

I v a n a B a j a k i ć



RAZVOJ FINANCIJSKE
REGULACIJE I
SUPERVIZIJE
U EUROPSKOJ UNIJI
Integracijski procesi europskih
financijskih sustava



PRAVNI FAKULTET SVETIČLIŠTA U ZAGREBU

BIBLIOTEKA
Monografije

Ivana Bajakić

RAZVOJ FINANCIJSKE REGULACIJE I SUPERVIZIJE U EUROPSKOJ UNIJI

Integracijski procesi europskih financijskih sustava

*Mojim roditeljima
Veri i Vladimiru*

© Copyright

Sva su prava pridržana. Nije dopušteno umnožavanje (reproduciranje), stavljanje u promet (distribucija), stavljanje na raspolaganje javnosti, priopćavanje javnosti te prerada u bilo kojem obliku bez posebnog dopuštenja Pravnog fakulteta Sveučilišta u Zagrebu.

Nakladnik:

Pravni fakultet Sveučilišta u Zagrebu

Za nakladnika:

Prof. dr. sc. Igor Gliha

Urednik nakladničke djelatnosti:

Prof. dr. sc. Siniša Zrinskić

Recenzenti:

Prof. dr. sc. Hrvoje Arbutina

Prof. dr. sc. Petar Miladin

Izv. prof. dr. sc. Marta Božina Beroš

Lektura:

Petra Petrović, prof.

Dizajn i grafička priprema za tisak:

Siniša Nikolić

Grafičko oblikovanje naslovnice:

Luka Gusić

Tisak:

Sveučilišna tiskara

Naklada:

150 primjeraka

ISBN 978-953-270-143-2

CIP zapis je dostupan u računalnome katalogu Nacionalne i sveučilišne knjižnice u Zagrebu pod brojem 001100069.



Erasmus+



Ova publikacija sufinancirana je sredstvima programa Europske unije Erasmus+ *Jean Monnet* modul "Financijska tržišta i regulacija u EU" (br. 599866-EPP-1-2018-1-HR-EPPJMO-MODULE) te sredstvima Fonda za razvoj Sveučilišta u Zagrebu. Potpora Europske komisije i Sveučilišta u Zagrebu proizvodnji ove publikacije ne predstavlja nužno potporu sadržaju koji odražava samo stavove autorice te navedene institucije ne mogu biti odgovorne za uporabu sadržajnih informacija.

Ivana Bajakić

RAZVOJ FINANCIJSKE REGULACIJE I SUPERVIZIJE U EUROPSKOJ UNIJI

Integracijski procesi europskih financijskih sustava

Biblioteka Monografije
Pravni fakultet Sveučilišta u Zagrebu



Zagreb, 2021.

PREDGOVOR

Jedan od temeljnih razloga osnivanja Europske unije početkom 1950-ih (tada Europske zajednice za ugljen i čelik) bio je ekonomska integracija, tj. stvaranje takve ekonomske međupovezanosti i međuzavisnosti država članica u kojima postaje ekonomski neisplativo i iznimno štetno ulaziti u ratne sukobe s drugim europskim državama. Integracija se tijekom vremena razvijala i prelijevala u druge sektore. Financijska integracija bila je tijekom desetljeća poticana i usmjeravana od strane europskih institucija, prvenstveno kroz mjere ekonomske politike i harmonizaciju nacionalnih zakonodavstava, dok su države članice, ovisno o svojim interesima i razini utjecaja, kroz procese složenog međudjelovanja određivale dinamiku i putanju.

Uvođenje Ekonomske i monetarne unije (EMU) te zajedničke valute eura uključivalo je izgradnju institucionalne i regulatorne infrastrukture jedinstvenog unutarnjeg tržišta. Krajem 1990-ih usuglašena je opsežna regulatorna reforma financijskog sustava EU-a, koja je provedena početkom novog tisućljeća kroz Akcijski plan za financijske usluge – FSAP. Progresivan stav Europske unije ogledavao se s jedne strane kroz dinamiziranje financij-

skih tržišta poticanjem prekograničnih ulaganja i paneuropskih tokova kapitala, te promicanjem konkurencije na financijskim tržištima, posebice tržištu kapitala (MiFID). S druge strane, Europska unija je u metodologiju implementacije FSAP-a ugradila koordinacijske odbore, koji su se nakon globalne financijske krize 2007./2008., u periodu porasta restriktivnije prudencijalne regulacije i supervizije, transformirali u nova europska nadzorna tijela, centralizirajući pritom nove ovlasti na EU razinu.

Globalna financijska kriza 2007./2008. potaknula je krizu europodručja 2010./2011. i bolno osvijestila da financijske institucije "žive globalno, ali umiru nacionalno";* te spoznaju da je disbalans ekonomskoga i monetarnoga u sustavu EMU-a bio građen za "dobra vremena". Financijska kriza dodatno je produbila jaz između država "kreditora" i država "dužnika" i problem neodrživosti sustava EMU-a, ali i potvrdila tezu o integraciji Europske unije. Financijska integracija proizvela je odnos međupovezanosti i međuovisnosti financijskih institucija, u kojem urušavanje financijskih institucija jedne države članice stvara rizik za stabilnost financijskih institucija drugih država članica, a time kreira i potencijal za sistemski rizik cjelokupnog financijskog sustava EU-a.

Bankovna unija, kao odgovor na globalnu financijsku krizu i krizu europodručja, predstavlja velik i dalekosežan redizajn regulatornog i supervizijskog okvira Europske unije. Njome je uspostavljen centralizirani sustav regulacije, supervizije i sanacije banaka europodručja. Na razini EU-a primjenjuju se jedinstveni propisi za cijeli bankarski sustav, u kojem Europska središnja banka provodi izravni nadzor nad sistemski važnim bankama europodručja, a nacionalna nadzorna tijela nad ostalim bankama. Prebačena je odgovornost sanacije banaka s javnog (porezni obveznici) na privatni/bankarski sektor. Formiran je jedinstveni sanacijski mehanizam za banke europodručja uz uvođenje potpunog stupa kroz zajednički zaštitni mehanizam Europskog stabilizacijskog mehanizma. Zanimljivo je istaknuti da je EU pritom desetljećima razvijao svoje regulatorne kapacitete, kroz zahtjevne procese usklađivanja različitih ekonomskih i pravnih tradicija država članica, ali je u tom procesu, uz bolju integraciju

* Lastra, R. (2014) *Do We Need a World Financial Organization?*, 17 *Journal of International Economic Law*, str. 787.

financijskih sustava, izgradio sebi i poziciju globalnog pokretača i postavljača trendova financijske regulacije i supervizije.

U 2020. godini Europska unija zabilježila je dva nesvakidašnja iskustva, na egzogenoj razini globalnu pandemiju bolesti COVID-19, a na endogenoj razini izlazak Velike Britanije iz Europske unije. Krajem 2020. postignut je politički dogovor na razini EU-a za najveći paket financijskih poticaja u povijesti Europske unije. Program pod nazivom *Next Generation EU*, vrijedan oko 1,85 bilijuna eura, bit će usmjeren prema ponovnoj izgradnji "zelenije, digitalnije i otpornije Europe nakon pandemije". Izlazak Velike Britanije iz EU-a predstavlja višestruku štetu i neizvjesnost iz područja financija za obje strane. Velika Britanija gubi značajan dio tržišta i utjecaj pri kreiranju europske financijske regulacije, dok EU gubi najrazvijeniji financijski centar Europe – *The City* i globalnog lidera financijske regulatorne inovacije FinTech industrije. U području FinTecha EU nije začetnik trendova, već sljedbenik, te zaostaje za SAD-om i azijskim tržištima. U rujnu 2020. Europska komisija je kroz paket o digitalnim financijama započela novi regulatorni ciklus i pokrenula široki proces javnih konzultacija, vezanih uz prijedloge novih propisa iz područja digitalnih financija, koji uključuju kriptovalute i adresiranja disruptivnog potencijala BigTecha na europskim financijskim tržištima.

Ova knjiga bavi se proučavanjem navedenih tema, a koristi ih i kao okvir za analiziranje razvoja i problematike financijske regulacije i supervizije iz europske perspektive. Glavna odrednica ove knjige je interdisciplinarnost, tj. inkluzivnost područja prava i ekonomije. Namijenjena je pravnicima i ekonomistima, ali i svim ostalim strukama, kao i zanimanjima, od profesionalaca u javnom i privatnom sektoru do znanstvenika i studenata koje zanima ovo područje. S ekonomske strane nudi razobličavanje kompleksnosti financijskih sustava, trendova i razvoja europske financijske integracije, u velikoj mjeri empirijski obrađeno kroz prizmu poslovnih ciklusa, a zbog aktualnosti globalne financijske krize i krize europodručja, i s njima povezanih regulatornih i ostalih trendova. S pravne strane pruža uvid u kompleksni proces izgradnje regulatornog i supervizijskog okvira financijskog sustava Europske unije, s naglaskom na problematiku harmonizacije različitih pravnih i ekonomskih tradicija nacionalnih sustava država članica, kao i ustrojstva paralelnog supranacionalnog su-

stava koji se usporedno gradio i doveo do novih centralizacija ovlasti na EU razini.

Knjiga već na samom početku konstatira da financijski sustav nije savršen, kao ni financijska regulacija. Oba sustava nude korisna rješenja, a u procesu primjene ona većinom rezultiraju pozitivnim učinkom za pojedince i društvo u cjelini. Ipak, neki put generiraju nepredviđene eksternalije. Svrha ove knjiga jest kritički analizirati višedesetljetni rast i razvoj financijske regulacije i njezine učinke, te integracijske procese europskih financijskih sustava. Navedene teme detaljno su obrađene u europskoj i svjetskoj literaturi, ali su takve publikacije deficitarne na hrvatskom jeziku.

Dijelovi ove knjige obuhvaćaju pojedina adaptirana poglavlja neobjavljene autoričine doktorske disertacije "Problemi regulacije tržišta vrijednosnih papira u tranzicijskim zemljama" obranjene 2009. na Pravnom fakultetu Sveučilišta u Zagrebu. Neki dijelovi potječu iz prethodno provedenih istraživanja i objavljenih radova iz ovog područja tijekom godina, a navedeni su na početku pojedinih poglavlja, dok su neka poglavlja u potpunosti nova i obrađuju aktualne teme financijske regulacije i supervizije u Europskoj uniji.

Ova publikacija dio je ishoda trogodišnjeg međunarodnog *Jean Monnet* modula, projekta Europske unije u okviru Erasmus+ programa "Financijska tržišta i regulacija u EU" na Pravnom fakultetu u Zagrebu pod vodstvom izv. prof. dr. sc. Ivane Bajakić. Projekt podupire istraživačke i nastavne aktivnosti, a od 2018. do 2021. godine provedeno je nekoliko znanstvenih istraživanja iz područja europske financijske regulacije i supervizije koja su objavljena u međunarodnim publikacijama, te su organizirane jedna domaća i jedna međunarodna stručna konferencija (u ulozi suorganizatora). U završnoj godini organizirana je međunarodna znanstvena konferencija "EU Financial Regulation and Markets: Beyond Fragmentation and Differentiation", održana *online* 26. – 27. studenoga 2020. U sklopu konferencije objavljen je međunarodni zbornik radova, u izdanju Pravnog fakulteta u Zagrebu, a urednice su izv. prof. dr. sc. Marta Božina Beroš i izv. prof. dr. sc. Ivana Bajakić.

Najvažniji poticaj *Jean Monnet* modulu i izdavanju ove knjige jesu studentice i studenti, kojima se kroz novi predmet "Financijska tržišta i regulacija u EU" te popratne sadržaje i aktivnosti

omogućuje stjecanje najnovijih znanja i razumijevanje europskog financijskog i regulatornog ekosustava, kroz interaktivnu nastavu, gostujuća predavanja i studentske posjete HNB-u, HANFA-i i Zagrebačkoj burzi. Educirajući mlade o europskim temama, proširujemo im mogućnosti zapošljavanja u institucijama Europske unije, osnažujući Hrvatsku u Europskoj uniji i integrirajući europske vrijednosti u Hrvatsku.

Zahvale na kraju predgovora idu recenzentima: prof. dr. sc. Hrvoju Arbutini i prof. dr. sc. Petru Miladinu s Pravnog fakulteta Sveučilišta u Zagrebu te izv. prof. dr. sc. Marti Božini Beroš s Fakulteta ekonomije i turizma Sveučilišta J. Dobrile u Puli, koji su svojim komentarima i sugestijama pridonijeli jasnoći i kvaliteti ove publikacije. Eventualni propusti i pogreške u tekstu ostaju isključivo odgovornost autorice. Zahvala ide i timu ljudi koji su stručno i tehnički omogućili pripremu i izdavanje ove knjige.

U Zagrebu, travanj 2021.

Izv. prof. dr. sc. Ivana Bajakić

SADRŽAJ

1. UVOD	1
1.1. Kompleksnost finansijskih sustava i zašto ih je zahtjevno adekvatno regulirati i nadzirati	1
1.2. Ciljevi, strategije i ograničenja finansijske regulacije.....	5
1.3. Predmet i ciljevi istraživanja	8
1.4. Struktura knjige	9
2. EKONOMSKA REGULACIJA - TEORIJSKI ASPEKTI I KOMPARATIVNI SUSTAVI	13
2.1. Regulatorne agencije, razvoj teorije ekonomske regulacije i ekonomske analize prava	13
2.1.1. Tržišni neuspjesi, razvoj ekonomske regulacije i ekonomske analize prava.....	14
2.1.2. Regulatorne agencije i teorija ekonomske regulacije	21
2.2. Teorija agencije i problem asimetrije informacija.....	29
2.3. Komparativne analize finansijskih sustava	34
2.3.1. Bankocentrični i tržišnocentrični finansijski sustavi	34
2.3.2. Korporativno upravljanje – vlasništvo i kontrola	39
2.3.3. Korporativno upravljanje, pravne tradicije i finansijski sustavi	42
2.3.4. Politička ekonomija, ekonomska politika i finansijski sustavi	48
3. RAZVOJ FINANSIJSKE REGULACIJE U EU-U - AKCIJSKI PLAN ZA FINANSIJSKE USLUGE (FSAP)	53
3.1. Uvod	53
3.2. Kratki pregled razvoja europskog finansijskog regulatornog okvira od 1960-ih do kraja 1990-ih.....	54
3.3. Razvoj finansijske integracije u EU-u.....	58
3.4. Europska finansijska regulatorna reforma kroz Akcijski plan za finansijske usluge – FSAP	61
3.4.1. Metodologija provedbe FSAP-a – Lamfalussyjev pristup	64
3.4.2. Uloga CESR-a u procesu FSAP-a.....	67
3.5. Implementacija i učinci FSAP-a.....	68
3.6. Strategija razvoja finansijskih usluga u EU-u nakon FSAP-a	74

4. GLOBALNA FINANCIJSKA KRIZA, KRIZA EUROPODRUČJA I DRŽAVNA INTERVENCIJA	79
4.1. Uzroci, obrazac i troškovi financijske krize	79
4.1.1. Financijske prijevare i stroža regulacija	82
4.2. Intervencija države u slučajevima financijske krize.....	87
4.3. Globalna financijska kriza 2007/08.....	92
4.3.1. Razvoj globalne financijske krize 2007/08.....	92
4.3.2. Uzroci globalne financijske krize 2007/08.....	95
4.3.2.1 Neadekvatna financijska regulacija i supervizija kao jedan od uzroka globalne financijske krize 2007/08	98
4.4. Kriza europodručja 2010/11	101
5. REFORMA SUSTAVA FINANCIJSKE REGULACIJE I SUPERVIZIJE KAO ODGOVOR NA GLOBALNU FINANCIJSKU KRIZU I KRIZU EUROPODRUČJA	109
5.1. Globalni odgovor na svjetsku financijsku krizu 2007/08	109
5.2. Proces reforme financijske regulacije i supervizije u EU-u – de Larosièreovo izvješće	112
5.3. Centralizacija supervizije na EU razini	119
5.4. Stvaranje bankovne unije i unije tržišta kapitala	123
6. BANKOVNA UNIJA I UNIJA TRŽIŠTA KAPITALA	127
6.1. Općenito o bankovnoj uniji	127
6.2. Jedinствeni nadzorni mehanizam – SSM	129
6.2.1. Jedinствena pravila – Single Rulebook	133
6.2.2. Europski sustav financijskog nadzora – ESFS	137
6.3. Jedinствeni sanacijski mehanizam – SRM.....	140
6.4. Europski sustav osiguranja depozita – EDIS.....	146
6.5. Europski stabilizacijski mehanizam – ESM	150
6.5.1. Reforma Europskog stabilizacijskog mehanizma.....	153
6.6. Unija tržišta kapitala – CMU.....	155
7. POGLED U BUDUĆNOST: NOVE PRILIKE I IZAZOVI FINANCIJSKOG SUSTAVA EU-a	161
7.1. Dovořetak Ekonomske i monetarne unije?.....	161
7.2. FinTech – Nove prilike i izazovi financijskog sustava EU-a.....	177
8. DODATAK - ANALIZE UČINAKA AKCIJSKOG PLANA ZA FINANCIJSKE USLUGE - FSAP-a	193
8.1. Ex ante analize učinaka FSAP-a	193
8.2. Ex post analize učinaka FSAP-a.....	201
8.3. Učinci FSAP-a na tržište kapitala	210
LITERATURA	219
PRAVNI IZVORI	249
MREŽNI IZVORI	255
POPIS KRATICA	257
POPIS GRAFIKONA	260
POPIS TABLICA	261
POPIS SHEMA	262
BILJEŠKA O AUTORICI	263

1. UVOD

1.1. Kompleksnost financijskih sustava i zašto ih je zahtjevno adekvatno regulirati i nadzirati

Temeljne vrijednosti financijskog sustava jesu POVJERENJE i SIGURNOST. Da bi financijski sustav funkcionirao na bazičnoj razini najjednostavnijih financijskih transakcija i tržišta, potrebno je imati izgrađen i uređen odnos povjerenja i sigurnosti.¹ Ako ga nema ili je narušen, sustav ne može adekvatno funkcionirati i urušava se, a paralelno raste neuređena siva zona s cijelim nizom negativnih učinaka na ekonomiju i društvo.

Vremenska dimenzija ima posebnu težinu u izgradnji odnosa povjerenja i sigurnosti. Potrebno je mnogo vremena da se izgradi takav vrijednosni sustav, a vrlo malo da ga se uništi. Ovdje je važno naglasiti da i najmanje narušavanje odnosa povjerenja i

¹ Za potrebe ove publikacije financijski se sustav definira kao sustav koji čine: "valuta i platni sustav, financijska tržišta, financijske institucije te institucije koje reguliraju i nadziru njihov rad." U Hrvatska narodna banka (2015) Financijski sustav RH, dostupno na:

<https://www.hnb.hr/temeljne-funkcije/financijska-stabilnost/uloge-i-suradnja/financijski-sustav-rh>.

Kada bismo navedeno pitanje promatrali iz kuta praktičara, financijskih posrednika i profesionalaca zaposlenih u financijskim institucijama, iz perspektive vođenja i održivosti poslovanja isticala bi se primarno procjena rizika.

sigurnosti može kreirati neproporcionalno veliku štetu za financijski sustav. Potencijal takvog kumulativnog i eksponencijalnog učinka proizlazi iz osnove funkcioniranja financijskog sustava, a to je količina novca u optjecaju, uređena monetarno-kreditnom politikom multiplikacije primarnog novca.

Sudionici financijskog sustava čine heterogenu skupinu i nemaju istovjetan moralni kodeks ni obrazac ponašanja koji bi garantirao kontinuiranu izgradnju i održivost koncepta povjerenja i sigurnosti u financijskom sustavu. Dolazimo do prve eksternaliije financijskog sustava, a to je prijevara. Može se raditi o banalnom primjeru krađe novca od strane činovnika na šalteru banke ili sofisticiranoj manipulaciji financijskih rezultata radi nezakonitog prisvajanja financijske koristi tijekom dužeg perioda (npr. Ponzijeva shema). Takve se radnje klasificiraju kao nezakonite i utvrđuju se kazne ovisno o stupnju prijestupa.

Uz povjerenje i sigurnost, treća važna kategorija u razmatranju kompleksnosti financijskog sustava je razvijenost. Razvijenost financijskog sustava pomaže lancu vrijednosti ekonomije i društva. Ona podrazumijeva efikasnost, koja pogoduje financijskom razvitku, koji pak doprinosi gospodarskom rastu i razvoju, a koji je u korelaciji s boljim životnim standardom.

Razvijeniji financijski sustav podrazumijeva naprednije i sofisticiranije modele poslovanja. Prvo, to zahtijeva specijalizaciju ljudi i procesa. S porastom znanja razvijaju se specijalizacije i subspecijalizacije, jer se traže stručnjaci s vrlo specifičnim setom znanja i kompetencija. Znanje se tijekom vremena akumulira u organizacijama, primjerice znanstvenim ustanovama poput sveučilišta i instituta. Paralelno se nakuplja i u financijskim institucijama, poput banaka i burzi, u kojima se stvaraju vlasnički sustavi akumuliranog znanja i kompetencija, vezani uz procese na financijskim tržištima i odnose koji se pritom stvaraju i grade. Drugo, razvijeniji financijski sustavi donose povećanje i proširenje sustava. Raste broj sudionika i posrednika financijskog sustava: institucija, tržišta, proizvoda i usluga.

Prva dva trenda, specijalizacija i veličina, kreiraju treći, a to je kompleksnost. Interakcija ponude i potražnje: poduzeća i domaćinstava, privatnog i javnog sektora, domaćih i inozemnih tržišta, u različitim ulogama: ulagača, potrošača, štediša, kreditora, posrednika, nadzornika, na različitim tržištima, kreira kompleksnu matricu međupovezanosti i međuzavisnosti. I dalje imamo hete-

ro genu skupinu različitih moralnih kodeksa, obrazaca ponašanja i interesa, i s tim u vezi različitih pristupa konceptu povjerenja i sigurnosti pojedinaca i institucija u financijskom sustavu.

U tom smislu razvijeniji financijski sustavi sadržavaju dvije dodatne eksternalije. Prva je asimetrija informacija, koja sa sobom donosi problem moralnog hazarda (pogl. 2.2., 4.2.). Specijalizacija razvijenih financijskih sustava kreirala je vlasničke sustave akumuliranog znanja i kompetencija u kojima može doći do situacije gdje pojedinci ili institucije koriste razliku u znanju/informiranosti za svoju materijalnu korist, a na tuđu štetu. Druga eksternalija je asimetrija odnosa moći, u kojoj može doći do problema zlouporabe pozicije moći, sa štetnim posljedicama na konkurenciju i potrošače, a potom i na konkurentnost tržišta, ekonomije i društva u cjelini (pogl. 2.3.). Navedene eksternalije često su povezane i prelijevaju se jedna u drugu, a problem asimetrije informacija izražen je u odnosu između: (i) korisnika i pružatelja financijskih usluga, te (ii) regulatora i regulirane strane (javnog i privatnog sektora).

Povjerenje, sigurnost i razvijenost financijskih sustava ne predstavljaju trilemu, nerješivu nedoumicu u kojoj moramo odabrati dvije od ponuđenih triju opcija. Moguće je i uputno istovremeno razvijati sva tri pravca. Ali je zahtjevno, jer tržišta ne funkcioniraju savršeno, u smislu efikasnosti i pravednosti, zbog ljudskog faktora koji kreira navedene eksternalije. Nadalje, financijska tržišta su dinamična i podliježu cikličnosti, periodima gospodarskog rasta i pada, tj. ekspanzije i usporavanja ekonomskih aktivnosti. Stoga će tijekom vremena doći do "savršene oluje", tj. financijske krize globalnih razmjera.

Tu se situacija dodatno komplicira, jer stavlja financijski sustav na pijedestal javnog dobra. Kako smo došli do toga? Financijski sustav je nastao iz potrebe razmjene, djelovanjem ekonomskih sila ponude i potražnje. Nastoji na najefikasniji mogući način spojiti ponudu i potražnju, tj. efikasno alocirati sredstva. Dakle, on prvenstveno predstavlja mehanizam spajanja. Ali je tijekom vremena prerastao tu funkciju. Zahvaljujući djelovanju financijskog sustava, možemo na početku radnog vijeka kupiti i koristiti automobil, stan i sl., iako nemamo materijalna sredstva da odmah postanemo vlasnici tih dobara. Država se može zadužiti na domaćim ili međunarodnim tržištima kako bi izgradila infrastrukturu, npr. autoceste, škole, bolnice i sl. Financijski sustav

je koristan i dragocjen jer nam omogućuje lakše kreiranje novih vrijednosti, ali istovremeno zahtijeva svjesnost i odgovornost pojedinaca i institucija u procjeni rizika, tj. razine zaduženosti i mogućnosti ispunjavanja njihovih obveza. Može se reći da je financijski sustav s vremenom postao i rizničar materijalnog bogatstva.

Financijska kriza ima vrlo štetne učinke poništavanja materijalnih vrijednosti: gubitak ušteđevine, posla, a na nacionalnoj razini: pad društvenog proizvoda, socijalnih prava, porast nezaposlenosti, polarizacija društva i sl. Stoga će država intervenirati i učiniti što god je u njezinoj moći da povрати povjerenje i sigurnost financijskog sustava i očuva financijsku stabilnost. Isto tako će preventivno djelovati kako ne bi došlo do situacije nepovjerenja i nesigurnosti u financijski sustav.

Dolazimo do još jedne eksternalije financijskog sustava, vezane uz moralni hazard, koji kreira problem "*prevelik da bi propao*" (*too big to fail*, pogl. 4). Država osigurava povjerenje i stabilnost sustava tako da osigurava štedne depozite kako građani ne bi izgubili svoju materijalnu imovinu, ali i da prevenira situaciju "juriša na banke" u slučaju narušenog povjerenja. Tako uređen sustav može dovesti do situacije u kojoj pojedinci ili institucija povećaju svoju izloženost riziku radi vlastite koristi (npr. bonusa, profita) jer vjeruju da neće snositi sve troškove tog preuzimanja rizika, tj. da će država pružiti financijsku pomoć u slučaju financijskih teškoća. Nadalje, financijska globalizacija doprinijela je međupovezanosti i međuovisnosti financijskih institucija i sustava i tako kreirala problem "*prepovezan da bi propao*" (*too interconnected to fail*, pogl. 5). Stoga je jako važno pratiti i sprječavati razvoj cijelog niza različitih vrsta rizika: operacijskog, kreditnog, tržišnog, druge ugovorne strane, a pogotovo pojava koje mogu dovesti do sistemskog rizika, tj. rizika kolapsa cjelokupnog financijskog sustava.

Istovremeno može doći do paradoksa stabilnosti financijskog sustava u kojem financijska stabilnost "stvara" financijsku nestabilnost. Kada država prilikom svake situacije potencijalne bankarske ili financijske krize intervenira kako bi spriječila krizu i sačuvala stabilnost sustava, može, pod određenim okolnostima, npr. stanja visoke zaduženosti države i nekonkurentnosti gospodarstva, uslijed pojave vanjske krize, doći do urušavanja cjelokupnog financijskog sustava i dužničke krize (npr. Grčka).

Osiguranje od svih vrsta rizika i pojačana intervencija u području očuvanja stabilnosti sustava mogu imati negativan utjecaj na ekonomiju jer guše inovativnost i poduzetništvo, dva vrlo važna generatora gospodarskog rasta i razvoja. Stoga je jako važno adekvatno balansirati između poticanja efikasnosti i stabilnosti financijskog sustava, te kontinuirano jačati integritet tržišta, tj. odgovornost pojedinaca i institucija. U takvoj kompleksnosti funkcioniranja financijskih sustava financijska regulacija i supervizija nastoje moderirati stabilnost, pravednost i efikasnost financijskih sustava.

1.2. Ciljevi, strategije i ograničenja financijske regulacije

*"Svrha je regulacije pomoći tržištima da funkcioniraju bolje nego što bi to činili u njezinu odsustvu."*²

Svrha financijske regulacije je ukloniti i prevenirati tržišne neuspjeha te poboljšati funkcioniranje financijskog sustava kroz očuvanje stabilnosti i efikasnosti sustava, integriteta tržišta te zaštite potrošača i ulagača. Postoje i drugi metodološki pristupi definiranju svrhe i ciljeva financijske regulacije, koji primjerice polaze od prevencije sistemskog rizika ili zaštite i promoviranja konkurencije i sl. Svima je zajedničko to da financijska regulacija ima za cilj korekciju tržišnih neuspjeha. Financijski sustavi nisu savršeni, već, kao što je u prošlom poglavlju opisano, kreiraju eksternalije. Financijska regulacija isto tako nije savršena, ima svoje prednosti i nedostatke, koristi i troškove, a uz brojne pozitivne učinke, baš kao i financijski sustav, može kreirati i eksternalije (pogl. 2.). U proučavanju obaju područja, financijskih sustava i financijske regulacije, važno je stoga imati na umu nesavršenosti obaju sustava.

Ciljevi financijske regulacije uključuju:³

1. zaštitu integriteta financijskog tržišta
2. financijsku stabilnost
3. efikasnost tržišta i tržišno natjecanje
4. zaštitu ulagača i zaštitu potrošača.

Zaštita integriteta tržišta obuhvaća mjere prevencije i sankcioniranja nezakonitih radnji u financijskom sustavu, poput prije-

² Armour, J., Awrey, D., Davies, P., Enriques, L., Gordon, J. N., Mayer, C., Payne, J. (2016) *Principles of Financial Regulation*, Oxford University Press, Oxford, str. 53.

³ *Ibid.*, str. 61–72; Moloney, N., Ferran, E., Payne, J. (2015) *The Oxford Handbook of Financial Regulation*, Oxford University Press, Oxford.

vara, manipulacija, pranja novca, sprječavanja financiranja terorizma i sl. Kod zaštite integriteta tržišta velika se pažnja pridaje međunarodnoj suradnji u kreiranju standarda i mehanizama za zajedničku akciju i podršku rješavanju ovih često međunarodnih problema.

Financijska stabilnost promiče se zajedničkim djelovanjem mikro i makroprudencijalne regulacije, u velikoj mjeri fokusiranih na bankarski sektor. Mikroprudencijalna regulacija je fokusirana na stabilnost pojedinačnih financijskih institucija kako ne bi došlo do nelikvidnosti i nesolventnosti, tj. nedostatka raspoloživih gotovinskih sredstava i nemogućnosti pokrivanja njihovih obveza. Makroprudencijalna regulacija je usmjerena na sustav u cjelini, nastojeći analizirati, predvidjeti i prevenirati stanje sistemskog rizika, tj. stanje koje može dovesti do kolapsa cjelokupnog financijskog sustava. Mjere koje se koriste za očuvanje financijske stabilnosti uključuju: (i) adekvatnost kapitala i mjere likvidnosti za banke, (ii) standarde upravljanja rizicima, (iii) osiguranje depozita, (iv) sustav oporavka i sanacije financijskih institucija, (v) razdvajanje investicijskog od poslovnog bankarstva i sl.⁴ Utvrđuju ih i provode centralne banke, uz aktivnosti međusektorske i međunarodne suradnje.

Efikasno tržište ima pozitivan direktan i indirektan učinak na financijske posrednike, ulagače i potrošače, te na cjelokupno društvo. Potiče razvoj inovativnosti koja rezultira kvalitetnijim, jeftinijim i dostupnijim financijskim proizvodima i uslugama, poslovnim modelima i sl. Efikasnije djelovanje tržišta smanjuje troškove prikupljanja kapitala, trgovanja, provizija i naknada. Povećava transparentnost, likvidnost i konkurentnost financijskog sustava. Pozitivno se odražava na odnos konkurencija i partnerstva među financijskim posrednicima, što unaprjeđuje poslovanje i poslovno okruženje financijskog sustava. Potiče se mjerama ekonomske politike za razvoj institucija i poslovnog okruženja te financijskom regulacijom. Financijska regulacija nastoji poticati zdravu konkurenciju među financijskim posrednicima i na tržištima, kao i osigurati "fer" uvjete za sve sudionike financijskih tržišta. Na nacionalnoj razini može se razlikovati u regulatornom pristupu, tj. po stupnju intenziteta, npr. samoregulacija *vs.* detaljni set propisa i mjera.

⁴ *Ibid.*, Brunnermeier, M., Crocket, A., Goodhart, C., Persaud, A. D., Shin, H. (2009) *The Fundamental Principles of Financial Regulation*, International Center for Monetary and Banking Studies (ICMB), Centre for Economic Policy Research (CEPR), dostupno na: <https://www.princeton.edu/~markus/research/papers/Genevan11.pdf>.

Na europskoj razini financijska regulacija također nastoji osigurati ravnopravne odnose na financijskom tržištu (*level playing field*), a poglavito vodi brigu o identificiranju i uklanjanju protekcionističkih i administrativnih barijera za slobodni protok kapitala i prekogranično ulaganje. To se provodi harmonizacijom propisa, s ciljem ujednačavanja nacionalnih propisa i sprječavanja regulatorne arbitraže (*regulatory arbitrage*) ili regulatorne konkurencije. Regulatorna arbitraža je stanje u kojem investitor "seli" svoje investicije u drugu državu jer smatra da mu ona pruža bolje uvjete poslovanja i u konačnici bolju zaradu.⁵ U javnom i privatnom sektoru vodi se široka rasprava o prednostima harmonizacije naspram regulatorne arbitraže i *vice versa*.⁶ Donosioci politika na razini EU-a promoviraju proces harmonizacije, a regulatornu arbitražu smatraju štetnom i preprekom za stvaranje integriranog europskog financijskog tržišta.⁷

Zaštita malih ulagača i potrošača povezana je u smislu mjera koje se provode. Prvenstveno se nastoji utjecati na povećanje razine financijske pismenosti putem edukacija. Dalje, nastoji se pozitivno utjecati na smanjenje troškova trgovanja, prikupljanja kapitala, poboljšanog pristupa tržištu i sl. Radi se o mjerama za povećanje cjenovne i opće transparentnosti, te obvezi objavljivanja. Kako je u odnosu između malih ulagača i potrošača s jedne strane te sofisticiranih financijskih posrednika s druge strane izražen problem asimetrije informacija (pogl. 2.), država nastoji kroz regulaciju i superviziju otkloniti ili znatno umanjiti taj problem. Mjere financijske regulacije usmjerene na rješavanje problema asimetrije informacija odnose se na uvođenje obveze financijskim institucijama da pojasne potrošačima i malim ulagačima omjer rizika i dobitka/gubitka, tj. koju razinu rizika preuzimaju kroz financijske proizvode i usluge, te koliko mogu izgubiti takvim postupcima. Na zaštitu potrošača odnose se i ostale već spomenute mjere, npr. osiguranje štednih depozita i sl.

Postoji velika količina znanja i iskustva o financijskoj regulaciji i superviziji, analitičkim okvirima, različitim dinamikama i pristupima, strategijama i stilovima, tehnikama i alatima financijske regulacije. Primjerice, financijska regulacija može biti fokusirana na rizik, aktivnost ili subjekt (*risk based, activity based, entity based*). Može biti detaljno propisana, s cijelim nizom pravila i

⁵ Najčešće spominjani primjer regulatorne arbitraže je tzv. Delaware efekt, detaljnije vidi: Romano, R. (1998) *Empowering Investors: A Market Approach to Securities Regulation*, 107(8) Yale Law Journal, str. 2359–2430.

⁶ Ferran, E. (2004) *Building an EU Securities Market*, Cambridge University Press, Cambridge, str. 50–58.

⁷ Moloney, N. (2008) *EC Securities Regulation*, Oxford University Press, Oxford, str. 4–6, 37–49.

zabrana, ili načelna, s okvirnim principima (*principle-based*). Financijska regulacija je, kao i sam financijski sustav, ciklična, pa ovisno o periodima gospodarskog rasta ili pada, može biti protuciklična, te može varirati u rasponu trendova od deregulacije, samoregulacije, pa sve do striktno i obilne (pre)regulacije, najčešće neposredno nakon velike financijske krize. Može biti i proaktivna, poput niza regulatornih inicijativa Europske unije kojima se harmonizira zakonodavstvo država članica radi povećanja integracije financijskih tržišta i koristi koje ona donosi.⁸ Financijska regulacija nije besplatna. Ona uključuje troškove implementacije, nosi rizik neuspjeha i potencijal nepredviđenih štetnih učinaka. Stoga se paralelno razvijaju modeli i metodologije procjene troškova i koristi pojedine regulacije, analize učinaka, praćenja trendova i adekvatnog reagiranja na uočene nedostatke (npr. *impact assessment, better regulation, smart regulation*).⁹

1.3. Predmet i ciljevi istraživanja

Predmet istraživanja ove knjige jesu financijska regulacija i supervizija u Europskoj uniji. Cilj istraživanja je dati interdisciplinarni pregled razvoja regulatornog i nadzornog okvira europskog financijskog sustava s analitičkom podlogom endogenih i egzogenih okolnosti koje su imale utjecaj na smjer, brzinu i dubinu kreiranja navedenog sustava. Sistematizacija takvog procesa zahtjevana je iz više razloga: (i) financijski sustavi su sofisticirani i kompleksni, a u novije vrijeme i međuovisni, (ii) financijska regulacija i supervizija imaju donekle Sizifov posao osigurati integritet tržišta i *fair play*, balansirati stabilnost i inovativnost, (iii) vanjske okolnosti imaju često nepredvidiv, a izniman utjecaj (npr. globalna financijska kriza, kriza europodručja, kriza izazvana pandemijom bolesti COVID-19), a (iv) države članice su heterogena skupina različitih interesa i razina utjecaja u procesu europskih integracija.

⁸ Armour, J., Awrey, D., Davies, P., Enriques, L., Gordon, J. N., Mayer, C., Payne, J. (2016) *Principles of Financial Regulation*, Oxford University Press, Oxford, str. 51–79; Ferran, E. (2015) *Institutional Design: The Choices for National Systems*, str. 97–128, Black, J. (2015) *Regulatory Styles and Supervisory Strategies*, str. 217–253, u Moloney, N., Ferran, E., Payne, J. (ur.) *The Oxford Handbook of Financial Regulation*, Oxford University Press, Oxford; Moloney, N. (2010) *Financial Services and Markets*, u Baldwin, R., Cave, M., Lodge, M. (ur.) *The Oxford Handbook of Regulation*, Oxford University Press, Oxford, str. 437–461; Ferran, E., Moloney, N., Hill, J., Coffee, J. (ur.) (2012) *The Regulatory Aftermath of the Global Financial Crisis*, Cambridge University Press, Cambridge.

⁹ Meuwese, A. C. M., van Voorst, S. (2016) *Regulatory impact assessment in legal studies*, u Dunlop, C. A., Radaelli, C. M. (ur.) *Handbook of regulatory impact assessment*, Edward Elgar Publishing, Cheltenham, Northampton, str. 21–32, <https://doi.org/10.4337/9781782549567.00013>.

Knjiga je u području europske financijske regulacije i supervizije fokusirana na specifične segmente financijskog sustava, prvenstveno bankarski sektor i tržište kapitala. Ta dva široka područja primarni su fokus integracijskih procesa Europske unije u izgradnji Ekonomske i monetarne unije. Područje poput primjerice javnih financija, koje je iznimno važan dio financijskog sustava, obrađeno je sekundarno, jer je fiskalna politika još uvijek vrlo snažno ukorijenjena u nacionalne politike država članica EU-a. Pravna analiza propisa iz područja bankarskog prava i prava vezanog uz područje tržišta kapitala je izvan okvira ovog rada, a takve analize su najčešće zbog obima materije fokusirane samo na određeni propis ili grupu propisa u određenom području (npr. platne usluge ili financijska tržišta).

Knjiga prikazuje proces kontinuirane izgradnje jedinstvenog europskog financijskog sustava u proteklih više od šest desetljeća, tijekom kojih je Europska unija ciljanim politikama, regulatornom harmonizacijom, koordinacijskim aktivnostima i izgradnjom institucionalne infrastrukture moderirala proces integracije nacionalnih sustava država članica, s različitim pravnim, ekonomskim i kulturološkim tradicijama. Hrvatska znanstvena literatura oskudijeva u publikacijama iz ovog područja. Stoga je jedan od važnih motiva za pisanje ove knjige bio ponuditi znanstveno utemeljen interdisciplinarni prikaz izgradnje regulatornog i nadzornog okvira financijskog sustava EU-a, analizu učinaka financijskih regulatornih reformi, kao i kritička promišljanja o integracijskim procesima europskih financijskih tržišta te novim prilikama i izazovima financijskih inovacija za financijske sustave koji predstoje u post-Brexit i postpandemijskom okruženju.

1.4. Struktura knjige

Drugo poglavlje daje pregled teorijskih modela i komparativnih financijskih sustava te njihove transformacije, s ciljem pružanja dubljeg uvida u problematiku financijske regulacije i supervizije, kao i dubinskog razumijevanja kompleksnosti dugogodišnjeg razvoja regulatornog i nadzornog okvira europskog financijskog sustava te kreiranja jedinstvenog europskog financijskog tržišta i Ekonomske i monetarne unije. Analizira se razvoj teorije ekonomske regulacije i ekonomske analize prava, koja je proizašla iz empirijskih istraživanja i kritičke procjene djelovanja

regulatornih agencija i učinaka ekonomske regulacije na regulirani sektor i ekonomiju. Ustrojene teorijske paradigme, različite pravne i ekonomske tradicije država članica EU-a, agencijski modeli nadzornih tijela te procjene učinaka i danas su aktualni i važni u procesu kreiranja, evaluacije i modifikacije europske financijske regulacije i supervizije.

Na takvoj teorijskoj osnovi treće poglavlje obrađuje opsežnu regulatornu reformu europskog financijskog sustava s kraja 20. i početka 21. stoljeća. Kroz političku ekonomiju EU-a i država članica tumači se otežanost harmonizacije europske financijske regulacije od 1960-ih do 1990-ih i daje prikaz razvoja financijske integracije u EU-u. Detaljno se razrađuje proces regulatorne reforme, tj. Akcijski plan za financijske usluge – FSAP, kroz metodologiju provedbe, procjenu implementacije i analizu učinaka FSAP-a, iscrpno proučenog u trećem poglavlju i u dodatku u osmom poglavlju. Kvantitativne studije *ex ante* i *ex post* analize učinaka FSAP-a te ciljanih pojedinih propisa iz djelokruga FSAP-ovih mjera izdvojene su u dodatku zbog specifičnosti svog sadržaja, ali čine važan dio cjeline, jer analitički upućuju na rezultate i efekte financijske regulacije i važan su element strateškog promišljanja i usmjeravanja politika, mjera i regulacije od strane institucija Europske unije. Posebna pažnja posvećena je i metodologiji provedbe FSAP-a, koja kroz Lamfalussyjev pristup uvodi novi koncept koordinacijskih odbora koji će se kasnije prometnuti u nova nadzorna tijela, tj. agencijski model za centralizaciju ovlasti na EU razini.

Četvrto poglavlje posvećeno je financijskim krizama. Daje se pregled uzroka, obrazaca i implikacija financijskih kriza, te državne intervencije. Detaljno se obrađuju razvoj, uzroci i posljedice globalne financijske krize 2007./2008. (dalje u tekstu: globalna financijska kriza 2007/08), te krize europodručja 2010./2011. (dalje u tekstu: kriza europodručja 2010/11). Globalna financijska kriza, koja je započela u SAD-u kao kriza na tržištu drugorzrednih hipotekarnih kredita, bila je samo vrh sante leda na koju se nasukao globalni financijski sustav, razotkrivajući negativnu stranu međupovezanosti i međuovisnosti financijskih institucija i globalnih financija. Četvrto poglavlje opisuje kako je u prvom valu financijska kriza uzdrmala zapadne države članice EU-a zbog izloženosti njihovih tržišnocentrično orijentiranih banaka toksičnim vrijednosnim papirima. Iako su financijski sustavi ostalih

država članica EU-a zadržali stabilnost zahvaljujući nepostojanju toksične aktive u bilancama tradicionalno orijentiranih banaka, u drugom valu, kada se financijska kriza prelila na realni sektor, nerazvijenost financijskih sustava pojedinih država članica razotkrila je drugu vrstu toksične povezanosti između banaka i javnih financija koja je dovela do krize europodručja.

Peto poglavlje obrađuje drugu veliku reformu europske financijske regulacije i supervizije kao odgovor na financijsku krizu 2007/08 i krizu europodručja 2010/11. Uvodno se prezentira globalna inicijativa za osiguranje stabilnosti, oporavak i jačanje kontrole financijskog sustava. Analizira se de Larosièreovo izvješće kao baza za provođenje promjena i novih institucionalnih rješenja za bolje praćenje sistemskog rizika kroz provođenje mikro i makroprudencijalnih mjera u EU-u. Preispituje se asimetrija ekonomske i monetarne integracije kroz političku ekonomiju EMU-a i povijesno nesuglasje država članica po pitanju razine integracije, i u konačnici, održivost takvog sustava. Analizira se pozadina političkog djelovanja država članica u vezi krize europodručja koja je dodatno podijelila Europsku uniju na države "kreditore" i "dužnike", ali i razotkrila međuovisnost nacionalnih financijskih sustava te rizik koji ona predstavlja za stabilnost cjelokupnog europskog financijskog sustava. Kriza je okončana političkim dogovorom o dubljoj ekonomskoj i monetarnoj integraciji, programski osmišljenim kroz novi koncept bankovne unije i unije tržišta kapitala, a organizacijski kroz sistem agencifikacije i centralizacije novih ovlasti na EU razini.

