact of Integration of EU Financial Markets*, studeni 2002., str. 123–124., http://ec.europa.eu/internal_market/securities/studies_en.htm

²⁰ Za pregled provedbe FSAP-a, vidi izvješća EK, http://ec.europa.eu/internal_market/finances/actionplan/index_en.htm

Grafikon 1. Mjere FSAP-a prema vrstama: propisi i preporuke



Izvor: European Commission »FSAP Evaluation – Part I: Process and Implementation«, 7. studenog 2005., str. 23.

Učinci financijske regulatorne reforme na tržište kapitala EU-a

»Financijska regulacija nikad ne djeluje kako bi trebala.«²¹

Tijekom procesa FSAP-a izrađene su brojne studije učinaka financijske regulatorne reforme na europsko tržište kapitala.²² Načelno, sudionici tržišta kapitala pozitivnim ocjenjuju kreiranje jedinstvenog regulatornog okvira, ponajprije zbog velikih financijskih institucija koje posluju prekogranično. Zbog svog obujma FSAP je izazvao regulatorno preopterećenje na svim razinama, naročito u procesu usklađivanja koji su operativno provodile nacionalne regulatorne agencije.

Najveće promjene uzrokovao je (očekivano) MiFID, direktiva o tržištima financijskih instrumenata²³, inače prozvana grdosijom FSAP-a.²⁴ U usporedbi s prošlom direktivom – ISD – koja je regulirala tržište kapitala na EU razini, MiFID je predstavljao peterostruko povećanje regulatornog okvira tržišta kapitala, koje je time preraslo u iznimno opsežno i visokoregulirano područje.²⁵ MiFID fundamentalno

²¹ Persaud, A., *Neprikladnost financijskih propisa*, u: Felton, A. i Reinhart, C. (ur.), *Prva globalna financijska kriza 21. stoljeća*, VoxEU.org, Centar za istraživanje ekonomske politike, CEPR, London, 2008., str. 195.

²² Za analizu *ex ante* i *ex post* analiza učinaka vidi: Bajakić, I., *Problemi regulacije tržišta vrijednosnih papira u tranzicijskim zemljama*, doktorska disertacija, Zagreb 2009., str. 110–245.

²³ 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.

²⁴ Moloney, N., *EC Securities Regulation*, Oxford University Press, 2008., str. 4.

²⁵ Iako se radi o gruboj kvantitativnoj analizi koja zanemaruje dublji kvalitativni aspekt pravnih i ekonomskih učinaka navedenih propisa, i takav površinski pogled ukazuje na enormnu promjenu: ISD

mijenja regulatorni i tržišni okvir kontinentalne Europe, odnosno ukinut je dotadašnji monopol burzi i uvedena mogućnost trgovanja putem drugih trgovinskih platformi (multilateralne trgovinske platforme – MTP i sistematski internalizatori – SI). Teoretski, poticanje konkurencije u području tržišta kapitala dovodi do efikasnijeg tržišta, u kojem su niži transakcijski troškovi zbog smanjivanja provizija pružatelja usluga, veći izbor i kvalitetniji financijski proizvodi i usluge, niži troškovi prikupljanja kapitala, veća transparentnost i likvidnost tržišta i dr. Međutim u kratkom i srednjem roku učinci MiFID-a na europskom tržištu kapitala bili su poražavajući i doveli su do:

1. fragmentiranosti tržišta i likvidnosti uslijed povećane konkurencije ulaskom MTP-a,
2. izostanka smanjenja troškova trgovanja – na štetu investitora, uzrokovano uglavnom enormnim ulaganjima u napredniju tehnologiju visokofrekventnog algoritamskog trgovanja,
3. nejednakih uvjeta poslovanja za pružatelje usluga u primjenama pravila o objavljivanju podataka o trgovanju (burze, MTP, SI),
4. fragmentiranosti tržišta podataka o trgovanju.²⁶

Učinci financijske regulatorne reforme u novim državama članicama EU-a i Hrvatskoj

Nove države članice EU-a²⁷ implementirale su europske propise iz područja tržišta kapitala. Tu se ponajprije radi o zadovoljavanju forme. Naime financijski sustavi novih i starih država članica EU-a uvelike su inkompatibilni. Financijski sustavi novih država članica EU-a dominantno su bankocentrični, dok tržišta kapitala, u usporedbi s ostatkom EU-a, nisu dovoljno razvijena. Otegotna okolnost je i način

direktiva ili Direktiva o investicijskim uslugama 93/22/EEZ, donesena 1993., brojala je 32 članka, Komisijin prijedlog ISD II iz 2002. bio je po obujmu dvostruko veći i brojao je 67 članaka, dok je MiFID, s implementirajućom direktivom i uredbom, brojao 169 članaka, te predstavlja povećanje od 5,28 puta u usporedbi s ISD direktivom. Mjereno brojem riječi, povećanje iznosi 4,67 puta. U: Casey, J. i Lannoo, K., *The MiFID Implementing Measures: Excessive detail or level playing field?*, ECMI Policy Brief., 2006., str. 3. Nastavljajući se na financijsku krizu, u sklopu novih regulatornih reformi financijskog sustava predložena je 20. X. 2011. izmjena i donošenje nove MiFID direktive (COM(2011)652 final) i uredbe (COM(2011) 656 final), podjednagog obujma. Vidi portal EK: http://ec.europa.eu/internal_market/securities/isd/mifid_en.htm

²⁶ CESR, *Impact of MiFID on equity secondary markets functioning*, 10. lipnja 2009., <http://www.cesr.eu/popup2.php?id=5771>.

²⁷ Termin nove države članice za potrebe ovog rada odnosi se na 10 zemalja Centralne i Istočne Europe: Češku, Slovačku, Mađarsku, Poljsku, Litvu, Latviju, Estoniju, Sloveniju, Bugarsku i Rumunjsku, dakle sve koje su u zadnjem valu pristupile EU-u, osim Malte i Cipra.

razvoja tržišta kapitala u tim državama, tj. ona se nisu razvijala iz potrebe za prikupljanjem kapitala pojedinih tvrtki, već »umjetno«, tijekom procesa prelaska na tržišno gospodarstvo, često kao jedan od mehanizama u procesu privatizacije i/ili mirovinske reforme. Trenutačna financijska kriza samo je razotkrila krhku likvidnost i dubinu tržišta kapitala u tim državama.

Analize učinaka financijske regulatorne reforme pokazuju da su u novim državama članicama troškovi usklađivanja bili znatno niži od starih država članica EU-a. Razlog tome je nedovoljno razvijeni financijski sustav u kojem nije bilo potrebe uvoditi visokosofisticirane i skupe nove tehnologije, potrebne za preživljavanje u izrazito konkurentskom okruženju. Uz to su investicijska društva, kao dio strane bankarske grupacije, preuzela softver i *know-how* od matične institucije, dok su neovisne domaće brokerske kuće bile prisiljene na konsolidaciju ili su polako iščezavale s financijskog tržišta.²⁸

Hrvatska prati scenarij razvoja događaja novih država članica EU-a. Tijekom pregovora o pristupanju EU-u, zbog želje za što skorijim ulaskom, naglasak je bio na hitno, umjesto na bitno. Takav odabir kriterija imao je negativan učinak na području tržišta kapitala. Već tada je znana problematika hrvatske financijske regulative kao nepotrebno opterećene i nedovoljno učinkovite u provedbi,²⁹ međutim novi zakon o tržištu kapitala bio je uvjetovan ponajprije postupkom prilagodbe hrvatskog zakonodavstva pravnoj stečevini EU-a.³⁰ Prilikom pisanja i usklađivanja novih zakona iz područja financija zanemarila se provedba memoranduma o suradnji između nacionalnih regulatornih agencija,³¹ a propustilo se i iskoristiti znanje i iskustvo nama sličnih država članica EU-a koje su taj proces prošle ranije i mogle pridonijeti preskakanju nepotrebnih grešaka. S pravnoga gledišta, ostaje otvoren problem kako nova, visokoregulirana područja, poput tržišta kapitala, sastavljati u formi sukladnoj već postojećim organskim zakonima, pa završetak procesa pregovora s EU-om za Hrvatsku predstavlja početak procesa usklađivanja vlastitog pravnog sustava.³² Finan-

²⁸ Bajakić, I., *Problemi regulacije tržišta vrijednosnih papira u tranzicijskim zemljama*, doktorska disertacija, Zagreb 2009., str. 153–186.