Šesto poglavlje daje deskriptivan prikaz novog sustava bankovne unije i unije tržišta kapitala. Temeljito se opisuje arhitektura bankovne unije: jedinstveni nadzorni mehanizam, jedinstveni sanacijski mehanizam i prijedlog europskog sustava osiguranja depozita. Razrađeni su i potporni mehanizmi triju stupova bankovne unije, kroz prikaz jedinstvenih pravila, Europskog stabilizacijskog mehanizma i europskog sustava financijskog nadzora, koji uključuje Europski odbor za sistemske rizike, Europsko nadzorno tijelo za bankarstvo, Europsko nadzorno tijelo za vrijednosne papire i tržište kapitala te Europsko nadzorno tijelo za osiguranje i strukovno mirovinsko osiguranje. Obrađuju se nova uloga i ovlasti Europske središnje banke u direktnom nadzoru sistemski važnih banaka, kao i metodološki okvir novog sustava sanacije i restrukturiranja banaka, koji je prebačen iz okvira sana-

cije na teret poreznih obveznika u zajednički sanacijski okvir koji se financira iz doprinosa bankarskog sektora.

Sedmo poglavlje sagledava trenutačno stanje Ekonomske i monetarne unije. Kritički se propituje razina dovršenosti bankovne unije, posebice s aspekta osiguranja financijske stabilnosti. Istraživanja upozoravaju da još uvijek nije raskinut začarani krug između banaka i javnih financija, a udio loših kredita je, unatoč trendu smanjivanja, zabrinjavajući zbog trenutne ekonomske krize izazvane pandemijom bolesti COVID-19. Sustav jedinstvenog sanacijskog mehanizma zahtijeva preispitivanje i odmak od protekcionističkih praksi pojedinih država članica. Identificiraju se prepreke u realizaciji europskog sustava za osiguranje depozita. Daje se presjek stanja s obzirom na izlazak Velike Britanije iz EU-a i aktualnu krizu izazvanu pandemijom bolesti COVID-19. Analizira se razina dovršenosti unije tržišta kapitala. Na kraju se obrađuju aktualni izazovi europskog financijskog sustava s aspekta FinTecha i novi, nadolazeći regulatorni ciklus u okviru paketa o digitalnim financijama, koji bi trebao podići razinu regulatorne sigurnosti iz područja kriptovaluta i odnosa sudionika na tržištu, posebice BigTecha.

Na kraju knjige nalazi se dodatak, kao zasebno osmo poglavlje, te popis literature, kratica, grafikona, tablica i shema. Gdje god je to bilo moguće, u fusnotama su dodane poveznice na internetske stranice na kojima se mogu preuzeti navedene publikacije i dokumenti spomenuti u tekstu. Mogućnost pristupa za sve poveznice provjerena je krajem ožujka 2021., stoga su bilješke s datumima pristupa navedene samo za specifične publikacije u fusnotama u tekstu. S obzirom na postojanje terminoloških varijacija u hrvatskom jeziku, u tekstu su, uz specifične stručne pojmove, u zagradama navedeni i nazivi na engleskom jeziku.

2. EKONOMSKA REGULACIJA — TEORIJSKI ASPEKTI I KOMPARATIVNI SUSTAVI

2.1. Regulatorne agencije, razvoj teorije ekonomske regulacije i ekonomske analize prava

Jedan od modela internaliziranja eksternalija bio je uvođenje ekonomske regulacije kojom se nastojalo poništiti negativne učinke tržišnih neuspjeha i spriječiti nastanak novih. Paralelno su se osnivale regulatorne agencije koje su s vremenom sve više preuzimale zadaću uređivanja pojedinog segmenta tržišta. Usporedno su se u akademskim krugovima razvijale kvantitativne i kvalitativne ekonomske analize učinaka pojedinih pravnih akata i kritičke procjene djelovanja regulatornih agencija. Formirale su se i nove paradigme koje su nastojale objasniti odnose između regulatora i regulirane strane. Europska unija preuzela je model agencifikacije u svrhu harmonizacije europskog zakonodavstva. Većina teorijskih modela, obrađenih u nastavku, i danas je aktualna te se koristi u raspravi o utjecaju pojedinih interesnih strana na donošenje propisa na europskoj razini i o njihovoj implementaciji u državama članicama EU-a, kao i o utjecaju ekonomske regulacije na tržište i tržišne sudionike.

2.1.1. Tržišni neuspjesi, razvoj ekonomske regulacije i ekonomske analize prava

"Iako su postojali različiti razlozi za regulaciju pojedinih industrija, pojam 'javnog interesa' je i dalje dominirao u retorici provoditelja reformi, predsjednika i regulatornih agencija. Koristio se kao ideološko ljepilo koje je povezivalo kvazizakonodavnu, kvaziizvršnu i kvazisudsku ulogu regulatora."¹⁰

Teorija javnog interesa "više se podrazumijevala nego pisala"¹¹. Smatralo se da vlada putem regulative treba intervenirati kako bi spriječila ili ublažila tržišne neuspjehe i negativne eksternalije te zaštitila potrošače. U začecima ekonomske regulacije smatralo se da je regulacija efikasan i besplatan način korigiranja tržišnih propusta u cilju zaštite javnog interesa. Jedan od prvih primjera intervencije regulacijom s ciljem ispravljanja tržišnih neuspjeha je korigiranje tržišnih nepravilnosti uzrokovanih pojavom monopola. Karakteristike monopola i prirodnog monopola imaju svoje specifičnosti, a kako su usko vezane uz problematiku teorije ekonomske regulacije, bit će detaljnije razložene u nastavku.

Monopol se definira kao "tržišna situacija sa samo jednim prodavateljem usluga. Prirodni monopol je uzrokovan ekskluzivnim posjedovanjem esencijalnih inputa ili postojanjem ekonomije obujma u kojem niti jedan ulazak novog subjekta ne može biti profitabilan ukoliko na tržištu već djeluje etablirana tvrtka."¹² Osnovna karakteristika monopola je nedostatak konkurencije. Monopol može biti štetan ako ograničava količinu proizvedenoga, povisuje cijene i potiče nepravednu raspodjelu profita u korist proizvođača, a na štetu potrošača. Za razliku od monopola gdje je, radi zaštite potrošača, poželjno poticati konkurenciju, u slučaju prirodnog monopola situacija je nešto drugačija. Nastanak prirodnog monopola veže se uz pojavu tehnoloških inovacija, primjerice u vrijeme industrijalizacije i razvoja kapitalno intenzivnih industrija, tj. kada je za pokretanje tvrtke bio potreban znatan iznos početnog kapitala kako bi se izgradila infrastruktura potrebna za obavljanje određene

¹⁰ McCraw, T. K. (1975) *Regulation in America: A Review Article*, 49(2) *Business History Review*, str. 161.

¹¹ Bonbright, J. C. (1961) *Principles of Public Utility Rates*, Columbia University Press, New York; Davis, K. C. (1958) *Administrative Law Treatise*, West, St. Paul; Friendly, H. J. (1962) *The Federal Administrative Agencies: The Need for Better Definition of Standards*, Harvard University Press, Cambridge, Massachusetts, u Posner, R. A. (1974) *Theories of Economic Regulation*, 5(2) *The Bell Journal of Economics and Management Science*, str. 335.

¹² Black, J., Hashimzade, N., Myles, G. (ur.) (2009) *Dictionary of Economics*, Oxford Reference Online, Oxford University Press.

djelatnosti. Te djelatnosti uglavnom su bile komunalne usluge (npr. opskrba električnom energijom, plinom i dr.) i s vremenom su komunalne tvrtke, zbog prirode posla, rasle i postajale značajni sudionici u gospodarstvu.

Uzmimo, na primjer, slučaj opskrbe električnom energijom. Da bi se potrošači mogli koristiti strujom, mora postojati infrastruktura koja dovodi električnu energiju od proizvođača do krajnjeg korisnika, tj. potrošača (domaćinstva). Takva infrastruktura, koja je preduvjet za normalno poslovanje, zahtijeva iznimno visok početni trošak ulaganja. Ako ima više tvrtki koje se bave opskrbom električne energije, svaka će zasebno morati izgraditi svoju infrastrukturu za opskrbu struje do potrošača. Cijena električne energije bit će viša jer će, umjesto jedne tvrtke, više njih zasebno graditi svoju infrastrukturu i istovremeno se boriti za ograničeni broj potrošača na jednom tržištu, povećavajući tako svoje ukupne troškove. Dakle, u scenariju u kojem bi se više tvrtki na istom tržištu bavilo opskrbljivanjem električne energije, prosječna cijena usluge bila bi, zbog visokih početnih ulaganja u infrastrukturu, znatno veća nego na tržištu sa samo jednim opskrbljivačem električne energije. Uz to, tvrtku još čeka borba s konkurencijom oko pridobivanja potrošača, jer svaki novi potrošač snižava troškove poslovanja, tj. povećava dobit. U takvim uvjetima može se očekivati agresivna tržišna utakmica. U kratkom roku tvrtka može prodavati svoje usluge i ispod razine graničnih troškova, s ciljem eliminacije konkurencije s tržišta. U takvim je uvjetima "prirodno" da dugoročno može opstati samo jedan proizvođač ili da se tvrtke konsolidiraju.

S druge strane, vlada može intervenirati uvođenjem ekonomske regulacije koja ima za cilj: (i) spriječiti nepotrebno dupliranje početnih troškova (investicije oko gradnje skupe komunalne infrastrukture), (ii) promovirati pravedniju raspodjelu "nezasluženih" profita od strane proizvođača ili vlasnika prema potrošačima, (iii) eliminirati destruktivnu konkurenciju, (iv) poticati informiranost potrošača, itd.¹³ Kad se uz navedene argumente uzme u obzir značaj komunalnih usluga za razvoj cjelokupnog gospodarstva i njihov udio u nacionalnom proizvodu, ne čudi činjenica da je postojanje prirodnog monopola već samo po sebi predstavljalo opravdan razlog

¹³ Za razvoj ekonomskog prava, vidi: Jovanić, T. (2019) *Uvod u ekonomsko pravo*, Pravni fakultet Univerziteta u Beogradu, Beograd.

za reguliranje gospodarstva. Također se podrazumijevalo da ekonomska regulacija smanjuje cijene i tako povećava koristi potrošača.

"Ali, ako se moglo pokazati da, u kontekstu prirodnog monopola, intervencija vlade ne može poboljšati društvenu dobrobit, kako bi se onda intervencija vlade ikad mogla opravdati u kontekstu gdje su navodi o 'tržišnim propustima' daleko kontroverzniji?"¹⁴

Paralelno s uvođenjem ekonomske regulacije rasle su kritike na njezin račun. Časopisi kao *Journal of Law and Economics* (pod uredništvom Aarona Directora i kasnije Ronalda Coasea) i *Bell Journal of Economics and Management Science* (od 1984. godine preimenovan u *RAND Journal of Economics*) te Institut Brookings poticali su izradu analiza i javnu raspravu o odnosima privatnog i javnog sektora, njihovoj interakciji, utjecajima ekonomske regulacije i antimonopolske politike na gospodarstvo, te se smatraju inkubatorom ekonomske analize prava. Priest je dao presjek najvažnijih radova objavljenih u *Journal of Law and Economics* koji su doprinijeli podizanju razine svijesti o efektima regulacije na gospodarstvo.¹⁵

Ključno mjesto u literaturi koja predstavlja kritiku teorije javnog interesa i regulacije prirodnog monopola imaju Stigler-Friedlandov članak "What can Regulators Regulate? Case of Electricity"¹⁶ iz 1962. godine, Demsetzov "Why Regulate Utilities?"¹⁷ iz 1968. godine te Coaseov članak "The Federal Communications Commission"¹⁸ iz 1959. godine. U samom formuliranju teorije ekonomske regulacije klasicima se smatraju Stiglerov članak "The Theory of Economic Regulation"¹⁹ iz 1971. godine i Posnerov "Theories of Economic Regulation"²⁰ iz 1974. godine, a

¹⁴ Priest, G. (1993) *The Origins of Utility Regulation and the "Theories of Regulation" Debate*, 36(1) *Journal of Law and Economics*, str. 292.

¹⁵ *Ibid.*, str. 290–291.

¹⁶ Stigler, G. J., Friedland, C. (1962) *What can Regulators Regulate? Case of Electricity*, 5 *Journal of Law and Economics*, str. 1–16.

¹⁷ Demsetz, H. (1968) *Why Regulate Utilities?*, 11(1) *Journal of Law and Economics*, str. 55–65.

¹⁸ Coase, R. H. (1959) *The Federal Communications Commission*, 2 *Journal of Law and Economics*, str. 1–40.

¹⁹ Stigler, G. J. (1971) *The Theory of Economic Regulation*, 2(1) *The Bell Journal of Economics and Management Science*, str. 3–21 i nastavak: Stigler, G. J. (1974) *Free Riders and Collective Action: An Appendix to Theories of Economic Regulation*, 5(2) *The Bell Journal of Economics and Management Science*, str. 359–365.

²⁰ Posner, R. A. (1974) *Theories of Economic Regulation*, 5(2) *The Bell Journal of Economics and Management Science*, str. 335–358, kojem je prethodio: Posner, R. A. (1971) *Taxation by Regulation*, 2(1) *The Bell Journal of Economics and Management Science*, str. 22–50.

daljnje značajne doprinose dali su Kahn²¹, Jordan²², Peltzman²³, Jarrell²⁴, Becker²⁵ i ostali²⁶.

Stigler i Friedland²⁷ su na primjeru regulacije električne energije pokazali da regulacija nema signifikantan ekonomski učinak na cijenu električne energije i zaključili da je regulacija neefikasna i neopravdana s obzirom na to da ne služi svrsi zbog koje je izrađena. Oni polaze od pretpostavke da je svrha regulacije ograničavanje štetnog utjecaja monopola i eliminacija cjenovne diskriminacije. Zanima ih utjecaj regulacije na industriju, tj. kako je mjeriti i što zapravo znači mali ili veliki utjecaj na industriju.²⁸ Smatraju da će, ekonomski gledano, regulacija imati određeni efekt na industriju samo ako utječe na promjenu cijene ili količine proizvedenih dobara, tj. promjenu ekvilibrija ponude i potražnje. Ako je promjena mala, onda je utjecaj regulacije zanemariv. Isto tako, zanima ih kako mjeriti uspješnost regulacije u ograničavanju štetnog utjecaja monopola. Smatraju da financijska izvješća nisu dobar pokazatelj takvih promjena jer ne prikazuju uvijek pravo stanje stvari, te predlažu komparativnu analizu zarade dioničara iz perioda prije i poslije uvođenja regulacije i/ili komparativnu analizu zarade dioničara u reguliranim i nereguliranim tvrtkama. Uspoređujući razlike u nivou cijena u nereguliranim i reguliranim državama²⁹ u određenom periodu,

²¹ Kahn, A. E. (1988) *The Economics of Regulation: Principles and Institutions*, The MIT Press, Cambridge, Massachusetts (prvo izdanje objavljeno 1970.).

²² Jordan, W. A. (1972) *Producer Protection, Prior Market Structure and the Effects of Government Regulation*, 15(1) *Journal of Law and Economics*, str. 151–176, <https://doi.org/10.1086/466732>.

²³ Peltzman, S. (1976) *Towards a More General Theory of Regulation*, 19(2) *Journal of Law and Economics*, str. 211–240.

²⁴ Jarrell, G. A. (1978) *The Demand for State Regulation of the Electric Utility Industry*, 21(2) *Journal of Law and Economics*, str. 269–295, <https://doi.org/10.1086/466921>.

²⁵ Becker, G. S. (1983) *A Theory of Competition among Pressure Groups for Political Influence*, 98(3) *The Quarterly Journal of Economics*, str. 371–400, <https://doi.org/10.2307/1886017>.

²⁶ Barnes, I. R. (1942) *The Economics of Public Utility Regulation*, Yale University, Crofts & Co., New York; Bernstein, M. H. (1955) *Regulating Business by Independent Commission*, Princeton University Press, Princeton, New Jersey; McCraw, T. K. (1975) *Regulation in America: A Review Article*, 49(2) *Business History Review*, str. 159–183; Priest, G. (1993) *The Origins of Utility Regulation and the "Theories of Regulation" Debate*, 36(1) *Journal of Law and Economics*, str. 290–291; Kalt, J., Zupan, M. (1984) *Capture and Ideology in the Economic Analysis of Regulation*, 74(3) *The American Economic Review*, str. 279–300 i dr.

²⁷ Stigler, G. J., Friedland, C. (1962) *What can Regulators Regulate? Case of Electricity*, 5 *Journal of Law and Economics*, str. 1–16.

²⁸ *Ibid.*, str. 2–3.

²⁹ Područje električne energije je od samih početaka (Edisonov izum 1879. godine i osnivanje prve električne centrale) bilo regulirano tako da zapravo ne postoji period "bez regulacije". Stigler i Friedland su terminima prije i poslije uvođenja regulacije razlikovali države koje su imale osnovane regulatorne agencije i one koje ih u to doba još nisu osnovale.

dokazali su da regulacija nije utjecala na promjenu cijena. Isto tako, uspoređujući zaradu dioničara u tvrtkama koje nisu regulirane ili su regulirane kraći period od onih koje su bile regulirane, dokazali su da je razlika u tržišnoj vrijednosti zanemariva.

Stigler-Friedlandova ekonomska analiza pokazala je da uvođenje regulacije nije rezultiralo signifikantnim pozitivnim ekonomskim efektom u području reguliranja električne energije. Oni stoga zaključuju da je regulacija neefikasna, tj. da nije opravdala svrhu zbog koje je osnovana. Nadalje, razloge neefikasnosti regulacije vide u tome što: (i) komunalne usluge zapravo ne posjeduju monopolsku poziciju, bar ne na dugi rok, jer će se kad-tad suočiti s konkurencijom iz drugog energetskog izvora (npr. nafta, plin, ugljen) ili komunalnog sustava (npr. željeznički s kamionskim prijevozom tereta), te (ii) smatraju da državna regulatorna agencija nije u stanju efikasno pratiti i regulirati svakodnevno poslovanje komunalnih tvrtki, te da zbog problema asimetrije informacija, tj. nedostatka ažurnih informacija ne može pravilno utvrđivati kombinaciju cijene, količine i troškova. "*Kad bi bilo istinito da čisti monopoli bez regulacije imaju stopu povrata između 10 i 20 %, a cijene 40 do 80 % dugoročnih graničnih troškova, postojala bi mogućnost za efikasnu regulaciju. Industrija električne energije ne predstavlja taj slučaj.*"³⁰

Demsetz³¹ se nastavlja na Stiglera i Friedlanda i smatra da postojanje prirodnog monopola kao takvog nije dovoljan razlog za uvođenje regulacije. Kritizira teoriju prirodnog monopola jer ne daje logičnu poveznicu između ekonomije obujma u proizvodnji i monopolske cijene na tržištu, tj. smatra da konkurencija neće sama po sebi rezultirati višom cijenom jediničnog troška proizvodnje.³² Prema njemu se cijena (umjesto od strane regulatorne agencije) treba određivati na tržištu sustavom natječaja, tj. tko ponudi bolju uslugu po boljoj cijeni, dobiva koncesiju, a uloga vlade treba biti limitirana samo na odabir najboljeg ponuđača. Na taj način, tvrdi Demsetz, izbjeći će se i povećanje cijena uzrokovano nepotrebnim gomilanjem troškova zbog dupliranja komunalne infrastrukture (u slučaju postojanja konkurencije). Jedini problem koji se treba riješiti je utvrđivanje adekvatne cijene za oskudni resurs, tj. cijene koncesije za komunalnu uslugu.

³⁰ Stigler, G. J., Friedland, C. (1962) *What can Regulators Regulate? Case of Electricity*, 5 *Journal of Law and Economics*, str. 12.

³¹ Demsetz, H. (1968) *Why Regulate Utilities?*, 11(1) *Journal of Law and Economics*, str. 55–65.

³² *Ibid.*, str. 56–57.

Tu liniju argumentacije prati i Coase³³ u opširnoj analizi problema radiokomunikacije i regulacije tog područja. Početkom 20. stoljeća radioveze su korištene za komunikaciju u pomorskom prometu (između brodova, ili pak za povezivanje broda s kopnom). Paralelno uz promociju sigurnosti na moru razvijala se i potreba regulacije tog područja kako bi se spriječilo preklapanje u radu većeg broja frekvencija. 1912. godine donesen je zakon koji utvrđuje standarde poslovanja na tom području i imenuje Sekretarijat trgovine kao tijelo odgovorno za dodjelu koncesija i nadzor oko preklapanja pri emitiranju. Uskoro je Sekretarijat trgovine pod pritiskom sudskih odluka bio prisiljen izdavati koncesiju praktički svima koji se prijave, a koncesionari su sami odlučivali o snazi korištene stanice, vremenu emitiranja, valnoj duljini koju će pritom koristiti itd. U kratkom roku naglo se povećao broj stanica koje su imale pravo emitirati. Tako ih je 1920. g. bilo nekoliko, u ožujku 1922. g. 60-ak, a u studenome iste godine 564. Taj je period poznat kao "kaos u emitiranju".

1927. godine donesen je zakon o radioindustriji kojim se osniva Federalna radioagencija (*Federal Radio Commission*), koja se 1934. godine pretvara u Federalnu agenciju za komunikacije (*Federal Communications Commission*) zaduženu za reguliranje telefonske i telegrafске industrije. Odnos Federalne agencije za komunikacije i privatnog sektora okarakteriziran je kao "skladan", tj. industrija nije pokazivala protivljenje odlukama koje je donosila regulatorna Agencija, dok se istovremeno sama Agencija nije osobito nametala u smislu zabrana, kazni i restrikcija. Smatralo se da je Agencija u mogućnosti davati razne "ustupke" i nije bilo preporučljivo zamjerati joj se.³⁴

1950-ih konkurencija je bila prevelika naspram broja slobodnih frekvencija. Tražitelji frekvencija bili su iz različitih sektora: vojska, policija, vatrogasci, hidrometeorološki zavodi, komercijalni korisnici, transportne agencije, taksi, javni prijevoz, naftna industrija, amateri itd. Vodila se javna rasprava o problematici "kaosa u emitiranju" i odabiru najboljeg rješenja. Herzel³⁵ je sugerirao da se problem određivanja prevelikog broja potencijalnih korisnika prema limitiranom broju ponuđenih frekvencija riješi tržišnim principom cjenovnog mehanizma, tj. da se koncesi-

³³ Coase, R. H. (1959) *The Federal Communications Commission*, 2 *Journal of Law and Economics*, str. 1–40.

³⁴ *Ibid.*, str. 11–12.

³⁵ Herzel (1951) *Public Interest and the Market in Color Television Regulation*, 18 *University of Chicago Law Review*, str. 802, n. 31, u *ibid.*, str. 15.

je daju najvišem ponuđaču. S druge strane, profesor Smythe³⁶ obrazlaže da komercijalni korisnici frekvencija čine manjinu, te da vojska i slična vladina tijela od javnog interesa ne bi smjela biti stavljena u poziciju gdje su primorana natjecati se prema komercijalnim kriterijima po sistemu "tko da više". Profesor Siepmann je nesređenost pripisivao neuspjehu privatnog poduzetništva i tržišnog natjecanja, tj. pretjeranoj, destruktivnoj konkurenciji. 1954. godine Federalna agencija za komunikacije predložila je da se postupak dodjeljivanja koncesija plaća (Agenciji), ali ju je Odbor Senata za međudržavnu i vanjsku trgovinu (*Interstate and Foreign Commerce*) stopirao i tako u korijenu "srezao" i samu pomisao na daljnje razmišljanje i djelovanje u tom smjeru.³⁷

Coase podržava kritičare teorije javnog interesa kao fraze bez jasnog značenja, a regulatornu agenciju smatra presporom i neadekvatnom institucijom za rješavanje problema dodjeljivanja koncesija. On vidi optimalno rješenje kao kombinaciju uvođenja vlasničkih prava i korištenja cjenovnog mehanizma pri određivanju korisnika koncesija. Coase naglašava da uzrok problema nije pretjerana konkurencija, već nepostojanje vlasničkih prava nad frekvencijama. Smatra da je limitirani broj dostupnih frekvencija oskudni resurs isto kao i zemlja, radna snaga ili kapital, koji sami po sebi ne zahtijevaju vladinu intervenciju, već uporabu tržišnog mehanizma cijena. Frekvencije, prema njemu, prvo moraju imati uređeno pitanje vlasničkih prava, i drugo, za limitirani broj frekvencija zainteresirani se ponuđači trebaju nadmetati visinom ponuđene cijene. Primjerenu ulogu države vidi, kao i Demsetz, jedino u promoviranju efikasnog pravnog sustava s uređenim pitanjem vlasničkih prava, te sudbene vlasti u eventualnim sporovima, a nikako u funkciji koju obavlja Federalna agencija za komunikacije.³⁸

Obojica, i Demsetz i Coase, opisuju odnos regulatornih agencija i regulirane industrije kao "neobično" povezan, tj. kao odnos koji ne bi trebao biti ono što jest. Demsetz zaključuje svoj rad tezom koja će kasnije postati centralna teza Stiglerove teorije ekonomske regulacije: "*U sektoru komunalnih usluga, područje tržišnog natjecanja će osloboditi tvrtke neudobnosti regulacija regulatornih agencija. Ipak, oslobodit će ih i udobnosti legalne zaštite*

³⁶ Smythe (1952) *Facing Facts about the Broadcast Business*, 20 *University of Chicago Law Review*, str. 106, n. 32, u Coase, R. H. (1959) *The Federal Communications Commission*, str. 15.

³⁷ Coase, R. H. (1959) *The Federal Communications Commission*, str. 24.

³⁸ *Ibid.*, str. 1–40.

*određenih područja tržišta. Moje je uvjerenje da tržišno natjecanje u otvorenom tržišnom sustavu efikasnije disciplinira od regulatornog procesa regulatornih agencija. Ukoliko menadžeri komunalnih tvrtki sumnjaju u ovu tezu, predlažem da preispitaju povijest vlastite industrije i otkriju tko je bio pokretač inicijative regulatornog pokreta."*³⁹

2.1.2. Regulatorne agencije i teorija ekonomske regulacije

*"Društvena pojava reguliranja, stegnuta polaznim i rubnim uvjetima, postaje društveni proces strukturiranja, postupne stabilizacije regulativnih sistema koji se daljnjim razvojem nužno ponovno destabiliziraju."*⁴⁰

Osnovni cilj teorije ekonomske regulacije (*theory of economic regulation*) ili teorije "zarobljavanja" (*capture theory*), prema Stigleru⁴¹, jest objasniti koja strana će profitirati, a koja snositi trošak regulacije, te koji će biti efekti regulacije. Stigler je svoju teoriju ekonomske regulacije objašnjavao pomoću zakona ponude i potražnje, prezentirajući potražnju za regulacijom kao proizvod koji u sebi sadrži prava i koristi, a ponudu regulacije kao politički proces u kojem relativno mala skupina (industrija) uspijeva za sebe izboriti niz privilegija.⁴² Država ima utjecaj na gospodarstvo kroz politiku državnih potpora, kontrolu ulaska, utvrđivanje cijena i sl. Država, dakle, kroz svoje mehanizme ima moć selektivno pomoći ili nauditi određenoj industriji. Političari su, po njemu, primarno orijentirani na zaštitu i promicanje vlastitih interesa (reizbor), a manjim dijelom na promoviranje javnog interesa.⁴³ Regulaciju vidi kao proizvod interesa industrije, za korist samoj industriji. On smatra da industrije rjeđe

³⁹ Demsetz, H. (1968) *Why Regulate Utilities?*, 11(1) *Journal of Law and Economics*, str. 65. O razvoju i učincima regulatornih agencija u SAD-u, vidi: Bajakić, I. (2010) *Razvoj i učinci regulatornih agencija u SAD-u: Uspješan model za Europu?*, 60(2) *Zbornik Pravnog fakulteta u Zagrebu*, str. 495–527. O regulatornim agencijama kao modelu upravljanja u javnoj upravi, vidi: Musa, A. (2014) *Agencijski model javne uprave*, Pravni fakultet u Zagrebu, Zagreb.

⁴⁰ Pusić, E. (1989) *Društvena regulacija: Granice znanosti i iskustva*, Globus, Zagreb.

⁴¹ Stigler, G. J. (1971) *The Theory of Economic Regulation*, 2(1) *The Bell Journal of Economics and Management Science*, str. 3–21.

⁴² *Ibid.*, str. 3.

⁴³ *Ibid.*, str. 11. Teza o oportunističkom ponašanju političara centralna je hipoteza teorije javnog izbora (*Public choice theory*), za koju je, uz ostali doprinos na području ekonomije, 1986. godine James Buchanan dobio i Nobelovu nagradu. Teorija javnog izbora je, uz granu ekonomije, usko vezana i na političke znanosti. Začetnik teorije je J. Schumpeter svojim radom iz 1942. g. "Kapitalizam, socijalizam i demokracija", nastavljenim u A. Downsvoj "Ekonomske teoriji demokracije", uz kapitalno djelo J. Buchanana i G. Tullocka iz 1959. g. "The Calculus of Consent". U odnosu principal – agent, principal su sudionici u procesu izbora (građani) koji izabiru agenta (političara) da služeći javnom interesu obnaša javne dužnosti. Političari su, prema teoriji javnog interesa, često skloni oportunističkom ponašanju, tj. skloni su donošenju odluka čak i na štetu javnog interesa, ako one njima osiguravaju korist (npr. reizbor); U Kesner-Škreb, M. (1994) *Teorija javnog izbora*, 18(5) *Financijska praksa*, str. 555–557.

posežu za dobivanjem subvencija kao vladinih usluga jer će se s vremenom novčani iznosi smanjivati, s obzirom na to da će biti sve više zainteresiranih za takvu vrstu pomoći.⁴⁴ S druge strane, industrije će biti iznimno zainteresirane za povlasticu kontrole ulaska konkurencije na područje njihova tržišta jer će na taj način dobivati puno više moći i dugoročne koristi. Nadalje, Stigler smatra da fiksno utvrđivanje cijena od strane regulatorne agencije više koristi industriji. Naime, ako industrija samoinicijativno nameće pretjerane cijene, može doživjeti otpor u javnosti. Ako, pak, cijene određuje regulatorna agencija, a sve u interesu promicanja javnog dobra i zaštite potrošača, industrija neće biti subjekt koji će trpjeti kritike.⁴⁵ Također, mogući gubitak pojedinog potrošača je neznatan u usporedbi s puno većim potencijalnim gubitkom neke industrije. "*Potrošači su nepouzdana saveznici regulatora.*"⁴⁶

Peltzman⁴⁷ je u svojoj analizi Stiglerovih članaka istaknuo njegovu pionirsku ulogu u razvoju teorije ekonomske regulacije i ekonomske analize prava. Do 1962. godine rasprava se uvijek vodila oko pitanja prirodnog monopola, graničnih troškova i javnog interesa. Stigler je prvi pokušao mjeriti učinke regulacije i rada regulatornih agencija i tako utjecao na razvoj istraživanja o ekonomskoj regulaciji i njezinim učincima. Stigler u oba svoja članka više postavlja pitanja nego što nudi odgovore. Njegov doprinos nije toliko značajan u smislu rezultata istraživanja koliko u izradi metodologije. Stigler je uspio napraviti model privlačan ekonomistima i nakon njega su svi počeli mjeriti efekte i utjecaj regulacije na pojedino područje.⁴⁸ Također, potaknuo je rasprave o kompleksnosti interakcije između regulatora i regulirane strane.

⁴⁴ Stigler, G. J. (1971) *The Theory of Economic Regulation*, str. 5.

⁴⁵ I drugi radovi u kojima se kritizira rad regulatornih agencija smatraju da je utvrđivanje cijena od strane regulatornih agencija donijelo potrošačima više štete nego koristi, a da su komunalne tvrtke skoro uvijek profitirale u takvim uvjetima, u Smith, J. A. (1914) *Effect of State Regulation of Public Utilities upon Municipal Home Rule*, 53 *The Annals of the American Academy of Political and Social Science*, str. 85–93; McCraw, T. K. (1975) *Regulation in America: A Review Article*, 49(2) *Business History Review*, str. 168–169; McDonald, F. (1958) *Samuel Insull and the Movement for State Utility Regulatory Commissions*, 32(3) *The Business History Review*, str. 241–254.

⁴⁶ Peltzman, S. (1993) *George Stigler's Contribution to the Economic Analysis of Regulation*, 101(5) *The Journal of Political Economy*, str. 823.

⁴⁷ *Ibid.*, str. 818–832.

⁴⁸ Npr. literatura o utjecaju regulacije na plaće: Hendricks, W. (1977) *Regulation and Labor Earnings*, 8 *Bell Journal of Economics and Management Science*, str. 483–496; Ehrenberg, R. G. (1979) *The Regulatory Process and Labor Earnings*, Academic Press, New York; Rose, N. L. (1987) *Labor Rent Sharing and Regulation: Evidence from the Trucking Industry*, 95 *Journal of Political Economy*, str. 1146–1178.

Literatura o utjecaju regulacije na rast cijene nafte: Kalt, J. P. (1981) *The Economics and Politics of Oil Price Deregulation: Federal Policy in the Post Embargo Era*, MIT Press, Cambridge; Smith, R. T., Bradley, M., Jarrell, G. (1986) *Studying Firm-Specific Effects of Regulation with Stock Market Data: An Application to Oil Price Regulation*, 17 *Rand Journal of Economics*, str. 467–489., u Peltzman, S. (1993) *George Stigler's Contribution to the Economic Analysis of Regulation*, 101(5) *The Journal of Political Economy*, str. 825.

Posner je ekonomsku regulaciju definirao kao: "*skupinu poreza, državnih potpora i ostalih instrumenata, kao i zakonodavnih, te administrativnih kontrola u smislu određivanja tarifa, pravila oko ulaska na tržište i ostalih ekonomskih aktivnosti.*"⁴⁹ Prema njemu, teorija javnog interesa ima krive polazne pretpostavke: (i) da je tržište iznimno osjetljivo i mora imati vanjsku intervenciju za stabilnost poslovanja, (ii) da je regulacija proces bez dodatnih troškova i štetnih popratnih pojava, (iii) da je vlada jeftin i efikasan instrument sređivanja tržišta, te (iv) da regulacija zahvaća isključivo monopole.⁵⁰ U odnosu na teoriju javnog interesa koja drži da je "*regulacija odgovor na potražnju javnosti za korekcijama neefikasnosti tržišta*"⁵¹, Posner upozorava da je iznimno teško identificirati povezne mehanizme između percepcije javnosti i donošenja zakona. Regulatorne agencije su prema njemu osuđene na neuspjeh, jer je njihov zadatak određivanja "fer" cijena komunalnih usluga nemoguća misija zato što nemaju potrebne informacije, metode mjerenja i kontrole takvog procesa. Teorija ekonomske regulacije kao "*odgovor na potražnju interesnih grupa s ciljem maksimiranja vlastitih koristi*"⁵² prema Posneru ne uzima u obzir postojanje drugih interesnih skupina koje žele utjecati na djelovanje regulatornih agencija. On navodi da politike koje regulatorne agencije promoviraju često idu u prilog potrošača, a ne regulirane skupine. Također, neka područja u ekonomskoj regulaciji teško su mjerljiva, a empirijska istraživanja nisu sistematična, tj. analiziraju samo pojedine slučajeve ili sektore (npr. avioindustriju), ali ne i gospodarstvo u cjelini.⁵³ Posner zaključuje da ni teorija javnog interesa ni teorija ekonomske regulacije nisu dovoljno cjelovite i ne mogu objasniti postojanje ekonomske regulacije, ali po njemu teorija ekonomske regulacije ipak ima osnove za daljnju nadogradnju.

Njegov zaključak potvrđuju Priest⁵⁴, McCraw⁵⁵, Jordan⁵⁶ i Jarrell⁵⁷. Priest je u analizi povijesnog razvoja regulacije komu-

⁴⁹ Posner, R. A. (1974) *Theories of Economic Regulation*, 5(2) *The Bell Journal of Economics and Management Science*, str. 335.

⁵⁰ *Ibid.*, str. 336.

⁵¹ *Ibid.*, str. 335.

⁵² *Ibid.*, str. 335–336.

⁵³ *Ibid.*, str. 353–355.

⁵⁴ Priest, G. (1993) *The Origins of Utility Regulation and the "Theories of Regulation" Debate*, 36(1) *Journal of Law and Economics*, str. 289–323.

⁵⁵ McCraw, T. K. (1975) *Regulation in America: A Review Article*, 49(2) *Business History Review*, str. 159–183;

McCraw, T. K. (1984) *Prophets of Regulation*, Harvard University Press, Cambridge, Massachusetts, str. 300–311.

⁵⁶ Jordan, W. A. (1972) *Producer Protection, Prior Market Structure and the Effects of Government Regulation*, 15(1) *Journal of Law and Economics*, str. 176, <https://doi.org/10.1086/466732>.

⁵⁷ *Ibid.*, str. 269–295.

nalnih usluga, proučavajući regulaciju na razini lokalne uprave sustavom koncesija te na državnoj i nacionalnoj razini putem regulatornih agencija, utvrdio da nema jedinstvene teorije koja bi mogla objasniti dinamične odnose između regulatora i regulirane strane.⁵⁸ McCraw je, proučavajući relevantnu literaturu iz povijesnih, ekonomskih, političkih i pravnih znanosti, zaključio da ni teorija javnog interesa ni teorija ekonomske regulacije, kao ni kombinacija tih dviju teorija ne mogu adekvatno objasniti iskustvo ekonomske regulacije. On regulaciju vidi kao "*instituciju sposobnu služiti različitim, čak i kontradiktornim ciljevima, neki put ekonomskim, neki put političkim, a neki put društvenim.*"⁵⁹ Prema njemu je regulacija kroz povijest služila različitim ciljevima: razotkrivanju, stvaranju kartela, očuvanju monopola, suradnji među industrijama, legitimizaciji kapitalizma te zaštiti potrošača.⁶⁰ Jarrell je, potvrđujući navedene teze, napomenuo da "*regulatori nikad ne djeluju kao savršeni brokeri jedne interesne skupine*"⁶¹.

Daljnje analize iz područja ekonomske regulacije nastavljale su se na Stiglerov model o utjecaju industrije na regulaciju, tj. privatnog sektora na državu (*capture*). Jarrell⁶² je nadogradio Stigler-Friedlandov model uzimajući kao dodatnu varijablu u analizi regulaciju komunalnih usluga na lokalnoj razini sustavom koncesija. Stigler i Friedland su u svojoj analizi pokazali da nije došlo do razlike u promjeni cijena kroz određeni period kod reguliranih i nereguliranih država.⁶³ Jarrell predstavlja tezu da ako postoji utjecaj industrije na državu, on se može očitati na primjeru regulacije komunalnih usluga na lokalnoj razini. Teorija javnog interesa zagovara zamjenu "neefikasnog" sustava reguliranja komunalnih usluga na razini lokalne uprave sustavom koncesija osnivanjem državnih regulatornih agencija koje će u skladu s teorijom sniziti cijene komunalnih usluga i smanjiti profite komunalnih tvrtki. Jarrell smatra da ako postoji značajan

⁵⁸ Nastavljajući se na to, Levine i Forrence predlažu tzv. "metateoriju" koja bi objasnila političku ekonomiju regulacije, tj. predvidjela ponašanje interesnih strana u regulatornom procesu, u Levine, M., Forrence, J. (1990) *Regulatory Capture, Public Interest and The Public Agenda: Toward a Synthesis*, 6 Journal of Law, Economics and Organization, str. 167–198.

⁵⁹ McCraw, T. K. (1975) *Regulation in America: A Review Article*, 49(2) Business History Review, str. 180.

⁶⁰ *Ibid.*, str. 180.

⁶¹ Jarrell, G. A. (1978) *The Demand for State Regulation of the Electric Utility Industry*, 21(2) Journal of Law and Economics, str. 277.

⁶² *Ibid.*, str. 269–295.

⁶³ Tj. država koje su uvele i onih koje još nisu imale državnu regulatornu agenciju.

utjecaj privatnog sektora na državu (*capture*), tj. ako je industrija ta koja ima veći utjecaj na provođenje politika nego potrošači, takvi će se trendovi moći prepoznati već na lokalnoj razini. Naime, u područjima gdje lokalne vlasti uspijevaju postići najbolju cijenu komunalnih usluga uspješnim promoviranjem konkurencije sustavom natječaja, gdje koncesiju dobiva ponuđač s najboljom i po cijeni najpristupačnijom uslugom, za očekivati je da će komunalne tvrtke lobirati za uvođenje državnih regulatornih agencija. Dakle, što je veća konkurencija na lokalnoj razini, veći je pritisak na osnivanje državnih regulatornih agencija. Takav scenarij treba pratiti povećanje cijena komunalnih usluga i profita komunalnih tvrtki po osnivanju državnih regulatornih agencija. Jarrellova empirijska studija dokazala je da su cijene u područjima s jakom konkurencijom prije osnivanja državnih regulatornih agencija bile do 46 % niže, komunalne tvrtke su imale 38 % manji profit i 23 % veću produktivnost. Nakon osnivanja regulatornih agencija cijene i profiti su porasli, a produktivnost se smanjila, što ide u prilog njegovoj tezi da je potražnja za regulacijom bila inicirana upravo od strane komunalnih tvrtki, tj. privatnog sektora.⁶⁴ "*Privatni sektor električne energije nije bio suicidalan kada su tijekom 1910. postali šampioni i predvodnici pokreta za državnu regulaciju.*"⁶⁵

Jordan⁶⁶ je postavio pitanje razlikuju li se ekonomski efekti regulacije prema industrijama, iako načelno regulacija ima iste ciljeve za sva područja. Otkrio je da regulacija nema značajan utjecaj na komunalne usluge koje su prirodni monopoli, dok ima izniman utjecaj u transportnim industrijama (tržišta u kojima prevladava konkurencija ili oligopoli). Tako je regulacija utjecala na porast cijena u zračnom, željezničkom i cestovnom prijevozu, dok je imala mali ili nikakav utjecaj u smanjivanju cijena električne energije, a skoro nikakav utjecaj (ili nepovezan) na promjenu cijena u području plina. Isto tako, cjenovna diskriminacija podržana regulacijom nije utjecala na poslovanje pri-

⁶⁴ Isto tako, Jordan je u svojoj analizi regulacije zračnog prometa pokazao da je u domaćem zračnom prijevozu regulacija utjecala na porast cijena, cjenovne diskriminacije, restrikcije ulaska na tržište, ali i na poboljšanje kvalitete usluga; u Jordan, W. A. (1970) *Airline Regulation in America: Effects and Imperfections*, u Jordan, W. A. (1972) *Producer Protection, Prior Market Structure and the Effects of Government Regulation*, 15(1) *Journal of Law and Economics*, str. 152, <https://doi.org/10.1086/466732>.

⁶⁵ Jarrell, G. A. (1978) *The Demand for State Regulation of the Electric Utility Industry*, 21(2) *Journal of Law and Economics*, str. 295.

⁶⁶ Jordan, W. A. (1972) *Producer Protection, Prior Market Structure and the Effects of Government Regulation*, 15(1) *Journal of Law and Economics*, str. 151–176, <https://doi.org/10.1086/466732>.

rodnih monopola, dok se pokazala iznimno korisnim sredstvom za poslovanje oligopola i konkurentskih tvrtki. Istraživanje nije pokazalo nikakve zakonitosti s obzirom na stopu povrata tvrtki. Jordanova analiza još je jedan u nizu izrečenih stavova da pravi efekti regulacije češće idu u korist industriji nego potrošačima.

Peltzman⁶⁷ polazi od Stiglerova modela, prema kojem ima puno natjecatelja za određenu uslugu (regulaciju), ali samo će najuspješniji ostvariti korist, te razrađuje tezu prema kojoj regulatorne agencije ne idu u korist samo jednom subjektu. Potrošači, iako brojem znatno veći, predstavljaju heterogenu skupinu s razjedinjenim interesima, za razliku od pojedine tvrtke s fokusiranim ciljevima, koja je svjesna mogućeg troška ili koristi od uvođenja neke regulacije. Prilikom utjecaja na formiranje vladinih politika i regulacije nije dovoljno imati definirane interese i zadane ciljeve, već je presudno umijeće u ostvarivanju tih ciljeva. Becker⁶⁸ smatra da politička ravnoteža ovisi o uspješnosti svake grupe da proizvede pritisak. Njegov model uključuje interesne grupe koje nastoje racionalizirati svoja ulaganja kako bi stvorile optimalni politički pritisak dovoljan za regulatornu akciju u njihovu korist. Pritom vode računa o ciljevima ostalih interesnih skupina kako bi povećale ulaganja (u slučaju da druga interesna skupina želi rezultat suprotan od njihova) ili izbjegle nepotrebno dupliranje troškova (u slučaju da druga interesna skupina ima isti cilj) i odlučile se na kooperaciju. Nadalje, Peltzman argumentira da regulatorne agencije neće ravnomjerno raspoređivati svoje usluge, već će i one uzimati u obzir vlastite troškove i koristi u regulatornom procesu kako bi maksimirale svoju korist. Prema njemu, dakle, regulatorne agencije predstavljaju još jednu interesnu skupinu u potrazi za maksimiranjem svoje koristi (reizborom). Stoga on zaključuje da će u regulatornom procesu između interesa potrošača i industrije češće prevagnuti interesi industrije, jer vlade favoriziraju politički jače igrače.⁶⁹

"Regulatorni režimi koji su uključivali regulaciju područja komunalnih usluga bili su opravdani kao zaštita potrošača od monopolističkih cijena i destruktivne konkurencije. Ipak, regulatorne agencije

⁶⁷ Peltzman, S. (1976) *Towards a More General Theory of Regulation*, 19(2) *Journal of Law and Economics*, str. 211–240.

⁶⁸ Becker, G. S. (1983) *A Theory of Competition among Pressure Groups for Political Influence*, 98(3) *The Quarterly Journal of Economics*, str. 371–400, <https://doi.org/10.2307/1886017>.

⁶⁹ Peltzman, S. (1976) *Towards a More General Theory of Regulation*, 19(2) *Journal of Law and Economics*, str. 213; Becker, G. S. (1983) *A Theory of Competition among Pressure Groups for Political Influence*, 98(3) *The Quarterly Journal of Economics*, str. 371, <https://doi.org/10.2307/1886017>.

su često štitile i regulirane industrije od konkurencije i promovirale štetnu neefikasnost. Regulatorne agencije su tijekom godina bile na meti kritika upravnog prava, javne administracije i političkih znanosti, koji su kritizirali njihovu strukturu i poslovanje. Tijekom 1960-ih našle su se na meti ekonomista, koji su empirijski istraživali odnose troškova regulacije i koristi. Nitko nije mogao predvidjeti da će kritika regulatornih politika rezultirati značajnim reformama."⁷⁰

Reforma se dogodila tijekom 1970-ih kroz proces deregulacije. Deregulaciju možemo definirati kao "povlačenje državnih zakonodavnih moći u području reguliranja ponašanja ekonomskih subjekata. Iako se taj proces može provoditi na razne načine, u sektoru komunalnih usluga označava liberalizaciju u području određivanja cijena, ulaska i izlaska s tržišta."⁷¹ Deregulacija se u većini slučajeva odvijala u području javnih komunalnih usluga: zračnog, cestovnog i željezničkog prometa, telekomunikacija i kabelaške televizije, opskrbe plinom, strujom, vodom, električnom energijom i sl.⁷²

Winston⁷³ je analizirao efekte deregulacije i procjenjivao njihov utjecaj na cijene i usluge. Izračunao je da su potrošači profitirali kroz snižene cijene proizvoda i povećanje kvalitete usluga (npr. potrošači u avioprijevozu u SAD-u uštedjeli su između 4,3 i 6,5 milijarde dolara, u cijenama iz 1990., kroz niže cijene avio-usluga). Winstonovu tezu potvrđuju Crandall i Ellig na analizi pada cijena prirodnog plina tijekom procesa deregulacije.⁷⁴ Procijenjeno je da je društvo u cjelini imalo koristi od deregulacije između 36 i 46 milijardi dolara godišnje.⁷⁵

Povijesno iskustvo pokazuje da je ekonomska regulacija proces podložan cikličkim kretanjima. Počinje s kritikom određenog sustava, na koju se kao akcija donosi regulacija kako bi spriječila tržišne propuste i zaštitila javni interes. Takva regulacija, kao ni funkcioniranje tržišta, nije savršena, pa uz dobre rezultate donosi

⁷⁰ Derthick, M., Quirk, P. J. (1985) *The Politics of Regulation*, The Brookings Institution, Washington, D.C., str. 8.

⁷¹ Geddes, R. (2000) *Public Utilities*, u Bouckaert, B., De Geest, G. (ur.) 3(5940) *Encyclopedia of Law and Economics*, Edward Elgar, Cheltenham, str. 1162–1205.

⁷² S obzirom na specifičnost vremena i prostora, znanstvenici su prilikom analiza grupi komunalnih usluga priključivali i financijski sektor. U McCraw, T. K. (1975) *Regulation in America: A Review Article*, 49(2) *Business History Review*, str. 159–183; McCraw, T. K. (1984) *Prophets of Regulation*, Harvard University Press, Cambridge, Massachusetts.

⁷³ Geddes, R. (2000) *Public Utilities*, u Bouckaert, B., De Geest, G. (ur.) 3(5940) *Encyclopedia of Law and Economics*, Edward Elgar, Cheltenham, str. 1168–1173.

⁷⁴ *Ibid.*, str. 1170–1171.

⁷⁵ *Ibid.*, str. 1172.

i određenu razinu opterećenja, troškova implementacije, a vrlo često i štetne nuspojave. Ako su štete uzrokovane pojavom regulacije veće od koristi, govori se o lošoj regulaciji. U razdobljima stabilnog makroekonomskog okruženja iniciraju se prijedlozi za liberalizaciju propisa kako bi se stimulirale inovacije i gospodarski rast i razvoj. Pitanje je vremena kada će takav rast doseći maksimum i početi stagnirati. U periodu koji slijedi dolazi do korekcija na tržištu i povratka na realnu osnovu. Takav period može biti popraćen jačim turbulencijama i dovesti do financijske krize. Javlja se nemir i jedan od instrumenata koje vlada koristi kako bi vratila situaciju pod kontrolu jest uvođenje strože regulacije. Stroža regulacija ima pozitivan psihološki učinak na vraćanje povjerenja u sustav, ali često ne uspijeva riješiti uzroke problema. Kada gospodarska situacija ponovo krene nabolje, regulacija će polako, ali sigurno ponovo naći svoje mjesto na udaru kritika.

Zaključno, ne postoji savršeno tržište i ne postoji savršena regulacija. Postoje ciklička kretanja na tržištu i ovisno o njima, sustavi se mijenjaju i prilagođavaju. Teorija ekonomske regulacije nastoji objasniti odnose između regulatora i regulirane strane u procesu donošenja regulacije, kao i naglasiti potrebu za analizom takvih situacija i identificiranjem pozitivnih i negativnih učinaka regulacije na segment tržišta koji regulira. Upravo je u području financijske regulacije – regulacije tržišta kapitala izrađena jedna od prvih ekonomskih analiza prava, tj. ekonomska analiza učinaka američkog Zakona o vrijednosnim papirima iz 1933. godine.⁷⁶ U svom pionirskom radu Stigler je otvorio i akademsku raspravu o ulozi i korisnosti regulatornih agencija, kritizirajući Izvješće Komisije za vrijednosne papire iz 1963. i politiku Agencije.⁷⁷ George Stigler nagrađen je 1982. godine Nobelovom nagradom iz ekonomije za svoj doprinos analizi industrijskih struktura, funkcioniranju tržišta i razotkrivanju uzroka i učinaka regulacije, tj. utjecaju državne intervencije na pojedine ekonomske sektore. Stigler se smatra predvodnikom tzv. čikaške škole, koja je, među ostalim područjima, značajno doprinijela razvoju ekonomske analize prava, kritičkom promišljanju o djelovanju i utjecaju regulatornih agencija, a imala je i velik utjecaj na formi-

⁷⁶ Stigler, G. (1964) *Public Regulation of the Securities Markets*, 37(2) *The Journal of Business*, str. 117–142.

⁷⁷ Članak se pokazao iznimno poticajnim za akademsku raspravu. Vidi: Robbins, S., Werner, W. (1964) *Professor Stigler Revisited*, 37(4) *The Journal of Business*, str. 406–413; Stigler, G. (1964) [*Professor Stigler Revisited*]: *Comment*, 37(4) *The Journal of Business*, str. 414–422; Friend, I., Herman, E. (1965) *Professor Stigler Revisited: A Further Comment*, 38(1) *The Journal of Business*, str. 106–110.

ranje regulatornih trendova (npr. deregulacija, samoregulacija). S aspekta financijskih sustava i u današnje su vrijeme aktualne analize i rasprave o razlozima za financijsku regulaciju i učincima koje ona ima na funkcioniranje financijskih tržišta.⁷⁸

2.2. Teorija agencije i problem asimetrije informacija

Teorija agencije (*agency theory*) ili agencijska teorija definira se kao "teorija ugovornih odnosa između principala i agenta. Teorija agencije analizira situacije koje proizlaze iz odnosa u kojem principal delegira ovlasti agentu, pri čemu dolazi do asimetrije informacija i nepotpunog ugovornog odnosa (*incomplete contract*)."⁷⁹ Principal (vlasnik ili investitor) ulaže svoja ili pozajmljena sredstva i angažira agenta (menadžera ili upravu) koji ima stručna znanja za obavljanje poslova i donošenje odluka, s ciljem realiziranja interesa principala. Principal preuzima rizik neuspjeha, ali i ostvaruje dobit koja je nastala kao rezultat uspješnog rada agenta. Agent (menadžer) prihvaća ponudu principala za obavljanje određenog posla, za koju očekuje utvrđenu novčanu naknadu⁸⁰. Dobit principala ovisi o uspješnosti poslovanja agenta. Principal je stoga u interesu motivirati agenta da postigne što bolje rezultate, kako bi on sam imao što veću dobit. Pritom ne želi preplatiti agenta za njegov rad, već mora pažljivo utvrditi plaću, bonuse i ostale beneficije čiji su iznosi uvjetovani ostvarenim rezultatima agenta.

S druge strane, postoji mogućnost oportunog ponašanja agenta, u kojoj je on motiviran isključivo vlastitim interesima, a uz to još i sklon koristiti određene situacije radi vlastitog probitka, pa čak i na štetu principala. Dakle, interesi principala i agenta se ne moraju uvijek poklapati i tu nastaje agencijski problem. Možemo zaključiti da principal i agent imaju različite interese i različitu sklonost riziku. Principal će zahtijevati kontinuiran rast i razvoj poslovanja, uz što efikasnije i racionalnije trošenje svojih

⁷⁸ Npr. Zingales, L. (2004) *The Costs and benefits of Financial Market Regulation*, ECGI Working Paper Series in Law, str. 1–57; Ferran, E. (2004) *Building an EU Securities Market*, Cambridge University Press, Cambridge; Moloney, N. (2008) *EC Securities Regulation*, Oxford University Press, Oxford.

⁷⁹ Black, J., Hashimzade, N., Myles, G. (ur.) (2009) *Dictionary of Economics*, Oxford Reference Online, Oxford University Press.

Kratki i sažeti pregled teorijskih aspekata i komparativnih sustava kao podloga za širu raspravu o povezanosti područja prava, financija i gospodarskog rasta koja je tema cijelog broja *Oxford Review of Economic Policy*, br. 17(4), predstavlja polazišnu osnovu za dublje teorijsko istraživanje iz ovog poglavlja, vidi: Mayer, C., Sussman, O. (2001) *The Assessment: Finance, Law and Growth*, 17(4) *Oxford Review of Economic Policy*, str. 457–466.

⁸⁰ Pod pojmom novčana naknada podrazumijevamo naknadu u puno širem smislu: plaća, bonusi, dodatne subvencionirane beneficije, status i dr.

sredstava, tj. maksimiranje dobiti. Agent će također težiti boljim poslovnim rezultatima, poglavito kada je iznos bonusa vezan uz ostvarene rezultate. Radi tog bi cilja, kao i zbog očekivanja što boljih rezultata koja se pred njega postavljaju, agent mogao biti skloniji moralnom hazardu, tj. preuzimanju prevelikog rizika i time ugroziti poslovanje cjelokupne organizacije. Moralni hazard definira se kao "situacija u kojoj osoba nema poticaja da se ponaša pošteno i razborito. Izraz se najčešće rabi u sektoru osiguranja, u kojem je tipičan primjer osobe izložene moralnom hazardu vlasnik automobila koji je osiguran, te nema motivacije čuvati ga od krađe."⁸¹

Posljedica takvog ponašanja agenta može biti i bankrot tvrtke, u kojem agent ipak ima manji, ograničeni gubitak (npr. bonusa, zaposlenja, reputacije), dok principal riskira puno veći, materijalni gubitak. Primjer takvog agencijskog problema s kobnim posljedicama je i globalna financijska kriza 2007/08 koja je započela bankarskom krizom u SAD-u, gdje su menadžeri u upravama banaka preuzeli prevelik rizik koji je na kraju rezultirao ogromnim troškom za vlasnike, pa čak i bankrotom (npr. Lehman Brothers).

Osim različitosti u interesima, odnos principala i agenta opterećen je i troškom nadziranja rada agenta, kao i asimetrijom informacija. Asimetrija informacija⁸² (*asymmetric information*) je "situacija u kojoj neki sudionici u ekonomskoj transakciji imaju bolji pristup, ili relevantnije informacije od ostalih sudionika."⁸³

Dakle, to je situacija u kojoj ne postoji ista razina informiranosti. Pritom se jedna strana nalazi u povoljnijoj poziciji s mogućnošću iskorištavanja slabije strane. Kao primjer asimetrije informacija često se navodi slučaj osobnih bankara (agenti) koji prodaju određene financijske usluge klijentima (principalima) koji nemaju istu razinu znanja o postojećim financijskim instrumentima dostupnim na tržištu. U takvoj situaciji oni se oslanjaju na agenta prilikom donošenja odluka o investiranju. Pritom su bankari često motivirani prodati što više proizvoda za koje dobivaju proviziju, zanemarujući pritom sigurnost klijenta.⁸⁴

⁸¹ Law, J., Smullen, J. (ur.) (2009) *Dictionary of Finance and Banking*, Oxford Reference Online, Oxford University Press.

⁸² Za svoj doprinos u analizi tržišta s asimetričnim informacijama, 2001. godine Nobelovu su nagradu za ekonomiju dobili: George Akerlof, Michael Spencer i Joseph Stiglitz. Za kraći pregled, vidi: <https://www.nobelprize.org/prizes/economic-sciences/2001/summary/>.

⁸³ Black, J., Hashimzade, N., Myles, G. (ur.) (2009) *Dictionary of Economics*, Oxford Reference Online, Oxford University Press.

⁸⁴ Primjer regulatornog adresiranja takvog problema je razvrstavanje, tj. klasificiranje klijenata u okviru MiFID direktive, detaljnije obrađeno u poglavlju 3.

U odnosu agent – principal, agent često zbog svojih operativnih poslova koje obavlja ima više informacija od principala. Naime, agent ima svakodnevne informacije o poslovanju na temelju kojih donosi odluke. Principal dobiva uglavnom periodične informacije, temeljem kojih usklađuje svoj odnos prema agentu. Dakle, razlika u odnosu agent – principal jest u tome što agent dobiva informacije u realnom vremenu, a principal uglavnom *ex post* s obzirom na to da ne može utjecati na odluke koje donosi agent jer je prenio ovlasti za donošenje poslovnih odluka na agenta.

Začetnici teorije agencije, Jensen i Meckling⁸⁵, 1976. godine empirijski su ukazali na kompleksnost odnosa između principala i agenta, koje karakterizira različitost interesa, i upozorili na postojanje realne šanse da agent neće uvijek raditi u najboljem interesu principala. Agent će, uslijed informacijske asimetrije i veće sklonosti riziku, a radi maksimizacije vlastite koristi, biti spreman raditi čak i na štetu principala koji ga je zaposlio. S druge strane, principalu je vrlo teško (i skupo) u potpunosti nadzirati rad agenta. Taj *agencijski trošak* Jensen i Meckling definiraju kao zbroj sljedećih vrsta troškova:⁸⁶

- I. trošak angažiranja agenta – zapošljavanje menadžera ili uprave za upravljanje tvrtkom kroz novčanu kompenzaciju
- II. trošak kontrole agenta – trošak delegiranja upravljanja tvrtkom, tj. trošak *monitoringa* (npr. revizija, kontroling, pravila poslovanja, zacrtani budžeti, ograničenja u poslovanju i sl.)
- III. trošak ponašanja agenta – trošak različitosti ciljeva između agenta i principala, tj. razlika između odluka koje donosi menadžer u odnosu na odluke koje bi donosio vlasnik da sam upravlja (npr. menadžer želi zadovoljiti i bankare, dobavljače i ostale, ponekad na štetu vlasnika, a s ciljem maksimizacije vlastite koristi).

Teorija agencije se pokazala korisnom metodom za razumijevanje interesnih odnosa unutar organizacije, i to u području: računovodstva, financija, marketinga, političkih znanosti, organizacijskog ponašanja, sociologije i dr.⁸⁷ Njezin je cilj optimirati ugovorne odnose između principala i agenta. Prema Eisenhar-

⁸⁵ Jensen, M. C., Meckling, W. H. (1976) *Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership structure*, 3(4) Journal of Financial Economics, str. 305–360; dostupno na: <http://ssrn.com/abstract=94043>.

⁸⁶ *Ibid.*, str. 306.

⁸⁷ Eisenhardt, K. M. (1989) *Agency Theory: An Assessment and Review*, 14(1) Academy of Management Review, str. 57; Musa, A. (2014) *Agencijski model javne uprave*, Pravni fakultet u Zagrebu, Zagreb.

dtu⁸⁸, teorija agencije daje značajan doprinos organizacijskoj teoriji, jer tretira informaciju kao proizvod, koji ima svoju cijenu i može se nabaviti. Na taj način promovira važnost informacijskih sustava (npr. budžetiranja, nadzornih sustava i sl.) kao važnog čimbenika u kontroliranju oportunističkog ponašanja agenta. Isto tako, teorija agencije uz faktor rizika upozorava i na problem neizvjesnosti, te pokušava adresirati oba problema prilikom definiranja optimalnog ugovornog odnosa između principala i agenta. "Teorija agencije nas podsjeća da je velik dio organizacijskih pitanja, sviđalo se to nama ili ne, baziran na vlastitim interesima".⁸⁹

S druge strane, kritičari upozoravaju da principalni kao skupine ne moraju uvijek imati iste interese (npr. više vlasnika s različitim strateškim ciljevima i idejama o provedbi).⁹⁰ Nadalje, organizacija ne mora nužno biti arena u kojoj jedni gube, a drugi pobjeđuju. Za očekivati je stoga da principal i agent traže zajedničke interese i teže njihovu ostvarivanju. Ipak, globalna financijska kriza 2007/08 upozorava da teorija agencije ima značajnu ulogu u pojašnjavanju organizacijskih odnosa i procesa. Naime, cijeli sustav korporativnog upravljanja, kao što je u nastavku obrazloženo, veže na sebe kompleksan odnos vlasnika i menadžera, te uspostavu regulacije takvog odnosa radi zaštite javnog interesa. Zaštita investitora je, uz rješavanje problema tržišnih propusta, ključni argument za reguliranje financijskih usluga i tržišta. Nastavno, donosioci politika ističu važnost funkcionirajućeg financijskog tržišta za gospodarski rast i razvoj. Stoga regulacija financijskog sustava mora sadržavati kontrolu sudionika financijskih tržišta radi zaštite javnog interesa (npr. sprječavanja financijskih prijevara) i promoviranja stabilnosti financijskog sustava.

Već spomenuto u prošlom odjeljku, teorija agencije i asimetrija informacija otvaraju pitanje tretmana rizika i neizvjesnosti prilikom sklapanja ugovora između principala i agenta. Svaki ugovor je u nekom obliku nepotpun. Drugim riječima, nije moguće predvidjeti baš sve pretpostavke i osigurati se od svih vrsta rizika i neizvjesnosti, tj. sastaviti takav ugovor koji bi pružao objema stranama potpunu predvidivost i sigurnost. Modeli nepotpunog ugovornog odnosa (*incomplete contract model*) razvijeni su tije-

⁸⁸ Eisenhardt, K. M. (1989) *Agency Theory: An Assessment and Review*, 14(1) *Academy of Management Review*, str. 64–65.

⁸⁹ *Ibid.*, str. 64.

⁹⁰ Tipurić, D. (2008) *Agencijska teorija i korporativno upravljanje*, u Tipurić, D. (ur.) *Korporativno upravljanje*, Sinergija, Zagreb, str. 115–138.

kom 1980-ih godina nastavljajući se na organizacijska pitanja u odnosu principal – agent. Na primjer, Williamson je naglašavao potrebu zaštite prava dioničara zbog modela nepotpunih ugovora. Upozoravao je da su dioničari u usporedbi s ostalim stranama manje zaštićeni (od npr. kreditora koji su pokriveni kolateralom u slučaju lošeg poslovanja tvrtke), te da bi pravila korporativnog upravljanja trebala biti primarno usmjerena na zaštitu interesa dioničara.⁹¹ Nadalje, modeli nepotpunih ugovora uključuju troškove sastavljanja ugovora, pri čemu je nemoguće ili preskupo uključiti sva potencijalno problematična područja, te trošak provođenja ugovora, pri čemu, u slučaju spora, suci moraju proučiti i razumjeti sve dogovorene odnose principala i agenta.⁹² Zbog agencijskih problema principalu su prisiljeni kontinuirano osmišljavati nove modele kontroliranja agenata (npr. kodeks korporativnog upravljanja, revizije, kontroling i sl.)

Zaključno, model nepotpunih ugovora, kao i teorija agencija, korisni su instrumenti za sagledavanje problematike organizacijskih odnosa i procesa između principala i agenta. Nadalje, subjektu principal i agentu ne postoje samo u odnosima unutar tvrtke, tj. vlasnika i menadžera. Oni obuhvaćaju i druge subjekte, kao na primjer odnos supranacionalnih naspram nacionalnih institucija (npr. Europska komisija prema nacionalnoj regulatornoj agenciji ili ministarstvu države članice), odnos regulatornih agencija naspram privatnog sektora i slično, dakle sve one odnose koje karakterizira mogućnost uspostavljanja različitih ili čak suprotstavljenih ciljeva i interesa i informacijske asimetrije. Upravo je problematika asimetrije informacija stavila naglasak na važnost institucija kad je riječ o financijskim sustavima. Naime, tijekom 1950-ih i početkom 1960-ih godina teme poput uloga institucija i različitosti financijskih sustava nisu imale svoje mjesto u akademskoj raspravi. Tradicionalna teorija financija nije pridavala važnost razlikama u financijskim sustavima pojedinih zemalja, razlici u koncentraciji vlasništva i kontrole, kao ni razlikama u regulatornim režimima i političkim sustavima pojedinih zemalja. Međutim, kada se 1970-ih u fokusu akademskog interesa našla problematika asimetrije informacija, institucije su polako, ali sigurno počele dobivati na značaju.

⁹¹ Williamson, O. (1985) *Employee Ownership and Internal Governance: A perspective*, 6(3) *Journal of Economic Behaviour and Organization*, str. 243–245, obrađeno u Becht, M., Bolton, P., Roell, A. (2005) *Corporate Governance and Control*, Working Paper Nr. 02/2002., updated 8/2005, ECGI Working Paper Series in Finance, dostupno na: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=343461, str. 9.

⁹² Tirole, J. (1999) *Incomplete Contracts: Where Do We Stand?*, 67(4) *Econometrica*, str. 743–744.

2.3. Komparativne analize financijskih sustava

2.3.1. Bankocentrični i tržišnocentrični financijski sustavi

Dominacija Modigliani-Millerova teorema tijekom 1950-ih i 1960-ih, koji kaže da je u slučaju savršenog tržišta, izostanka poreza i rizika stečaja način financiranja poslovanja tvrtke irelevantan za njezinu vrijednost, polako slabi i počinju se istraživati odnosi unutar financijskih sustava i proučavati razlike između samih sustava.⁹³ Tako su se empirijska istraživanja proširila s nacionalne razine na međunarodnu, tj. institucionalne razlike bile su izraženije u međunarodnoj usporedbi. Počelo se istraživati i analizirati razlike u financijskim sustavima i grupirati države u dvije kategorije: (i) one kojima su najvažniji izvori eksternog financiranja banke (tzv. bankocentrični sustav) i (ii) one gdje se primarna sredstva za financiranje prikupljaju na tržištu kapitala (tzv. tržišnocentrični sustav).

Bankocentrični financijski sustav (*bank-based financial system*) karakterizira središnja uloga banaka u mobiliziranju štednje, alokaciji kapitala, nadzoru nad investicijskim odlukama korporativnih menadžera i upravljanju rizikom.⁹⁴ Pojednostavljeno, može se reći da su u bankocentričnim sustavima kao izvor financiranja dominantne banke, koje karakterizira specifičan i blizak odnos s tvrtkama, dok se u tržišnocentričnom sustavu (*market-based financial system*) primarna sredstva za financiranje prikupljaju na tržištu kapitala, a jedina veza između investitora i tvrtke je ostvarivanje vlastitih ciljeva. Povijesno gledano, najčešće analizirani primjeri zemalja s bankocentričnim sustavom jesu Njemačka i Japan, a tipičnim predstavnicima tržišnocentričnog sustava smatraju se Velika Britanija i SAD.⁹⁵ Zagovornici obaju sustava, što je prikazano detaljnije u nastavku, u iznošenju svojih argumenata često djeluju isključivo, naglašavajući jedino prednosti sustava koji zagovaraju i kritizirajući drugi sustav.⁹⁶

⁹³ Mayer, C., Sussman, O. (2001) *The Assessment: Finance, Law and Growth*, 17(4) Oxford Review of Economic Policy, str. 457–466.

Detaljnije o Modigliani-Millerovu teoremu, vidi Miller, M. (1993) *The Modigliani-Miller Proposition after Thirty Years*, u Chew, D. H. (ur.) *The New Corporate Finance: Where Theory Meets Practice*, McGraw-Hill, New York, str. 129–141.

⁹⁴ Demirgüç-Kunt A., Levine, R. (1999) *Bank-Based and Market Based Financial Systems: Cross-Country Comparisons*, World Bank Working Paper, No. 2143, str. 1–72.

⁹⁵ Za kritiku postavljanja zaključka o dva financijska sustava baziranog na analizi samo četiriju država, vidi, Beck, T., Levine, R. (2002) *Industry Growth and Capital Allocation: Does having a market- or bank-based system matter?*, 64 *Journal of Financial Economics*, str. 148.

⁹⁶ Dalić, M. (2002) *Usporedna analiza hrvatskog financijskog sustava i financijskih sustava tranzicijskih zemalja*, 12(92) *Privredna kretanja i ekonomska politika*, str. 29–30.

Demirgüç-Kunt i Levine⁹⁷ proučavali su financijske sustave u otprilike 150 zemalja u razdoblju od početka 1960-ih do kraja 1990-ih s ciljem prepoznavanja trendova i korelacija u razvoju financijskih sustava uslijed gospodarskog rasta i razvoja neke zemlje. Financijske sustave podijelili su na: nerazvijene, bankocentrične i tržišnocentrične.⁹⁸ Navodeći samo neke, u zemlje s bankocentričnim sustavom ulaze: Austrija, Belgija, Njemačka, Francuska, Italija, Japan, Portugal, Španjolska, a u tržišnocentrične: Velika Britanija, SAD, Hong Kong, Malezija, Singapur, Švicarska. U sektoru nerazvijenih zemalja veći broj zemalja ima bankocentrični financijski sustav, što je i očekivano s obzirom na to da je razvijeni sektor nebankarskog financijskog poslovanja karakterističan za bogatije zemlje. Nadalje, identificirana su sljedeća zajednička obilježja i trendovi financijskih sustava:⁹⁹

- I. financijski sustavi su razvijeniji u bogatim državama (u državama s većim *per capita* prihodom financijski sustavi su veći, aktivniji i efikasniji)
- II. s porastom gospodarskog blagostanja aktivnije je poslovanje na tržištu kapitala, ali se udio banaka ne povećava ili smanjuje ovisno o veličini domaćeg tržišta kapitala (u zemljama s većim *per capita* prihodom tržišta kapitala se kontinuirano povećavaju, aktivnija su i efikasnija)
- III. sektor nebankovnog financijskog posredovanja istaknutiji je u bogatim državama (udio osiguravajućih društava, mirovinskih fondova, investicijskih fondova i sl. u BDP-u)
- IV. države s anglosaksonskim pravnim sustavom, koje karakterizira: visok stupanj zaštite prava dioničara, strogi računovodstveni propisi te niska razina korupcije uglavnom će pripadati tržišnocentričnom sustavu
- V. države s pravnim sustavom kontinentalne Europe, koje karakterizira: slabija zaštita prava dioničara i investitora, poštovanje ugovora, nešto viši stupanj korupcije, slabiji ra-

⁹⁷ Demirgüç-Kunt, A., Levine, R. (1999) *Bank-Based and Market Based Financial Systems: Cross-Country Comparisons*, World Bank Working Paper, No. 2143, str. 2.

⁹⁸ Razlog takve klasifikacije je u tome što tipična podjela na samo bankocentrične i tržišnocentrične sustave na tako velikom broju zemalja može navesti na pogrešne zaključke kad se govori o karakteristikama pojedinog sustava, npr. Njemačka i Pakistan prema svojim obilježjima pripadaju grupi zemalja s bankocentričnim financijskim sustavom, ali pakistanske banke su neusporedivo slabije u svojem poslovanju od njemačkih banaka. Ista argumentacija stoji za SAD i Filipine, pripadnike tržišnocentričnog sustava, sa znatnim razlikama u razvijenosti financijskog tržišta i uslužnog sektora, Demirgüç-Kunt A., Levine, R. (1999) *Bank-Based and Market Based Financial Systems: Cross-Country Comparisons*, World Bank Working Paper, No. 2143, str. 14.

⁹⁹ Demirgüç-Kunt A., Levine, R. (1999) *Bank-Based and Market Based Financial Systems: Cross-Country Comparisons*, World Bank Working Paper, No. 2143, str. 4–6, 38–39.

čunovodstveni standardi, restriktivnije regulacije banaka i viša stopa inflacije, tipični su primjeri zemalja sa slabije razvijenim financijskim sustavom

VI. financijski sustavi se s vremenom razvijaju i mijenjaju – povećava se udio bankarskog i nebankarskog financijskog sektora, mjeren kao udio u BDP-u, a također se povećava udio tržišta kapitala, koji postaje aktivniji i efikasniji.

Obilna literatura koja proučava razlike između bankocentričnog i tržišnocentričnog sustava, analizirajući prednosti i nedostatke pojedinog financijskog sustava, često je usmjerena na "proглаšavanje pobjednika", tj. inauguriranje superiornog financijskog sustava, a povezana je s isto tako obilnom literaturom koja se bavi proučavanjem veza između financijskih sustava i gospodarskog rasta, u čijem je središtu debata oko toga koji je financijski sustav bolji, odnosno prikladniji za promicanje gospodarskog rasta i razvoja.

Od početka 20. stoljeća ekonomisti su proučavali veze između njemačkih univerzalnih banaka i industrijskih tvrtki, naglašavajući njihovu ključnu ulogu u industrijskom razvoju Njemačke krajem 19. i početkom 20. stoljeća.¹⁰⁰ Argumenti za tu tezu proizlaze iz karakterističnosti njemačkog financijskog sustava. Radi se o bankocentričnom financijskom sustavu, u kojem su banke zbog svoje povezanosti s industrijom imale niže troškove prikupljanja informacija, tj. efikasnije su rješavale problem asimetrije informacija. Zbog toga su lakše prepoznavale dobre investicije, efikasnije mobilizirale štednju i učinkovitije vršile korporativnu kontrolu. "*Univerzalne banke su bile instrumenti koji su omogućavali rapidnu akumulaciju kapitala dovoljno veliku da financira izgradnju novog kontinentalnog sustava transporta i komunikacijsku infrastrukturu*"¹⁰¹, te "...čak i više od pomoći željezničkim

¹⁰⁰ Ta općeprihvaćena teza datira od: Jeidels, O. (1905) *Das Verhältnis der deutschen Großbanken zur Industrie mit besonderer Berücksichtigung der Eisenindustrie*, 24(2) Staats- und sozialwissenschaftliche Forschungen, Duncker & Humblot, Leipzig, str. 271; Hilferding, R. (1910) *Das Finanzkapital: Eine Studie über die jüngste Entwicklung des Kapitalismus*, Wien Buchhandlung, Wien; Riesser, J. (1911) *The German Great Banks and Their Concentration*, Government Printing Office, Washington; Sombart, W. (1928) *Das Wirtschaftsleben im Zeitalter des Hochkapitalismus*, Duncker & Humblot, Munich; Schumpeter, J. (1968) *Business Cycles* Vol. I & II, McGraw-Hill Book, New York; Gerschenkron, A. (1962) *Economic Backwardness in Historical Perspective: A Book of Essays*, The Belknap Press, Cambridge, Massachusetts, detaljno obrađeno u Neuberger, H., Stokes, H. H. (1974) *German Banks and German Growth: 1883-1913: An Empirical View*, 34(3) The Journal of Economic History, str. 710-731 i kao pregled u Edwards, J., Ogilvie, S. (1996) *Universal Banks and German Industrialization: A Reappraisal*, 49(3) The Economic History Review, str. 427-428.

¹⁰¹ Chandler, A. D. (1990) *Scale and Scope: The Dynamics of Industrial Capitalism*, Belknap Press of Harvard University Press, Cambridge, Massachusetts, str. 416, citirano u Edwards, J., Ogilvie, S. (1996) *Universal Banks and German Industrialization: A Reappraisal*, 49(3) The Economic History Review, str. 428.

tvrtkama, banke su omogućile inicijalni kapital novim rizičnim industrijskim tvrtkama i pomagale im kroz prve godine rasta i razvoja".¹⁰² Kennedy je, uspoređujući investicijske odluke njemačkih i britanskih banaka, tvrdio da su njemačke banke svojom poslovnom politikom promicanja industrijskog razvoja puno više pomogle gospodarski razvoj Njemačke nego što su to činile britanske banke.¹⁰³ Jefferys, analizirajući trendove u poslovnom okruženju Velike Britanije od sredine 19. stoljeća, naglašava: "do '80-ih, banke više nisu pokazivale spremnost partnerskog djelovanja prema industriji. Sve više su se povlačile iz koncepta dugoročnog pozajmljivanja i koncentrirale su se na efikasni nacionalni sustav kratkoročnog kreditiranja."¹⁰⁴ Iako su neki ekonomisti govorili čak i o superiornosti njemačkog bankocentričnog naspram britanskog tržišnocentričnog financijskog sustava¹⁰⁵, većina ih se fokusirala na isticanje uloge univerzalnih banaka za gospodarski rast i razvoj Njemačke. S vremenom su objavljena empirijska istraživanja koja dovode u pitanje prihvaćenu tezu o ključnoj ulozi univerzalnih njemačkih banaka u gospodarskom razvoju te zemlje za koju se smatra da je precijenjena, te da se radi više o iznimci nego o pravilu.¹⁰⁶ "Kvantitativna signifikantnost industrijskih tvrtki, koje nisu dionička društva, i banaka, koje nisu univerzalne, u kombinaciji s ograničenim doprinosom univerzalnih banaka u financiranju industrijskih dioničkih društava, dovode do jasnog zaključka: uloga univerzalnih banaka u Njemačkoj je preuveličana."¹⁰⁷

¹⁰² *Ibid.*, str. 428.

¹⁰³ Kennedy, W. P. (1987) *Industrial Structure, Capital Markets and the Origin of British Economic Decline*, Cambridge University Press, Cambridge, obrađeno u: Carlin, W., Mayer, C. (1999) *How Do Financial Systems Affect Economic Performance?*, Oxford Economic Papers, University College London and Said Business School, University of Oxford, str. 4–5; i Edwards, J., Ogilvie, S. (1996) *Universal Banks and German Industrialization: A Reappraisal*, 49(3) *The Economic History Review*, str. 427.

¹⁰⁴ Jefferys, J. (1938) *Trends in Business Organization in Great Britain since 1856*, University of London, PhD, str. 119, citirano u Carlin, W., Mayer, C. (1999) *How Do Financial Systems Affect Economic Performance?*, Oxford Economic Papers, University College London and Said Business School, University of Oxford, str. 4., dostupno na: https://www.researchgate.net/publication/24126925_How_Do_Financial_Systems_Affect_Economic_Performance

¹⁰⁵ Npr. Calomiris za period od 1870. do 1914. godine, te Crafts u poslijeratnoj Njemačkoj i Velikoj Britaniji; vidi Calomiris, C. W. (1995) *The costs of rejecting universal banking: American finance in the German mirror, 1870-1914*, u Lamoreaux, N. R., Raff, D. M. G. (ur.) *Coordination and information: Historical perspectives on the organization of enterprise*, Chicago, n. 5, u Edwards, J., Ogilvie, S. (1996) *Universal Banks and German Industrialization: A Reappraisal*, 49(3) *The Economic History Review*, str. 427; Crafts, N. (1992) *Productivity Growth Reconsidered*, 7(15) *Economic Policy*, str. 404–408.

¹⁰⁶ Već 1974. godine Neuberger i Stokes dovode u pitanje ovu općeprihvaćenu tezu, ali rad je oštro kritiziran u jednom od sljedećih izdanja istog časopisa, vidi Neuberger, H., Stokes, H. H. (1974) *German Banks and German Growth: 1883-1913: An Empirical View*, 34(3) *The Journal of Economic History*, str. 710–731, a za kritiku vidi Fremdling, R., Tilly, R. (1976) *German Banks, German Growth and Econometric History*, 36(2) *The Journal of Economic History*, str. 416–424, <https://doi.org/10.1017/S0022050700081754>.

¹⁰⁷ Edwards, J., Ogilvie, S. (1996) *Universal Banks and German Industrialization: A Reappraisal*, 49(3) *The Economic History Review*, str. 443–444.

Kao što je navedeno, početak rasprave o različitostima financijskih sustava predstavljao je svojevrsne konkurentne prikaze financijskih sustava Njemačke i Velike Britanije. Kasnije su zemlje grupirane u nastojanju da se prepozna financijski sustav koji je uspješniji u promoviranju gospodarskog rasta. Usprkos jasnim razlikama u financijskim sustavima od kojih svaki ima određenu komparativnu prednost, nemoguće je donijeti zaključak o boljem ili lošijem sustavu jer se ne može nedvosmisleno empirijski dokazati poveznica između utjecaja različitih financijskih sustava na gospodarski rast. Isto tako, niti jedan financijski sustav nije se pokazao savršenim u rješavanju problema asimetrije informacija i agencijskog problema. Ekonomisti su većinom suglasni da klasificiranje financijskih sustava na bankocentrične i tržišnocentrične sustave nije analitički korisna metoda za razumijevanje gospodarskog rasta i razvoja zemlje. Istovremeno, postoji opsežna literatura s empirijskim dokazima koji potvrđuju vezu, tj. postojanje pozitivne korelacije između financijskog razvitka i gospodarskog rasta.¹⁰⁸ Te studije se unaprijed ograđuju i naglašavaju kontraproduktivnost rasprave o tome je li financijski razvitak posljedica postojanja bankocentričnog ili tržišnocentričnog sustava, za koju tvrde da je bazirana na krivo postavljenim premisama.

Nadalje, Levine minimizira važnost rasprave o bankocentričnim naspram tržišnocentričnih sustava i u prvi plan stavlja financijske usluge (*financial services view*). Pritom ističe važnost kvalitete financijskih usluga u cjelokupnom financijskom sustavu, tj. kreiranja takvog poslovnog okruženja u kojem financijski posrednici i tržišta mogu što kvalitetnije obavljati svoje financijske usluge.¹⁰⁹ Beck i Levine uz financijske usluge uključuju i parametre pravnog sustava prema La Porti *et al.*, te zaključuju da industrije koje svoj ubrzani rast temelje na vanjskom financiranju nisu u boljoj strateškoj poziciji ako se nalaze u bankocentričnom ili tržišnocentričnom sustavu, već je za efikasnu alokaciju kapi-

¹⁰⁸ Vidi Levine, R. (1997) *Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda*, 35(2) Journal of Economic Literature, str. 688–726; King, R. G., Levine, R. (1993) *Finance and Growth: Schumpeter Might be Right*, 108(3) The Quarterly Journal of Economics, str. 717–737, <https://doi.org/10.2307/2118406>; Beck, T., Demirgüç-Kunt, A., Levine, R. (2000) *A New Database for Financial Development and Structure*, 14(3) World Bank Economic Review, str. 597; Carlin, W., Mayer, C. (2003) *Finance, Investment and Growth*, 69(1) Journal of Financial Economics, str. 191–226; Carlin, W., Mayer, C. (1999) *How Do Financial Systems Affect Economic Performance?*, Oxford Economic Papers, University College London and Said Business School, University of Oxford, str. 1–30.

¹⁰⁹ Levine, R. (1997) *Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda*, 35(2) Journal of Economic Literature, str. 688–726 i Levine, R. (2002) *Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which is Better?*, 11(4) Journal of Financial Intermediation, str. 398–428, <https://doi.org/10.1006/jfin.2002.0341>.

tala ključna visoka razina financijskog razvitka i pravnog sustava, tj. pravno i gospodarsko okruženje koje promovira efikasniju alokaciju kapitala i industrijski razvoj. "Industrije koje se znatno oslanjaju na eksterno financiranje rastu brže u zemljama s višim stupnjem financijskog razvitka i efikasnim pravnim sustavom. Nadalje, istraživanja pokazuju da ukupna razina financijskog razvitka s efikasnim mehanizmom provedbe ugovora pogoduje efikasnijoj alokaciji kapitala."¹¹⁰

Zaključno, analiza financijskih sustava prema podjeli na bankocentrične i tržišnocentrične sustave pridonosi razrješavanju nekih pitanja vezanih uz ključne probleme agencije: različitosti ciljeva (interesa) i asimetrije informacija, ali ne uspijeva u potpunosti razriješiti probleme kompleksnosti u odnosu principal – agent. Akademaska rasprava širi se stoga u sferu korporativnog upravljanja, tj. izučavanja odnosa vlasništva i kontrole, također s međunarodno komparativnog aspekta.

2.3.2. Korporativno upravljanje – vlasništvo i kontrola

"U svim, osim u najmanjim grupama, društveni izbor se vrši prema sistemu delegacije moći od većine prema pojedincima. Fundamentalni problem takve delegacije leži u činjenici da u grupi nitko nije dovoljno motiviran da samostalno provjerava da li izabrani pojedinac radi u najboljem interesu grupe. S obzirom na to da izabrani pojedinci služe javnom dobru, društvene koristi od nadzora njihovih aktivnosti premašuju privatne koristi pojedinaca. Javno dobro je javno i svi se pokušavaju njime okoristiti."¹¹¹

Područje korporativnog upravljanja jedna je od najčešće raspravljanih tema u biznisu i financijama.¹¹² Ujedno je i koristan instrument za razumijevanje problema koji potječe iz odnosa principal – agent, tj. vlasnik – menadžer, te za razumijevanje regulacije tržišta korporativne kontrole.¹¹³ Korporativno upravljanje se definira kao

¹¹⁰ Beck, T., Levine, R. (2002) *Industry Growth and Capital Allocation: Does Having a Market- or Bank-Based System Matter?*, 64 *Journal of Financial Economics*, str. 175.

¹¹¹ Grossman, S. J., Hart, O. D. (1980) *Takeover Bids, the Free-rider Problem and the Theory of the Corporation*, 11(1) *Bell Journal of Economics*, str. 42, <https://doi.org/10.2307/3003400>.

¹¹² Uz mnogobrojne objavljene knjige i članke koji obrađuju područje korporativnog upravljanja, ističu se i dva članka koja su zbog svoje kvalitete i sveobuhvatnosti iz tog područja iznimno korisna za proučavanje te tematike: Shleifer, A., Vishny, R.W. (1997) *A Survey of Corporate Governance*, 52(2) *Journal of Finance*, str. 737–783 i Becht, M., Bolton, P., Roell, A. (2005) *Corporate Governance and Control*, Working Paper Nr. 02/2002., updated 8/2005, ECGI Working Paper Series in Finance, dostupno na: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=343461. Za proučavanje područja korporativnog upravljanja iz različitih perspektiva, vidi cijeli broj 21(2) *Oxford Review of Economic Policy* posvećen temi korporativnog upravljanja.

¹¹³ Becht, M., Jenkinson, T., Mayer, C. (2005) *Corporate Governance: An Assessment*, 21(2) *Oxford Review of Economic Policy*, str. 155–163.

"način na koji su tvrtke organizirane i uspostavljeni odnosi odgovornosti menadžera prema vlasnicima."¹¹⁴ Korporativno upravljanje ima za cilj optimalno organizirati korporaciju te eliminirati štetan učinak koji bi loše upravljanje korporacijom moglo imati na ekonomiju.¹¹⁵

Aktualnosti teme korporativnog upravljanja unutar posljednja dva desetljeća pridonijeli su sljedeći događaji i trendovi:¹¹⁶

- I. svjetski val privatizacije u posljednja dva desetljeća koji je ojačao status tržišta kapitala (Latinska Amerika, Europa, bivši SSSR) – postavlja pitanje kako se novoprivatizirane tvrtke trebaju vlasnički urediti i kontrolirati
- II. reforma mirovinskog sustava i porast osobne štednje, sponzorirani od strane Svjetske banke (npr. Hrvatska, Čile) – mirovinski fondovi su kanalizirali štednju građana i postali značajni igrači na tržištu
- III. val spajanja i preuzimanja tvrtki – 1980-ih u SAD-u, a 1990-ih u Europi – promijenio je kontinentalnu Europu (što je potaknulo Europsku komisiju na inicijativu harmonizacije regulacije preuzimanja na nivou EU-a)
- IV. proces deregulacije i integracije tržišta kapitala u zemljama istočne Europe, Azije i ostalih tržišta u razvoju – kao način zaštite i promicanja stranih ulaganja, te širenja tzv. "dioničarske kulture" ("*equity*" culture)
- V. kriza u istočnoj Aziji 1998. godine i Rusiji koja je u centar zanimanja stavila pitanje korporativnog upravljanja zemalja u razvoju (npr. Rusija, istočna Azija, Brazil) – potaknula je globalne kreatore politika da uz makroekonomske politike predlažu i globalne reforme iz područja korporativnog upravljanja (npr. OECD-ovi kodeksi korporativnog upravljanja)
- VI. niz korporativnih skandala i propadanja u SAD-u od kraja 1990-ih do početka 21. st. (ENRON, World Com) – reakcija na korporativne skandale došla je u obliku strože regulacije (npr. Sarbanes-Oxleyjev zakon)
- VII. globalna financijska kriza 2007/08 koja se iz financijskog sektora prelila na realni sektor (npr. automobilska industrija u SAD-u).