²⁹ Vlada Republike Hrvatske, *Strateški okvir za razvoj 2006.-2013.*, Središnji ured za razvojnu strategiju i koordinaciju fondova EU, 2006., str. 52–54.

³⁰ Ministarstvo financija, *Nacrt prijedloga Zakona o tržištu kapitala, s konačnim prijedlogom Zakona*, Zagreb, lipanj 2008., str. 2.

³¹ Nedavni slučaj stečaja Credo banke najnoviji je u nizu primjera o neprimjenjivanju memoranduma o suradnji između HANFA-e, HNB-a i Ministarstva financija koji ukazuje na ozbiljan nedostatak koordinacije i suradnje hrvatskih regulatornih agencija u rješavanju problematike iz zajedničke nadležnosti. Vidi izjave za javnost na portalima: HANFA-e, HNB-a, FINA-e i sl.

³² Lider, *Intervju s akademikom Jakšom Barbićem: Hrvatska će imati ozbiljne teškoće u primjeni sto tisuća stranica pravne stečevine EU*, objavljeno 19. ožujka 2009., <http://www.liderpress.hr/Default.aspx?sid=70368>.

cijska kriza znatno je ubrzala tijek događaja, a može se zaključiti da sektor pružatelja usluga tržišta kapitala slijedi obrazac bankarskog sektora, odnosno prelazi u strano vlasništvo.

Utjecaj financijske krize na daljnje jačanje regulacije i supervizije tržišta kapitala

Jedna od najvažnijih značajki financijske regulacije je kvalitetno upravljanje financijskim ciklusima. U tom smislu, supervizija je sredstvo pomoću kojeg se prate trendovi na tržištu, odnosno utjecaj cikličkih i sezonskih kretanja na financijski sustav kako bi se pravovremeno uočio i spriječio razvoj sustavnog rizika. Nažalost, pravi nedostaci sustava regulacije i supervizije očiti su tek kad dođe do financijske krize. Tada započinje ciklus jačanja uloge države i njezine intervencije koja je redovito popraćena značajnim povećanjem regulacije i supervizije.

Europsko tržište kapitala je s jačanjem krize odbacilo mantru samoregulacije, koju je obilježavalo proteklo razdoblje, i ušlo u sferu pojačane regulacije i supervizije. Međutim prebrzo i prešutno se prešlo preko činjenice da je EU zapravo tek nedavno završila gigantsku petogodišnju financijsku regulatornu reformu koja je, između ostalog, obećavala da će novi sustav na sveobuhvatan način podržavati razvoj konkurentnog financijskog sustava i istovremeno osiguravati financijsku stabilnost.³³ Kritičari primjećuju da se, umjesto temeljitog pročišćavanja neadekvatnih odredbi, sadašnji preregulirani financijski sustav dodatno uvećava izmjenama i dopunama postojećih direktivi i uredbi,³⁴ pretvarajući se u »*propise i institucije na steroidima*«.³⁵

Još intenzivnije od trenutačne regulatorne reforme krenulo se u reformu sustava supervizije. Utemeljen je novi Europski sustav financijske supervizije (EFSF) koji kombinira mikro- i makroprudencijalnu superviziju. S jedne strane prati se i procjenjuje stabilnost cjelokupnog financijskog sustava i šalju rana upozorenja o postojanju sustavnog rizika, a istovremeno su na mikrorazini osnovane tri europske

³³ Communication of the Commission, *Financial Services: Building a Framework for Action*, 28. listopada 1998., str. 18–20., http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/actionplan/index/fs_en.pdf

³⁴ European Commission, *Regulating financial services for sustainable growth – A progress report*, veljača 2011., str. 4–7. http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/110209_progress_report_financial_issues_en.pdf

European Commission, *Regulating financial services for sustainable growth*, COM (2010) 301 final, 2. lipnja 2010., str. 9–11., http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/general/com2010_en.pdf