Bogata literatura koja proučava razlike u sustavima na velikom broju država razlikuje dva sustava korporativnog upravljanja koji

¹¹⁴ Law, J., Smullen, J. (2009) *Dictionary of Finance and Banking*, Oxford Reference Online, Oxford University Press.

¹¹⁵ *Ibid.*

¹¹⁶ Becht, M., Bolton, P., Roell, A. (2005) *Corporate Governance and Control*, Working Paper Nr. 02/2002., updated 8/2005, ECGI Working Paper Series in Finance.

u su literaturi navedeni pod različitim imenima: (i) otvoreni (*outsider system*) i zatvoreni sustav (*insider system*)¹¹⁷ ili (ii) korporacijski (*corporation model*) i blokholderski sustav (*blockholder model*)¹¹⁸.

Zatvoreni ili blokholderski sustav uglavnom karakterizira: (i) koncentrirano vlasništvo (često u rukama familija i tvrtki), (ii) značajna uloga velikih vlasnika (blokholdera) i banaka naspram manjinskih dioničara, (iii) niži standardi za zaštitu investitora i malih dioničara, (iv) slabije razvijeno i pasivnije tržište kapitala s manjim brojem preuzimateljskih aktivnosti, u kojem uloga burzi nije u discipliniranju tržišta, (v) dostupnost informacija je ograničena i nedovoljno razvijena, (vi) dualni sustav upravljanja tvrtkom (postojanje upravnog i nadzornog odbora), (vii) dionice s različitim pravima glasa. Takav sustav karakterističan je za kontinentalnu Europu i Japan.¹¹⁹

Otvoreni ili korporacijski sustav karakterizira uglavnom: (i) disperzirano vlasništvo s jakim institucionalnim investitorima, (ii) odnos utjecajnih menadžera i slabije pozicioniranih dioničara, (iii) dinamično i likvidno tržište kapitala s razvijenom mrežom financijskih institucija i posrednika, te raznovrsnom ponudom naprednih financijskih instrumenata, (iv) visok stupanj transparentnosti na tržištu, (v) velik broj preuzimateljskih (često i neprijateljskih) aktivnosti koje se smatraju korektivnim faktorom za neefikasni menadžment, (vi) visok stupanj zaštite manjinskih investitora, (vii) monistički sustav upravljanja tvrtkom, (viii) nema različitih rodova dionica (jedna dionica predstavlja jedan glas). Takav sustav tipičan je za zemlje anglosaksonskog poslovnog okruženja.¹²⁰

U obilnoj literaturi ponavljaju se iste prednosti i nedostaci pojedinih sustava korporativnog upravljanja. Zagovornici zatvorenog sustava naglašavaju da koncentrirano vlasništvo omogućuje bolji nadzor nad menadžerima i efikasnije rješavanje problema asimetrije informacija (odnosa principal – agent) te jeftiniji pristup kapitalu zbog uskih povezanosti s bankama, a kritiziraju

¹¹⁷ Franks, J., Mayer, C. (2001) *Ownership and Control of German Corporations*, 14(4) *The Review of Financial Studies*, str. 943–977, <https://doi.org/10.1093/rfs/14.4.943>.

¹¹⁸ Becht, M., Mayer, C. (2004) *Corporate Governance in Europe: Competition versus Harmonisation*, u Boria, C., Hunter, W. C., Kaufman, G., Tsatsarouis, K. (ur.) *Market Discipline Across Countries and Industries*, MIT Press, Cambridge, Massachusetts, str. 255–267; Becht, M., Bolton, P., Roell, A. (2005) *Corporate Governance and Control*, Working Paper Nr. 02/2002., updated 8/2005, ECGI Working Paper Series in Finance.

¹¹⁹ *Ibid.*

¹²⁰ *Ibid.*

otvoreni sustav zbog preutjecajnih menadžera koje je vrlo teško kontrolirati. S druge strane, zagovornici otvorenog sustava ističu veću likvidnost i transparentnost tržišta kapitala te mogućnost diversifikacije rizika na veći broj investitora, a upozoravaju na netransparentnost zatvorenog sustava koja uzrokuje slabiju dinamičnost tržišta. Zaključak je istovjetan zaključku o financijskim sustavima, tj. nemoguće je identificirati bolji sustav, iako su donosioci ekonomskih politika Europske unije kroz proces Akcijskog plana za financijske usluge – FSAP-a (pogl. 3.) zapravo promovirali tzv. "dioničarsku kulturu" koja je bliža anglosaksonskom sustavu korporativnog upravljanja.

2.3.3. Korporativno upravljanje, pravne tradicije i financijski sustavi

Kao što je opisano u prethodnom dijelu, odnos principal – agent izučavao se u području korporativnog upravljanja iz perspektive odnosa vlasnik – menadžer, tj. dioničari (investitori) i menadžer (uprava). Međutim, zatvoreni sustavi karakteristični za kontinentalnu Europu iznjedrili su još jedan problem u odnosima na relaciji principal – agent. U ovom su slučaju i principal i agent dioničari. Zbog specifičnih vlasničkih struktura, postupno građenih tijekom prošlog stoljeća¹²¹, korporacije u zatvorenom sustavu karakterizira koncentrirano vlasništvo, često u rukama familija i tvrtki, dakle, snažan utjecaj velikih vlasnika (blokholdera) i banaka naspram manjinskih dioničara. Na početku 21. stoljeća u državama kontinentalne Europe (Austrija, Belgija, Njemačka i Nizozemska) u 80 – 95 % tvrtki koje kotiraju na burzi postoji barem jedan dioničar koji posjeduje više od 25 % glasova u toj tvrtki. U Italiji, Španjolskoj i Švedskoj u oko 75 % izlistanih tvrtki postoji barem jedan dioničar s udjelom od preko 25 % glasova. Nasuprot tome, u Velikoj Britaniji ta statistika važi za samo 16 % tvrtki koje kotiraju na burzi, a u SAD-u za svega 5 do 7 % tvrtki.¹²²

Zanimljivo je pritom da situacija nije oduvijek bila takva, npr. Njemačka, suprotno jednostranom prikazu u velikom broju pu-

¹²¹ Za povijesni pregled razvoja njemačkog korporativnog sektora i zatvorenih sustava kontinentalne Europe, vidi: Franks, J., Mayer, C., Wagner, H. F. (2005) *The Origins of the German Corporation - Finance, Ownership and Control*, Finance Working Paper Nr. 110/2005, European Corporate Governance Network, str. 1–54, dostupno na: <https://ecgi.global/working-paper/origins-german-corporation-finance-ownership-and-control>; Franks, J., Mayer, C. (2001) *Ownership and Control of German Corporations*, 14(4) *The Review of Financial Studies*, str. 943–977, <https://doi.org/10.1093/rfs/14.4.943>.

¹²² Becht, M., Mayer, C. (2004) *Corporate Governance in Europe: Competition versus Harmonisation*, u Boria, C., Hunter, W. C., Kaufman, G., Tsatsarouis, K. (ur.) *Market Discipline Across Countries and Industries*, MIT Press, Cambridge, Massachusetts, str. 255–267; Becht, M., Bolton, P., Roell, A. (2005) *Corporate Governance and Control*, Working Paper Nr. 02/2002., updated 8/2005, ECGI Working Paper Series in Finance, str. 257.

blikacija, nije uvijek bila tipična predstavica bankocentričnog financijskog sustava, a isto tako u jednom je periodu imala čak i višu razinu zaštite prava dioničara nego Velika Britanija. Prije 1800. godine u Prusiji je bilo pet dioničkih društava. Pojavom željeznice javlja se potreba za financiranjem i, u skladu s time, za razvojem dioničkih društava.¹²³ Tako je 1843. godine pruski Zakon o dioničkim društvima (njem. *Preußisches Gesetz über Aktiengesellschaften*) utvrdio pravnu osnovu za poslovanje dioničkih društava. Već do 1870. godine formirano je dvjesto dioničkih društava, a u samo nekoliko sljedećih godina ta je brojka narasla na oko tisuću, da bi se do 1890. godine broj dioničkih društava popeo na čak tri tisuće. Rast broja dioničkih društava pratio je i ubrzani rast i razvoj tržišta kapitala, ali i malverzacija na burzi. Takva događanja su, uz bankarsku krizu 1891. godine, dovela do donošenja Zakona o burzi 1896. godine (njem. *Börsengesetz*) koji je regulirao špekulativna tržišta, ali i ojačao ulogu banaka na tržištu kapitala (npr. za ulazak na burzu, tvrtke su ovisile o posrednicima – bankama). Već početkom 20. stoljeća postoji vrlo visok stupanj zaštite dioničara i korporativnog upravljanja. Naime, niz financijskih prijevара doveo je 1884. godine do izmjena Zakona, koji uvodi: (i) kaznenu odgovornost za prijevaru, (ii) obvezu sastavljanja godišnjih izvješća, (iii) obvezu izdavanja prospekta, (iv) dualistički odbor: nadzorni odbor koji se sastoji od predstavnika radnika i dioničara (njem. *Aufsichtsrat*) i upravu (njem. *Vorstand*). Od 1897. tvrtke su počele izdavati dionice s višestrukim pravom glasa kako bi spriječile da kontrola nad njemačkim tvrtkama prijeđe u ruke stranaca.

Početkom 20. stoljeća za Njemačku se teško može tvrditi da je tipična pripadnica bankocentričnog financijskog sustava: velik broj tvrtki je kotirao na burzi, svoj rast su financirale izdavanjem vrijednosnih papira na tržištu kapitala, a ne zaduživanjem kod banaka (više od 50 % bilance potječe od financiranja preko izdavanja vrijednosnih papira). Ipak, za razliku od Velike Britanije, čije su familije uslijed rasta (stopostotnim akvizicijama i spajanjima) izdavanjem vrijednosnih papira reducirale svoje udjele, u Njemačkoj su familije svoj rast bazirale na kupovini udjela

¹²³ Povijesni pregled razvoja njemačkog tržišta kapitala preuzet je iz: Franks, J., Mayer, C., Wagner, H. F. (2005) *The Origins of the German Corporation - Finance, Ownership and Control*, Finance Working Paper Nr. 110/2005, European Corporate Governance Network, str. 1–54, a razvoj britanskog tržišta kapitala iz: Franks, J., Mayer, C., Rossi, S. (2005) *Spending Less Time with the Family: The Decline of Family Ownership in the United Kingdom*, u Morck, R. K. (ur.) *The History of Corporate Governance around the World: Family Business Groups to Professional Managers*, University of Chicago Press, Chicago.

(blokova) u drugim tvrtkama i na taj način stvorile mrežu s parcijalnim udjelima, tj. familije su se transformirale u blokholdere s piramidalnim strukturama i povezanim vlasničkim strukturama. Paralelno, jača pozicija banaka jer su individualni investitori držali dionice u bankama koje su bile opunomoćene za njihovo glasačko pravo (*proxy votes*), pa su banke glasale umjesto disperziranih malih dioničara. Od 1861. do 1929. Njemačka i Velika Britanija imale su otprilike istu razinu zaštite investitora, a od 1937. do 1994. slijedi razdoblje bez posebnih izmjena vezano uz zaštitu investitora, a slabi dostupnost informacija.

Od 1900. do 1950. godine u Velikoj Britaniji je marginaliziran značaj familija i nastaje disperzirano vlasništvo. Udjeli familija se razrjeđuju prilikom izdavanja vrijednosnih papira kojima se financirao rast kroz stopostotne akvizicije. U razdoblju između 1940. i 1950. godine zbog učestalih financijskih skandala uvedeni su stroži propisi: objava informacija, ograničenja za menadžere, a slijedom događaja povećan je udio institucionalnih investitora kao većinskih vlasnika. 1953. godine Charles Clore je proveo prvo neprijateljsko preuzimanje velikog lanca prodavaonica cipela J. Sears Holdings, ponudivši pritom signifikantnu premiju za dionice preuzimateljske tvrtke. Razlika u dotadašnjem ponašanju prilikom preuzimanja je bila u tome što je umjesto upravi pristupio direktno dioničarima. Na taj je način povećao cijenu preuzimanja tvrtki (kada se radi o stopostotnom udjelu) i kao posljedica toga postalo je atraktivnije kupovati parcijalne udjele nego stopostotne. Tijekom 1950-ih i 1960-ih tvrtke su reagirale uvođenjem zaštitnih mjera protiv preuzimanja, njih oko 7,5 % uvelo je dionice s različitim pravom glasa ili su pohranjivale svoje dionice kod prijateljskih tvrtki.

Uglavnom, situacija je išla u smjeru kontinentalnog pristupa i pravo je čudo da se dogodio preokret. Paralelno, financijske institucije su postajale sve utjecajniji institucionalni investitori. Zabrinute zbog uplitanja i onemogućavanja procesa preuzimanja, te mogućnosti menadžera da zloupotrebljavaju svoj položaj u vlastitu korist, odlučile su, u suradnji s burzama, ograničiti pristup burzi. London Stock Exchange je uveo nove uvjete i pravila, tj. zabranio je uvođenje dionica s različitim pravom glasa za nova izdanja vrijednosnih papira. Tvrtke su postupno, tijekom 1970-ih i 1980-ih, povlačile zaštitne mjere protiv preuzimanja, tako da je krajem 1980-ih Velika Britanija imala samo mali broj dionica

s različitim pravom glasa. Tvrtke su u velikoj mjeri ovisile o tržištu kapitala radi financiranja rasta, a da bi imale pristup tržištu, morale su imati potporu dioničara, tj. poštovati njihova prava na jednak tretman, a parcijalne i diskriminatorne ponude bi im u dugom roku štetile. Uz to, valja imati na umu da, za razliku od Njemačke, u Velikoj Britaniji nije bilo lokalnih banaka spremnih za financiranje razvoja tvrtki na koje bi se moglo osloniti.

Godine 1959. radna grupa unutar *Bank of England* izradila je Kodeks ponašanja prilikom preuzimanja (*Code of Conduct for Takeovers*) s popisom preporuka koje se uglavnom nisu poštovale. Međutim, uslijed niza skandala tijekom procesa preuzimanja, 1967. godine stupa na snagu Kodeks za preuzimanja i spajanja (*City Code on Takeovers and Mergers*) i osniva se iznimno efikasan Panel koji se bavi praćenjem preuzimanja i spajanja (*Panel on Takeovers and Mergers*). Uvedeno je: (i) pravilo obveze preuzimanja s pragom od 30 % (*Mandatory Bid Rule*), (ii) pravilo cjenovne jednakosti, tj. obveza preuzimatelja da ponudi istu cijenu svim dioničarima, te (iii) pravilo o istiskivanju dioničara, tj. nakon sakupljenih 90 % dionica, postoji mogućnost istiskivanja preostalih dioničara iz vlasničke strukture tvrtke. Ta su pravila onemogućila davanje ponude po diskriminatornim cijenama i izgradnju blokova dionica, tj. piramidalnih struktura. Do 1970-ih tržište kapitala u Velikoj Britaniji karakterizira znatni udio institucionalnih investitora, tržište s neprijateljskim preuzimanjima, visok stupanj zaštite manjinskih investitora i važna uloga profesionalnih menadžera. Između 1970-ih i 1980-ih oko 4 % ukupne vrijednosti na tržištu kapitala bilo je pod preuzimanjem na godišnjoj razini, od čega 25 % neprijateljskim, a od kojih je polovica uspješno provedena. Može se zaključiti da je financijski sektor ključni faktor utjecaja na poslovno okruženje u Velikoj Britaniji zbog centraliziranog bankovnog sustava te intenzivnog orijentiranja korporativnog sektora na tržište kapitala tijekom 20. stoljeća.

Dok u Velikoj Britaniji promjena vlasništva znači promjenu kontrole (menadžmenta), u Njemačkoj promjena vlasništva ne znači nužno promjenu menadžmenta. Njemački sustav karakterizira stabilnost u odnosima principal – agent jer se smatra da vlasnici, zbog svoje vlasničke strukture, imaju puno bolji uvid, utjecaj i nadzor nad menadžerima, dakle, problem asimetrije informacija je manje izražen. S druge strane, britanski sustav

karakterizira fleksibilnost, za koju se smatra da je potaknula efikasan rast i razvoj tržišta kapitala neopterećenog "familijarnim" odnosima. Činjenica je da britanski sustav promovira aktivno tržište preuzimanja, često i neprijateljskog, i to se smatra efikasnim instrumentom korporativnog upravljanja. Prethodno opisani povijesni razvoj tržišta kapitala u Njemačkoj i Velikoj Britaniji pokazao je da zemlje s otvorenim sustavima i razvijenijim tržištem kapitala uglavnom imaju i razvijeniju pravnu zaštitu investitora, prije svega manjinskih dioničara, što nije u tolikoj mjeri slučaj u zemljama kontinentalne Europe.

Takva situacija potaknula je niz rasprava i empirijskih analiza iz područja prava i financija. Osnovna je teza da su financijski sustavi proizvodi, a ne uzrok pravnih sustava. "*Gdje zakoni omogućuju slabu zaštitu, investitori traže direktnu zaštitu kroz velike udjele. Gdje zakoni omogućuju jaku zaštitu, manjinski dioničari ulažu s povjerenjem. Struktura financijskih sustava je, posljedično, proizvod pravnih sustava u kojima te institucije posluju.*"¹²⁴ U svojim utjecajnim radovima La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer i Vishny prezentiraju dvije vrlo jake poruke:

1. analizom i podjelom pravnih sustava u četiri grupe: anglosaksonsku, francusku, njemačku i skandinavsku, autori zaključuju da su financijski sustavi bolje razvijeni u zemljama anglosaksonskog pravnog sustava nego primjerice francuskoga
2. jaka pravna zaštita manjinskih dioničara preduvjet je za uspješan razvoj financijskih sustava.¹²⁵

La Porta *et al.*¹²⁶ u svojem su empirijskom istraživanju na uzorku od 49 zemalja analizirali razinu zaštite prava dioničara na tržištu kapitala mjerenu prema postojećim propisima i kvaliteti provedbe tih propisa. Pokazali su da pravila o zaštiti dioničara imaju uporište u tradicijama različitih pravnih sustava (npr. u području zaštite protiv *insiderskog* poslovanja anglosaksonske zemlje omogućuju najviši stupanj zaštite dioničara i kreditora, dok je u francuskom sustavu ta zaštita na najnižoj razini, a u njemačkom i skandinavskom sustavu negdje u sredini).¹²⁷ Nadalje,

¹²⁴ Mayer, C., Sussman, O. (2001) *The Assessment: Finance, Law, and Growth*, 17(4) Oxford Review of Economic Policy, str. 462.

¹²⁵ Prema *ibid.*, str. 462–463.

¹²⁶ La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R. W. (1997) *Legal Determinants of External Finance*, 52(3) *The Journal of Finance*, str. 1131–1150.

¹²⁷ *Ibid.*, str. 1132.

istaknuli su da pravno okruženje utječe na veličinu i razvijenost tržišta kapitala, tj. ako postoji kvalitetno pravno okruženje, ono će se pozitivno odraziti na investicijsku klimu i međusobno povjerenje sudionika tržišta kapitala. Tome u prilog naveli su primjer Francuske koja, prema njihovim analizama, ima najlošiju razinu zaštite investitora i slabo razvijeno tržište kapitala. Oni dalje postavljaju pitanja o pravim uzrocima prema njima lošeg stanja u Francuskoj: "*Koji je uzrok da građansko pravo, a posebice francusko građansko pravo, sadrži tako neprijateljske odredbe prema investitorima? Je li samo slučajnost da te zemlje imaju tako neprijateljske zakone prema investitorima? Ili su ti zakoni osmišljeni da drže investitore u slabijoj poziciji i time osiguraju obiteljskim tvrtkama i državi značajniju ulogu u gospodarskom razvoju?*"¹²⁸

U prilog toj tezi ide i zaključak vezan uz slučaj Francuske, a prezentiran deset godina kasnije, u ocjeni učinaka mjera Akcijskog plana za financijske usluge (FSAP-a) na ekonomiju Europske unije i država članica u kojoj se ističe problematičnost i otpor spomenute države članice u implementaciji direktiva i ostalih mjera vezanih uz harmonizaciju i kreiranje jedinstvenog europskog financijskog tržišta (npr. zatvorenost prema stranim investitorima, netransparentnost).¹²⁹ Jedan od manje relevantnih i manje otvoreno postavljenih ciljeva FSAP-a bio je i smanjiti gospodarsku zatvorenost Francuske prema stranim investitorima, te općenito smanjiti udjele i utjecaje države u vlasništvu i kontroli u tvrtkama.¹³⁰ Takvi ciljevi poklapaju se s još jednom tezom La Porte *et al.* – da je visoka koncentracija vlasništva u velikim javnim tvrtkama negativno korelirana sa zaštitom prava investitora.¹³¹ Nadalje, La Porta *et al.* upozoravaju da vlade u takvim pravnim sustavima pružaju otpor uvođenju konkretnijih mjera zaštite investitora, praćene jakim pritiskom utjecajnih familija koje kontroliraju velike tvrtke.¹³²

Prema Mayeru i Sussmanu, teorija tradicija pravnih sustava našla se pod udarom kritika zbog: (i) neobuhvatnosti relevantnih dijelova trgovačkog prava – razlike između anglosaksonskih

¹²⁸ *Ibid.*, str. 1149.

¹²⁹ Europe Economics (2007) *The Impact of the New Financial Services Framework - Part I*, ožujak 2007.

¹³⁰ *Ibid.*

¹³¹ La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R. W. (1998) *Law and Finance*, 106(6) *Journal of Political Economy*, str. 1113–1155, <https://doi.org/10.1086/250042>.

¹³² La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R. (1999) *Investor protection and corporate governance*, 58 *Journal of Financial Economics*, str. 20–24, [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(00\)00065-9](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(00)00065-9).

pravnih sustava su neki put veće od razlika između kontinentalnog i anglosaksonskog pravnog sustava (npr. odredbe vezane uz nesolventnost u američkom i britanskom zakonodavstvu), te (ii) dinamike financijskih tržišta – financijski sustavi su previše trenutni da bi se dali objasniti pravnim sustavom; analiza razvoja financijskih sustava pokazala je da je na njih više utjecala politika.¹³³

2.3.4. Politička ekonomija, ekonomska politika i financijski sustavi

Područje politike i financija ima uporište u raspravi o povezanosti financijskog razvitka i gospodarskog rasta. Schumpeter je već 1911. godine naglašavao pozitivan utjecaj razvijenog financijskog sustava na gospodarski rast. Empirijska istraživanja Schumpeterove teze nastavljena su u radu Goldsmitha i McKinnona.¹³⁴ King i Levine empirijski su testirali tezu da je visoki stupanj financijskog razvitka koreliran s gospodarskim rastom na više od 80 zemalja u razdoblju od tri desetljeća i zaključili da "*financijske usluge stimuliraju gospodarski rast kroz povećanje stope akumulacije kapitala i kroz povećanje efikasnosti kojom gospodarstva koriste taj kapital*".¹³⁵ Ipak, upozoravaju da ne mogu potvrditi vezu između pojedinih usmjerenja financijskog sektora i dugoročnog rasta. Nadalje, Levine i Zervos empirijski dokazuju da postoji pozitivna korelacija između stabilnog i likvidnog tržišta kapitala s gospodarskim rastom.¹³⁶

Carlin i Mayer analiziraju je li moguće da institucionalne razlike u financijskim sustavima, vlasničkim strukturama i pravnim sustavima kreiraju komparativne prednosti umjesto apsolutnih, tj. utječu li na vrstu aktivnosti koje gospodarstvo promovira.¹³⁷

¹³³ Mayer, C., Sussman, O. (2001) *The Assessment: Finance, Law, and Growth*, 17(4) Oxford Review of Economic Policy, str. 459–460.

¹³⁴ Radovi Schumpetera, Goldsmitha i McKinnona obrađeni u: Levine, R. (1997) *Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda*, 35(2) Journal of Economic Literature, str. 688–726. King, R. G., Levine, R. (1993) *Finance and Growth: Schumpeter might be Right*, 108(3) Quarterly Journal of Economics, str. 717–719, <https://doi.org/10.2307/2118406>; Carlin, W., Mayer, C. (1999) *How Do Financial Systems Affect Economic Performance?*, Working Paper, University College London and Said Business School, University of Oxford, str. 4–13, dostupno na: https://www.researchgate.net/publication/24126925_How_Do_Financial_Systems_Affect_Economic_Performance

¹³⁵ King, R. G., Levine, R. (1993) *Finance and Growth: Schumpeter might be Right*, 108(3) Quarterly Journal of Economics, str. 735, <https://doi.org/10.2307/2118406>.

¹³⁶ Levine, R., Zervos, S. (1998) *Stock Markets, Banks, and Economic Growth*, 88(3) The American Economic Review, str. 537–558.

¹³⁷ Carlin, W., Mayer, C. (1999) *How Do Financial Systems Affect Economic Performance?*, Oxford Economic Papers, University College London and Said Business School, University of Oxford, str. 3.

Stoga su postavili teorijski model, a potom i empirijski testirali da li burze više podržavaju gospodarske aktivnosti s većom dozom neizvjesnosti u proizvodnji naspram banaka koje će biti sklonije podržati aktivnosti u kojima je neizvjesnost smanjena na minimalnu razinu. Zaključili su da postoji povezanost između financijskih sustava i određenih tipova gospodarske aktivnosti, ali istovremeno su upozorili da: "...ne postoji dominantan financijski ili korporativni sustav koji je prikladan za sve ekonomije ili sve industrije u ekonomiji. Ono što je ispravno za razvijene ekonomije može biti potpuno neprikladno za ekonomije u razvoju. Ono što je prikladno za inovativne, R&D intenzivne ekonomije, može biti potpuno neprikladno za 'kopirajuće' ekonomije. Kompromisi u usklađivanju sustava industrijskih zemalja i njihova stupnja razvoja s regulatornim politikama prema financijskim i korporativnim sustavima moraju biti osjetljivi na potencijalne učinke na korporativne aktivnosti."¹³⁸ Poruka navedenih istraživanja govori u prilog postojanju pozitivne korelacije između financijskog razvitka i gospodarskog rasta, ali upozorava na oprez pri kreiranju politika.

Široka rasprava koja se vodila u akademskim krugovima našla je svoj put prema politici, tj. kreatorima ekonomskih politika koji su, prihvaćajući tezu o korelaciji financijskog razvitka i gospodarskog rasta, utvrđivali daljnje ciljeve i strategije. S aspekta političkih znanosti i njihova teorijskog pristupa europskim ekonomskim integracijama postoje tri vodeće teorije: konstruktivizam, neofunkcionalizam i intergovernmentalizam. Koncept konstruktivizma naglašava snagu ideja i općih uvjerenja koji imaju utjecaj na donošenje određenih politika, tj. ističe "važnost socijalizacije na međunarodnim ili EU forumima kao načina za olakšavanje idejne konvergencije".¹³⁹

Primjer takvog razvoja politika je i Lisabonska strategija Europske unije, usvojena na sastanku Europskog vijeća u ožujku 2000. godine u Lisabonu. Osnovni cilj je bio do 2010. godine postati najdinamičnije i najkonkurentnije gospodarstvo svijeta, temeljeno na znanju, kvalitetnijim radnim mjestima i punoj zaposlenosti, uz očuvanje socijalne kohezije i promoviranje zaštite okoliša i održivog razvoja.¹⁴⁰ Lisabonska strategija ima definira-

¹³⁸ *Ibid.*, str. 25–26.

¹³⁹ Howarth, D., Quaglia, L. (2016) *The Political Economy of European Banking Union*, Oxford University Press, New York, str. 10.

¹⁴⁰ Detaljnije o Lisabonskoj strategiji, vidi na portalu Europske komisije, dostupno na: https://ec.europa.eu/archives/growthandjobs_2009/

ne brojne ciljeve, a za potrebe ove knjige ističe se ostvarivanje jedinstvenog tržišta koje uključuje i izradu Akcijskog plana za financijske usluge, FSAP-a. U ovom slučaju naglasak je stavljen na uklanjanje prepreka slobodnom kretanju kapitala i usluga, kroz niz reformi koje imaju za cilj ubrzanje razvoja financijskih posrednika i financijskih tržišta. Tržište financijskih usluga u Europskoj uniji krajem 20. st. i početkom 2000-tih predstavlja 6 % ukupnog BDP-a EU-a i 2,45 % zaposlenosti.¹⁴¹ Europska unija je krajem 1990-ih isticala strateški značaj integracije europskih financijskih tržišta zbog njihove iznimne važnosti za gospodarski rast i daljnje zapošljavanje u sektoru s visokom dodanom vrijednosti. Naglašavajući zaostajanje za konkurentnijim državama, prvenstveno SAD-om i Japanom, i upozoravajući na problem fragmentiranosti financijskih tržišta, Europska unija je, kroz ciljeve zacrtane Lisabonskom strategijom, donijela Akcijski plan za financijske usluge – FSAP (pogl. 3.).

Konstruktivizam se koristi i za objašnjavanje pristupa Ekonomskoj i monetarnoj uniji (*Economic and Monetary Union – EMU*), kroz naglašavanje uloge centralnih bankara koji su zagovarali ideju o stabilnom sustavu EMU-a kroz jačanje neovisnosti nacionalnih centralnih banaka i dosljedno provođenje antiinflacijskih politika. Neofunkcionalizam je, kao starija i općenitija teorija *perpetuum mobile*, tj. kontinuirano produbljivanje europskih integracija kroz efekt prelijevanja iz jednog sektora u drugi, u području EMU-a fokusiran na zajedničku valutu euro kao optimizaciju pozitivnih učinaka jedinstvenog unutarnjeg tržišta, posebno zagovaran od strane Europske komisije u vrlo utjecajnom *policy* dokumentu "One Market, One Money".¹⁴²

Prema Quagliji i Howarthu, u analizi EMU-a najveći broj znanstvenika ipak je usmjeren na teoriju intergovernmentalizma s fokusom na vlade država članica EU-a i njihove nacionalne interese, koje nastoje promovirati i nametnuti na EU razini tijekom međuvladinih pregovora, a ovisno o moći i utjecaju koje posjeduju u EU areni. Nakon propasti sustava iz Bretton Woods (pogl. 3.2.) uspostavljen je novi Europski monetarni sustav

¹⁴¹ European Commission (1998) *Communication of the Commission Financial Services: Building a Framework for Action*, 28. listopada 1998., str. 1.

¹⁴² U Howarth, D., Quaglia, L. (2016) *The Political Economy of European Banking Union*, Oxford University Press, New York, str. 9–10; European Commission (1990) *One Market, One Money: An evaluation of the potential benefits and costs of forming an economic and monetary union*, Study of the Directorate-General for Economic and Financial Affairs, No. 44, October 1990, dostupno na: https://ec.europa.eu/economy_finance/publications/pages/publication7454_en.pdf

(EMS), u kojem je Njemačka kroz europski tečajni mehanizam uspostavila znatan utjecaj svojih monetarnih ciljeva, a ostale države članice morale su slijediti takvu politiku. Stoga su države "sljedbenice" sa "slabijim valutama" (Francuska i Italija, Velika Britanija nije bila dio EMS-a) bile zainteresirane da kroz EMU i novi sustav glasovanja izmaknu dominaciji njemačke monetarne politike. Njemačka nije bila jedinstvena u stavovima prema EMU-u, centralni bankari i opća javnost protivili su se EMU-u, preferirajući jaku njemačku marku i nesklonost riziku koji je EMU donosio, ali realni sektor, poglavito izvoznici, kroz EMU su uvidjeli komparativnu prednost za jačanje njemačke ekonomije. Uspostava EMU-a bila je kompromisno rješenje u kojem je Njemačka pristala na novi sustav, ali uz uvjet da Europska središnja banka (*European Central Bank* – ECB) ima sjedište u Frankfurtu te da EMU ne sadrži mehanizam sanacije. Može se reći da su države sa "slabijim valutama" u pregovorima i novom sistemu izvolijevale određenu pobjedu i zahvaljujući europodručju postigle bolji kreditni rejting.¹⁴³ Stabilna zajednička valuta je prednost u paneuropskoj trgovini za države članice europodručja i pozitivno utječe na gospodarski rast i konkurentnost, pogotovo s jačanjem ekonomske i financijske integracije.¹⁴⁴ Ipak, neke države članice, poput Grčke, Italije, Španjolske i Portugala, iskoristile su novostečenu pogodnost kredibiliteta europodručja s nižim kamatnim stopama za nova (jeftinija) zaduživanja. Takva kombinacija visokog i neodrživog javnog duga i nekonkurentnosti ekonomije pokazala se toksičnom tijekom globalne financijske krize 2007/08, te razotkrila slabosti EMU-a i krhkosti cjelokupnog europodručja (pogl. 4. – 5.).

¹⁴³ Howarth, D., Quaglia, L. (2016) *The Political Economy of European Banking Union*, Oxford University Press, New York, str. 10–14.

¹⁴⁴ Frieden, J. (1996) *The impact of goods and capital market integration on European monetary politics*, 29(2) *Comparative Political Studies*, str. 193–222, dostupno na: <https://scholar.harvard.edu/files/jfrieden/files/impact.pdf>.

3. RAZVOJ FINANCIJSKE REGULACIJE U EU-U - AKCIJSKI PLAN ZA FINANCIJSKE USLUGE (FSAP)

3.1. Uvod

U prošlom su poglavlju analizirane teorije ekonomske regulacije i komparativni financijski sustavi, njihova povezanost s područjima prava i ekonomske politike, a zatim i ciljevi i strategije financijske regulacije i supervizije s intencijom postavljanja teorijskog uvoda u kompleksno područje uređenja regulatornog okvira i sustava supervizije na razini Europske unije. Države članice Europske unije su u području financijskih sustava specifične, tj. imaju različite pravne i ekonomske tradicije. Ipak, financijski sustavi su se tijekom desetljeća mijenjali uslijed globalizacije i financijske integracije. Primjerice Njemačka, isticana kao tipični bankocentrični sustav, prolazi proces promjena i oblikuje se u financijski sustav sa sve značajnijom ulogom tržišta kapitala i ostalih nebankarskih djelatnosti. Tradicionalne vlasničke strukture u kontinentalnoj Europi prilagođavaju se novim okolnostima na tržištima. Financijska tržišta se transformiraju i jača pozicija financijskih konglomerata. Zajednička valuta euro otvorila je brojne mogućnosti daljnjeg financijskog razvoja i europske financijske integracije.

U takvom kompleksnom okruženju iznimno je zahtjevno izraditi regulatorni okvir za europsko financijsko tržište. Generalno raspravljajući, financijska regulacija nastoji biti istovremeno razvojna i poticati stabilnost financijskog sustava, što je često oksimoron. Financijske inovacije, koje doprinose gospodarskom rastu, poboljšanju kvalitete i smanjivanju cijena financijskih proizvoda i usluga, često sadržavaju nedovoljno prepoznatljive rizike koji mogu dovesti do sistemskog rizika (npr. globalna financijska kriza 2007/08). U tako zahtjevnoj regulatornoj konfiguraciji treba prilikom utvrđivanja normi uzeti u obzir različitosti i stupanj razvijenosti financijskih sustava država članica EU-a. Kao što je prezentirano u teoriji ekonomske regulacije, svaka interesna strana ima svoje motive i ciljeve u procesu dizajniranja regulacije. Na razini Europske unije, protekcionistički stavovi pojedinih država članica EU-a i oportunistički zahtjevi jakog korporativnog lobija čine postizanje kompromisnog rješenja i istovremeno promoviranje europskih ciljeva ponekad skoro nemogućom misijom. Zbog takve kompleksnosti situacije je područje harmonizacije regulacije financijskih usluga bilo otežano od 1960-ih sve do početka 1990-ih. Tada dolazi do preokreta prvenstveno kroz politički dogovor o stvaranju monetarne unije i uvođenju zajedničke valute te formalno kroz Lisabonsku strategiju kojoj je jedan od prioriteta dovršavanje jedinstvenog unutarnjeg tržišta EU-a.

Promatrano s aspekta europskih integracija, vjerojatno najznačajnija silnica integracijskih procesa je uvođenje ekonomske i monetarne unije te zajedničke valute koja se nadovezuje na kreiranje jedinstvenog unutarnjeg tržišta kojim je omogućena sloboda kretanja ljudi, kapitala, proizvoda i usluga, postavljenog strateški 1980-ih kroz Delorsov plan i potvrđenog Jedinostvenim europskim aktom iz 1986. i Ugovorom iz Maastrichta / Ugovorom o Europskoj uniji 1992. Nastavljajući se na takva politička kretanja, proces europskih integracija doživljava jednu od najopsežnijih regulatornih reformi i to u području financijskih usluga – Akcijski plan za financijske usluge – FSAP (1999. – 2005.).

3.2. Kratki pregled razvoja europskog financijskog regulatornog okvira od 1960-ih do kraja 1990-ih

Ekonomska politika Europske unije razlikuje četiri vrste aktivnosti kojima podupire financijsku integraciju: (i) kroz regula-

torne procese, (ii) omogućavanjem kolektivnih akcija, (iii) podizanjem razine svijesti o važnosti europske financijske integracije, i (iv) kroz svoje institucije (npr. ECB) koje također promoviraju europsku financijsku integraciju.¹⁴⁵ Iako se smatra da je najvažniji proces integracije financijskih tržišta onaj koji se odvija između sudionika tržišta na samom tržištu, nezaobilazna je značajna uloga regulacije u samom procesu.

Usprkos brojnim inicijativama Europske komisije, ostalih institucija i tijela Europske unije te pojedinih država članica, sam proces integracija financijskih tržišta EU-a bio je dugotrajan i otežan.¹⁴⁶ Uspostavljanje jedinstvenog financijskog tržišta bilo je u početku bazirano na principima međusobnog priznavanja, minimalne harmonizacije i nadzorne uloge države osnivanja (*home country control*), da bi kasnije jačao proces harmonizacije i centralizacije. To je zahtijevalo primjenu tzv. Lamfalussyjeva pristupa (pogl. 3.4.1.), s ciljem bržeg djelovanja na području kreiranja regulatornog okvira koji će s jedne strane biti u stanju na efikasan način regulirati financijski sustav, uzimajući u obzir njegovu dinamičnost i izniman razvoj financijskih tržišta i usluga, dok će istovremeno moći uspješno balansirati između sudionika u procesu donošenja europskih propisa, te implementacije i uspostave sustava koordinacije između država članica EU-a i njihovih regulatornih agencija.

Povijesno gledano, sustav iz Bretton Woodsa uspostavio je, na nekoliko desetljeća, odgovarajuću razinu financijske stabilnosti sve do 1970-ih.¹⁴⁷ Wernerovo izvješće iz 1970. imalo je za cilj uspostavu zajedničke valute tijekom sljedećeg desetljeća bez osnivanja europske centralne banke, međutim, globalne političko-ekonomske okolnosti (pad Bretton Woodsa, jomkipurski rat, naftna i energetska kriza) zaustavile su takve pokušaje.¹⁴⁸ Ipak, nastavljaju se integracijske aktivnosti, kroz osnivanje Europskog

¹⁴⁵ European Central Bank (2009) *Financial Integration in Europe*, str. 69.

¹⁴⁶ Lastra, R., Louis, J. V. (2013) *European Economic and Monetary Union: History, Trends, and Prospects*, 32(1) Yearbook of European Law, str. 1–150; Howarth, D., Quaglia, L. (2016) *The Political Economy of European Banking Union*, Oxford University Press, str. 1–24; Ferran, E. (2004) *Building an EU Securities Market*, Cambridge University Press, Velika Britanija; Moloney, N. (2008) *EC Securities Regulation*, Oxford University Press, str. 11–49.

¹⁴⁷ Uspostavljen 1944. godine uz osnivanje Međunarodnog monetarnog fonda i Svjetske banke, prema kojem su države uvele i održavale tečajnu politiku svojih valuta unutar dogovorenih vrijednosti, uz najveće odstupanje u odnosu na zlato od 1 %, sve dok sustav nije praktično ukinut jednostranom odlukom američkog predsjednika Nixona kojom je ukinuo konvertibilnost američkog dolara prema zlatu.

¹⁴⁸ Council – Commission of the European Communities (1970) *Report to the Council and the Commission on the realisation by stages of Economic and Monetary Union in the Community – "Werner Report"*, Supplement to Bulletin 11 – 1970, dostupno na: https://ec.europa.eu/economy_finance/publications/pages/publication6142_en.pdf.

monetarnog sustava 1979., gdje sve države članice (osim Velike Britanije) sudjeluju u europskom tečajnom mehanizmu (*Exchange Rate Mechanism*, ERM I), koji je postigao ponovnu stabilnost valuta. Usvajanjem programa jedinstvenog tržišta i metodologije osnivanja EMU-a u tri faze prema Delorovu planu, iz drugog je pokušaja 1989. pokrenuto stvaranje zajedničke valute eura.¹⁴⁹ Konvergencija bankarske regulative bazirala se na minimalnoj harmonizaciji kroz uvođenje direktiva i provođenje međunarodnih standarda FSF-a (*Financial Stability Forum*), BCBS-a (*Basel Committee on Banking Supervision*) i IADI-ja (*International Association of Deposit Insurers*), npr. prve i druge bankarske direktive, slobodnog kretanja kapitala, direktive o solventnosti i dr. Prema Gortsosu, bankarsko pravo EU-a definirano je kroz slobodu kretanja kapitala i stabilnost europskog bankarskog sustava. Evoluciju europskog bankarskog prava Gortsos dijeli u četiri razvojne faze: (i) od osnivanja Europske ekonomske zajednice do 1988., (ii) jedinstveno financijsko tržište (1989 – 1998.), (iii) period konsolidacije jedinstvenog financijskog tržišta (1999. – 2007.) i (iv) produbljivanje EMU-a u periodu nakon 2007.¹⁵⁰ Regulatorni okvir tijekom 1990-ih okarakteriziran je kao "*europska regulacija s nacionalnom supervizijom*"; pa čak i nakon uvođenja eura, zajedničke monetarne i tečajne politike te osnivanja ECB-a, ovlasti supervizije su i dalje ostale pod ingerencijom država članica europodručja.¹⁵¹

Prvim značajnim pomakom u smjeru europske regulacije tržišta kapitala smatra se Segréjevo izvješće iz 1966. godine.¹⁵² Izvješće analizira stanje europskog tržišta kapitala i identificira prepreke integracijskom procesu, te navodi koristi od jedinstvenog europskog tržišta kapitala. Usprkos naporima, regulatorni sustav je i dalje bio neadekvatan, a europsko tržište financijskih usluga fragmentirano. Razdoblje s kraja 1960-ih pa sve do početka 1980-ih vezano je uz propuste ili poteškoće u nastojanju

¹⁴⁹ Committee for the study of Economic and Monetary Union, Jacques Delors, Chairman (1989) *Report on Economic and Monetary Union in the European Community*, Presented April, 17, 1989, dostupno na: https://aei.pitt.edu/1007/1/monetary_delors.pdf.

¹⁵⁰ Gortsos, C. V. (2019) *European Banking Union Within the System of European Banking and Monetary Law*, u Chiti, M., Santoro, V. (ur.) *The Palgrave Handbook of European Banking Union Law*, str. 19–21.

¹⁵¹ *Ibid.*, str. 23.

¹⁵² European Economic Community, Commission, Segre, C. (1966) *The Development of a European Capital Market – Report of a Group of Experts appointed by the EEC Commission, November 1966*, EU Commission - Working Document, dostupno na: http://aei.pitt.edu/31823/1/Dev_Eur_Cap_Mkt_1966.pdf.

da se harmonizira područje slobodnog kretanja kapitala.¹⁵³ Story i Walter objašnjavaju nedostatak financijske integracije u EU-u u periodu od 1970-ih do 1990-ih kao otpor država članica kroz "rat" između različitih financijskih sustava, prvenstveno bankocentričnog i tržišnocentričnog, u kojem države pripadnice jednog sustava promoviraju vlastiti sustav i ne prihvaćaju kompromisna rješenja.¹⁵⁴ Tijekom 1980-ih Europska komisija uvodi princip minimalne harmonizacije i mehanizam međusobnog priznavanja. Takav pristup trajao je do početka 1990-ih, bazirao se na konsenzusu oko minimalnih tehničkih standarda s ciljem smanjivanja administrativnih barijera i pokazao se kao korisna metodologija za razvoj integracijskog procesa. Sredinom 1990-ih, uslijed snažnog razvoja financijskog sektora i financijske globalizacije raste potreba za uvođenjem promjena.¹⁵⁵

Konkretna inicijativa u procesu integracija financijskih tržišta vidljiva je krajem 1998. godine. U zaključcima Europskog vijeća održanog u lipnju 1998. godine u Cardiffu nalaže se Europskoj komisiji izrada okvirnog plana za razvoj i unaprjeđenje jedinstvenog tržišta za financijske usluge, naročito u procjeni i preporukama za poboljšanje regulatornog okvira.¹⁵⁶ Europska komisija u svojoj Komunikaciji ističe važnost tržišta financijskih usluga koje čine oko 6 % ukupnog BDP-a EU-a i 2,45 % zaposlenosti kao područja od iznimne važnosti za daljnje zapošljavanje, ukupni gospodarski rast, otvaranje novih poslovnih prilika u sektoru financijskih usluga (npr. mirovinskog sustava, osiguranja i sl.), optimalnu alokaciju kapitala, te razvoj malog i srednjeg poduzetništva, istovremeno upozoravajući na zaostajanje za drugim konkurentnijim državama poput SAD-a i Japana.¹⁵⁷ Europska komisija naglašava poslovni potencijal stvoren uvođenjem zajedničke valute, eura, tj. nestankom valutnog rizika koji otvara nove mogućnosti na europskom financijskom tržištu za izdavatelje i institucionalne investitore, te mogućnosti prekograničnog ulaga-

¹⁵³ Moloney, N. (2008) *EC Securities Regulation*, Oxford University Press, str. 12.

¹⁵⁴ U Quaglia, L. (2010) *Completing the single market in financial services: the politics of competing advocacy coalitions*, 17 (7) *Journal of European Public Policy*, str. 1009.

¹⁵⁵ Lannoo, K., Levin, M. (2004) *Securities Market Regulation in the EU – Everything you always wanted to know about Lamfalussy Procedure*, CEPS Research Report in Finance and Banking, No. 33, str. 2–8, dostupno na: <http://aei.pitt.edu/9561/2/9561.pdf>.

¹⁵⁶ European Council (1998) *Presidency Conclusions*, 15. – 16. lipnja 1998., točka 17., str. 9, dostupno na: https://www.consilium.europa.eu/ueDocs/cms_Data/docs/pressData/en/ec/54315.pdf.

¹⁵⁷ European Commission (1998) *Communication of the Commission Financial Services: Building a Framework for Action*, 28. listopada 1998., str. 1.

nja za male ulagače. Učinkovito i integrirano financijsko tržište doprinosi boljim uvjetima poslovanja: smanjivanju troškova financiranja, većim prinosima za investitore, te na makrorazini pozitivno utječe na gospodarski rast i razvoj. Smatra da je navedene ciljeve moguće ostvariti kroz: (i) interakciju između nacionalnih klirinških sustava, razvojem zaštitnih mehanizama protiv prijevара i pranja novca u platnim sustavima, (ii) jednakost na tržištu i promoviranje konkurencije, te (iii) onemogućavanje štetne porezne konkurencije između pojedinih financijskih centara.¹⁵⁸

3.3. Razvoj financijske integracije u EU-u

Financijski razvitak i financijska integracija su međusobno povezane pojave. Financijski razvitak je "*proces uvođenja financijskih inovacija i organizacijskih poboljšanja s ciljem smanjivanja asimetrije informacija, izgradnje cjelovitosti tržišta, povećanja mogućnosti za posrednike u financijskim transakcijama kroz (eksplicitne ili implicitne) ugovore, smanjivanja transakcijskih troškova i povećanja konkurencije*", a financijska integracija "*generira konkurentne pritiske financijskih posrednika, kreira ekonomiju obujma, povećava ukupnu likvidnost tržišta i poboljšava diversifikaciju rizika.*"¹⁵⁹

Broj inicijalnih javnih ponuda u EU-u kontinuirano raste od 2005. godine zbog povećane konkurentnosti europskih tržišta kapitala, a djelomično je to i posljedica negativnih učinaka Sarbanes-Oxleyjeva zakona u SAD-u.¹⁶⁰ Ipak, izvješće Europske komisije upozorava na i dalje prisutnu fragmentaciju europskog financijskog tržišta.¹⁶¹ Najslabijom karikom financijske integracije ocijenjena je integracija tržišta individualnih investitora (*retail financial market*) zbog niskog udjela malih ulagača i malih i srednjih poduzeća u međunarodnom trgovanju vrijednosnim papirima, a najveći dio aktivnosti u tom segmentu čine velike tvrtke kroz međunarodnu ponudu svojih usluga preko svojih podružnica.¹⁶² Financijski sektor bilježi najveću stopu spajanja i preuzimanja u EU-u, a val aktivnosti spajanja na tržištu kapitala između europskih burzi pripisuje se, između ostalog, i direktivi MiFID, tj. uvođenju konkurencije burzama (npr. spajanje NY-

¹⁵⁸ *Ibid.*

¹⁵⁹ European Central Bank (2009) *Financial Integration in Europe*, str. 11.

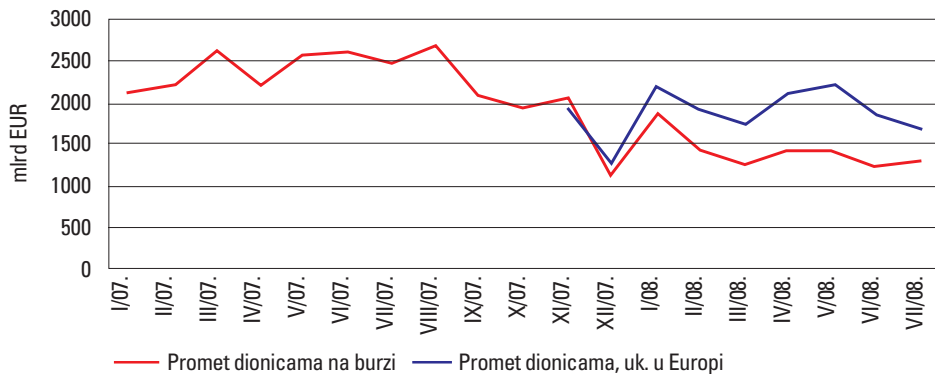
¹⁶⁰ European Commission (2009) *European Financial Integration Report 2008*, str. 53–55.

¹⁶¹ *Ibid.*, str. 55.

¹⁶² *Ibid.*, str. 14.

SE-a i Euronexta, NASDAQ-a i OMX-a).¹⁶³ Uvođenje MiFID-a je, u prvom valu, otvorilo konkurenciju između burzi i multilateralnih trgovinskih platformi. Na grafikonu 1 je vidljivo da je ukupni promet burzi pao na 77 %, u korist ostalih mjesta trgovanja (MTP-ova, sistematskih internalizatora i OTC-a). U drugom valu je došlo do pojačane konkurencije na tržištu pružatelja usluga poravnanja i namire (*clearing and settlement*) uzrokovane agresivnom poslovnom strategijom MTP-ova baziranoj na visokosofisticiranoj tehnologiji usluga trgovanja i njihovim pritiskom na agencije za poravnanje i namiru za bržim, efikasnijim i jeftinijim uslugama.¹⁶⁴ Iskustva tržišta kapitala sugeriraju da je već sama "prijetnja ulaska novih sudionika dovoljno značajan faktor da utječe na smanjenje provizija, ali ta prijetnja mora biti ostvarena realiziranim ulaskom konkurencije ili dinamikom na tržištu kako bi ti efekti bili održivi."¹⁶⁵

Grafikon 1. Prikaz ukupnog prometa dionicama u Europi



Izvor: European Commission (2009) *European Financial Integration Report 2008*, str. 27.

Europska unija je unatoč naporima politike u integracijskim aktivnostima i dalje ostala uvelike podijeljena na anglosaksonski i kontinentalni pravni i ekonomski okvir. Sustavi se mijenjaju i prilagođavaju novim prilikama, dijelom prirodnim procesom, a dijelom kroz inicijative tijela EU-a za bržu i efikasniju integraciju. Svaki proces promjena nosi sa sobom poteškoće i izazove. Kad

¹⁶³ U 2007. spajanja i preuzimanja u financijskom sektoru iznosila su 19 % ukupne aktivnosti spajanja i preuzimanja. Npr. u Europi su zabilježena 274 slučaja spajanja i preuzimanja među bankama, agregatne vrijednosti 158 milijardi EUR u proteklih deset godina. U *ibid.*, str. 57, 71.

¹⁶⁴ European Central Bank (2009) *Financial Integration in Europe*, str. 27; European Commission (2009) *European Financial Integration Report 2008*, str. 25–26.

¹⁶⁵ European Commission (2009) *European Financial Integration Report 2008*, str. 25–26.

se taj put rasta i razvoja dodatno stimulira i usmjerava putem regulatornih reformi, može doći do neočekivanih dobrih, ali i štetnih nuspojava. Europska komisija je kroz desetljeća upravljala procesom integracije primjenjujući različite pristupe (npr. minimalna i maksimalna harmonizacija, Lamfalussyjev pristup), osnivajući nove institucije koordinacijske podrške (npr. CESR) i osmišljavajući nove metodologije (npr. analize učinaka, bolja regulacija). Financijski sustavi u kontinentalnoj Europi i dalje su uglavnom bankocentrični, ali u manjoj mjeri, i u njima dolazi do sve većeg razvoja tržišta kapitala. Unatoč brojnim publikacijama i studijama s ciljem identificiranja financijskog sustava koji je bolji u promicanju gospodarskog rasta i razvoja, ne može se identificirati superioran sustav jer on ni ne postoji, tj. svaki je za sebe specifičan i u određenim okolnostima bolji ili lošiji. Nadalje, proučavanjem različitih financijskih sustava, bankocentričnih i tržišnocentričnih, utvrdilo se da oni nisu sukobljeni, kako se sugeriralo, već naprotiv, da mogu biti komplementarni za financijski razvitak neke zemlje.

U svojoj ekonomskoj politici krajem 1990-ih Europska unija bila je predvođena tezom o povezanosti financijskog razvitka i gospodarskog rasta. Postoje brojne empirijske studije koje potvrđuju korisnost kvalitetno postavljenih i funkcionirajućih financijskih sustava za gospodarski rast i razvoj. Nadalje, promovirana je i teza o pozitivnim učincima dobrog regulatornog okruženja na stabilnost i razvoj financijskog sustava. Europska komisija je u Akcijskom planu za financijske usluge, FSAP-u, bazirala proces financijske integracije na promoviranju tržišta kapitala i njegove uloge u dinamiziranju europskih financija, naročito u kontinentalnoj Europi. To nikako ne znači da je takva situacija izazvala otpor bankara zbog hipotetskog jačanja tržišnocentričnog sustava. Baš suprotno, bankarski se lobi smatra najvećim pobjednikom procesa FSAP-a. Naime, banke kao institucije prošle su proces transformacije u nove entitete – financijske konglomerate. Financijski konglomerati su grupe sačinjene od financijskih institucija koje pripadaju sektoru osiguranja i bankovnom sektoru i/ili sektoru investicijskih usluga. Hardie, Howarth, Maxfield i Verdun takav razvojni proces opisuju kao tržišnocentrično bankarstvo (*market-based banking*).¹⁶⁶ I prije nastanka financijskih konglomerata banke su bile intenzivno uključene u proces kon-

¹⁶⁶ Hardie, I., Howarth, D., Maxfield, S., Verdun, A. (2013) *Banks and the False Dichotomy in the Comparative Political Economy of Finance*, 65(4) World Politics, str. 691–728, <https://doi.org/10.1017/S0043887113000221>.

solidacije od 1990-ih, a nakon pada komunističkog režima proširile su svoja poslovanja preuzimanjem banaka u tranzicijskim zemljama i kreirale regionalne grupacije. Namjera FSAP-a bila je u potpunosti integrirati europsko financijsko tržište za institucionalne investitore i male ulagače. Novi regulatorni okvir trebao je ukinuti postojeće barijere za prikupljanje kapitala na europskoj razini i omogućiti nesmetano prekogranično poslovanje kroz sustav jedinstvene licence.

3.4. Europska financijska regulatorna reforma kroz Akcijski plan za financijske usluge – FSAP

*"Regulacija je omiljen politički instrument Europske unije."*¹⁶⁷

U skladu sa smjernicama Europskog vijeća, Europska komisija je 11. svibnja 1999. godine izdala petogodišnji Akcijski plan za financijske usluge (*Financial Services Action Plan*, FSAP). Ambiciozno postavljen Akcijski plan predviđa ekstenzivnu regulatornu reformu financijskih tržišta i usluga, koja zbog kratkih rokova implementacije zahtijeva veliku fleksibilnost i konstruktivnost država članica i institucija EU-a. FSAP je postavio vrlo visoka očekivanja: dovršavanje jedinstvenog europskog financijskog tržišta kroz kreiranje novog pravnog okvira s ciljem realizacije svih prednosti koje nudi zajednička valuta euro, svladavanje konkurentskog pritiska država s razvijenijim financijskim sustavima, a sve uz dužni oprez prema stabilnosti financijskog sustava i zaštite ulagača.¹⁶⁸

FSAP se sastoji od 42 mjere (grafikoni 2 i 3) podijeljene u četiri ključna područja, koja su dodatno klasificirana prema prioritetima provedbe:¹⁶⁹

1. Dovršavanje jedinstvenog europskog tržišta institucionalnih investitora (*a single EU wholesale market*)

Mjere za ovo područje uključuju propise, preporuke i političke dogovore između institucija EU-a, a predviđeno razdoblje provedbe je od 1999. do 2002. Infrastruktura jedinstvenog europskog tržišta treba omogućiti pravnu sigurnost i ujednačene propise država članica EU-a za nesmetan i siguran protok i prikupljanje kapitala, prekogranično ulaganje i pružanje financijskih usluga institucionalnih investitora.

¹⁶⁷ Ferran, E. (2004) *Building an EU Securities Market*, Cambridge University Press, str. 9.

¹⁶⁸ European Commission (1999) *Financial Services: Implementing Framework for Financial Markets: Action Plan*, COM(1999)232, 11. svibnja 1999., str. 16.

¹⁶⁹ *Ibid.*, str. 17–27.

2. Razvijanje otvorenog i sigurnog tržišta za male ulagače (*retail market*)

Mjere za ovo područje uključuju propise i preporuke, a predviđeno razdoblje provedbe je od 1999. do 2002. Otvoreno i sigurno tržište za male ulagače prije svega podrazumijeva pravno usklađivanje i kompletiranje sustava za jednostavno i zaštićeno prekogranično ulaganje te funkcionalni platni sustav bez dodatnih nepotrebnih troškova.

3. Osiguravanje kvalitetne regulacije i supervizije

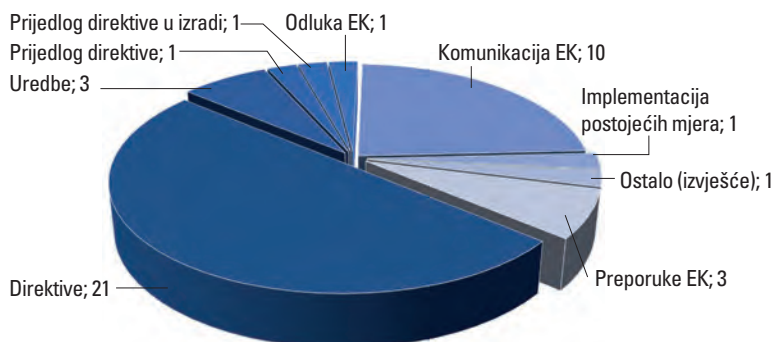
Mjere za ovo područje uključuju propise, preporuke i osnivanje Europskog odbora za vrijednosne papire, s predviđenim razdobljem provedbe od 1999. do 2003. Europski sustav financijske regulacije i supervizije ima za cilj promicanje stabilnosti i povjerenja, te aspiraciju postati predvodnik u formiranju globalnih standarda financijske regulative i sustava nadzora.

4. Ostali ciljevi za optimizaciju jedinstvenog financijskog tržišta

Preostale mjere uključuju propise i preporuke, uz predviđeno razdoblje provedbe od 1999. do 2002. To su, dakle, uglavnom prateće mjere koje su usmjerene na podržavanje tečnosti usvajanja i provedbe prethodno navedenih mjera, npr. usmjerene su na smanjivanje razlika u poreznim tretmanima između država članica EU-a, efikasni i transparentni sustav korporativnog upravljanja i sl.

Iz grafikona 2 razvidno je da više od polovice mjera FSAP-a čine propisi, u kojima prevladavaju direktive. Razlog tome je nakana zakonodavca da osigura harmonizaciju propisa EU-a na način koji je fleksibilan i podržava različitosti financijskih sustava država članica, a istovremeno usmjerava prema razvoju zajedničkog europskog financijskog tržišta. Ostatak mjera čine uglavnom komunikacije i preporuke Europske komisije.

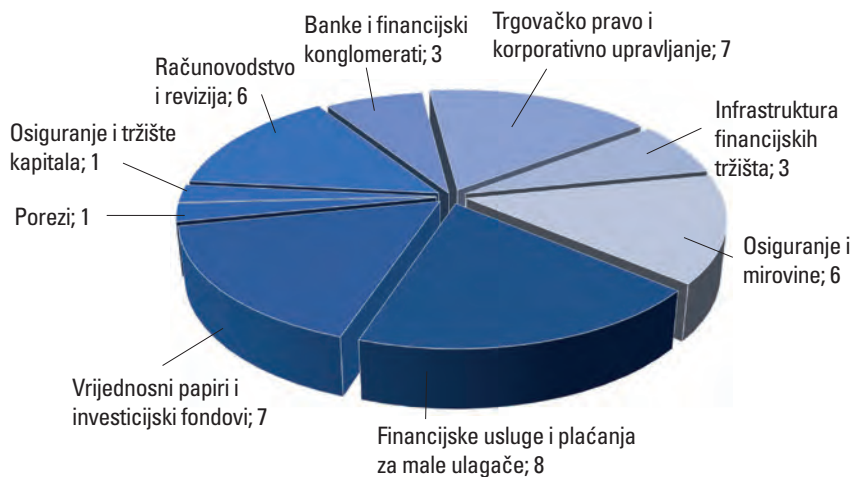
Grafikon 2. Mjere FSAP-a prema vrstama: propisi i preporuke



Izvor: European Commission (2005) *FSAP Evaluation – Part I: Process and Implementation*, 7. studenoga 2005., str. 23.

Grafikon 3 prikazuje raspored mjera FSAP-a prema sektorima. Iako se na prvi pogled čini da su mjere ravnomjerno raspoređene po financijskim sektorima, valja naglasiti da pojedine direktive iz područja tržišta kapitala, a posebice MiFID, imaju iznimnu težinu i obim, zbog dalekosežnih izmjena koje donose na europsko financijsko tržište, te će stoga biti detaljnije obrađene u poglavlju 3.5.

Grafikon 3. Mjere FSAP-a prema financijskim sektorima



Izvor: European Commission (2005) *FSAP Evaluation – Part I: Process and Implementation*, 7. studenoga 2005., str. 32.

3.4.1. Metodologija provedbe FSAP-a – Lamfalussyjev pristup

Proces provedbe FSAP-a specifičan je po tome što je generirao i široku javnu raspravu, uključujući konzultacije sa svim interesnim skupinama, od institucija EU-a do raznovrsnih interesnih grupa poput burzi, financijskih posrednika, izdavatelja, supervizora i sl. Vijeće za ekonomska i financijska pitanja (*Ecofin Council*) je u srpnju 2000. godine, uzimajući u obzir promjene nastale zbog uvođenja eura i nastavljajući se na zaključke Lisabonske strategije, povjerilo Vijeću mudrih (*Committee of Wise Men*) izradu provedbenih mjera identificiranih u FSAP-u. Zadataci Vijeća mudrih odnosili su se posebno na identificiranje efikasnog pristupa transpoziciji i implementaciji sljedećih područja financijske regulative: (i) procesa uvrštavanja na burzu i obveze izdavatelja prilikom inicijalne javne ponude, (ii) prekogranične financijske operacije, (iii) svakodnevnog poslovanja na reguliranim tržištima, (iv) zaštite potrošača i investitora te (v) očuvanja integriteta tržišta.¹⁷⁰

Izvješće navedenog Vijeća postalo je poznato pod imenom Lamfalussyjevo izvješće¹⁷¹. Izvješće predlaže novi metodološki pristup donošenju propisa (u početku) iz područja tržišta kapitala kroz četiri razine (shema 1):¹⁷²

- I. Prva razina (*Level 1 legislation* ili *First level legislation*) podrazumijeva prihvaćanje okvirnih principa za donošenje propisa. Na prvoj razini potiču se konzultacije sa svim zainteresiranim stranama i nastoje usuglasiti zajednički ciljevi relevantnih institucija (npr. Europski parlament, nacionalne regulatorne agencije).
- II. Druga razina (*Level 2 legislation* ili *Second level legislation*) uključuje jačanje konzultacijskog procesa kroz osnivanje dvaju odbora: Europskog odbora za vrijednosne papire (*European Securities Committee*, ESC) i Odbora europskih regulatora za vrijednosne papire (*Committee of European*

¹⁷⁰ Ecofin Council (2000) *Regulation of European Securities Markets – Terms of Reference for the Committee of Wise Men*, 17. srpnja 2000., str. 2.

¹⁷¹ Lamfalussyjevo izvješće dobilo je ime po predsjedniku Vijeća mudrih, barunu Alexandreu Lamfalussyju, istaknutom ekonomistu, koji je u svojoj karijeri obnašao visoke dužnosti, npr. guvernera Belgijske narodne banke, glavnog direktora Banke za međunarodna poravnanja i predsjednika Europskog monetarnog instituta, prethodnice Europske centralne banke. U Ferran, E. (2004) *Building an EU Securities Market*, Cambridge University Press, str. 6.

¹⁷² The Committee of Wise Men (2001) *Final Report of the Committee of Wise Men on Regulation of European Securities Markets*, objavljeno 15. veljače 2001.

Securities Regulators, CESR).¹⁷³ Nadalje, na drugoj razini utvrđuju se i implementiraju tehnički zahtjevniji propisi za postizanje dogovorenih principa iz prve razine.

- III. Treća razina (*Level 3*) podrazumijeva tumačenje donesenih propisa od strane CESR-a te usku suradnju s nacionalnim regulatornim agencijama oko ujednačavanja provedbe propisa na nacionalnim razinama.
- IV. Četvrta razina (*Level 4*) podrazumijeva provedbu propisa EU-a na nacionalnoj razini i međusobnu suradnju država članica i njihovih nacionalnih regulatornih agencija, uz aktivnu ulogu Europske komisije.

Shema 1. Lamfalussyjev pristup na četiri razine



65

Izvor: autorica, prema podacima Europske komisije.

Lamfalussyjev pristup u početku se primjenjivao isključivo na donošenje propisa iz područja tržišta kapitala, što je uključivalo četiri direktive iz FSAP-a: Direktivu 2003/6/EZ o nezakonitoj kupoprodaji dionica i manipuliranju tržištem (*The Market Abuse Directive*), Direktivu 2003/71/EZ o prospektu koji će se objaviti prilikom javne ponude vrijednosnih papira i prihvata tih

¹⁷³ Europski odbor za vrijednosne papire (ESC) sastoji se od visokih dužnosnika država članica EU-a i Europske komisije, uz nazočnost predstavnika ECB-a, CESR-a, članica EFTA-e i država kandidata. Obavlja savjetničku funkciju i uključen je u tzv. postupak komitologije (*comitology*), tj. složeni postupak odborskih procedura u svrhu donošenja supranacionalnih propisa. O CESR-u, vidi 3.4.2.

vrijednosnih papira za trgovanje (*The Prospectus Directive*), Direktivu 2004/39/EZ o tržištima financijskih instrumenata (*The Markets in Financial Instruments Directive, MiFID*) i Direktivu 2004/109/EZ o usklađivanju zahtjeva za transparentnošću u svezi podataka o izdavateljima čiji su vrijednosni papiri uvršteni u trgovanje na uređenom tržištu (*The Transparency Directive*). Direktiva MiFID je povod fokusiranosti Lamfalussyjeva pristupa na propise tržišta kapitala, tj. svjesnosti o korjenitim izmjenama pravila i načina funkcioniranja europskog tržišta kapitala za koje je, zbog iznimne dinamičnosti financijskih tržišta, bila potrebna izrada specifične metodologije koja omogućuje fleksibilan, brz i učinkovit proces regulatornih promjena, uz poštovanje procedura i institucija Europske unije.

Europska komisija je pozitivno ocijenila Lamfalussyjev pristup zbog efikasnog načina donošenja propisa,¹⁷⁴ pa se takav metodološki pristup počeo primjenjivati i u drugim sektorima u harmonizaciji propisa i integraciji europskog financijskog sustava, iako ne bez otpora. Naime, Europski parlament se prvotno protivio, pa je čak i blokirao Lamfalussyjev pristup 2001. godine, da bi tijekom 2002. godine dao podršku samom procesu, kao i širenju Lamfalussyjeva pristupa na ostale segmente FSAP-a.¹⁷⁵ Jedna od glavnih zamjerki bila je uključivanje tehnički zahtjevnih dijelova već na prvoj razini, koje je, prema originalnoj metodologiji, bilo predviđeno tek na drugoj razini (shema 1).¹⁷⁶ "To nije bila isključiva krivica Lamfalussyjeva pristupa, već poslovnih i političkih interesa, čime se htjelo riješiti najkontroverznije dijelove već na prvoj razini kroz detaljne kompromise koji su u nekim slučajevima razvodnili relevantne odredbe."¹⁷⁷ Ferran smatra da je Lamfalussyjev pristup uveden prekasno jer su strateške političke smjernice već bile utvrđene, kao i vremenski okvir za implementaciju FSAP-a.¹⁷⁸ Lannoo ističe da se i dalje radi o kompleksnom regulatornom sustavu, koji još uvijek nije do kraja razriješio omjere moći i ovlasti Europskog parlamenta, Europske komisije i Europskog

¹⁷⁴ European Commission (2004) *Application of the Lamfalussy Process to the EU Securities Markets Legislation: A Preliminary assessment by the Commission services*, 15. studenoga 2004.

¹⁷⁵ Lannoo, K., Levin, M. (2004) *Securities Market Regulation in the EU – Everything you always wanted to know about Lamfalussy Procedure*, CEPS Research Report in Finance and Banking, No. 33, str. 14–18.

¹⁷⁶ European Commission (2004) *Application of the Lamfalussy Process to the EU Securities Markets Legislation: A Preliminary assessment by the Commission services*, 15. studenoga 2004., točka 20., str. 9.

¹⁷⁷ Ferrarini, G., Recine, F. (2006) *The MiFID and Internalisation*, u Ferrarini, G., Wymeersch, E. (ur.) *Investor Protection in Europe: Corporate Law Making, the MiFID and Beyond*, Oxford University Press, Oxford, str. 269.

¹⁷⁸ Ferran, E. (2004) *Building an EU Securities Market*, Cambridge University Press, str. 6.

vijeća. Nadalje, Lannoo upozorava i na različitost financijskih sustava i sustava korporativnog upravljanja država članica EU-a, naglašavajući pritom veliku razliku u stupnju razvijenosti pojedinih financijskih sustava s vrlo sofisticiranim i kompleksnim institucijama i financijskim instrumentima (npr. tržište institucionalnih investitora u *Cityju*), te s tim u vezi i potrebu za fleksibilnijim regulatornim pristupom na razini država članica EU-a.¹⁷⁹

3.4.2. Uloga CESR-a u procesu FSAP-a

Uz Lamfalussyjev pristup kao metodologiju provedbe FSAP-a, važno je spomenuti i novo europsko koordinacijsko tijelo, CESR, zbog njegove važne uloge u harmonizaciji propisa tržišta kapitala EU-a, te kasnije, centralizaciji financijske supervizije i "agencifikaciji" europodručja.

CESR je Odbor europskih regulatora za vrijednosne papire, sastavljen od visokih dužnosnika nacionalnih regulatornih agencija, čija je uloga tumačenje EU propisa i mjera iz područja tržišta kapitala i suradnja s Europskom komisijom te regulatornim agencijama država članica s ciljem ujednačavanja provedbe propisa EU-a i poticanja međunarodne suradnje nacionalnih regulatornih agencija.¹⁸⁰ Osnovan je u lipnju 2001. godine u okviru Lamfalussyjeva procesa. CESR-ov *modus operandi* od početka je bio utvrđen kao "meki" pristup. CESR nije imao pravnu osobnost, stalno zaposlenu upravu, već samo mali stručni tim i skromni proračun. Donezene mjere nisu imale obvezujući karakter, već se ujednačavanje nadzornih praksi i usklađivanje prava EU-a sa zakonodavstvom država članica provodilo kroz niz aktivnosti, postupno i odmjereno te na dobrovoljnoj osnovi.¹⁸¹ CESR-ov "as u rukavu" bio je prof. dr. sc. Eddy Wymeersch, stručnjak za trgovačko pravo i pravo tržišta kapitala, te iznimni poznavatelj europskih (briselskih) politika i procesa, koji je kao predstavnik svoje nacionalne regulatorne agencije preuzeo ulogu predsjednika CESR-a.

¹⁷⁹ Lannoo, K., Levin, M. (2004) *Securities Market Regulation in the EU – Everything you always wanted to know about Lamfalussy Procedure*, CEPS Research Report in Finance and Banking, No. 33, str. 19–20.

¹⁸⁰ Preambula i čl. 1(1) Statuta CESR-a, *Charter of the Committee of European Securities Regulators*, 11. rujna 2001.

¹⁸¹ Moloney, N. (2011) *The European Securities and Markets Authority and Institutional Design for the EU Financial Market – A Tale of Two Competences: Part (1) Rule Making*, 12(1) *European Business Organization Law Review*, str. 81–83, <https://doi.org/10.1017/S1566752911000026>; Ferran, E. (2010) *Understanding the new institutional architecture of EU financial market supervision*, 20. prosinca 2010., str. 12–24, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1701147; Wymeersch, E. (2010) *The institutional reforms of the European Financial Supervisory System, and interim report*, Financial Law Institute, Gent University, WP 2010-01, siječanj 2010., str. 5–7; Fischer-Appelt, D. (2011) *The European Securities and Markets Authority: the beginnings of a powerful European securities authority?*, 5(1) *Law and Financial Markets Review*, str. 22.

Iznimna je bila razina CESR-ove efikasnosti i produktivnosti. Sastavljao je smjernice, preporuke i standarde neobvezujućeg karaktera za potrebe interpretacije i što kvalitetnije implementacije europskog prava iz područja tržišta kapitala. Uspostavio je brojne učinkovite radne grupe (npr. *Review Panel, CESR-Pol Committee*), koordinirao međunarodnu suradnju nacionalnih regulatornih agencija i suradnju s trećim zemljama (npr. Hrvatskom), objavio brojne kvalitetne komparativne analize regulatornih praksi država članica, analize učinaka propisa EU-a te ekonomske analize tržišta kapitala koje su imale pozitivan učinak na harmonizaciju i provedbu FSAP-ovih mjera.¹⁸²

CESR se prije svega svojim radom i rezultatima nametnuo kao autoritet i središnje mjesto za pitanja europske regulacije tržišta kapitala, provedbene prakse i supervizije te je kasnije postao idealan model po kojem se krojila i uspostavljala centralizacija prudencijalne supervizije nakon globalne financijske krize 2007/08, a iz kojeg je 2011. godine nastala ESMA – Europsko nadzorno tijelo za vrijednosne papire i tržišta kapitala (*European Securities and Markets Authority*).¹⁸³

3.5. Implementacija i učinci FSAP-a

Proces regulatornih reformi u EU-u prate analize učinaka pojedinih mjera i propisa. U nagovještavanju procesa regulatorne reforme financijskih usluga, Europska komisija u svojoj Komunikaciji ističe prednosti integracije financijskih tržišta, poput porasta zapošljavanja, optimalne alokacije kapitala, otvaranja novih poslovnih prilika u sektoru financijskih usluga (npr. mirovinskog sustava, osiguranja), razvoja malog i srednjeg poduzetništva, gospodarskog rasta i sl.¹⁸⁴ Nadalje, Europska komisija je organizirala izradu analize mogućih učinaka integracije europskih financijskih tržišta s ciljem identificiranja mogućih koristi za gospodarski rast i razvoj EU-a.

Rezultati takvog istraživanja objavljeni su u studiji pod nazivom "Kvantifikacija makroekonomskih učinaka integracije

¹⁸² Vidi posebice godišnja izvješća koja daju jasan pregled i kratak uvid u gore navedene dokumente i poduzete aktivnosti, http://www.esma.europa.eu/documents/overview/10?title=&doc_reference=§ion=All&doc_type=210&x=61&y=6. Također, vidi Wymeersch, Ferran i Moloney u *ibid*.

¹⁸³ Detaljnije o CESR-u i razvoju europskih regulatornih agencija, vidi Bajakić, I. (2013) *Nove ovlasti europskih regulatornih agencija – slučaj ESME*, u: Miladin, P., Jakšić, T. (ur.) *Prilagodba hrvatskog prava i ekonomije europskom tržištu kapitala*, zbornik radova, Pravni fakultet Sveučilišta u Zagrebu, Zagreb, str. 1–26.

¹⁸⁴ European Commission (1998) *Communication of the Commission Financial Services: Building a Framework for Action*, 28. listopada 1998., str. 1.

europskih financijskih tržišta".¹⁸⁵ U simuliranom scenariju integriranih europskih financijskih tržišta identificirani su sljedeći pozitivni makroekonomski učinci na gospodarstvo EU-a:¹⁸⁶

1. porast BDP-a za 1,1 % ili 130 milijardi EUR na razini EU-a u dugom roku¹⁸⁷
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 %.

Studija London Economicsa prezentira i kvalitativne pokazatelje potencijalne koristi od financijske integracije. Kako je prikazano na shemi 2, konkurencija između uređenih tržišta, burzi i multilateralnih trgovinskih platformi – MTP-ova (*Multilateral Trading Facilities, MTFs*) rezultirat će nižim troškovima izlaska na burzu za izdavatelje, te nižim transakcijskim troškovima, između ostalog i kroz primjenu novih tehnologija s ciljem bržeg i jeftinijeg trgovanja. Povećana konkurencija između financijskih posrednika snizit će transakcijske troškove i brokerske provizije, te stimulirati inovaciju financijskih proizvoda. Troškovi će se snižavati uslijed ekonomije obujma. Rast će konkurencija bankovnom sustavu, tj. s razvojem tržišta kapitala, tvrtke dobivaju veći izbor i bolji pristup financiranju, pa se očekuje smanjivanje troškova financiranja. Doći će do poboljšanja cjenovne transparentnosti, tj. postojanje informacija o cijenama jednog vrijednosnog papira na više tržišta pozitivno će se odraziti na realnu vrijednost tvrtke. Zbog povećanja volumena trgovanja s investitorima iz svih država članica EU-a dolazi do produbljivanja tržišta i smanjenja problema nelikvidnosti trgovanja. Veće financijsko tržište omogućit će razvoj fondova rizičnog kapitala. Veće tržište omogućuje i bolju diversifikaciju rizika, čime se smanjuje premija na rizik za fondove rizičnog kapitala.¹⁸⁸ Studija nadalje iden-

¹⁸⁵ London Economics (2002) *Quantification of the Macro-Economic Impact of Integration of EU Financial Markets*, studeni 2002., dostupno na: <https://londoneconomics.co.uk/wp-content/uploads/2011/09/103-Quantification-of-the-Macro-economic-Impact-of-Integration-of-EU-Financial-Markets.pdf>.

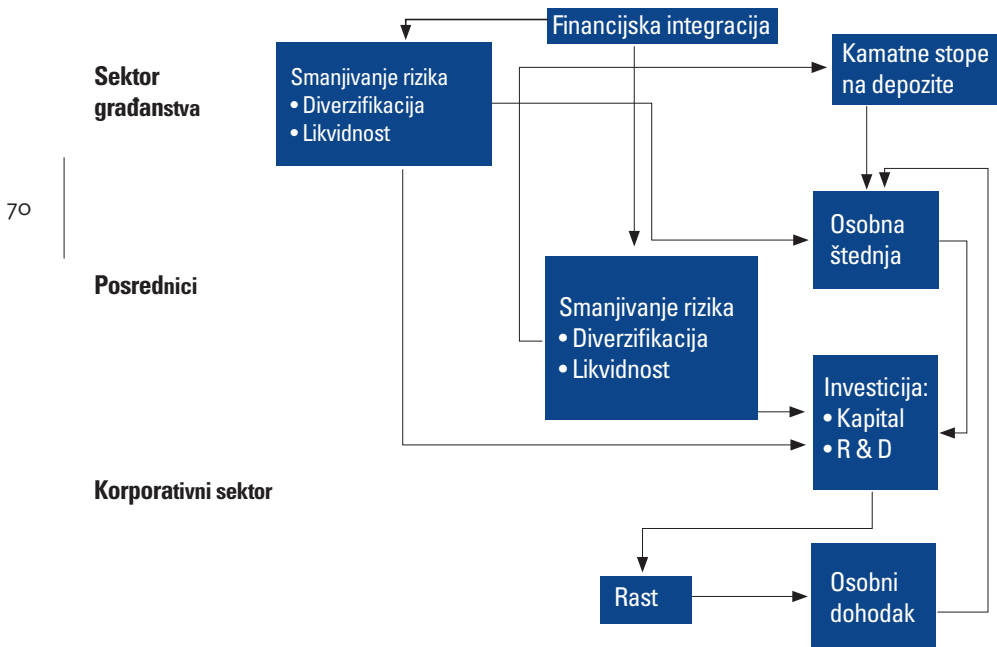
¹⁸⁶ *Ibid.*, str. 123–124.

¹⁸⁷ Izraženo u cijenama 2002. godine. Usporedbe radi, Cecchinijevo izvješće iz 1988. godine o koristima integracije financijskih tržišta u osam država članica EU-a predviđa porast BDP-a za 0,7 % kao rezultat njihove pune integriranosti, Cecchini, P. (1988) *The European Challenge 1992 - The Benefits of a Single Market*, u European Commission (2005) *Impact Assessment - Annex II to the White Paper on Financial Services Policy 2005 - 2010*, COM(2005)629 final, 1. prosinca 2005., str. 5.

¹⁸⁸ London Economics (2002) *Quantification of the Macro-Economic Impact of Integration of EU Financial Markets*, studeni 2002., str. 8–9.

tificira koristi za investitore, uzrokovane navedenim pozitivnim utjecajima jedinstvenog financijskog tržišta, koje uključuju: niže transakcijske troškove, veću profitabilnost ponderiranu faktorom rizika, veći izbor financijskih proizvoda, veću transparentnost cijena te indirektna koristi zbog ukupnog razvoja gospodarstva. Isto tako, navedene su koristi za tvrtke: niži troškovi trgovanja, niži troškovi prikupljanja kapitala, niže bankarske kamatne stope na kredite, veći broj investitora iz cijelog EU-a, bolja informiranost i veća transparentnost.¹⁸⁹ *Ex ante* analize učinaka FSAP-a obrađene su detaljnije u dodatku 1.

Shema 2. Transmisijski mehanizmi financijske integracije



Izvor: London Economics (2002) *Quantification of the Macro-Economic Impact of Integration of EU Financial Markets*, studeni 2002., str. 7.

FSAP je u roku implementiran u svim državama članicama EU-a. Postoji općeprihvaćeno mišljenje da je FSAP velika promjena za europsko financijsko tržište. Rezultati FSAP-a su impresivni, u svojoj količini i rokovima unutar kojih su provedeni. Proces implementacije nadzirala je Europska komisija koja je ocijenila provedbu FSAP-a uspješnom, a kao negativnu stranu samog procesa navodi preveliku količinu propisa koji su u zadanom vremenskom okviru bili preopsežni za kvalitetan proces pri-

¹⁸⁹ *Ibid.*, str. 8–11.

preme i konzultacija sa svim zainteresiranim stranama.¹⁹⁰ CESR zagovara da se u budućnosti veća pažnja posveti koordinaciji između nacionalnih regulatornih agencija, u smislu da propisi koje primjenjuju u svojoj nadležnosti budu harmonizirani s ostalim državama članicama, a prema preporukama EU-a. Pritom upozorava da neke države članice odstupaju od procesa harmonizacije. "*Nacionalne opcije i diskrecije često su rezultat snažnog lobiranja država članica. Nacionalni goldplating je također izvor različitosti regulacije na nacionalnoj razini. U oba slučaja je slavna jednakost tržišta poremećena, kreirajući iskrivljenost, neefikasnost, regulatornu arbitražu, i mnoge ostale nedostatke u regulatornom modelu.*"¹⁹¹

Procjene oko koristi i troškova uvođenja FSAP-a bitno se razlikuju.¹⁹² S obzirom na pojavu globalne financijske krize 2007/08 teško će se moći provjeriti tvrdnje London Economicsa da će integrirana financijska tržišta generirati porast BDP-a za 1,1 % i porast ukupne zaposlenosti za 0,5 %. I u slučaju da nije došlo do krize i da se nastavio trend pozitivnih gospodarskih kretanja, otvoreno pitanje i dalje ostaje: što bi se dogodilo da se nisu ostvarila pozitivna predviđanja na kojima se temeljila strategija razvoja financijskih usluga u EU-u, s obzirom na to da je nemoguće takav proces vratiti unatrag na početak dodirom na tipku *undo*? Što privatnom sektoru znači povećanje prekograničnog trgovanja vrijednosnim papirima od 3,4 %, predviđeno simulacijom u slučaju potpune implementacije FSAP-a, ako za taj postotak mora platiti cijenu od nekoliko milijuna eura troškova zbog implementacije nove financijske regulative (vidi dodatak 1)? Za pretpostaviti je da bi privatni sektor pronašao načina da uz niže troškove sam sebi ostvari bolje poslovanje, uz svoju poznatu i često neizgovorenu poruku upućenu javnoj administraciji da ukoliko im već žele pomoći, najbolje da ne rade ništa jer će tako nanijeti najmanje štete. Primjeri koji govore o uspješnim integracijama unutar financijskog sektora jesu brojna spajanja i preuzimanja, tj. konsolidacija unutar financijskog sektora od 1990-ih do danas te primjeri regionalnih integracija (npr. nordijsko-baltički blok).

CESR naglašava da financijsku regulaciju ne treba gledati samo kroz koristi ostvarene od strane sudionika tržišta, već kroz ukupnu korist za tržište. U tom smislu ostvareni su odre-

¹⁹⁰ European Commission (2005) *FSAP Evaluation – Part I: Process and Implementation*, 7. studenoga 2005., str. 38.

¹⁹¹ Wymeersch, E. (2009) *Preparing for the Future - Where to now for regulation and supervision in the field of securities?*, govor na CESR-ovoj konferenciji održanoj 23. veljače 2009. u Parizu, str. 2.

¹⁹² Za detaljniji prikaz *ex post* analiza učinaka FSAP-a, vidi dodatak 1.

72

đeni pozitivni učinci: smanjene su barijere za prekogranično trgovanje vrijednosnim papirima, smanjene su provizije tržišnih operatora i ostalih sudionika tržišta, a u većini zemalja došlo je do otvaranja tržišta prema stranim investicijskim društvima. S druge strane, analize učinaka također upozoravaju na ograničen učinak prekograničnog trgovanja, te na ograničen učinak u području zaštite potrošača. Zaštita investitora jedan je od temeljnih ciljeva financijske regulacije, a ona se ostvaruje kroz veću sigurnost poslovanja, stabilnost tržišta i bolje prinose uslijed smanjenja troškova trgovanja. Analize učinaka pokazale su da je došlo do očekivane konkurencije između tržišnih operatora: burzi i MTP-ova, pogotovo u najrazvijenijim financijskim tržištima EU-a. Takva konkurencija rezultirala je snižavanjem provizija od strane burzi i dodatnim poboljšanjem njihova poslovanja u smislu kvalitete usluga. Kao negativan učinak konkurencije može se izdvojiti fragmentiranost tržišta. Uz smanjenu likvidnost na tržištima kapitala kao posljedicu financijskih turbulencija, dodatna fragmentacija tržišta uzrokovana konkurencijom tržišnih operatora samo pojačava trku prema dnu. Ipak, prema analizama učinaka, takva konkurencija nije se pozitivno odrazila na investitore. Naime, izostalo je očekivano smanjenje troškova trgovanja. Tržišni operatori, opterećeni visokim troškovima usklađivanja s novim propisima i uvođenjem iznimno skupe visokosofisticirane tehnologije, koja omogućuje naprednije poslovanje, nisu u stanju ponuditi jeftinije proizvode i usluge, pa se ukupni trošak trgovanja nije smanjio. Nadalje, analize pokazuju da se koristi od smanjenih provizija nisu prelile na investitore, barem ne u tržištu individualnih investitora.

Dodatna otežavajuća okolnost je negativan učinak fragmentacije tržišta podataka o trgovanju. MiFID je, osim ukidanja monopola burzi općenito, ukinuo i monopol burzi u području prikupljanja, obrade i objavljivanja podataka o trgovanju, pa je došlo do fragmentacije i tog tržišta, uslijed čega su porasli troškovi praćenja podataka o trgovanju. To se naročito negativno odrazilo na manje tvrtke kojima je znatno povećan operativni trošak poslovanja i koje moraju plaćati pristup većem broju baza podataka o trgovanju. Uz taj negativni učinak, zabrinjava i činjenica da se kvaliteta objavljenih podataka pogoršala jer ne postoje standardizirani formati za objavu podataka o trgovanju, pa se oni razlikuju prema platformama koje ih objavljuju. Sve je to

uzrokovalo pogoršanje cjenovne transparentnosti umjesto prvotno zamišljenog i isticanog poboljšanja cjenovne konkurentnosti kao jednog od glavnih ciljeva FSAP-a. Nadalje, istraživanja su pokazala da su investitori dodatno zbunjeni novom opsežnom regulacijom koju smatraju previše kompleksnom i nerazumljivom. Tu se u prvi plan stavlja uloga nacionalnih regulatornih agencija u komuniciranju i pojašnjavanju novog regulatornog okruženja svim sudionicima tržišta. Ali postavlja se pitanje kapaciteta samih regulatornih agencija koje su, prema analizama, i same preopterećene pisanjem zakona i podzakonskih akata, usklađivanjem s procedurama EU-a i međusobnom suradnjom s ostalim regulatornim agencijama zbog povećanog međunarodnog poslovanja.