³⁵ Jeremy Grant u *Financial Timesu*, »Quick View: MiFID gets muscles from Brussels«, 8. prosinca 2010., <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/48de7e18-02c2-11e0-a07e-00144feabdc0.html#axzzliaIh8T2d>; Quick View: Ill-timed FSA reforms setback for markets, 17. lipnja 2010., <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/a7aa328e-7a0a-11df-9871-00144feabdc0.html>

regulatorne agencije (ERA): ESMA – Europski regulator za vrijednosne papire i tržište kapitala (*European Securities and Markets Authority*), EBA – Europska agencija za nadzor bankovnog sustava (*European Banking Authority*), EIOPA – Europska agencija za nadzor osiguranja i mirovinskih sustava (*European Insurance and Occupational Pensions Authority*).³⁶

Novim ERAMA dodijeljene su dosad nevidene ovlasti.³⁷ ESMA smije, pod iznimnim okolnostima (krizne situacije i prijetnje za stabilnost financijskog sustava), ograničiti ili zabraniti određenu financijsku aktivnost (npr. *Short-selling, credit default swaps*). Također ima pravo direktne supervizije nad pojedinačnim financijskim institucijama koja uključuje donošenje obvezujućih mjera i, u iznimnim slučajevima, prekid poslovanja. ESMA ima ovlasti i nad nacionalnim regulatornim agencijama (NRA), po pitanju implementacije EU propisa i procesa mirenja između NRA u vezi supervizije financijskih institucija koje posluju prekogranično. Nadalje ESMA predlaže obvezujuće tehničke standarde i obavlja direktnu superviziju agencija za procjenu kreditnog rejtinga. Iz gore navedenog proizlazi da je »*financijska kriza proces koji je šteta propustiti*«,³⁸ a u Uniji je iskorišten za centralizaciju operativnih moći na europskoj razini.

Zaključak

Doba financijske nestabilnosti i krize ruši vjeru u svemoć tržišnog mehanizma, a uzdiže kejnezijansku školu s naglaskom na državnu intervenciju i povećanje regulative. Samoregulacija je *out*, a i mantra poticanja konkurencije kroz regulaciju kao efikasno sredstvo za jačanje konkurentnosti požurila se nestati s političko-ekonomske scene EU-a. Nove parole na tržištu kapitala jesu: transparentnost te zaštita potrošača i investitora. Prvi val regulatorne reforme rezultirao je značajnim povećanjem regulatornog opterećenja, a da pritom nije zaštitio financijski sustav od krize. Novu reformu vodila je ista garnitura stručnjaka, a vrijeme će pokazati jesu li i ovaj put pogriješili i hoće li zbog toga snositi odgovornost. Nije potreban osobit proročki talent da se predvidi kako će za petnaestak godina doći novi ciklus liberalizacije, deregulacije te smanjivanja propisa, a sve iz potrebe oslobađanja prostora za nova inovativna rješenja kao preduvjet gospodarskog rasta i razvoja.

³⁶ http://ec.europa.eu/internal_market/finances/committees/index_en.htm

³⁷ Detaljnije o ustroju i novim ovlastima ESMA-e vidi: Bajakić, I., *Nove ovlasti europskih regulatornih agencija – slučaj ESMA-e*, forthcoming.

³⁸ Parafraziran naslov, Lannoo, K., *A crisis is a terrible thing to waste*, CEPS Commentary, 27. svibnja 2009., <http://www.ceps.be/ceps/download/1669>.

Nakon kiše dolazi sunce, samo je, s obzirom na trenutačno napetu političku i ekonomsku situaciju država članica EU-a i svjetskoga gospodarstva, pitanje hoće li prije sunca još doći i potop.

OVER-CODIFICATION: CASE STUDY OF EUROPEAN CAPITAL MARKETS REGULATION

Ivana Bajakić

Faculty of Law of the University of Zagreb

SUMMARY: *European capital markets regulation represents a case study for inadequate regulation. It's over-codified, i.e. over-regulated – instead of creating common European regulatory framework for free movement of capital and services, »the regulatory leviathan« came to life and produced some unpleasant side-effects. The case goes downwards as the EU law gets transposed into the new member states national legislation (CEE) or candidate countries such as Croatia. The regulatory framework is incompatible with these countries mainly due to the differences in financial system development level. Current financial crisis has furthermore exposed shortcomings of the existing financial regulatory system, transforming it into »regulation and supervision on steroids«.*

Keywords: *capital markets, over-codification, European capital markets regulation*