Normalno je da svaka reforma donosi pozitivne i negativne učinke, ali pogrešno je očekivati proporcionalnost u takvim omjerima dobrog i lošeg, već treba očekivati maksimalnu korisnost i minimalne negativne učinke. Naime, pozitivni učinci se sami po sebi razumiju i očekuju – oni su rezultati reformi u koje se ulazilo, a cijenu reformi uglavnom plaća privatni sektor u smislu troškova usklađivanja s novim propisima. Ako pritom dođe do negativnih i štetnih učinaka koji nisu predviđeni reformama, radi se o štetnoj regulaciji koju treba što je moguće prije korigirati. U slučaju FSAP-a, još preciznije MiFID-a, došlo je do negativnog i štetnog učinka na tržište kapitala u smislu fragmentacije likvidnosti i fragmentacije podataka o trgovanju. Investitori pritom nisu profitirali od smanjenih troškova trgovanja (detaljnije u dodatku 1). Zahvaljujući Lamfalussyjevu pristupu, omogućena je široka javna rasprava i sudjelovanje u procesu promjena u kojem su svi sudionici tržišta bili pozvani iznijeti mišljenje i predložiti promjene, tj. amandmane na prijedloge direktiva.

Zaključno, FSAP je jedan od najambicioznijih i najuspješnijih integracijskih projekata u EU-u proveden od strane Europske komisije u smislu količine propisa i obuhvata regulatornih reformi iz područja financijskih usluga. Privukao je aktivno sudjelovanje svih sudionika financijskih tržišta, kao i akademske i stručne javnosti u istraživanju i analiziranju utjecaja takvog procesa na razvoj financijskih tržišta.

3.6. Strategija razvoja financijskih usluga u EU-u nakon FSAP-a¹⁹³

Krajem 2004., pri završetku procesa FSAP-a, glavne krilatice za naredno razdoblje bile su: "regulatorna pauza" i "efikasna implementacija".¹⁹⁴ Tijekom 2005. EK započinje proces konzultacija radi utvrđivanja politika financijskih usluga od 2005. do 2010. godine. U "Zelenoj knjizi" općenito se predlaže regulatorna pauza, tj. naglasak je stavljen na efikasnu implementaciju postojećih propisa u nacionalna zakonodavstva država članica uz minimalan broj novih inicijativa, te s tim u vezi na jačanje suradnje nacionalnih regulatornih agencija.¹⁹⁵ Na području supervizije identificirani su izazovi: praćenje rizika i efekta prelijevanja s obzirom na financijske institucije koje posluju prekogranično.¹⁹⁶ CESR se upućuje na to da potencijal "mekih" mjera provedbe razvije do maksimuma, ali ne i preko toga. "*Odborima europskih regulatora trebamo dati nekoliko godina da ostvare svoj puni potencijal, umjesto brziranja u integriraniji sustav supervizije u vrijeme kada tržišta još nisu u potpunosti integrirana.*"¹⁹⁷ Sredinom ljeta 2005. više od 450 stručnjaka iz financijskog javnog i privatnog sektora sudjelovalo je u razmjeni mišljenja o prioritetima i razvoju politika financijskih usluga u sljedećih pet godina.¹⁹⁸ Nakon što je povjerenik EK-a za unutarnje tržište i usluge Charlie McCreevy u svom uvodnom govoru još jednom potvrdio stajalište Komisije o "evolucijskom" pristupu razvoju supervizije, tj. *ovlasti europskih odbora regulatora koje uključuju: "... mehanizme medijacije, uvježbavanje i razmjenu stručnog osoblja, razmjenu informacija, razvoja ujednačenih obrazaca izvješćivanja, 'one-stop shop', organiziranje poslanstava između supervizora i tako dalje*",¹⁹⁹

¹⁹³ Pojedini dijelovi ovog potpoglavlja preuzeti su iz autoričina članka: Bajakić, I. (2013) *Nove ovlasti europskih financijskih regulatornih agencija – slučaj ESME*, u: Miladin, P., Jakšić, T. (ur.), *Prilagodba hrvatskog prava i ekonomije europskom tržištu kapitala*, zbornik radova, Pravni fakultet Sveučilišta u Zagrebu, Zagreb, str. 6–9.

¹⁹⁴ Vidi *High level conference 22-23 June 2004 – European financial integration: progress and prospects*, pod pokroviteljstvom Europske komisije, 22. – 23. lipnja 2004., Brussels.

¹⁹⁵ European Commission (2005) *Green Paper on Financial Services Policy (2005-2010)*, COM (2005) 177, 3. svibnja 2005., str. 4., dostupno na: https://www.iasplus.com/en/binary/europe/green_en.pdf.

¹⁹⁶ Aneks I. "Zelene knjige", odjeljak 3, str. 9–11, European Commission (2005) *Green Paper on Financial Services Policy (2005-2010)*, COM (2005) 177, 3. svibnja 2005.

¹⁹⁷ *Ibid.*, str. 10.

¹⁹⁸ Konferencija Komisije *Exchange of views on Financial Services Policy 2005-2010*, Brussels, 18. srpnja 2005.

¹⁹⁹ Govor Charlieja McCreevya na jednodnevnoj konferenciji Komisije *Exchange of views on Financial Services Policy 2005-2010*, Brussels, 18. srpnja 2005., str. 3, dostupno na: <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=SPEECH/05/448&format=HTML&aged=0&language=EN&guiLanguage=fr>.

razmjena mišljenja uglavnom se svodila na potvrđivanje utvrđenoga.²⁰⁰

Europska komisija je u prosincu 2005. godine objavila "navstavak FSAP-a", tj. "Bijelu knjigu o financijskim uslugama od 2005. do 2010. godine" (*White Paper: Financial Services Policy 2005 - 2010, WPFS*) u kojoj predstavlja strategiju razvoja financijskih usluga kroz pet prioritetnih područja: (i) dinamična konsolidacija napretka i osiguranje implementacije postojećih propisa, (ii) uvođenje načela "bolje regulacije" prilikom utvrđivanja novih inicijativa, (iii) unaprjeđenje supervizije kroz kooperaciju, (iv) poticanje konkurencije između pružatelja financijskih usluga, naročito na tržištima malih ulagača, te (v) jačanje utjecaja EU-a na globalnom tržištu kapitala.²⁰¹ Strategija se sastoji od 72 mjere²⁰² u kojima je naglašena uloga analize učinaka kako bi se kontinuirano provjeravalo jesu li rezultati u skladu s prije postavljenim ciljevima, kao i proces praćenja provedbe strategije kroz godišnja izvješća o stupnju financijske integracije (*Financial Integration Monitor Report*). Europska komisija u novoj strategiji u prvi plan stavlja integraciju tržišta malih ulagača kroz eliminaciju preostalih barijera za male ulagače i podizanje razine informiranosti (i usporedivosti) o dostupnosti različitih financijskih proizvoda i usluga,²⁰³ a u području supervizije ističe važnost suradnje i stvaranja paneuropske supervizijske kulture kroz "meke" instrumente provedbe.²⁰⁴

Kritike na novu strategiju u prvi plan stavljaju jačanje uloge Europske komisije i njezine "monopolističke pozicije" nad europskim propisima koji se tiču regulacije tržišta kapitala.²⁰⁵ "Da bi se europska financijska tržišta mogla dalje uspješno razvijati, potreban je balans između jakog centra i dinamičnosti država članica. Do sada je postojao konsenzus o daljnjem jačanju centra, iako europske institucije trebaju kontinuirano provjeravati da li se procesi razvijaju u skladu s potrebama tržišta. Prejaka centralizacija na EU razini može naštetiti prednostima europskih različitosti i staviti

²⁰⁰ Vidi sažetak European Commission (2005) *Results of the Commission's "Exchange of views on Financial Services Policy 2005-2010"*, Brussels, 18. srpnja 2005., str. 4-5.

²⁰¹ European Commission (2005) *EU financial services for the next five years*, 5. prosinca 2005., dostupno na: https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/IP_05_1529.

²⁰² European Commission (2005) *White Paper - Financial Services Policy 2005 - 2010*, 5. prosinca 2005., Annex 1, dostupno na: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52005DCo629&from=EN>

²⁰³ European Commission (2005) *EU financial services for the next five years*, 5. prosinca 2005.

²⁰⁴ European Commission (2005) *White Paper: Financial Services Policy 2005-2010*, 5. prosinca 2005., str. 9-11.

²⁰⁵ Moloney, N. (2008) *EC Securities Regulation*, Oxford University Press, str. 48-49.

*EU u suprotan položaj od država članica i time potkopati razlog svog postojanja u dugom roku. Previše decentralizacije će oslabiti zajedničko tržište i smanjiti konsenzus koji se tiče ciljeva i svesti EU na jednostavnu zonu slobodnog trgovanja."*²⁰⁶

Predstavnici privatnog sektora jasno su o pitanju osnivanja jedinstvenog europskog regulatora tržišta kapitala dali do znanja da "... još nije došlo vrijeme za razvijanje takve opcije, ali bi se ona mogla uzeti u obzir u slučaju da se suradnja među nacionalnim regulatornim agencijama pokaže neučinkovitom u promicanju jedinstvenog europskog tržišta kapitala".²⁰⁷ Također su predložili osnivanje ureda europskog pravobranitelja za sudionike tržišta kapitala, kojem bi se mogli požaliti ako smatraju da nacionalna regulatorna agencija pogrešno implementira ili donosi odluke koje nisu u skladu s pravom EU-a.²⁰⁸ (Ured nije osnovan, ali je ideja o mogućnosti pokretanja žalbenog postupka realizirana osnivanjem europskih regulatornih agencija i Žalbenog vijeća 2011. godine).

CESR je krajem 2004. objavio tzv. "Himalajsko izvješće"²⁰⁹ u kojem analizira i pažljivo predlaže nove mjere supervizije, poput harmonizacije nadzornih praksi i pratećih instrumenata provedbe NRA-a država članica (npr. ujednačavanje ovlasti tijekom istražnog postupka, sankcija i razmjene informacija) te provođenja CESR-ove medijacije između NRA-a, ali se pokazalo da je bila riječ o preuranjenoj inicijativi. Gotovo godinu dana nakon CESR-ova "Himalajskog izvješća", predstavnik CESR-a na konferenciji ključnih sudionika europskog financijskog tržišta i donosioca politika u Bruxellesu u srpnju 2005., u sklopu procesa konzultacija Europske komisije o politikama financijskih usluga 2005. – 2010., ponavlja jednu od ključnih točaka "Himalajskog izvješća" – potrebu za ujednačavanjem ovlasti NRA-a kao osnovu za efikasnu superviziju financijskih institucija koje posluju prekogranično i odmah dobiva ironičan komentar iz publike: "*Zar nije 'Himalajsko izvješće' potonulo poput Titanica?!*"²¹⁰

²⁰⁶ Lannoo, K., Levin, M. (2004) *Securities Market Regulation in the EU – Everything you always wanted to know about Lamfalussy Procedure*, CEPS Research Report in Finance and Banking, No. 33, str. 22.

²⁰⁷ Securities Expert Group (2004) *Financial Services Action Plan: Progress and Prospects, Final Report*, svibanj 2004., str. 19, dostupno na: https://www.fep.up.pt/disciplinas/pgaf924/PGAF/Texto_6_FSAP_SecuritiesReport.pdf.

²⁰⁸ *Ibid.*, str. 18.

²⁰⁹ CESR (2004) *Preliminary Progress Report: Which supervisory tools for the EU securities markets? An analytical paper by CESR*, listopad 2004.

²¹⁰ U European Commission (2005) *Results of the Commission's "Exchange of views" on Financial Services Policy 2005-2010*, Brussels, 18. srpnja 2005., str. 5.

Europska komisija kontinuirano u svojim radnim dokumentima ističe važnost integriranih europskih financijskih tržišta kao generatora gospodarskog rasta i razvoja. "*Financijski sektor ima ključnu ulogu u ekonomiji kroz efikasnu alokaciju financijskih resursa i omogućavanje cjelokupnoj ekonomiji optimalnog rasta i razvoja. Ukoliko je financijski sektor sputan u realizaciji svojih funkcija, postoji trošak u suboptimalnim ekonomskim dostignućima i gubitku blagostanja... Integracija europskih financijskih tržišta nije sama sebi svrha. Ona je ključni faktor razvoja i modernizacije financijskog sustava i cjelokupne ekonomije, te doprinosi većoj produktivnosti i konkurentnosti i ultimativnom povećanju potencijala za gospodarski rast.*"²¹¹

Situacija se neznatno mijenja krajem 2007. kada su nedostaci sustava supervizije sve očitiji zbog turbulencija na financijskom tržištu. U reviziji Lamfalussyjeva procesa EK analizira ograničenja i nedostatke na području supervizije, a srž problema ponovno se svodi na nemogućnost ili nespремnost nacionalnih regulatornih agencija na prihvaćanje i provođenje CESR-ovih mjera.²¹² Prema zaključcima Odbora sredinom 2008. mijenja se Statut CESR-a i proširuju njegove zadaće i ovlasti (npr. glasanje kvalificiranom većinom, medijacija, memorandum o suradnji, pravilo "prihvati ili objasni") s ciljem poticanja što intenzivnije suradnje među nacionalnim regulatornim agencijama i konvergencije na području supervizije, ali primjena mjera i dalje ostaje neobvezujućeg karaktera.²¹³

Nakon globalne financijske krize 2007/08, tijekom 2009. nastao je impuls za promjene. Paralelno uz londonski G-20 summit održan u travnju 2009., na kojem je, među ostalim, dogovoreno jačanje financijske regulacije i supervizije na globalnoj razini,²¹⁴ Europska komisija je u dokumentu *Driving European Recovery*

²¹¹ European Commission (2005) *Impact Assessment - Annex II to the White Paper on Financial Services Policy 2005 - 2010*, COM(2005)629 final, 1. prosinca 2005., str. 3.

²¹² European Commission (2007) *Review of the Lamfalussy process: Strengthening supervisory convergence*, Communication from the Commission, COM(2007) 727, 20. studenoga 2007., vidi: uvod, t. 4.1., 4.3.2., 4.3.2.1., dostupno na: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2007:0727:FIN:EN:PDF>.

²¹³ analizu nedostataka sustava supervizije vidi i CESR (2007) *A proposed evolution of EU securities supervision beyond 2007*, CESR 07-783, studeni 2007.

²¹⁴ Vidi: Council (2008) *Council conclusions on the EU Supervisory Framework and Financial Stability Arrangements*, 15. svibnja 2008., Brussels, <http://register.consilium.europa.eu/pdf/en/08/sto8/sto8515-reo3.eno8.pdf>; odluka Komisije 2009/77/EZ 23. siječnja 2009. o osnivanju Odbora europskih regulatora tržišta kapitala, OJ L25/18; Statut CESR-a (CESR/08-375d), rujan 2008.

²¹⁴ The London Summit (2009) *Global Plan for Recovery and Reform: The Communiqué from the London Summit*, 2. travnja 2009., dostupno na: <http://www.g20.utoronto.ca/2009/2009communiquo402.html>.

prihvatila de Larosièreovo izvješće i najavila formiranje Europskog sustava financijskog nadzora (ESFS) za potrebe praćenja stabilnosti financijskog sustava u cjelini te osnivanje europskih financijskih regulatornih agencija radi mikroprudencijalne supervizije.²¹⁵ Ovdje treba napomenuti kako centralizacija operativnih moći na europskoj razini nije revolucionarno djelo članova de Larosièreove grupe, već prije postignut politički dogovor čelnika država članica i europskih institucija, pa je spomenuti *think-tank* "kucao na relativno otvorena vrata".²¹⁶

²¹⁵ European Commission (2009) *Communication for the Spring European Council: Driving European recovery*, COM(2009) 114 final, Brussels, 4. ožujka 2009., str. 7, dostupno na: <https://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2009:0114:FIN:EN:PDF>.

²¹⁶ Ferran, E. (2010) *Understanding the new institutional architecture of EU financial market supervision*, 20. prosinca 2010., https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1701147, str. 33.

4. GLOBALNA FINANCIJSKA KRIZA, KRIZA EUROPODRUČJA I DRŽAVNA INTERVENCIJA

4.1. Uzroci, obrazac i troškovi financijske krize

Financijska kriza definira se kao "kolaps, ili potencijal za kolaps financijskih institucija koji prijeti stabilnosti financijskog sustava. Financijske institucije mogu biti nesolventne banke ili pojedinačne države koje ne mogu ispunjavati svoje financijske obveze. Glavna karakteristika financijskih kriza je sistematske prirode. Propast jedne banke ne predstavlja krizu, ali može uzrokovati krizu ako propast te banke prijeti kolapsom ostalih financijskih institucija."²¹⁷

Financijski sustav ima osnovnu zadaću, a to je efikasna alokacija resursa u neizvjesnom okruženju. Efikasni financijski sustav omogućuje: (i) trgovanje, *hedging*, diversifikaciju rizika, (ii) alokaciju resursa, (iii) nadzor menadžera i vršenje korporativne kontrole, (iv) mobiliziranje štednje i (v) olakšavanje razmjene dobara i usluga.²¹⁸ Ako zbog endogenih ili egzogenih faktora na

²¹⁷ Black, J., Hashimzade, N., Myles, G. (ur.) (2009) *Dictionary of Economics*, Oxford Reference Online, Oxford University Press.

²¹⁸ Levine, R. (1997) *Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda*, 35(2) *Journal of Economic Literature*, str. 691.

financijskim tržištima dođe do poremećaja koji sprječavaju normalno funkcioniranje financijskog sustava, može, u određenim okolnostima, doći do razvoja situacije koja će rezultirati financijskom krizom.

Tipičan obrazac potencijalne buduće krize započinje, pojednostavljeno prikazano, pretjeranim optimizmom investitora koji vodi ekonomskoj ekspanziji i očituje se u naglom gospodarskom rastu neke zemlje.²¹⁹ Ta ekspanzija može biti uzrokovana raznim vanjskim faktorima. Na primjer, u slučaju financijske deregulacije, tj. liberalizacije financijskih propisa, neke zemlje su postale atraktivnije za ulaganja, što se osjetilo u porastu investicija, tj. količini novčanih tokova koji su pritjecali u tu zemlju.²²⁰ Istovremeno su olabavili i kriteriji glede odnosa između majodavatelja i zajmoprimatelja, pa su tako donedavno kreditno neprihvatljivi zajmoprimateљи postali poželjni klijenti financijskih institucija (npr. tržišta tijekom 1970-ih godina). U takvoj situaciji na tržištu se pojavljuje i sve veći broj investitora motiviranih kratkoročnom zaradom. Nastaje balon koji je dugoročno neodrživ. Ekspanzijom gospodarstva neke zemlje dolazi do velikog slijevanja novčanih tokova u tu zemlju, što može dovesti u pitanje monetarnu stabilnost i održivost takvog gospodarskog rasta. Reinhart i Reinhart takvo razdoblje nazivaju "bonanza toka kapitala" (*capital flow bonanza*).²²¹ Istovremeno, entuzijazam na tržištu uzrokuje povećanu ponudu kredita, porast potrošnje domaćinstava te porast cijena roba, dionica i nekretnina. Trend koji vodi u smjeru povećanja cijena u nekoj zemlji pretvara se u balon koji mora implodirati. Pitanje je samo vremena ili vanjskog šoka koji će rezultirati obrtajem smjera kretanja. Gospodarski rast baziran na euforiji i optimizmu glede kontinuiranog visokog rasta budućih primanja zapravo je umjetan, *i.e.* neodrživ. U jednom momentu rasplamsat će se sumnja u održivost takvog gospodarskog rasta.

²¹⁹ Za povijesni pregled svjetskih financijskih kriza: Kindleberger, C. P., Aliber, R. (2006) *Najveće svjetske financijske krize: Manije, panike i slomovi*, Masmedia, Zagreb; s naglaskom na kvantitativnu analizu: Reinhart, C., Rogoff, K. (2009) *This Time is Different – Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press, Princeton and Oxford; s naglaskom na mjere ekonomske politike i međunarodnih financijskih institucija: Claessens, S., Kose, M., Laeven, L., Valencia, F. (ur.) (2014) *Financial Crises Causes, Consequences, and Policy Responses*, International Monetary Fund, Washington DC, dostupno na: <https://www.elibrary.imf.org/view/IMFO71/20264-9781475543407/20264-9781475543407/cho1.xml?language=en&redirect=true>.

²²⁰ O utjecaju deregulacije na financijsku krizu, vidi: Moosa, I. (2015) *Regulation, Deregulation and Financial Crises*, u Moosa, I., Imad, A. *Good Regulation, Bad Regulation – The Anatomy of Financial Regulation*, Palgrave Macmillan, London, str. 31–55.

²²¹ U Reinhart, C., Rogoff, K. (2009) *This Time is Different – Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press, Princeton and Oxford, str. 157–158.

Kad se dogodi točka preokreta, investitori prvi mijenjaju smjer kretanja. Počinju likvidirati svoje pozicije i dolazi do premještanja ulaganja (*credit displacement*). Zajmoprimateљи procjenjuju svoju situaciju i prilagođavaju svoju zaduženost realnim primanjima, te u skladu s njima kontroliraju potrošnju i izdatke za buduća razdoblja. Kreditne institucije postaju opreznije, a dolazi i do povećanja udjela loših kredita u njihovim bilancama. Žele što prije naplatiti svoja rizična potraživanja i postaju konzervativne u svojoj kreditnoj politici prema zajmoprimcima. Količina dostupnog novca se smanjuje i on postaje sve skuplji. Dolazi do pada cijena dionica, nekretnina, a sve veća nelikvidnost i nedostupnost kredita stvara nesigurnost koja može dovesti do panike i u konačnici rezultirati financijskom krizom. U takvoj situaciji može doći i do bankarskih kriza, te propadanja banaka i ostalih financijskih institucija, a postoji vjerojatnost da će se kriza dalje preliti i na realni sektor. Razlog tome je što su krize financijskih institucija, monetarni šokovi i baloni na tržištima nekretnina i dionica međusobno povezane pojave, pa će uzlet jednog sektora rezultirati uzletima drugih sektora, ali isto tako i obrnutim prelijevanjem kada dođe do negativnog šoka.

U situacijama koje dovode do financijske krize razlikujemo pojavu balona i manija.²²² Balon se definira kao "*generički naziv za povećanje imovinskih cijena u manijskoj fazi ciklusa*".²²³ Implozija balona imovinskih cijena ima vrlo loše posljedice na gospodarstvo svake zemlje (npr. u Japanu je od početka 1990-ih uzrokovala propadanje banaka i recesiju, u Tajlandu se krajem 1990-ih prelila na ostale zemlje regije i uzrokovala velik pad cijena dionica, u SAD-u je 2000. uzrokovala strmoglavi pad cijena dionica u granama informacijske tehnologije i internetskih djelatnosti²²⁴). Manije su kompliciranije, ali nisu tako česte. Popraćene su euforijom koja uzrokuje pojačanu ekonomsku aktivnost i povećanje trošenja. Porast cijena dionica, nekretnina i ostale imovine uz impresivan gospodarski rast stvara iskrivljenu sliku realnog stanja i budi lažnu nadu glede prognozirana daljnjeg uspješnog gos-

²²² Claessens, S., Kose, M. (2014) *Financial Crisis: Explanations, Types, and Implications*, u Claessens, S., Kose, M., Laeven, L., Valencia, F. (ur.) *Financial Crises Causes, Consequences, and Policy Responses*, International Monetary Fund, Washington DC, str. 6–15; Kindleberger, C. P., Aliber, R. (2006) *Najveće svjetske financijske krize: Manije, panike i slomovi*, Masmedia, Zagreb, str. 11–117.

²²³ Kindleberger, C. P., Aliber, R. (2006) *Najveće svjetske financijske krize: Manije, panike i slomovi*, Masmedia, Zagreb, str. 20.

²²⁴ Reinhart, C., Rogoff, K. (2009) *This Time is Different – Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press, Princeton and Oxford, str. 18–19, 203–208.; Kindleberger, C. P., Aliber, R. (2006) *Najveće svjetske financijske krize: Manije, panike i slomovi*, Masmedia, Zagreb, str. 11.

podarskog rasta. "*Ciklus manija i panika rezultira iz procikličkih promjena u ponudi kredita; ponuda kredita povećava se relativno brzo u dobrim vremenima, a zatim, kad oslabi gospodarski rast, stopa rasta kredita često jako pada*".²²⁵ Isto tako, dostupnost velike količine novca i kredita tijekom ekonomskih *boomova* utječe na pojavu špekulacijskih manija. Rezultati implozije balona mogu biti različiti: neki put dovode do velike deprecijacije nacionalnih valuta i uzrokuju bankovne krize, dok u drugim slučajevima bankovne krize dovode do deviznih kriza.²²⁶ Stručnjaci smatraju da su razlozi jakih i velikih financijskih slomova posljednjih desetljeća odraz sve veće povezanosti i međuovisnosti međunarodnih financija, te dijelom činjenice da je količina informacija višestruko povećana, a s njom i zahtjevnost prikupljanja i analize podataka.²²⁷

Reinhart i Rogoff su empirijski analizirali troškove i posljedice financijske krize i zaključili da velike financijske krize često imaju slične posljedice na ekonomiju. Uzrokuju dubok i dugotrajni kolaps vrijednosti imovine u svim oblicima. Tržište nekretnina padne za oko 35 % u šestogodišnjem periodu. Cijene dionica padnu prosječno oko 55 % u periodu od oko tri i pol godine tijekom gospodarskog pada. Uslijed bankarskih kriza, nezaposlenost raste oko 7 % u periodu od četiri godine tijekom gospodarskog pada, a obujam proizvodnje pada oko 9 % tijekom dvije godine. I na kraju, iznimno opasno, javni dug najčešće eksplodira.²²⁸

4.1.1. Financijske prijevare i stroža regulacija

"Korupcija se povećava u skladu s kretanjem poslovnog ciklusa dosta slično ponudi kredita. Uskoro nakon što recesija postane vjerojatna, smanjuju se zajmovi tvrtkama koje su hranile svoj rast kreditom, jer zajmodavatelji postaju oprezniji glede zaduženosti pojedini-

²²⁵ Kindleberger, C. P., Aliber, R. (2006) *Najveće svjetske financijske krize: Manije, panike i slomovi*, Masmedia, Zagreb, str. 20.

²²⁶ Zanimljivo je pritom da usprkos većoj vjerojatnosti da će uslijed rasta kredita doći i do bankovnih kriza, analize ukazuju na to da svega 20 % takvog kreditnog rasta završi krizom; u Dell'Ariccia, G., Igan, D., Laeven, L. (2008) *Odnos između posljednjeg naglog rasta i trenutačnih dugova u subprime hipotekama*, u Felton, A., Reinhart, C. *Prva globalna financijska kriza 21. stoljeća*, VoxEU.org, Centar za istraživanje ekonomske politike, CEPR, Novum, Zagreb, str. 17.

²²⁷ Kindleberger, C. P., Aliber, R. (2006) *Najveće svjetske financijske krize: Manije, panike i slomovi*, Masmedia, Zagreb, str. 16.

²²⁸ Reinhart, C. M., Rogoff, K. S. (2009) *The Aftermath of Financial Crises*, 99(2) *American Economic Review: Papers & Proceedings* 2009, str. 466, dostupno na: https://dash.harvard.edu/bitstream/handle/1/11129155/Reinhart_Rogoff_Aftermath_of_Financial_Crises_AER2009.pdf?sequence=1&isAllowed=y.

*nih zajmoprimatelja i svoje ukupne kreditne eksponiranosti. Kada nema dodatnog kredita, prijevara izlaze na danje svjetlo kao gljive poslije kiše".*²²⁹

Ponašanje nekih pojedinaca koje ide uz ekonomske uspone može se okarakterizirati kao pohlepno i oportunističko, te često nelegalno. Varanje je također tipično i za razdoblje financijskih tjeskoba kada se zbog pomanjkanja kredita određeni pojedinci upuštaju u kriminalna djela kako bi profitirali ili pak spriječili vlastitu financijsku katastrofu. 1920-te u SAD-u nazvane su "*najvećom erom nepoštenih visokih financija koju je svijet ikada upoznao*"²³⁰, iako financijska kriza 2007/08 prati navedene trendove i obrasce. Postoje razna objašnjenja: erozija moralnih normi, iskrivljeno vaganje rizika i nagrade, deregulacija financija i dr. Posljednji razlog vezan je uz ukidanje Glass-Steagallova zakona 1999. godine kojim se liberaliziralo poslovanje američkih banaka. Taj zakon, donesen 1933. godine kao reakcija na financijske malverzacije iz 1920-ih, imao je za cilj odvojiti tradicionalne bankarske poslove na dva segmenta: poslovno bankarstvo i investicijsko bankarstvo. Kada je Glass-Steagallov zakon ukinut, dogovoreno je da se i dalje poštuju pravne norme, ali iz današnje perspektive očigledno je da su se ukidanjem tog zakona oslobodili potencijali za snažnu poslovnu ekspanziju i omogućen je ekspanzivni rast zahvaljujući financijskim inovacijama, uz daljnju liberalizaciju regulatornog režima.²³¹

Prekretnicu dugogodišnje prakse deregulacije obilježio je slučaj Enrona, velikog korporativnog skandala i financijske prijevare, koji je predvidljivo započeo proces strože regulacije.²³² Enron je bio američka financijska tvrtka koja je trgovala prirodnim plinom, naftom, strujom i prijenosom podataka, a uz to su bili i vlasnici komunalnih infrastruktura za vodu i električnu energiju. Nastao je spajanjem dviju tvrtki, jedne zadužene za velika ulaganja u komunalnu infrastrukturu, a druge za proizvodnju i trgovanje. Enron je imao izniman rast poslovanja i bilježio je kontinuirani porast profita. Od početka 1990-ih do 1998. godine Enronove dionice narasle su za 311 %, u 1999. za dodatnih

²²⁹ Kindleberger, C. P., Aliber, R. (2006) *Najveće svjetske financijske krize: Manije, panike i slomovi*, Masmedia, Zagreb, str. 153.

²³⁰ *Ibid.*, str. 180.

²³¹ *Ibid.*, str. 27–28, 162–165.

²³² Slučaj Enrona preuzet iz Healy, P. M., Palepu, K. G. (2003) *The Fall of Enron*, 17(2) *The Journal of Economic Perspectives*, str. 3–26.

56 %, a 2000. za dodatnih 87 %. Magazin Fortune proglasio ga je "najinovativnijom velikom kompanijom u SAD-u". Enronov nevjerojatan rast podržavali su veliki krediti kojima su financirana ulaganja u pogone i opremu. Menadžeri su za svoje dobre rezultate bili kompenzirani opcijama na dionice koje su mogli kasnije prodati. Stoga su na razne nezakonite načine umjetno napuhivali cijenu dionica kroz lažna financijska izvješća kojima su prikazivali stalni rast tvrtke. Jedan od primjera je i Enronov aranžman s investicijskim tvrtkama Merrill Lynch i JP Morgan, u kojem je Enron njima prodao, a zatim unajmio od njih infrastrukturu za generiranje električne energije u Nigeriji. Na taj način Enron je fiktivno ostvario profit. Uz to, Enron je ubacio u svoja financijska izvješća i terminske ugovore s rokom dospijeca za pet ili deset godina, a čiju je vrijednost stalno povećavao, pa se s njima povećavao i profit u godišnjim izvješćima. Tako je Enron, u doba kada je već bio u stadiju popriličnog dugovanja, istovremeno prikazivao profit veći od milijarde dolara. Dug je, zahvaljujući kreativnom primjenjivanju računovodstvenih pravila, kao i kompleksnosti ukupnog poslovanja koja se protezala kroz niz država i jurisdikcija, bio skriven u izvanbilančnim financijskim partnerstvima, tzv. investicijskim subjektima posebne namjene (*special investment vehicle*). Novac od zajmova iz financijskih partnerstva menadžeri su koristili kako bi održali cijenu vlastitih dionica. Istovremeno, uprava je trošila velika sredstva na donacije političarima, medijima, a i članovi upravnog odbora primali su dodatni dohodak za svoje konzultantske usluge. Skandal je izbio u listopadu 2001. godine. Cijena Enronove dionice na Njujorškoj burzi bila je sredinom 2000. godine oko 90 dolara, da bi u listopadu 2001. godine pala na 0,1 dolar po dionici. Gubitak za dioničare procjenjuje se na oko 11 milijardi dolara. Krajem 2001. godine Enron je prijavio bankrot.

U konačnici, uprava Enrona je optužena za tri glavne vrste financijskih prijevара: (i) previsoko iskazan profit, (ii) lažno prikazivanje zaduženosti, (iii) utaju poreza na dohodak kod nekih članova uprave. U sudskom procesu deseci su priznali krivnju, a nekoliko ih je osuđeno na zatvorske kazne. Arthur Andersen, do tada jedna od najuglednijih revizorskih tvrtki (pripadnica tzv. "velikih pet"), ujedno i Enronova revizorska kuća, propala je 2002. godine nakon izbijanja skandala s Enronom. Optuženi su zbog sukoba interesa. Naime, u 2000. godini Arthur Andersen je na Enronu zaradio 25 milijuna dolara za računovodstvene

usluge i dodatnih 27 milijuna dolara za konzultantske usluge. (Enron sam je činio 27 % računovodstvenih prihoda Arthur Andersenova ureda u Houstonu!) Unutarnja kontrola je zakazala – njihova podružnica u Houstonu uspjela je poništiti negativne i upozoravajuće kritike koje su poslone iz podružnice u Chicagu. Uz to, pokušali su zataškati cijeli slučaj uništavanjem dokaza, tj. financijske dokumentacije. To je u prvi plan izbacilo i pitanje uloge računovodstvenih tvrtki, koje bi trebale služiti kao "čuvari javnog interesa". Naime, njihov je cilj zaštita građana i investitora od financijskih malverzacija menadžera kod kojih postoji mogućnost da, radi vlastite koristi, previsoko iskazuju vrijednost profita. Slični scenarij neuspješnog nadzora i sukoba interesa vidljiv je kod agencija za kreditni rejting tijekom globalne financijske krize 2007/08.

Javnost je bila ogorčena – 22.000 ljudi ostalo je bez posla. Diioničari su izgubili 11 milijardi dolara. Kao odgovor na Enron i ostale korporativne skandale (npr. World Com), reakcija je stigla u formi novog Sarbanes-Oxleyjeva zakona i nagodbe državnog odvjetnika New Yorka, Eliota Spitzera, s bankarskom industrijom s Wall Streeta. Sarbanes-Oxleyjev zakon²³³ je imao za cilj: (i) povratiti povjerenje, (ii) povećati transparentnost, (iii) ojačati vjerodostojnost javnih tvrtki, (iv) spriječiti mogućnost konflikta interesa kod tvrtki koje obavljaju reviziju i istovremeno pružaju konzultantske usluge za istog klijenta, te (v) osigurati bolju zaštitu zviždača (*whistleblowers*). Regulatori su morali riješiti pitanja vezana uz: nadzor nad javnim tvrtkama i upravom, konflikte interesa između revizora, financijskih analitičara i investicijskih bankara, novčane kompenzacije upravi i menadžerima, te redefiniranje uloge uprave.

Sarbanes-Oxleyjev zakon doživio je puno kritika zbog svoje rigoroznosti. Stručnjaci tvrde da je ugušio ciljeve i svrhu svog postojanja zbog pretjerane i prerigorozne regulacije, koja se u praksi očituje na najnegativniji mogući način. Naime, postoji opravdana sumnja da će korumpirani i oportunistički menadžeri i dalje kršiti pravila tako što će modificirati kodekse korporativ-

²³³ Za preglednu analizu Sarbanes-Oxley Acta i njegova učinka u praksi, vidi: Harvard Law Review (2003) *NOTES: The Good, the Bad, and Their Corporate Codes of Ethics: Enron, Sarbanes-Oxley, and the Problems with Legislating Good Behavior*, str. 2123–2141; Kroszner, R. (2003) *Economics of Corporate Governance Reform*, prezentirano na Federal Reserve Bank of Chicago Conference on Bank Structure and Competition, svibanj 2003; Becht, M., Bolton, P., Roell, A. (2005) *Corporate Governance and Control*, Working Paper Nr. 02/2002., updated 8/2005, ECGI Working Paper Series in Finance, dostupno na: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=343461, str. 66–74.

nog upravljanja u svoju korist, dok će poštenu menadžeri, koji su do sada pažljivo pratili i poštovali pravila, možda biti prisiljeni također izmijeniti kodekse zbog straha da se neka njihova radnja ne bi krivo protumačila.²³⁴ Također, smatra se da je Sarbanes-Oxleyjev zakon nanio veliku štetu američkom tržištu kapitala zbog povlačenja investitora i tvrtki i preusmjerenja na druga tržišta s umjerenijim regulatornim režimom (npr. londonski *City*). Ipak, postoje istraživanja koja govore u prilog pozitivnom utjecaju Sarbanes-Oxleyjeva zakona na tržište. Li, Pincus i Rego su empirijski dokazali pozitivne reakcije tržišta na Sarbanes-Oxleyjev zakon, tj. nakon uvođenja zakona, porasla je tržišna vrijednost dionica zbog porasta povjerenja investitora u tržište.²³⁵

Financijske prijevare nisu američki fenomen; i u Europi postoje slučajevi velikih dubioza u bilancama poslovnih tvrtki, poput talijanskog Parmalata, te financijskih institucija pod strogim nadzorom renomiranih regulatornih agencija, kao što je recentni slučaj njemačkog Wirecarda pod nadzorom BaFina.²³⁶ Reurink identificira i analizira nove trendove koji pogoduju ekspanziji financijskih prijevara: (i) sukobi interesa koji stvaraju poticaje za prijevare unutar financijskog sektora, (ii) povećanje broja nesofisticiranih ulagača na financijskom tržištu, (iii) povećan broj i kompleksnost financijskih proizvoda i usluga, (iv) povećana netransparentnost koja se opravdava pravilima o povjerljivosti, te (v) korištenje izvanbilančnih konstrukcija u povezanim tvrtkama smještenim u tajnovitim jurisdikcijama. Smatra da je kod financijskih prijevara naročito zabrinjavajuća indirektna uključenost poznatih i renomiranih financijskih institucija, poput Goldman Sachsa i Deutsche Bank, revizorskih kuća Ernst & Young i Deloitte, te osiguravajućih konglomerata poput Lloyd'sa i AIG-a.²³⁷

²³⁴ Harvard Law Review (2003) *NOTES: The Good, the Bad, and Their Corporate Codes of Ethics: Enron, Sarbanes-Oxley, and the Problems with Legislating Good Behavior*, str. 2141.

²³⁵ Li, H., Pincus, M., Rego, S. (2008) *Market Reaction to Events Surrounding the Sarbanes-Oxley Act of 2002 and Earnings Management*, 51(1) *The Journal of Law and Economics*, str. 111–134.

²³⁶ Financial Times (2019) *Wirecard: inside an accounting scandal*, February 7, 2019, dostupno na: <https://www.ft.com/content/d51a012e-1d6f-11e9-b126-46fc3ad87c65>.

²³⁷ Reurink, A. (2016) *Financial fraud: A literature review*, MPIfG Discussion Paper, No. 16/5, Max Planck Institute for the Study of Societies, Cologne, dostupno na: <https://www.econstor.eu/bitstream/10419/141282/1/859161242.pdf>.

4.2. Intervencija države u slučajevima financijske krize

"Bi li državne vlasti trebale intervenirati radi borbe s krizom i ako je odgovor potvrđan, na kojem bi stadiju to trebale činiti? Bi li trebale spriječiti povećanja cijena nekretnina i dionica prilikom širenja balona kako bi kasniji slom bio manje žestok? Bi li trebale probiti balon kad je već postalo očevidno da su imovinske cijene tako visoke da je krajnje nevjerojatno da će povećanje najamnina i zarada u tvrtkama biti dovoljno brzi i veliki da "ratificiraju" ove visoke cijene? Kad cijene imovina počnu padati, bi li vlasti trebale donijeti neke mjere da smire pad i ublaže posljedice?"²³⁸

Zahtjevna dilema: treba li u slučaju financijskih kriza država intervenirati i aktivno se uključiti u spašavanje posrnulog gospodarstva ili pak treba pustiti krizu da "sagori" i tržišne sudionike da vrate tržište u stanje ravnoteže? Povijesno gledano, teško je analizirati krizu bez vladine intervencije, naprosto zato što se ona uvijek prije ili kasnije dogodi. Jedan od argumenata protiv vladine intervencije je spoznaja da se spašavanjem gospodarstva od financijskog sloma odgađa kriza za neko drugo razdoblje kada će težina i obujam te krize biti potencirani odgođenim krizama iz prošlosti. Drugi razlog protiv intervencije države je moralni hazard.²³⁹ Moralni hazard se javlja kada osoba ima poticaj za povećanje svoje izloženosti riziku jer ne snosi sve troškove tog rizika. Vladina intervencija šalje poruku da, bez obzira na uzroke i težinu financijskih malverzacija, neće dozvoliti da zavlada totalna nestabilnost sustava. Na taj su način špekulanti ohrabreni jer mogu računati na "sigurnosnu mrežu" sustava, a pojedinci ostvaruju za sebe materijalnu korist kroz veće bonuse, znajući da je teško kontrolirati i dokazati štetnost takvih postupaka.

Stručnjaci za financijske krize mišljenja su da je središnja banka kao zajmodavatelj u krajnjoj nuždi ipak poželjnije i manje skupo rješenje od oslanjanja na konkurencijske sile tržišta.²⁴⁰ Ima više situacija koje zahtijevaju intervenciju središnje banke.²⁴¹

²³⁸ Kindleberger, C. P., Aliber, R. (2006) *Najveće svjetske financijske krize: Manije, panike i slomovi*, Masmedia, Zagreb, str. 187.

²³⁹ *Ibid.*

²⁴⁰ *Ibid.*, str. 192.

²⁴¹ Npr. špekulativni napad na nacionalnu valutu – u tom slučaju središnja banka će braniti tečaj podizanjem kamatne stope ili prodajom deviznih rezervi i nastojati vratiti ravnotežu u monetarni sustav. Međutim, ako se trend nastavi, zbog špekulativnih ili drugih razloga, može se dogoditi da središnja banka dosegne zadnju točku do koje može ići i tada nastupa pad vrijednosti valute.

Cecchetti²⁴² upozorava na zahtjevnu ulogu središnje banke u procesu spašavanja domaćih banaka. Sama činjenica da banka traži pomoć središnje banke je alarmantna jer pretpostavlja da je banka iskoristila sve ostale opcije prije nego što se obratila "zajmodavatelju u krajnjoj nuždi". Ta spoznaja upozorava na nesolventnost banke u pitanju. Cecchetti naglašava da središnje banke moraju biti naročito oprezne u procjeni radi li se o nelikvidnoj banci ili nesolventnoj, a to je u situaciji financijske krize, u kojoj su teško dostupni mjerljivi pokazatelji vrijednosti imovine banaka, naročito zahtjevana zadaća. Taj proces, poznat i kao Bagehotova doktrina, razvijen je 1873. godine kada je Bagehot promovirao pristup da zajmodavci u krajnjoj nuždi trebaju davati zajmove s kaznenim kamatama, ali samo solventnim i nelikvidnim bankama. Takvu doktrinu je, kao što je već navedeno, "lako izraziti, ali ju je teško primijeniti".²⁴³

Osim središnje banke kao domaćeg zajmodavatelja u krajnjoj nuždi, postoji i međunarodni zajmodavatelj u krajnjoj nuždi. To je Međunarodni monetarni fond (MMF/IMF, *International Monetary Fund*), osnovan u sklopu svjetske konferencije o monetarnim i financijskim problemima održane u Bretton Woodsu 1944. godine, a na razini EU-a osnovan je 2012. godine Europski stabilizacijski mehanizam (pogl. 6.5.). Glavni razlog kreiranja institucije međunarodnog zajmodavatelja u krajnjoj nuždi bio je pomoći zemljama da lakše prebrode deviznu krizu, ali i spriječiti destruktivno konkurentsko ponašanje među zemljama koje su, u razdoblju prije Drugog svjetskog rata, vodile protekcionističku monetarnu i trgovinsku politiku s ciljem stimuliranja domaće zaposlenosti. Stoga je glavna svrha MMF-a pomoći zemljama da stabiliziraju vrijednosti svojih valuta i spriječiti prelijevanje deflatorskog pritiska u druge zemlje (npr. 1992. g. devalvacija finske marke prenijela je deflatorski pritisak na Švedsku, jednog od glavnih industrijskih konkurenata Finske; 1997. g. deprecijacija tajlandskog bahata, malezijskog ringita i južnokorejskog vona prenijela je jak deflatorski impuls u SAD²⁴⁴). Ciljevi MMF-a

²⁴² Cecchetti, S. G. (2008) *Subprime niz: Osiguranje depozita i pozajmljivači u nuždi*, u Felton, A., Reinhart, C. (ur.) *Prva globalna financijska kriza 21. stoljeća*, VoxEU.org, Centar za istraživanje ekonomske politike, CEPR, Novum, Zagreb, str. 37–38.

²⁴³ Vives, X. (2008) *Bagehot, središnje bankarstvo i financijska kriza*, u Felton, A., Reinhart, C. (ur.) *Prva globalna financijska kriza 21. stoljeća*, VoxEU.org, Centar za istraživanje ekonomske politike, CEPR, Novum, Zagreb, str. 128.

²⁴⁴ Kindleberger, C. P., Aliber, R. (2006) *Najveće svjetske financijske krize: Manije, panike i slomovi*, Masmedia, Zagreb, str. 223–224.

definirani su Ugovorom o Međunarodnom monetarnom fondu:²⁴⁵

- I. promovirati međunarodnu monetarnu kooperaciju kroz konzultacije i kolaboracije o međunarodnim monetarnim problemima
- II. pomagati rast i razvoj međunarodne trgovine, te doprinostiti razvoju zaposlenosti i rastu osobnog dohotka
- III. promovirati stabilnost deviznih tečajeva
- IV. asistirati u izradi multilateralnih sustava plaćanja i ukidanju deviznih restrikcija koje ugrožavaju rast svjetske trgovine
- V. pružati sigurnost članicama kroz osiguranje financijskih sredstava u slučaju nužde
- VI. skratiti i umanjiti razdoblje međunarodne monetarne neravnoteže među članicama.

Izaslanstvo MMF-a dva puta godišnje posjećuje svaku zemlju i analizira njezinu financijsku i gospodarsku situaciju te ekonomsku politiku. MMF kontinuirano prati i analizira globalna financijska zbivanja i upozorava ako neka zemlja dođe u situaciju neravnoteže, npr. kada se u tu zemlju prelijeva znatnija količina novca koja bi, zbog svoje neodrživosti, mogla dovesti do deprecijacije valute i naštetiti gospodarstvu i stabilnosti zemlje, te se preliti na druge zemlje u okruženju i uzrokovati financijsku krizu širih razmjera. Problem je, naravno, odrediti kada bi neka zemlja trebala "*promijeniti vrijednost svoje valute zbog fundamentalne neravnoteže*".²⁴⁶

Kritičari Međunarodnog monetarnog fonda naročito su oštri u komentiranju MMF-ove politike prema zemljama u razvoju. Kad je MMF intervenirao uslijed azijske krize 1997. godine, inzistirao je da vlade u azijskim zemljama povećaju svoje kamatne stope u momentu kada su valute već jako deprecirale, usprkos javnom protestu ekonomista da će takve mjere uzrokovati deflatorni učinak i povećati razinu nezaposlenosti, te upozorenjima da će posljedice najgora osjetiti najsiromašniji sloj stanovništva.²⁴⁷ Sachs i Feldstein smatraju da je MMF-ovo inzistiranje na tržišnim reformama azijskih zemalja pogođenih krizom samo dodatno produbilo nedostatak povjerenja u sustav jer njihove standardne

²⁴⁵ Čl. 1., Statut Međunarodnog monetarnog fonda, dostupno na: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/aa/index.htm>.

²⁴⁶ Kindleberger, C. P., Aliber, R. (2006) *Najveće svjetske financijske krize: Manije, panike i slomovi*, Masmedia, Zagreb, str. 227.

²⁴⁷ *Ibid.*, str. 191.

politike i reformske mjere nisu bile adekvatno rješenje za azijsku krizu.²⁴⁸ Stiglitz naglašava da su MMF-ove mjere i preporuke još više povećale nestabilnost međunarodnog tržišta kapitala, a da se njegova pomoć zemljama u krizi pokazala kontraproduktivnom: "Pola stoljeća nakon osnivanja, jasno je da MMF nije uspio u svojoj misiji. Propustio je učiniti potrebno za zemlje u gospodarskoj krizi i omogućiti im da se povrate blizu pune zaposlenosti. ...Još gore, mnoge mjere MMF-a su uzrokovale preuranjenu liberalizaciju tržišta kapitala i doprinijele globalnoj nestabilnosti. A kad se jednom zemlja našla u krizi, MMF-ovi fondovi i programi ne samo da nisu uspjeli stabilizirati situaciju, već su u mnogim slučajevima još dodatno pogoršali stanje, naročito za siromašne."²⁴⁹

Danas većina zemalja ima i neku vrstu osiguranja depozita kako bi spriječile da u slučaju financijske krize dođe do panike među građanima i navala na banke radi podizanja štednih depozita. Tu praksu prvi je uveo SAD, kada je 1934. godine federalno osiguranje depozita spriječilo stampedo na banke tako što je pružalo *ex ante* jamstvo na depozite.²⁵⁰ Državna agencija za osiguranje depozita (*Federal Deposit Insurance Corporation, FDIC*) se u razdoblju od 1934. do 1970. godine pokazala kao iznimno koristan mehanizam stabilizacije bankarskog tržišta. U tom periodu propala je samo jedna banka s depozitima većim od 50 milijuna dolara, dok se u većini slučajeva radilo o bankama s depozitima manjim od 5 milijuna dolara.²⁵¹ Osiguranje depozita postalo je sastavni dio financijske arhitekture: 1974. godine sustav osiguranja depozita imalo je dvanaest zemalja, a 1999. godine čak 71 zemlja²⁵² (grafikon 4.).

Jedna od najvećih prednosti osiguranja depozita jest da je sustav relativno jeftin, barem ako se uzmu u obzir koristi koje

²⁴⁸ Sachs, J. (1997) *The Wrong Medicine for Asia*, New York Times, 3. studenoga 1997. i Feldstein, M. (1998) *Refocusing The IMF*, 77(2) Foreign Affairs, str. 20–33, u Conway, P. (2006) *The International Monetary Fund in a Time of Crisis: The International Financial System, Stabilization, and Development*, 44(1) Journal of Economic Literature, str. 121–122.

²⁴⁹ Stiglitz, J. (2002) *Globalization and its Discontents*, New York, Norton, str. 15, u Conway, P. (2006) *The International Monetary Fund in a Time of Crisis: The International Financial System, Stabilization, and Development*, 44(1) Journal of Economic Literature, str. 122.

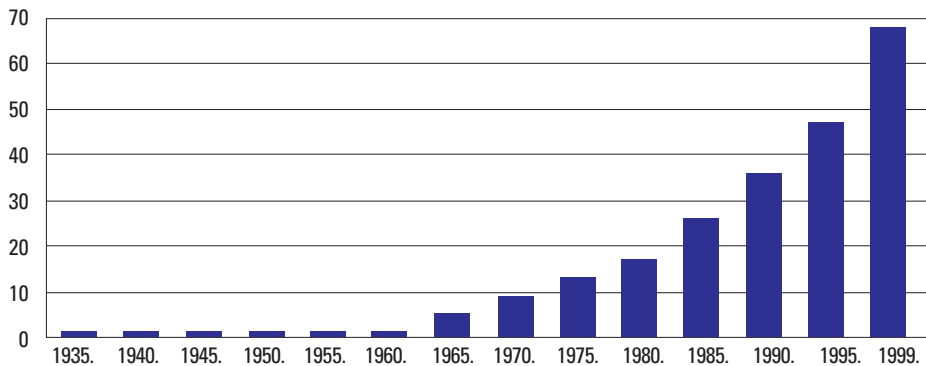
²⁵⁰ Demirgüç-Kunt, A., Kane, E. J. (2002) *Deposit Insurance Around the Globe: Where Does It Work?*, 16(2) Journal of Economic Perspectives, str. 176.

²⁵¹ Kindleberger, C. P., Aliber, R. (2006) *Najveće svjetske financijske krize: Manije, panike i slomovi*, Masmedia, Zagreb, str. 202.

²⁵² Folkerts-Landau, D., Lindgren, C. (1998) *Toward a Framework for Financial Stability*, IMF, Washington DC i Garcia, G. (1999) *Deposit Insurance: A Survey of Actual and Best Practices*, IMF Working Paper, u Demirgüç-Kunt, A., Kane, E. J. (2002) *Deposit Insurance Around the Globe: Where Does It Work?*, 16(2) Journal of Economic Perspectives, str. 176.

pruža u smislu stabilnosti financijskog sustava. Direktni trošak tog sustava je trošak vođenja agencije za osiguranje depozita i izdvajanje samih banaka u obliku premija (npr. od 0,1 do 0,5 % iznosa osiguranih depozita²⁵³). Kratkoročno gledano, ako se ne testira vjerodostojnost državne garancije, sustav osiguranja depozita ne predstavlja velik teret za proračun države. Zbog toga i jest vrlo popularna mjera političara i vlade za stabilizaciju financijskog sustava.

Grafikon 4. Porast sustava osiguranja depozita u svijetu, 1934. – 1999.



Izvor: Demirgüç-Kunt, A., Kane, E. J. (2002) *Deposit Insurance Around the Globe: Where Does It Work?*, 16(2) *Journal of Economic Perspectives*, str. 179.

Kritičari pak upozoravaju na indirektni trošak sustava osiguranja depozita – moralni hazard. "...S obzirom na to da sustav osiguranja depozita smanjuje motiviranost štediša da kontroliraju banke, može dovesti do pretjeranog preuzimanja rizika. Banke mogu nuditi veće kamatne stope na štednju i pokušati zaraditi novac za isplatu većih kamata kroz ulazak u rizičnija područja poslovanja. U tom slučaju, obje strane sudjeluju u nerazboritom ponašanju, sigurne, jer znaju da, ukoliko visokorizični poslovi propadnu, spasit će se kroz sustav osiguranja depozita. Ovakvo ponašanje je primjer moralnog hazarda: oni koji se osiguraju od negativnih posljedica rizika, imaju motiv preuzimanja većeg rizika."²⁵⁴

Sustav osiguranja depozita je dvosjekli mač, tj. s jedne se strane naglašava prednost sustava osiguranja depozita kao promotora stabilnosti financijskog sustava, dok se s druge strane upozorava

²⁵³ Demirgüç-Kunt, A., Kane, E. J. (2002) *Deposit Insurance Around the Globe: Where Does It Work?*, 16(2) *Journal of Economic Perspectives*, str. 181.

²⁵⁴ *Ibid.*, str. 176.

na promoviranje štetnog ponašanja zbog sklonosti preuzimanju prevelikog rizika od strane uprave banaka. Vlade moraju biti iznimno oprezne u garantiranju osiguranja depozita s obzirom na svoje pokriće. Ako se dogodi situacija u kojoj investitori počnu sumnjati u kredibilitet države kao jamca, izvjesno je da će doći do kapitalnih, ali i štednih odljeva. Zbog tog razloga država mora pažljivo procijeniti radi li se u slučaju neke financijske institucije o problemu likvidnosti ili nesolventnosti i prema tome utvrditi mjere sanacije štete, a iznad svega mudro odabrati model osiguranja depozita koji će biti u skladu s njezinim mogućnostima pokrića.²⁵⁵

4.3. Globalna financijska kriza 2007/08

4.3.1. Razvoj globalne financijske krize 2007/08

Razdoblje proteklih desetljeća karakterizira visok stupanj međunarodne mobilnosti kapitala i međuovisnosti financijskih tržišta, ali to je isto tako i doba znatne financijske nestabilnosti. Unutar cijelog tog razdoblja vlasti su intervenirale svaki put kada bi globalni financijski sustav došao do ruba provalije. Sve do 15. rujna 2009. godine, kada su vlasti SAD-a, točnije ministar financija Henry Paulson i Ben Bernanke, predsjednik Federalnih rezervi (*Federal Reserve System*, Fed), odlučili dozvoliti da jedna od najvećih investicijskih banaka, Lehman Brothers, propadne. Otvorena je Pandorina kutija, a utjecaj te vladine odluke poput tsunamija je odjeknuo međunarodnim tržištima kapitala i u obliku pandemije se iz SAD-a proširio na cijeli svijet. Kriza koja je započela u SAD-u kao kriza na tržištu drugorazrednih hipotekarnih kredita bila je samo vrh sante leda na koju se nasukao globalni financijski sustav, a za sobom povukao i cjelokupno globalno gospodarstvo. Postavlja se pitanje: kako je došlo do te točke?

Prva financijska kriza 21. stoljeća započela je kao i svaka druga, s pretjeranim optimizmom ulagača. Euforija koja je vladala na tržištu i vukla na prekomjernu potrošnju iznad granica vlastitih mogućnosti zamutila je realnu sliku stanja i stvorila privid gospodarskog prosperiteta i rasta koji će trajati unedogled. Tijekom svakog razdoblja ekonomskog *booma* smanjuju se kriteriji glede davanja kredita zajmoprimcima. Iznimno niske kamatne stope

²⁵⁵ Detaljnije o nesigurnostima sustava zajmodavatelja u krajnjoj nuždi, vidi: Goodhart, C. A. (1999) *Myths about the Lender of Last Resort*, 2(3) International Finance, str. 339–360, dostupno na: <https://notendur.hi.is/ajonsson/kennsla2006/Myth-lender.pdf>.

uvedene u sklopu Greenspanove monetarne politike s ciljem povratka likvidnosti u financijski sustav nakon terorističkih napada na SAD 11. rujna 2001. godine i revitaliziranja gospodarstva utjecale su na znatan porast potrošnje. Ukidanje Glass-Steagallova zakona 1999. označilo je novu fazu liberalizacije bankarskog sektora. Iako je načelno dogovoreno da ostane "Kineski zid" između komercijalnog i investicijskog bankarstva, pritisci postizanja što boljih financijskih rezultata u sprezi s gramzivim menadžerima banaka pokazali su se kobnom kombinacijom.

Kontrola rizika unutar banaka je zakazala, ali i upozorila da se financijske inovacije moraju osmišljavati oprezno, pažljivo procjenjujući njihovu ulogu i težinu koju daju cjelokupnom sustavu. Dogodila se situacija u kojoj su se novi financijski instrumenti, poput sekuritiziranih hipotekarnih izvedenica kojima se, uz blagoslov agencija za kreditni rejting, trgovalo i promoviralo ih se kao instrumente koji doprinose dinamici i likvidnosti tržišta, financijskom razvitku, a time i gospodarskom rastu i razvoju, zapravo, zbog loše postavljenog sustava vratili poput bumeranga nazad u banke. Zakazale su i institucije nadzora i kontrole koje su se previše oslanjale na mantru samoregulacije, tipičnu za zemlje anglosaksonskog poslovnog okruženja, pri čemu se pretpostavljalo da su bankari dovoljno odgovorni upravitelji imovine banaka.

Još jedna važna razlika između anglosaksonskog i kontinentalnog financijskog sustava nalazi se u tijeku novca. Anglosaksonski sustav je baziran na pretpostavci o visokoj likvidnosti tržišta kolaterala, za razliku od kontinentalnog, u kojem "*da bi dobio kredit, moraš prvo dokazati da ti ne treba*", tj. dokazati da novčani tijek može pokrivati otplatu kredita. Pojednostavljeno, u kontinentalnom, bankocentričnom financijskom sustavu uvjeti za dodjelu kredita su strogo uvjetovani: plaćom, zaposlenošću, jamcima, te ostalom imovinom kao zalogom, dok je u anglosaksonskom tržišnom modelu kriterij za dodjelu kredita bio baziran na pretpostavci o rastu vrijednosti, tj. implicitnoj pretpostavci da će cijene nekretnina uvijek rasti. U fazi gospodarskog rasta takva pretpostavka se doimala točnom, jer su uslijed euforije na tržištu čak i građani sa sumnjivom kreditnom sposobnošću mogli dobiti kredite. U takvoj situaciji procvata tržišta nekretnina cijene nekretnina su rasle jer je bilo i potražnje poduprte lako dostupnim kreditima. Istovremeno, da bi odgovorile na silnu potražnju tr-

žišta i ostvarile još veće profite, banke su znatno povećavale svoj *leverage*²⁵⁶.

Nadalje, iako je sustav sekuritizacije bio prezentiran kao siguran način prenošenja imovine banaka izvan bilanci i distribuiran na tržištu, pa samim time i osiguran od eventualnog rizika, pokazalo se da se dio tog kreditnog rizika vratio nazad u bankarski sustav. U momentu kada je opala potražnja za nekretninama i nastalo zatišje, situacija je krenula nizbrdo. Cijene nekretnina, jedna od osnovnih pretpostavki na kojoj se bazirao anglosaksonski financijski sustav, počele su padati. Vrijednost vrijednosnih papira kolateraliziranih navedenim hipotekarnim kreditima počela je padati, a time i iskazana dobit investicijskih banaka, *hedge* fondova, *off-shore* banaka te ostalih posrednika na tržištu drugorazrednih hipotekarnih kredita. Nesigurnost glede procjene vrijednosti hipotekarnih izvedenica izazvala je nepovjerenje među bankama, što je imalo katastrofalnu posljedicu u obliku zamrzavanja međubankarskog kreditnog tržišta.

Usprkos izvanrednim naporima središnjih banaka da vrate povjerenje u međubankarsko kreditno tržište putem injekcija likvidnosti, banke naprosto više nisu vjerovala jedna drugoj. Situacija je dodatno izmakla kontroli kad su američke vlasti odlučile pustiti Lehman Brothers da propadne 15. rujna 2008. godine. Uslijedio je strmoglavi pad vrijednosti dionica prvo na tržištima kapitala u SAD-u i lančana reakcija na svim svjetskim burzama. Američke vlasti su uvidjele ozbiljnost situacije i s ciljem sprječavanja panike predložile američkom Kongresu paket mjera za sanaciju bankarskog sustava u iznosu od 700 milijardi dolara. Nakon brojnih rasprava prijedlog je prvo odbijen, a uslijed dodatne krize koja se pogoršavala na burzama, paket mjera je usvojen i krenulo se u proces sanacije banaka. Prvi paket mjera za sanaciju banaka bazirao se na otkupu toksične imovine banaka. Kritičari su upozoravali da se radi o pogrešnom pristupu, te da je dokapitalizacija jedini pravi način za dugoročno spašavanje situacije i izlazak iz krize (npr. George Soros).

Do tada se kriza već prelila u Europu. Naime, iako banke u Europi, s iznimkom pojedinih zapadnoeuropskih država (pogl. 4.4.), nisu bile u krizi, jer nisu imale plasirana sredstva u sekuritizirane hipotekarne izvedenice, ipak su se našle u velikoj opasnosti upravo zbog krize nepovjerenja na međubankarskom tržištu kredita. U Europi je problem bila kriza nelikvidnosti jer banke više nisu htjele kreditirati jedna drugu. Donosioci

²⁵⁶ *Leverage*, tj. poluga predstavlja iznos duga u odnosu na dionički kapital.

politika na razini Europske unije nisu se isprva uspjeli usuglasiti oko pristupa rješavanju krize. Uslijed nervoze i panike koja je počela zahvaćati banke, vlasti država članica EU-a brzo su reagirale uglavnom bezuvjetnim osiguranjem svih depozita i to je utjecalo na smanjenje panike i smirivanje situacije u odnosima između banaka i deponenata. Predvodnikom ispravnog pristupa spašavanju banaka pokazala se Velika Britanija, pod vodstvom premijera Gordona Browna koji je prvi predložio i počeo provoditi sustav sanacije banaka baziran na dokapitalizaciji banaka. U vrlo kratkom roku postalo je evidentno da je to pravi put za izlazak iz krizne situacije, pa su britanski primjer slijedile ostale europske zemlje, a potom i SAD. Kako je i dalje vladalo nepovjerenje na međubankarskom tržištu kredita, financijska kriza počela se prelijevati na realni sektor i počinje period recesije.²⁵⁷

4.3.2. Uzroci globalne financijske krize 2007/08

*"Tradicionalna hipoteza o vezi između financijske integracije i financijske stabilnosti je u pretpostavci da će financijska integracija i globalizacija umanjiti rizik i ojačati financijsku stabilnost. Financijska kriza je demonstrirala da financijska globalizacija može pojačati financijski šok; američka kriza na tržištu drugorazrednih hipotekarnih kredita se prelila na ostale kontinente i dovela do globalne financijske krize. Opće je prihvaćeno da financijska kriza ima mnoge uzroke, koji uključuju: neodgovorno kreditiranje, hipotekarne balone, olabavljene kriterije kreditiranja, nedostatke u sustavu upravljanja rizikom, regulatorne rupe, slabu superviziju, lošu politiku bonusa i psihološki faktor."*²⁵⁸

Ne postoji jedinstven stav o uzrocima globalne financijske krize 2007/08. Ovisno o analitičarima, govori se o sljedećim uzrocima koji će biti detaljnije obrađeni u nastavku:²⁵⁹

- I. preveliko oslanjanje na standardizirane kvantitativne modele rizika
- II. neadekvatna monetarna politika i niske kamatne stope u SAD-u
- III. neadekvatna regulacija i supervizija
- IV. rast izvanbilančnih bankovnih aktivnosti i dr.

²⁵⁷ Detaljnije o prelijevanju u Bajakić, I., Bajakić, R. (2010) *Financijska kriza i nova regulacija*, 10(3) Hrvatska pravna revija, str. 56–66.

²⁵⁸ European Commission (2009) *European Financial Integration Report 2008*, str. 58.

²⁵⁹ Felton, A., Reinhart, C. (ur.) (2008) *Prva globalna financijska kriza 21. stoljeća*, VoxEU.org, Centar za istraživanje ekonomske politike, CEPR, Novum, Zagreb, str. 11–81.

Kvantitativni modeli za računanje rizika imaju za cilj kontinuirano analizirati poslovanje i upozoravati ako se uđe u zonu rizičnog poslovanja. Međutim, pouzdanost tih modela često je upitna. "*Financijski modeli mijenjaju statističke zakone koji vladaju u financijskom sustavu u realnom vremenu, jer sudionici na tržištu reaguju na mjerenje i prema njegovim rezultatima mijenjaju statističke procese koji ga podupiru. Tvorci modela uvijek love jedan drugoga. To je osobito naglašeno kad financijski sustav upadne u krizu.*"²⁶⁰ Uz to postoji i realan problem asimetrije informacija na relaciji principal – agent. Naime, za pretpostaviti je da su podcijenjeni odjeli rizika u bankama ipak upozoravali na probleme u financijskom sustavu, ali se nije reagiralo na takva upozorenja. Iz današnje perspektive razumljivo je da menadžerima i upravama banaka nije bilo u interesu kočiti svoj rast i profit zbog potrebe za racionalnijim i opreznijim pristupom. Danielsson analizira probleme u vezi pokušaja kvantifikacije rizika putem modela i zaključuje da su modeli koristan instrument u procesu unutar-njeg upravljanja rizikom u financijskim institucijama, te da su u slučaju ove krize pozitivan rezultat postigle jedino financijske institucije koje su dobro upravljale rizikom likvidnosti.²⁶¹

U posljednjem desetljeću tržište hipotekarnih kredita naglo je poraslo. Uz euforično raspoloženje na tržištu veže se i slabljenje kriterija za odobravanje kredita. Greenspan, dugogodišnji predsjednik Federalnih rezervi, nazvao je takvo ponašanje "agresivnim načinom pozajmljivanja".²⁶² Problem je utoliko veći što je, unatoč donesenim zakonima protiv lihvarskog pozajmljivanja, i dalje nastavljena praksa davanja visokorizičnih zajmova.²⁶³ Dell'Aricecia, Igan i Laeven²⁶⁴ povezali su niže kriterije pozajmljivanja na drugorazrednom hipotekarnom tržištu u SAD-u sa sljedećim faktorima: očekivanim rastom cijena nekretnina, prisutnosti agresivnih zajmodavatelja u pojedinim regijama te povoljnijim monetarnim uvjetima. Zaključili su da je primjer krize

²⁶⁰ Danielsson, J. (2008) *Otkrivamo modele*, u Felton, A., Reinhart, C. (ur.) *Prva globalna financijska kriza 21. stoljeća*, VoxEU.org, Centar za istraživanje ekonomske politike, CEPR, Novum, Zagreb, str. 26.

²⁶¹ *Ibid.*, str. 25–27.

²⁶² Govor za Neovisne američke bankare 7. ožujka 2001.godine, u Dell'Aricecia, G., Igan, D., Laeven, L. (2008) *Odnos između posljednjeg naglog rasta i trenutačnih dugova u subprime hipotekama*, u Felton, A., Reinhart, C. (ur.) *Prva globalna financijska kriza 21. stoljeća*, VoxEU.org, Centar za istraživanje ekonomske politike, CEPR, Novum, Zagreb, str. 17.

²⁶³ Dell'Aricecia, G., Igan, D., Laeven, L. (2008) *Odnos između posljednjeg naglog rasta i trenutačnih dugova u subprime hipotekama*, u Felton, A., Reinhart, C. (ur.) *Prva globalna financijska kriza 21. stoljeća*, VoxEU.org, Centar za istraživanje ekonomske politike, CEPR, Novum, Zagreb, str. 20.

²⁶⁴ *Ibid.*, str. 18–19.

na drugorazrednom tržištu hipotekarnih kredita dokaz da ni visokorazvijena financijska tržišta nisu imuna na probleme vezane uz nagli porast kredita.

Boeri i Guiso²⁶⁵ su, uz Greenspanovu politiku niskih kamatnih stopa koje su poticale potrošnju, isticali i nisku financijsku pismenost američkih domaćinstava te proces sekuritizacije kao čimbenike koji su doveli do sloma tržišta drugorazrednih hipotekarnih kredita. Monetarna politika niskih kamatnih stopa uvedena je, pod vodstvom tadašnjeg predsjednika Federalnih rezervi Alana Greenspana, nakon terorističkog napada na SAD 11. rujna 2001. godine. Svrha te intervencije američke središnje banke bila je spriječiti kolaps ekonomije i smanjiti recesiju. Takva je injekcija vratila likvidnost u globalni financijski sustav, ali je imala i svoju negativnu stranu koja se, među ostalim, očitovala u pretjeranoj potrošnji i zaduženosti domaćinstava, te je uzrokovala sve veći porast cijena nekretnina i stvorila lažni dojam da će cijene nekretnina uvijek ići prema gore.

Agencije za kreditni rejting bave se rješavanjem problema asimetrije informacija na relaciji principal – agent. S obzirom na to da investitori nemaju potrebnu stručnu razinu znanja o investicijama u koje ulažu, oslanjaju se na agencije za rejting koje daju ocjenu boniteta tvrtke prema svojim procjenama o mogućnostima rasta ili pada dotične tvrtke. Nažalost, u prošlosti se pokazalo da su mnoge agencije za rejting bile u sukobu interesa. Naime, istovremeno su obavljale djelatnosti procjene i pružale usluge savjetovanja kako ostvariti pozitivnu procjenu. Portes²⁶⁶ navodi primjer strukturiranih financijskih instrumenata u kojima agencija prvo obavlja konzultantske usluge u kojima utvrđuje kako će izdavanje vrijednosnih papira utjecati na rejting neke tvrtke, dok s druge strane poslije objavljuje službenu procjenu kojom zapravo samo potvrđuje svoje prethodno mišljenje koje je uspjela dva puta naplatiti. Prema njemu, potrebno je dobro analizirati i ponovo definirati ulogu i svrhu rejting agencija iz kojih se jasno vidi dodana vrijednost agencija za očuvanje stabilnosti financijskog sustava.

²⁶⁵ Boeri, T., Guiso, L. (2008) *Subprime kriza: Greenspanovo nasljedstvo*, u Felton, A., Reinhart, C. (ur.) *Prva globalna financijska kriza 21. stoljeća*, VoxEU.org, Centar za istraživanje ekonomske politike, CEPR, Novum, Zagreb, str. 53–56.

²⁶⁶ Portes, R. (2008) *Reforma agencija za procjenu*, u Felton, A., Reinhart, C. (ur.) *Prva globalna financijska kriza 21. stoljeća*, VoxEU.org, Centar za istraživanje ekonomske politike, CEPR, Novum, Zagreb, str. 184.

4.3.2.1. Neadekvatna financijska regulacija i supervizija kao jedan od uzroka globalne financijske krize 2007/08

"*Financijska regulacija nikad ne djeluje kako bi trebala.*"²⁶⁷

Tabellini smatra da su propusti u sustavu nadzora regulatornih agencija uzrokovani "*birokratskom inercijom u kombinaciji s lošom prosudbom*".²⁶⁸ Naime, iznimno brz razvoj financijskih inovacija doveo je do situacije u kojoj nijedna strana nije bila sasvim sigurna u mogućnosti procjene i predviđanja rizika koje novi financijski instrumenti i procesi donose. On navodi da su nosioci politika i institucije nadzora ipak bili na pravom putu kroz proces Basela I i Basela II, te da bi takav sustav, da je bio implementiran, sigurno bio u stanju razotkriti i ispraviti greške koje su se nagomilavale u financijskom sustavu. Međutim, takva spoznaja još više naglašava tezu da nadzorni sustavi uvijek kasne za subjektima koje bi trebali nadzirati.

Persaud najveću odgovornost za financijsku krizu pripisuje neadekvatnoj financijskoj regulaciji. Iznosi zanimljivu tezu o prebacivanju odgovornosti. Prema njemu "*dobra banka je ona koja pozajmljuje novac klijentu s kojim druge banke ne bi poslovale radi svog superiornog znanja o njemu ili ona koja ne bi posudila onome kojemu ostale posuđuju, također radi superiornog znanja*".²⁶⁹ Kako on tvrdi, određeni broj banaka nije dobar u tom segmentu posla, a regulatori, umjesto da im oduzmu dozvolu za rad, još produbljuju problem time što omogućuju stvaranje takvog poslovnog okruženja u kojem banke pretvaraju svoje kredite u složene izvedenice, i uz potporu rejting agencija, prebacuju rizik na financijska tržišta. "*Kreditni rizik koji je prije toga bio pomiješan s rizikom, tržišnim rizikom i rizikom likvidnosti sada je odvojen, stavljena mu je cijena i postao je dio prometa na tržištu. Tako se popravila transparentnost i efikasnost tržišta, no u burna vremena pokazuje se kako se sve to dogodilo na račun sustavne likvidnosti.*"²⁷⁰

Nadalje, financijske inovacije uzrokovale su veliku asimetriju informacija. Regulacija u području zaštite prava investitora formalno se bavila zaštitom malih investitora, bez uvođenja obveznih dodatnih procjena o tome kako će tržište reagirati na finan-

²⁶⁷ Persaud, A. (2008) *Neprikladnost financijskih propisa*, u Felton, A., Reinhart, C. (ur.) *Prva globalna financijska kriza 21. stoljeća*, VoxEU.org, Centar za istraživanje ekonomske politike, CEPR, Novum, Zagreb, str. 195.

²⁶⁸ Tabellini, G. (2008) *Zašto je nadzor banaka podbacio?*, u Felton, A., Reinhart, C. (ur.) *Prva globalna financijska kriza 21. stoljeća*, VoxEU.org, Centar za istraživanje ekonomske politike, CEPR, Novum, Zagreb, str. 62.

²⁶⁹ Persaud, A. (2008) *Neprikladnost financijskih propisa*, u Felton, A., Reinhart, C. (ur.) *Prva globalna financijska kriza 21. stoljeća*, VoxEU.org, Centar za istraživanje ekonomske politike, CEPR, Novum, Zagreb, str. 196.

²⁷⁰ *Ibid.*

cijske izvedenice u slučaju turbulencija na financijskim tržištima. Posljedično, veliki i mali investitori, pod dojmom financijskih pokazatelja i tržišnog rejtinga, kupovali su prvo vrijednosnice osigurane imovinom (*asset-backed security*, ABS), i kasnije vrijednosnice s hipotekarnim pokrićem (*mortgage-backed security*, MBS).²⁷¹

Međunarodni monetarni fond u svojoj analizi sustava financijske regulacije i supervizije zaključuje da je bio postavljen na krivim pretpostavkama:²⁷²

- I. da će tržišna disciplina i sustav samoregulacije efikasno sprječavati banke i nebankarske institucije od preuzimanja prevelikog rizika u svom poslovanju – neke neregulirane financijske institucije su bile u mogućnosti preuzeti kreditni rizik i rizik likvidnosti i ulagati u vrijednosne papire loše kvalitete; nesolventnost tih institucija (npr. Lehman Brothers) uzrokovala je krizu povjerenja koja se prelila na krizu tržišta međubankarskih kredita
- II. da su banke jedine institucije sposobne kreirati sistemski rizik – sistemski rizik se stvarao u interakciji bankarskih i nebankarskih institucija (npr. putem *STV*-ova) jer regulacija i supervizija nisu posvećivale dovoljnu pažnju izvanbilančnim bankarskim aktivnostima
- III. da je regulacija i supervizija banaka dostatna za procjenu stanja o ukupnoj stabilnosti financijskog sustava, što se zbog kompleksnosti i međuovisnosti bankarskih i nebankarskih institucija pokazalo pogrešnim
- IV. da bi proširivanje regulacije i supervizije na širi spektar nebankarskih institucija i financijskih instrumenata bilo preskupo, smanjilo razinu inovacija i time financijskog razvitka, te onemogućilo transfer rizika na financijsko tržište – ta se pretpostavka pokazala izrazito krivom, naročito nakon kvantificiranja gubitaka uzrokovanih neočekivanim lošim posljedicama procesa sekuritizacije.

Spaventa²⁷³ ocjenjuje da je sekuritizacija proces koji se poput bumeranga vratio bankama. Naime, sekuritizacija je bila zamišljena kao proces distribucije rizika, putem kojeg se kreditni ri-

²⁷¹ International Monetary Fund (2009) *The Perimeter of Financial Regulation*, IMF Staff Position Note, str. 6.

²⁷² *Ibid.*

²⁷³ Spaventa, L. (2008) *Subprime kriza i transfer kreditnog rizika: nešto nije u redu*, u Felton, A., Reinhart, C. (ur.) *Prva globalna financijska kriza 21. stoljeća*, VoxEU.org, Centar za istraživanje ekonomske politike, CEPR, Novum, Zagreb, str. 65–67.

zik iz banaka prenosio na tržište. Uslijed krize drugorazrednih hipotekarnih kredita taj se rizik vratio nazad u banke i stvorio velik problem s razarajućim posljedicama za financijski sustav u cjelini, a kasnije i za cjelokupno svjetsko gospodarstvo. Spaventa pojašnjava da je sekuritizacija imala mnoge prednosti: cjelovita tržišta, razvijenije instrumente ulaganja, povećanu likvidnost, bolju raspodjelu sredstava, te fragmentaciju rizika od banaka na nebankarske sudionike. Međutim, imala je i jednu kobnu pogrešku – dio kreditnog rizika se vratio bankama putem tzv. *SIV*-ova, samo nije bio vidljiv u bilancama banaka. *SIV*-ovi (*Structured Investment Vehicle*) su fondovi koji "dugoročno i većinskim dijelom ulažu u visoko profitne vrijednosne papire s potporom u sredstvima, te kratkoročno zarađuju izdavanjem pripadajućih, kolateraliziranih, vrijednosnih papira. Banke izdaju takve papire s financijskim jamstvom koje se javlja samo ispod crte njihovih bilanci i igra ulogu pružatelja likvidnosti ako dođe do problema s refinanciranjem."²⁷⁴ Prema Spaventi, najveći izazov nakon krize bit će kreiranje takvog zakonodavnog okvira u kojem će se strogo regulirati i kontrolirati poslovanje banaka u smislu izvanbilančnih bankovnih aktivnosti, izlaganja te kontrole rizika.²⁷⁵

Analizirajući povijesni razvoj financijskih kriza, Bordo uočava vrlo značajnu razliku između razvoja financijskih kriza u prošlosti i onih koje su se događale u proteklom desetljeću i dosegle vrhunac u globalnoj financijskoj krizi 2007/08.²⁷⁶ Prijašnje krize su redovito potjecale iz pasive banaka, tj. nastala je panika jer su deponenti počeli masovno izvlačiti svoje depozite. U uvjetima sve bržeg rasta i visokih očekivanja glede profita, menadžeri u bankama počeli su promovirati nove financijske instrumente koji bi podržali navalu za kreditima i omogućili im veću profitabilnost. To su ostvarili rastom izvanbilančnih aktivnosti banaka, kojima su zaobišli inače strogu regulaciju vezanu uz područje adekvatnosti kapitala. Procesom sekuritizacije omogućili su jačanje aktive i istovremeno bili "pokriveni" od rizika koji su prebacili na finan-

²⁷⁴ *Ibid.*, str. 66.

²⁷⁵ Neslavan kraj procesa ovog tipa sekuritizacije, koji je prouzročio enormne financijske gubitke te krizu povjerenja i uzdrmao gospodarstva diljem svijeta, pokrenuo je u javnosti i lavinu kritika protiv tzv. superkapitalizma (kasino-kapitalizma), politike SAD-a koja zagovara nacionalizaciju banaka kao priznanje pada vlastitog sustava i sl., pozivanje na teze radikalnih kritičara financijskog kapitala o potrebi stavljanja financijskog sektora u službu proizvodnje (npr. Hilferdinga) i uvođenje tzv. Tobinova poreza na međunarodne transakcije kapitalom (npr. prijedlog Lorda Turnera, predsjednika britanskog FSA-a).

²⁷⁶ Bordo, M. D. (2008) *Kriza iz 2007. godine: neke pouke iz prošlosti*, u Felton, A., Reinhart, C. (ur.) *Prva globalna financijska kriza 21. stoljeća*, VoxEU.org, Centar za istraživanje ekonomske politike, CEPR, Novum, Zagreb, str. 71.

cijsko tržište. Bordo tvrdi da je upravo takva "izloženost nebankarskog financijskog sektora na kraju proizvela pritisak na bankarski sustav".²⁷⁷ U tako velikoj potražnji za kreditima, kao što je već ranije navedeno, u doba ekspanzivnog rasta, smanjuju se kriteriji za pozajmljivanje. Tako su se krediti dijelili i onima koji su imali pokriće, ali i onima koji su predstavljali rizik otplate s obzirom na svoju kreditnu (ne)sposobnost. Davanje zajmova takvim zajmoprimcima je rizično, ali istovremeno može ostvariti i više stope prinosa. Banke su procijenile da im rizičnost nije ugrožena i bile su voljne odobravati kredite i kreditno upitnim klijentima. U momentu kada je nastupio preokret u poslovanju (pad cijena nekretnina) svi sudionici na tržištu počeli su preispitivati svoje pozicije i nastojali su se repositionirati u sigurnije sfere poslovanja. Pritom su bankari bili neskloni davati kredite građanstvu i tvrtkama, ali i drugim bankama zbog krize povjerenja.

4.4. Kriza europodručja 2010/11

Jedna od posljedica globalne financijske krize 2007/08 bila je prelijevanje financijske krize u europsku dužničku krizu koja je dosegla vrhunac u periodu od 2010. do 2011. godine. Zanimljivo je pritom napomenuti da su u prvom valu, kao neposredni učinak globalne financijske krize na europski bankovni sustav, nastradale banke u zapadnoeuropskim državama. Velika Britanija, Irska, Nizozemska, Belgija, Francuska i Njemačka morale su dokapitalizirati (a neke i nacionalizirati) svoje banke zbog izloženosti toksičnim vrijednosnicama.²⁷⁸

Tijekom prvog vala Grčka, Italija, Portugal i Španjolska nisu pretrpjeli destabilizaciju bankarskog sustava, prvenstveno zato što se bankocentričnost njihova financijskog sustava nikad nije razvila u ono što su Hardi *et. al.* identificirali kao tržišnocentrično bankarstvo (*market-based banking*, pogl. 3.3.).²⁷⁹ Ipak, globalna financijska kriza dodatno je produbila lošu gospodarsku poziciju navedenih država članica, uzrokovanu nekonkurentnošću njihovih ekonomija i neprovođenjem strukturnih reformi, te razotkrila ranjivost i iznimno lošu poziciju javnih financija dotič-

²⁷⁷ *Ibid.*

²⁷⁸ Howarth, D., Quaglia, L. (2016) *The Political Economy of European Banking Union*, Oxford University Press, str. 31–33.

²⁷⁹ Hardie, I., Howarth, D., Maxfield, S., Verdun, A. (2013) *Banks and the False Dichotomy in the Comparative Political Economy of Finance*, 65(4) *World Politics*, str. 691–728, <https://doi.org/10.1017/S0043887113000221>.

nih država, uzrokovane prevelikim zaduživanjima i dugoročnim lošim fiskalnim upravljanjem. Od početka globalne financijske krize do vrhunca europske dužničke krize (2007. – 2012.) stopa nezaposlenosti na razini EU-a povećala se sa 7 % na 10,4 %, i brojila oko 25 milijuna nezaposlenih, od kojih 22 % mladih osoba.²⁸⁰

Pet država članica EU-a (od kojih četiri mediteranske): Grčka, Italija, Portugal, Španjolska te Irska, našlo se uslijed financijske krize u velikim proračunskim deficitima. Zbog financijske krize i nastale recesije bilo je otežano servisiranje proračunskih deficita i došlo je do krize povjerenja u sposobnosti navedenih država da ispunjavaju svoje financijske obveze. Grčka se prva našla na udaru krajem 2009. kada je postalo očito da je proračunski deficit znatno viši od onoga koji se prikazivao. Kako su ulagači gubili povjerenje i zahtijevali veće prinose na grčke obveznice, kao naknadu za povećane rizike, Grčka se našla u problemu servisiranja svojih dugova. Uz Grčku, bilo je pitanje vremena kada će se dužnička kriza prelići na druge navedene države.

Grčka je preuzela euro 2001. godine, što joj je omogućilo jeftinije zaduživanje zbog nižih kamatnih stopa. Narednih godina nije iskoristila ekonomski povoljniji period za provođenje nužnih strukturnih reformi, već je nastavila sa zaduživanjem i povećala državnu potrošnju uz istovremeno slabljenje upravljanja javnim financijama i javne uprave te uz neadekvatno raščišćavanje problema korupcije i netransparentnosti. Istovremeno su plaće rasle brže od rasta produktivnosti, što je Grčku uz povećanje i neodrživost deficita činilo vrlo osjetljivom i ranjivom na egzogene šokove. Uslijed globalne financijske krize 2007/08 i recesije koja je uslijedila, grčka ekonomija pala je za 30 % u periodu od 2008. do 2016., dok je nezaposlenost munjevito rasla i dosegla sredinom 2013. razinu od 27 %. Grčka je izgubila povjerenje investitora i zbog toga više nije bila u stanju refinancirati svoje dugove, a pokazalo se da je deficit bio veći nego što su ga prethodne grčke vlade tijekom godina prikazivale. Na kraju 2009. javni dug

²⁸⁰ European Parliament (2012) *Towards a genuine Economic and Monetary Union European Parliament resolution of 20 November 2012 with recommendations to the Commission on the report of the Presidents of the European Council, the European Commission, the European Central Bank and the Eurogroup "Towards a genuine Economic and Monetary Union"* (2012/2151(INI)), P7_TA(2012)0430, Introduction, point G, str. 2., dostupno na: https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/TA-7-2012-0430_EN.pdf.

je narastao na 127 % BDP-a, što je predstavljalo rast od 23 % u dvije godine. Grčka je bila prisiljena zatražiti financijsku pomoć EU-a i MMF-a.²⁸¹

Grčka je od 2010. primila ukupno 288,7 milijardi eura pomoći, od čega oko 90 % pomoći EU-a, a 10 % MMF-a. Prvi program financijske pomoći dogovoren je u svibnju 2010. g. i iznosio je 73 milijarde eura (*the Greek Loan Facility*). Sastojao se većim dijelom od bilateralnih zajmova država europodručja i manjim od zajma MMF-a. U lipnju 2010. osnovan je Europski fond za financijsku stabilnost, kao mehanizam za odobravanje pomoći Europske unije državama članicama EU-a, kroz koji je Grčka primila svoj drugi paket pomoći (2012. – 2015.) od ukupno 153,8 milijardi eura (manji udio te pomoći stigao je iz MMF-a). U međuvremenu uspostavljen Europski stabilizacijski mehanizam (ESM) preuzeo je ulogu Europskog fonda za financijsku stabilnost kao potporni mehanizam za države europodručja koje su suočene s privremenim financijskim poteškoćama u servisiranju svojih financijskih obveza na financijskim tržištima zbog neodržive razine javnog duga. ESM je 2015. g. odobrio Grčkoj treći paket pomoći u iznosu od 61,9 milijardi eura.²⁸²

Grčka se obvezala otplatiti zajmove u periodu od 2034. do 2060., što je 2018. izmijenjeno i produženo na period od 2023. do 2070. Uvjet za dobivanje zajmova bile su stroge reformske obveze. U sklopu reforme javnih financija Grčka se obvezala revidirati sustav poreza na dohodak i povećanja učinkovitosti sustava PDV-a i reforme mirovinskog sustava. Na području zaštite financijske stabilnosti dogovoreno je poboljšanje upravljanja bankama i smanjenje udjela loših kredita. Grčka se obvezala uvesti strukturne politike za jačanje gospodarskog rasta, konkurentnosti i investicija, te smanjiti i unaprijediti glomaznu javnu upravu, kao i poboljšati učinkovitost pravosudnog sustava. EK, ECB i MMF (poznati kao "Troika") kontinuirano prate provedbu i napretke u provođenju reformi. Ključni politički cilj financijske pomoći bio je zadržati Grčku u europodručju. Nakon prvog desetljeća od početka programa pomoći zaključeno je da je grčka ekonomija

²⁸¹ European Stability Mechanism (2020) *Lessons from Financial Assistance to Greece - Independent Evaluation Report*, Luxembourg: Publications Office of the European Union, 2020., dostupno na: <https://www.esm.europa.eu/sites/default/files/lessons-financial-assistance-greece.pdf>; European Stability Mechanism (2020) *The crisis in Greece: missteps and miscalculations*, Luxembourg: Publications Office of the European Union, 2020., dostupno na: <https://www.esm.europa.eu/sites/default/files/esmdp9.pdf>; Portal European Stability Mechanism "Explainers", <https://www.esm.europa.eu/explainers>, pristupljeno studeni 2020.

²⁸² *Ibid.*

u velikoj mjeri stabilizirana i postavljeni su temelji za dugoročne reforme. U skoro svim segmentima postoji prostor i potreba za daljnjim provođenjem reformi, poglavito u jačanju i stvaranju otpornosti bankarskog sektora na vanjske šokove.²⁸³

Financijska pomoć Grčkoj, kao i drugim državama s privremenim financijskim poteškoćama u servisiranju dugovanja, važna je prije svega zbog očuvanja zajedničke valute i stabilnosti financijskog sustava EU-a. Irska je primila 67,5 milijardi eura pomoći u periodu od 2010. do 2013. U slučaju Irske radilo se o mjehuru na tržištu nekretnina, koji je uslijed pucanja tijekom globalne financijske krize prouzročio velike gubitke u bankarskom sustavu, pa je vlada Irske bila primorana dokapitalizirati sustav s više od 60 milijardi eura, što je uzrokovalo znatan pad BDP-a i porast nezaposlenosti. Španjolska je primila ukupno 41,3 milijarde eura pomoći u periodu od 2012. do 2013. Imala je slične probleme kao Irska na tržištu nekretnina – rast cijena i stvaranje mjehura – koji su kreirali velike probleme u španjolskim štedionicama, koje su posljedično, kao i kod Irske, postale teret za održivost javnih financija. Portugal je primio 78 milijardi eura pomoći u periodu od 2011. do 2014. Prije globalne financijske krize imao je problema s konkurentnosti gospodarstva uzrokovanom niskom razinom produktivnosti, a period niskih kamatnih stopa uslijed pristupanja europodručju potaknuo je privatnu i javnu potrošnju i izloženost vanjskim šokovima zbog veće zaduženosti. Italija se našla u krizi sredinom 2011., ali je vlada uspjela izbjeći traženje paketa pomoći izvana. Cipar je dobio paket pomoći od 10 milijardi eura u periodu 2013. – 2016. Radilo se o naglom i nekontroliranom rastu bankarskog sektora, koji je 2009. bio devet puta veći od BDP-a, pa se uslijed globalne financijske krize Cipar našao u bankarskoj krizi. Cipar je ubrzo restrukturirao bankarski sektor i povratio gospodarski rast.²⁸⁴

Kao što je opisano u ovom poglavlju, financijska globalizacija znatno je povećala integraciju međunarodnih financija, što se s jedne strane pozitivno odrazilo na ekonomiju obujma i gospodarski rast, ali je istovremeno povećalo međupoveza-

²⁸³ *Ibid.*

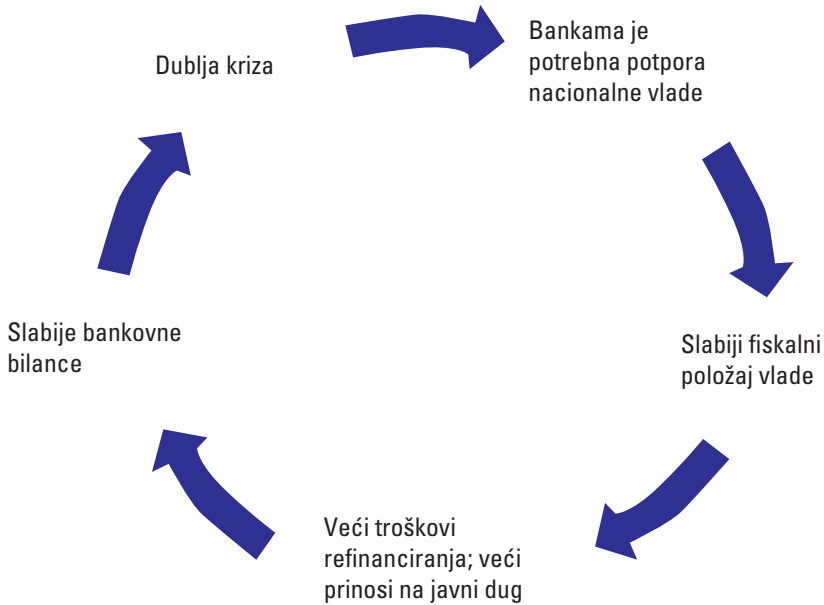
²⁸⁴ European Stability Mechanism (2019) *Safeguarding the euro in times of crisis - The inside story of the ESM*, Luxembourg: Publications Office of the European Union, dostupno na: <https://www.esm.europa.eu/sites/default/files/safeguarding-euro-times-crisis-inside-story-esm.pdf>.

nost i međuovisnost financijskih institucija i tržišta privatnog i javnog sektora, kreirajući pritom začarani krug između banaka i državnog duga, s potencijalom prelijevanja financijskih kriza u dužničku krizu (shema 3). Scenarij se odvija tako da u slučaju loše vođenih javnih financija pada kreditni rejting, što znači skuplje zaduživanje na međunarodnom tržištu zbog većeg rizika, tj. zahtijevanog većeg prinosa na državne obveznice od strane investitora. Skuplje zaduživanje imaće za posljedicu slabljenje bilanci banaka, tj. skuplje financiranje prelijeva se na korisnike kredita, zbog čega raste i stopa lošijih plasmana i potreba banaka za dodatnom kapitalizacijom. Kako se smanjuje povjerenje i broj investitora, bankama je potrebna potpora nacionalnih vlada. Država se, zbog sanacije bankarskog sektora, mora dodatno zadužiti, što znači dodatni pad rejtinga i pogoršanje stanja javnih financija. Do začaranog kruga može doći i iz suprotnog smjera, kada banke preuzimaju prevelik rizik kreditiranja u doba konjunktura, najčešće u građevinskom sektoru, nekretninama ili trgovini. Sa završetkom konjunktturnog ciklusa, raste stopa loših plasmana u bilancama banaka i "difoltiranja", tj. nemogućnosti vraćanja kredita. Banke imaju potrebu za dokapitalizacijom, a uslijed povećanja rizika smanjuje se volumen privatnih investitora, što stavlja vladu u poziciju da mora intervenirati i dokapitalizirati banke. Pritom se ruši rejting države i pogoršava stanje javnih financija, što opet dovodi do začaranog kruga banaka i državnih financija.²⁸⁵ "Kolo nesreće" za Irsku i Španjolsku vrtjelo se iz smjera bankarske krize u fiskalnu krizu, dok je u slučaju Grčke i Italije začarani krug išao iz smjera fiskalne krize u bankarsku krizu. Trošak spašavanja banaka u EU-u kao posljedice začaranog kruga banaka i javnih financija koji je doveo do dužničke krize europodručja 2010/11 procijenjen je na više od 4,5 bilijuna (*trillion*) eura – novca poreznih obveznika.²⁸⁶

²⁸⁵ Bajakić, I., Lalićević, N. (2015) *Bankovna unija i nova regulacija u procesu sanacije financijskih institucija u EU s osvrtom na Republiku Hrvatsku*, 54(6) Pravo u gospodarstvu, str. 1319–1342.

²⁸⁶ European Commission (2012) *Communication from the Commission to the European Parliament and the Council – A Roadmap towards a Banking Union*, COM(2012) 510 final, Brussels, September, 12, 2012., str. 3, dostupno na: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52012DC0510&from=EN>.

Shema 3. Funkcioniranje začaranog kruga banaka i državnih financija



Izvor: Europska komisija (2014) *Bankarska unija: obnova financijske stabilnosti u europodručju*, Bruxelles, 15. travnja 2014., str. 3.

Kriza europodručja 2010/11 razotkrila je opasnosti začaranog kruga banaka i državnih financija. Previsoka zaduženost država može dovesti do dužničke krize, tj. neodrživosti javnih financija ako nije podržana zdravim ekonomskim rastom i efikasnim i nekorumpiranim poslovnim okruženjem. U svom empirijskom istraživanju Qian, Reinhart i Rogoff proces razvijanja otpornosti na vanjske šokove nazivaju sazrijevanje (*graduation*).²⁸⁷ Njihovo istraživanje pokazalo je da razvijene države imaju u prosjeku period od 105 godina od posljednje epizode dužničke krize, a zemlje u razvoju prosječni period od 14 godina.²⁸⁸ Sazrijevanje definiraju kao postizanje i održavanje međunarodnog investicijskog rejtinga, u kojem je država ozbiljno i vjerodostojno smanjila šanse neispunavanja obveza po javnom dugu. Nadalje, sazrijevanje također uključuje odnos investitora prema dotičnoj državi – da je prepoznaju kao dugoročno stabilnu kroz kontinuiranu

²⁸⁷ Qian, R., Reinhart, C., Rogoff, K. (2010) *On graduation from default, inflation and banking crisis: Elusive or illusion?*, NBER Working Paper 16168, National Bureau of Economic Research, dostupno na: https://www.nber.org/system/files/working_papers/w16168/w16168.pdf; Reinhart, C., Rogoff, K. (2009) *This Time is Different – Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press, Princeton and Oxford, str. 283–292.

²⁸⁸ Izračunato kao medijan od situacije posljednje krize, tj. nastupanja statusa neispunavanja financijskih obveza neke države (*sovereign default*). U Qian, R., Reinhart, C., Rogoff, K. (2010) *On graduation from default, inflation and banking crisis: Elusive or illusion?*, NBER Working Paper 16168, National Bureau of Economic Research, str. 30.

dostupnost financiranja na međunarodnom financijskom tržištu, te sposobnost i spremnost provođenja protucikličkih fiskalnih i monetarnih politika.²⁸⁹ Pritom naglašavaju postojanu funkcionalnost pratećih institucija i solidnu razinu nekorumpiranosti. Upozoravaju da vrlo često dolazi do preuranjenog optimizma po pitanju dostizanja i proglašavanja stanja "zrelosti". Tržišta često krivo protumače i proglašavaju državu sigurnom za ulaganje uz podizanje kreditnog rejtinga, nakon čega slijedi nova epizoda krize (npr. Meksiko, Koreja, Turska). Zanimljivo je da su Reinhart i Rogoff 2009. godine u svojoj značajnoj publikaciji identificirali upravo Grčku i Portugal kao kandidate za "diplomu"/ sazrijevanje (*graduation*).²⁹⁰

Qian, Reinhart i Rogoff navode period od 20 godina bez krize kao važan indikator stabilnosti. Prema njihovim istraživanjima, države napreduju u razvijanju svojih mehanizama otpornosti, iako napominju da nedostaju detaljnije analize o utjecaju institucija i strukturnih reformi na stabilnost naspram korištenja represivnih fiskalnih politika ili mehanizma inflacije.²⁹¹ To nas upućuje u centar problema nastanka europske dužničke krize. Strategije Europske unije o jedinstvenom financijskom tržištu uključivale su zajedničku ekonomsku i monetarnu politiku, kroz euro kao zajedničku valutu i regulatornu reformu FSAP (Akcijski plan za financijske usluge), te dovele do višeg stupnja harmonizacije propisa i financijske integracije. Istovremeno, supervizija je i dalje ostala na nacionalnoj razini, kao i pitanja sanacije i restrukturiranja financijskih institucija. Dakle, pojedini važni mehanizmi pomoći i intervencije u situacijama financijske krize zbog Ekonomske monetarne unije više nisu bili na raspolaganju državama članicama EU-a, a istovremeno nisu bili uspostavljeni na razini EU-a.²⁹²

Zaokruženi začarani krug banaka i državnih financija u analizi krize europodručja 2010/11 stoga uključuje: Lamfalussyjevu asimetričnu Ekonomsku i monetarnu uniju (pogl. 5.3), analiziranu kroz teoriju intergovernmentalizma i utjecaja država članica na definiranje EMU-a (pogl. 2.3.4.), s ECB-om kojem nije bila namijenjena uloga zajmodavca u krajnjoj nuždi, a ipak ju je do-

²⁸⁹ Reinhart, C., Rogoff, K. (2009) *This Time is Different – Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press, Princeton and Oxford, str. 283.

²⁹⁰ Tablica 17.1. u *ibid.*, str. 288.

²⁹¹ Qian, R., Reinhart, C., Rogoff, K. (2010) *On graduation from default, inflation and banking crisis: Elusive or illusion?*, NBER Working Paper 16168, National Bureau of Economic Research, str. 44-45.

²⁹² Za kritiku eura i sustava europodručja, vidi Stiglitz, J. E. (2017) *EURO – kako zajednička valuta prijeti budućnosti Europe*, Profil, Zagreb.

nekle odradio,²⁹³ EMU-om kao Pisani-Ferryjevim "nemogućim trojstvom", Thygesseovim oksimoronom i Schoenmakerovom financijskom trilemom (pogl. 5.3).

²⁹³ Howarth, D., Quaglia, L. (2016) *The Political Economy of European Banking Union*, Oxford University Press, str. 156–179.

5. REFORMA SUSTAVA FINANCIJSKE REGULACIJE I SUPERVIZIJE KAO ODGOVOR NA GLOBALNU FINANCIJSKU KRIZU I KRIZU EUROPODRUČJA

5.1. Globalni odgovor na svjetsku financijsku krizu 2007/08²⁹⁴

U skladu s težinom situacije u vezi globalne financijske krize 2007/08 akademska literatura ubrzo je obilovala preporukama kako riješiti problem krize, stabilizirati situaciju i preventivno djelovati na sprječavanje pojave kriza u budućnosti.²⁹⁵ Persaud²⁹⁶ je, na temelju dugogodišnjeg iskustva na financijskom tržištu i brojnih financijskih kriza, zaključio da reakcija donosilaca politike uvijek prati isti obrazac. U prvoj fazi panike predlažu se radikalne mjere i zaokreti, a kad ner-

²⁹⁴ Pojedini dijelovi prvih dvaju potpoglavlja preuzeti su iz prethodno objavljenog istraživačkog rada: Bajakić, I., Bajakić, R. (2010) *Financijska kriza i nova regulacija*, 10(3) Hrvatska pravna revija, str. 59–60.

²⁹⁵ Npr. Buiter, W. (2008) *Pouke iz sjevernoatlantske financijske krize*, str. 163–164, 167 i Onado, M. (2008) *Kriza drugorazrednih hipotekarnih zajmova: tko plaća i što treba popraviti*, str. 156, u Felton, A., Reinhart, C. (ur.) *Prva globalna financijska kriza 21. stoljeća*, VoxEU.org, Centar za istraživanje ekonomske politike, CEPR, London; Allen, F., Carletti, E. (2010) *An Overview of the Crisis: Causes, Consequences, and Solutions*, 10(1) *International Review of Finance*, str. 1–26, <https://doi.org/10.1111/j.1468-2443.2009.01103.x>, te brojne službene publikacije međunarodnih financijskih institucija i nacionalnih financijskih regulatornih agencija.

²⁹⁶ Persaud, A. (2008) *Neprikladnost financijskih propisa*, u Felton, A., Reinhart, C. (ur.) *Prva globalna financijska kriza 21. stoljeća*, VoxEU.org, Centar za istraživanje ekonomske politike, CEPR, London, str. 195.

voza splasne i situacija se smiri, reforme se uvijek svedu na tri iste mjere: bolji nadzor, razumniju kontrolu i bolje upravljanje rizikom. U nastavku slijedi prikaz predloženih i uvedenih reformi financijske regulative i supervizije na globalnoj i europskoj razini.

Jedan od najvažnijih koraka nositelja politika vezanih uz aktualnu globalnu financijsku regulaciju bio je utvrditi okvir za novi sustav regulacije i supervizije s ciljem zaustavljanja širenja financijske krize, uspostavljanja stabilnosti u financijskom sustavu, te poticanja gospodarskog oporavka. Šefovi najrazvijenijih država svijeta, okupljeni na *summitu* G-20²⁹⁷ održanom u Londonu 2. travnja 2009. godine, objavili su "Globalni plan za oporavak i reforme"²⁹⁸ koji ima za cilj: (i) povratiti povjerenje, gospodarski rast i zaposlenost, (ii) oporavak financijskog sustava i odmrzavanje kreditiranja, (iii) jačanje financijske regulacije i supervizije, (iv) jačanje međunarodnih financijskih institucija, (v) sprječavanje protekcionizma u globalnoj trgovini i investicijama, (vi) poticanje ekološki održivog razvoja.

Dogovorena su povećanja sredstava MMF-a na 750 milijardi dolara, uz podršku za specijalna prava vučenja (*Special Drawing Rights*, SDR) u iznosu od 250 milijardi dolara, te dodatnih 100 milijardi dolara za Multilateralnu razvojnu banku (*Multilateral Development Bank*), kao i 250 milijardi dolara za poticaj međunarodnoj trgovini, te korištenje zlatnih rezervi MMF-a za najsiromašnije zemlje. Ostvarivanje ciljeva je predviđeno kroz paket mjera, a jedna od najznačajnijih je donošenje nove financijske regulative i supervizije koja je detaljnije razrađena u dokumentu "Deklaracija o jačanju financijskog sustava"²⁹⁹, koji se zasniva na principima: transparentnosti, odgovornosti i kooperativnosti.

²⁹⁷ Skupina G-20 je osnovana 1999. i na početku je djelovala kao vijeće sastavljeno od ministara financija i guvernera središnjih banaka.

²⁹⁸ The London Summit 2009, *Global Plan for Recovery and Reform: The Communiqué from the London Summit*, 2. travnja 2009.

²⁹⁹ Financial Stability Board (2009) *Declaration on Strengthening the Financial System*, dostupno na: https://www.fsb.org/wp-content/uploads/london_summit_declaration_on_str_financial_system.pdf.

Dogovoreno je:

- I. institucionalno jačanje Foruma za financijsku stabilnost (*Financial Stability Forum*, FSF) koji je preimenovan u Odbor za financijsku stabilnost (*Financial Stability Board*, FSB³⁰⁰) koji će u suradnji s MMF-om pružati rana upozorenja o makroekonomskom i financijskom riziku te davati preporuke za akcije
- II. jačanje suradnje međunarodnih financijskih institucija (MMF-a, Svjetske banke, FSB-a) s ciljem obnove financijskog sustava
- III. stroža financijska regulativa i supervizija, koja uključuje: zadržavanje minimalnog iznosa kapitala u financijskim institucijama kao osiguranje, strože kontroliranje izvanbilančnih aktivnosti banaka i razine *leverage*-a u bankarskom sustavu, progresivno uvođenje Basela II
- IV. stroži nadzor i kontrola agencija za utvrđivanje kreditnog rejtinga, kroz registraciju i principe poslovanja utvrđene IOSCO-ovim Kodeksom ponašanja
- V. novi sustav novčanih kompenzacija za menadžere u financijskom sektoru, koji mora biti postavljen tako da ne nagrađuje kratkovidnost rizičnog ponašanja
- VI. reguliranje *hedge* fondova, koji će biti pod kontrolom supervizora i obvezni objavljivati relevantne informacije o svojoj razini *leverage*-a, te zapošljivati menadžere za procjenu rizika
- VII. ukidanje poreznih oaza, kroz primjenu međunarodnih standarda o razmjeni informacija pokrivenih UN-ovom Konvencijom o poreznim modelima
- VIII. poboljšanje sustava računovodstvenih standarda, kroz pojednostavnjivanje računovodstvenih standarda za financijske instrumente, te promicanje jednostavnosti i konzistentnosti u primjeni računovodstvenih standarda na međunarodnoj razini.

SAD je nastavljajući se na dogovor s G-20 *summita* krenuo s reformom financijskog sustava. Američko Ministarstvo financija objavilo je 17. lipnja 2009. Plan reforme financijske regulacije s

³⁰⁰ Više o FSB-u na: <http://www.financialstabilityboard.org/>.

pet ključnih područja reforme.³⁰¹ Ministarstvo financija organiziralo je program TARP (*Troubled Asset Relief Program*) koja je uključivao oko 700 milijardi dolara financijske potpore za otkup nelikvidne imovine kao mjeru za stabilizaciju financijskog sustava i oporavak ekonomije.³⁰² Međunarodni monetarni fond procijenio je gubitke proizašle iz nenaplativih potraživanja i gubitaka po vrijednosnim papirima u Europi na 1.193 milijarde dolara, a u SAD-u na 2.712 milijardi.³⁰³ Početkom 2010. u SAD-u su uvedene nove mjere financijske supervizije i zaštite potrošača.

5.2. Proces reforme financijske regulacije i supervizije u EU-u – de Larosièreovo izvješće

Europska unija istovremeno je poduzimala akcije za zaustavljanje financijske krize i mjere kako bi ojačala sustav europskog financijskog tržišta³⁰⁴, ali, kako su neki kritičari komentirali, "premalno i prekasno". Globalna financijska kriza umanjila je bruto društveni proizvod EU-a za 4 %, dok se industrijska proizvodnja smanjila na razinu iz 1990-ih, a 10 % aktivnog stanovništva, oko 23 milijuna ljudi, bilo je nezaposleno.³⁰⁵ Wymeersch navodi da Europa pati od nedostatka međusobne suradnje država članica, te da pojedine države članice ne vide dalje od svojih protekcionističkih stavova.³⁰⁶ U Europskoj uniji je u trenutku nastanka globalne financijske krize postojao sustav dobrovoljne koordinacije financijske supervizije (samo na mikrorazini) sačinjen od tri institucije koje imaju savjetodavnu funkciju: (i) Odbor europskih bankarskih supervizora (*Committee of European Banking*

³⁰¹ Ona uključuju: (i) promoviranje stroge supervizije i regulacije financijskih tvrtki, (ii) formiranje razumljive regulacije financijskih tržišta, (iii) zaštitu potrošača i investitora od financijskih malverzacija, (iv) davanje potpore vladi za upravljanje financijskom krizom, (v) povećanje međunarodnih regulatornih standarda i međunarodne suradnje. U U. S. Department of the Treasury (2009) *Financial Regulatory Reform - A New Foundation: Rebuilding Financial Supervision and Regulation*, dostupno na: https://www.treasury.gov/initiatives/Documents/FinalReport_web.pdf.

³⁰² U. S. Department of the Treasury (2009) *Agency Financial Report: Troubled Asset Relief Program*, dostupno na: <https://www.gao.gov/assets/290/283879.pdf>.

³⁰³ Izračun Međunarodnog monetarnog fonda objavljen u *Global Financial Stability Report*, 2009., u European Commission (2009) *Economic Crisis in Europe: Causes, Consequences and Responses*, European Economy 7, str. 11–12, dostupno na: https://ec.europa.eu/economy_finance/publications/pages/publication15887_en.pdf.

³⁰⁴ European Commission (2009) *Communication for the Spring European Council: Driving European recovery*, COM(2009)114 final, Brussels, 4. ožujka 2009., dostupno na: <https://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2009:0114:FIN:EN:PDF>.

³⁰⁵ *Ibid.*, str. 5.

³⁰⁶ Wymeersch, E. (2009) *Preparing for the Future - Where to now for regulation and supervision in the field of securities?*, govor na CESR-ovoj konferenciji održanoj 23. veljače 2009. u Parizu, str.1.

Supervisors, CEBS), (ii) Odbor za europsko osiguranje i mirovine (*Committee of European Insurance and Occupational Pensions Committee*, CEIOPS), te (iii) Odbor europskih regulatora tržišta kapitala (*Committee of European Securities Regulators*, CESR).

Europska komisija je definirala osnovni problem financijske supervizije kao "nepodudaranje između nivoa integracije europskih financijskih tržišta i nacionalne organizacije financijske supervizije".³⁰⁷ Naglasila je potrebu za hitnim rješavanjem ostalih problema koji uključuju: daljnje širenje krize na europskim financijskim tržištima, povećano nepovjerenje potrošača, poslodavaca, zaposlenih i ostalih sudionika poslovnog okruženja, smanjenje konkurentnosti europske financijske industrije, te protekcionističke mjere država članica na štetu jedinstvenog europskog tržišta. Stoga je Europska komisija predložila da reforma bude usmjerena na:³⁰⁸

- I. uspostavu efikasnog sustava financijske supervizije, s obzirom na stupanj integracije financijskih tržišta
- II. unaprjeđivanje financijske stabilnosti u Europskoj uniji
- III. zaštitu interesa potrošača, investitora, zaposlenika i dr.
- IV. povećanje konkurentnosti europskih financijskih tržišta
- V. daljnje poticanje integracije financijskih tržišta s ciljem poticanja gospodarskog rasta.

U sljedećem koraku Europska komisija dala je mandat Jacquesu de Larosièreu za izradu izvješća s analizom stanja i prijedlogom mjera. Tzv. de Larosièreova grupa je u veljači 2009. godine objavila "Izvješće o financijskoj superviziji u EU-u" s prijedlogom promjena sustava supervizije u EU-u.³⁰⁹ U Izvješću su analizirane slabe točke postojećeg sustava te identificirana područja u kojima su potrebne reforme radi uklanjanja nedostataka u sustavu i onemogućavanja pojave novih propusta. Naglašena je potreba za oprezom prilikom donošenja nove regulacije kako ne bi došlo do prereregulacije koja bi dodatno usporila gospodarski oporavak. S tim u vezi sugerirana je bolja implementacija dosadašnjih propisa.³¹⁰ Izvješće sadrži 31 preporuku za poboljšanje financijske supervizije u Europskoj uniji. Preporuke se odnose na poboljšanje financijske regulacije i supervizije, i to u sljedećim područjima:

³⁰⁷ European Commission (2009) *Communication from the Commission – European financial supervision*, Impact Assessment, str. 3, dostupno na: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52009SCo716&from=EN>.

³⁰⁸ *Ibid.*, str. 15.

³⁰⁹ De Larosière Group (2009) *Report of the High Level Group on Financial Supervision in the EU*, Brussels, 25. veljače 2009., dostupno na: https://ec.europa.eu/economy_finance/publications/pages/publication14527_en.pdf.

³¹⁰ *Ibid.*, str. 13–14.

- I. amandmani Basela II
- II. nova regulacija agencija za dodjelu kreditnog rejtinga
- III. modifikacija računovodstvenih standarda
- IV. jačanje institucija supervizije u državama članicama i sustava prekogranične koordinacije
- V. donošenje novih propisa koji će harmonizirati financijsku regulativu, sustav supervizije i sankcija kroz države članice
- VI. reforma sustava korporativnog upravljanja
- VII. harmonizacija sustava osiguranja depozita u EU-u
- VIII. osnivanje novih odbora za bolji sustav financijske supervizije na nivou EU-a, te
- IX. bolja suradnja s međunarodnim financijskim institucijama (npr. MMF-om, FSF-om).

De Larosièreova grupa predložila je izgradnju sustava na dva stupa kako bi se omogućila financijska regulacija i supervizija na mikro i makrorazini. Mikroprudencijalna regulacija uređuje pravila s ciljem stabilnosti individualnih institucija, dok se makroprudencijalna regulacija odnosi na očuvanje stabilnosti financijskog sustava u cjelini. Mikroregulacija se odnosi na ispitivanje reakcije banaka na egzogene rizike, ali ne promatra endogene rizike i ignorira značaj veličine, sustava poluge i međupovezanosti institucije s cijelim sustavom. Stoga je svrha makroregulacije da mjeri rizike koji nastaju uslijed ekonomskih *boomova* ili padova, tj. prati ekonomske cikluse.³¹¹ De Larosièreovo izvješće je prihvaćeno kao baza za daljnje djelovanje na sastanku Europskog vijeća održanom od 19. do 20. ožujka 2009. godine u Bruxellesu.³¹²

Europska komisija je 27. svibnja 2009. godine objavila "Komunikaciju o financijskoj superviziji" u Europskoj uniji na osnovi preporuka iz de Larosièreova Izvješća.³¹³ Komunikacija predlaže set mjera za reformu sustava supervizije u EU-u i donošenje propisa u narednim mjesecima. Komisijin prijedlog reforme uključuje osnivanje Europskog odbora za sistemski rizik (*European Systemic Risk Board – ESRB*)³¹⁴ i Europskog sustava financijskog nadzora (*European System of Financial Supervisors, ESFS*). Uloga ESRB-a je kontrolirati

³¹¹ Wyplosz, C. (2009) *The ICMB-CEPR Geneva Report: The Future of Financial Regulation*, dostupno na: <https://voxeu.org/article/financial-regulation-reform-goodhart-report>.

³¹² European Council (2009) *Presidency Conclusions of the Brussels European Council*, 19. – 20. ožujka 2009., dostupno na: http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/en/ec/106809.pdf

³¹³ European Commission (2009) *Communication from the Commission: European Financial Supervision*, COM(2009) 252 final, Brussels, 27. svibnja 2009., dostupno na: <https://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2009:0252:FIN:EN:PDF>.

³¹⁴ U prvim radnim dokumentima nazvan i: *European Systemic Risk Council*.

i analizirati rizik na tržištima i njegov utjecaj na cjelokupni financijski sustav (makroprudencijalna supervizija). Cilj ESRB-a je pružiti rana upozorenja o postojanju sistemskog rizika, te po potrebi davati preporuke za akciju. ESFS treba voditi superviziju individualnih financijskih institucija (mikroprudencijalna supervizija). Prijedlog sastava ESFS-a je mreža nacionalnih supervizora koji će surađivati s novim europskim nadzornim tijelima (*European Supervisory Authorities*, ESAs) nastalim preoblikovanjem odbora za bankarstvo, vrijednosne papire, osiguranje i mirovinski sektor (CEBS, CEIOPS i CESR). Za nove europske supervizijske agencije predložene su znatno veće ovlasti, poput provođenja medijacija između nacionalnih regulatornih agencija s obvezujućim karakterom, propisivanja obvezujućih standarda supervizije, donošenja obvezujućih tehničkih naputaka za financijske institucije, licenciranja i nadzora rejting agencija i dr.³¹⁵ Cilj ESFS-a je harmonizirati propise, supervizorsku praksu i implementaciju na nivou EU-a. Sustav je osmišljen na principima partnerstva, fleksibilnosti i supsidijarnosti, a implementacija predviđa aktivnu ulogu nacionalnih supervizora u donošenju politika za postizanje financijske stabilnosti, te efikasno pristupanje rješavanju problema rizika u prekograničnom poslovanju.

Zaključci vjerojatno najobuhvatnije kvantitativne analize financijskih kriza Reinhartove i Rogoffa potvrđuju slične preporuke. Oni ističu važnost sustavnog praćenja i analiziranja što dužih vremenskih serija cijena nekretnina i kretanja tržišta nekretnina te javnog duga. Spomenuta dva indikatora smatraju poglavito važnim za jačanje makroprudencijalne supervizije i efikasnog sustava ranog signaliziranja opasnosti od sistemskog rizika. Pritom treba kontinuirano razvijati sustav izvještavanja i standardizacije izračuna javnog duga, te jačati transparentnost, tj. javno objavljivanje podataka o javnom dugu s usporedivim i usklađenim metodologijama izračuna. Važno je pritom pratiti trendove kretanja svih vrsta zaduživanja: potrošača, banaka i ostalih financijskih institucija, tvrtki i države. Upozoravaju da je kod javnog duga, osim same razine duga, važno analizirati održivost javnog duga i rizike inflacije.³¹⁶ Reinhart i Rogoff zagovaraju osnivanje međunarodne financijske regulatorne institucije. Smatraju da takva institucija može snažno djelovati na jačanje transparentnosti u

³¹⁵ European Commission (2009) *Communication from the Commission: European Financial Supervision*, COM(2009) 252 final, Brussels, 27. svibnja 2009., str. 9–12.

³¹⁶ Ovdje je poseban naglasak na održivosti koju autori u svojim brojnim istraživanjima analiziraju i razlikuju države s iznimno visokim udjelom javnog duga u BDP-u (npr. SAD, Japan) i one za koje smatraju da imaju visok, ali neodrživ ili upitan javni dug. U Reinhart, C., Rogoff, K. (2009) *This Time is Different – Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press, Princeton and Oxford, str. 277–292.

izvješćivanju, koordinirati harmonizaciju financijske regulacije te efikasnije i lakše odolijevati političkim pritiscima i lobiju korporativnog sektora koji se često događaju na nacionalnim razinama.³¹⁷

Lannoo³¹⁸ kritizira prijedlog novog sustava Europske komisije kao neadekvatan. Smatra da se sustav baziran na kooperaciji nacionalnih institucija već pokazao kao promašaj u dosadašnjoj praksi. Nadalje, upozorava da će osnivanje novih triju agencija uzrokovati nove probleme u distribuciji informacija i komunikaciji, operacionalnoj efikasnosti i sposobnosti djelovanja. Isto tako, naglašava da se ovom reformom i dalje ne rješava pitanje supervizije nekih institucija (npr. operatora sustava poravnanja i namire, rejting agencija, *hedge* fondova i sl.) jer ne ulaze u djelokrug spomenutih agencija za superviziju. On predlaže formiranje krovne institucije, tj. jedinstvenog centralnog sustava europskih financijskih supervizora. Lannooovi kritički stavovi su bazirani na zaključcima Izvješća CEPS-a.³¹⁹ Izvješće upozorava da trenutna organizacija i mandat triju odbora (CEBS-a, CEIOPS-a i CESR-a), usprkos ostvarenim izvrsnim rezultatima, ne posjeduju tehničke ni operativne mogućnosti za organizirano izvršavanje supervizorskih funkcija, te da bi njihovo pretvaranje u EU agencije bio promašaj. Dosadašnje politike ocjenjuje pogrešnima jer se propustilo uspostaviti okvir financijske supervizije na razini EU-a koja bi na adekvatan način pratila razvoj financijskih inovacija i tržišta. Naglašava da je Vijeće ECOFIN-a propustilo na vrijeme prepoznati i reagirati na prijetnje koje su dolazile iz američke krize drugorazrednih hipotekarnih kredita.³²⁰ Tek kada se kriza prelila u Europu, krenule su zakašnjele reakcije koje su još više razotkrile razjedinjenost financijskih politika zemalja Europske unije i nesposobnost upravljanja financijskom krizom na nivou EU-a. Političke akcije su u tom momentu preuzeli šefovi

³¹⁷ *Ibid.*, Reinhart, C., Rogoff, K. (2008) *Regulation should be international*, Financial Times, 18. studenoga 2008., dostupno na: <https://www.ft.com/content/983724fc-b589-11dd-ab71-0000779fd18c>.

³¹⁸ Lannoo, K. (2009) *A Crisis is a Terrible Thing to Waste*, CEPS Commentary, Centre for European Policy Studies, 27. svibnja 2009.

³¹⁹ CEPS (2008) *Concrete Steps Towards More Integrated Financial Oversight: The EU's Policy Response to the Crisis*, CEPS Task Force Report, Centre for European Policy Studies, Brussels.

³²⁰ O neshvaćanju proporcija financijske krize od strane europskih političara govore i poruke njemačkog ministra vanjskih poslova pred zgradom Njujorške burze za vrijeme UN-ova godišnjeg zasjedanja o tome da je europski financijski sustav stabilan, te da američka financijska kriza neće imati utjecaja na financijske sustave u Europi. Samo dva tjedna kasnije njemačka je vlada objavila plan spašavanja financijskog sustava u iznosu od 500 milijardi eura. U CEPS (2008) *Concrete Steps Towards More Integrated Financial Oversight: The EU's Policy Response to the Crisis*, CEPS Task Force Report, Centre for European Policy Studies, Brussels, str. 20.

država članica EU-a i počeli s provođenjem mjera za dokapitalizaciju banaka i odmrzavanje međubankarskog kreditnog tržišta. Iako se na početku listopada 2009. godine na sastanku G-4 predlagao Europski plan za spašavanje financijskog sustava na razini cijelog EU-a, Njemačka je odbila takvo rješenje. Velika Britanija je potom izašla sa svojim planom spašavanja banaka dokapitalizacijom koju su u vrlo kratkom periodu počele slijediti druge europske zemlje, a potom i SAD. Tek je na sastanku Vijeća Europe dogovorena koordinacija u vezi nacionalnih planova spašavanja financijskih sustava, i to u sljedećem: prvo, vlade će osigurati garanciju za banke u periodu od 5 godina, uključujući i strane banke; i drugo, vlade mogu dokapitalizirati banke prema potrebama, ali pritom moraju izbjegavati mjere koje bi mogle naštetiti sustavu unutarnjeg tržišta EU-a. U smislu konkretnih akcija na nivou EU-a uslijedila je izmjena Direktive o osiguranju depozita³²¹ kojom se povećava iznos s 50.000 eura na 100.000 eura, a uz to su predloženi amandmani na direktive iz područja financijskih usluga (pogl. 6.4.). Izvješće CEPS-a upozorava da rasprave oko reforme europske financijske regulacije i supervizije traju već deset godina, od uvođenja procesa FSAP-a i Lamfalussyjeva izvješća. Uvijek je postojalo otvoreno pitanje tko treba preuzeti teret u slučaju propasti banaka s prekograničnim poslovanjem, samo se taj problem tijekom perioda ekonomskog rasta ignorirao.

Europska komisija zauzima defenzivan stav prema ideji "agencifikacije"³²² i europeizacije" financijske supervizije, tj. centralizacije regulatornih i supervizijskih ovlasti na EU razini ističući ulogu nacionalnih regulatornih agencija u svakodnevnom nadzoru i naglašavajući kako će novi sustav funkcionirati na načelima partnerstva, fleksibilnosti i supsidijarnosti, dok će europske agencije reagirati samo u slučajevima jasne dodane vrijednosti njihove intervencije.³²³ Nadalje, Europska komisija pojašnjava da će novi sustav financijske supervizije imati znatno veće koristi

³²¹ Direktiva 2014/49/EU Europskog parlamenta i Vijeća od 16. travnja 2014. o sustavima osiguranja depozita (preinačena) (tekst značajan za EGP), dostupno na: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/hr/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014L0049&from=EN>.

³²² Agencifikacija se odnosi na trend razvoja "kvazinezavisnih regulacijskih" tijela u Europskoj uniji. Detaljnije, vidi: Egeberg, M., Trondal, J. (2016) *Agencification of the EU Administration: Connecting the Dots*, TARN Working Paper, No.1/2016. Faculty of Law, Maastricht; Musa, A. (2014) *Agencijski model javne uprave*, Pravni fakultet u Zagrebu, Zagreb.

³²³ European Commission (2009) *Commission adopts legislative proposal to strengthen financial supervision in Europe*, IP/09/1347, Brussels, 23. rujna 2009., str. 4.

nego troškove. Procijenjeni troškovi prevencije, odnosno vođenja sustava europskih agencija iznose oko 37 milijuna eura za prvu godinu djelovanja (predviđeno 2011. godine), te oko 68 milijuna eura nakon tri godine (2014.)³²⁴, pa Komisija zaključuje da su to mali izdaci u usporedbi sa štetom i troškovima saniranja financijske krize.³²⁵

Europska federacija banaka podržala je preporuke de Larosièreova Izvješća. Smatra da je osnivanje Odbora za europski sistemski rizik dobar potez za rješavanje pitanja financijske supervizije na makrorazini, a s tim u vezi dodaje da je važno da dotični Odbor bude poveznica između ostalih međunarodnih financijskih institucija (MMF-a i FSB-a), te da bi bilo korisno osnovati i dodatno savjetodavno vijeće stručnjaka iz industrije koje bi služilo kao stručna podrška za analiziranje financijskog razvoja na makrorazini.³²⁶ Ipak, upozorava da bi na nivou Europske unije trebalo uspostaviti jasan okvir za uspješno upravljanje krizom.³²⁷

Europska središnja banka (ECB) smatra da će ESRB doprinijeti boljoj kvaliteti kontrole rizika i omogućiti efikasan mehanizam transformacije ranih upozorenja za politike i preporuke za akcije na nivou EU-a, te da će zajedno s MMF-om i FSB-om činiti djelotvoran sustav na globalnoj razini.³²⁸ Lannoo ističe da je sastanak na vrhu G-20 dao pozitivnu poruku da su svjetski čelnici suglasni o većini mjera za suzbijanje krize i recesije te uspostavu strože financijske regulative i supervizije, ali smatra da su očekivanja od FSB-a preambiciozna zbog njegove organizacijske ograničenosti, te upozorava da je politike poput ukidanja poreznih oaza i reguliranja ograničenih novčanih kompenzacija za menadžere puno lakše izreći nego implementirati.³²⁹

Međunarodni monetarni fond u svojim analizama uzroka financijske krize također stavlja naglasak na jaz koji je bio prisutan u financijskom okruženju između razvijenosti i kompleksnosti financijskih instrumenata s jedne strane i regulatorne nepripremljenosti za takvu vrstu financijskih inovacija s druge strane.

³²⁴ *Ibid.*, predložena je podjela troškova između država članica i budžeta Zajednice 60 % i 40 %.

³²⁵ *Ibid.*, str. 3.

³²⁶ Govor Ariane Obolensky, predsjednice Izvršnog odbora Europske federacije banaka na konferenciji Europske komisije *Towards a New Supervisory Architecture in Europe*, 7. svibnja 2009., str. 2.

³²⁷ *Ibid.*, str. 4.

³²⁸ Govor Maura Grandea, direktora Financijske stabilnosti i supervizije u Europskoj središnjoj banci na konferenciji Europske komisije *Towards a New Supervisory Architecture in Europe*, 7. svibnja 2009.

³²⁹ Lannoo, K. (2009) *What's next after the London G-20?*, CEPS Commentary, Centre for European Policy Studies, 9. travnja 2009.

Regulacija i supervizija nije mogla kontrolirati sistemski rizik koji se nagomilavao u interakciji između reguliranih i nereguliranih financijskih institucija. Takvo okruženje podržavalo je razvoj financijskih inovacija (npr. sekuritizacije), a sustavi i modeli za utvrđivanje rizika nisu bili u stanju prepoznati opasnosti i razmjer potencijalnih gubitaka iz izvanbilančnih aktivnosti banaka.³³⁰ MMF-ovo izvješće se ne bavi određivanjem preporuka za bolju financijsku regulaciju i superviziju, već se nadograđuje na već identificirane mjere tako što ih definira prema prioritetima.³³¹ Međunarodni monetarni fond ističe važnost toga da se u sustav supervizije uključuje sve financijske aktivnosti koje mogu predstavljati prijetnju sistemskog rizika. Isto tako, potrebno je stalno procjenjivati mogućnost i veličinu potencijalnog gubitka u nekom segmentu, uzimajući pritom u obzir međupovezanost financijskih institucija i njihov udio i značaj na financijskom tržištu. Nadalje, regulacija i supervizija treba uključivati i institucije koje imaju važnu ulogu na financijskom tržištu.

5.3. Centralizacija supervizije na EU razini

Europsko vijeće u lipnju 2009. potvrđuje potrebu za osnivanjem triju europskih regulatornih agencija s ciljem jačanja nadzora financijskih institucija koje posluju prekogranično te nadzora nad agencijama za kreditni rejting, kao i uspostave jedinstvene financijske regulative kako bi sve financijske institucije u EU-u poslovale po istim pravilima.³³²

Europsko bankarsko zakonodavstvo temeljilo se, zbog dinamike integracijskih procesa i regulatorne paradigme o minimalnoj harmonizaciji, uglavnom na direktivama, koje po svojoj prirodi ostavljaju znatan prostor diskrecije u transpoziciji i implementaciji u nacionalno zakonodavstvo. Stoga su države članice imale različite standarde koji su negativno utjecali na konkurenciju i ujednačavanje razine sigurnosti i stabilnosti bankarskih sustava.

³³⁰ International Monetary Fund (2009) *Lessons of the Financial Crisis for Future Regulation of Financial Institutions and Markets and for Liquidity Management*, 4. veljače 2009.

³³¹ Prioriteti uključuju: jačanje institucija potrebnih za kvalitetan nadzor rizika, podršku sustavima koji promoviraju sistemsku stabilnost, stvaranje kapitalnih rezervi, kao zaštitu za loša vremena nelikvidnosti na tržištu, dostupnost kvalitetnih informacija regulatorima, definiranje harmoniziranog režima za slučaj nesolventnosti financijskih institucija koje imaju prekogranično poslovanje, veću fleksibilnost središnjih banaka za pružanje likvidnosti te izgradnju kvalitetnijeg sustava kriznog menadžmenta na nacionalnoj razini. *Ibid.*, str. 4–6.

³³² European Council (2009) *Presidency Conclusions of the Brussels European Council*, 18. – 19. lipnja 2009., dostupno na: <https://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST%2011225%202009%20REV%202/EN/pdf>

Kad se gornjoj matrici pridoda i (negativna) povezanost banaka s državnim javnim financijama u nekim regijama, s vremenom dolazi do sve veće fragmentiranosti bankarskog sustava na države članice s osjetljivim i nestabilnijim sustavima i na one otpornije na šokove i moguće krize. Financijska kriza 2007/08 razotkrila je dubinu problema, a u posebno osjetljivoj poziciji našle su se velike financijske institucije koje su poslovale prekogranično, dodatno naglasivši kompleksan i nadasve skup problem sanacije banaka i osiguranja depozita, te situaciju u kojoj je jako teško, zbog financijske integracije i međupovezanosti, identificirati krivca za krizu, kao i instituciju/državu koja će preuzeti trošak sanacije. Gros je prozvao pojedine nacionalne centralne banke za "balkanizaciju" europskog bankarskog tržišta i pogoršanje krize europodručja,³³³ ali Mackintosh upozorava i na drugu stranu medalje, tj. uz prisutan moralni hazard pojedinih država članica u neodgovornom zaduživanju, postoji i moralni hazard kreditora – banaka koje su radi veće profitabilnosti nudile kredite i na taj način indirektno pomogle kreiranju mjehura na tržištima nekretnina i dodatnom zaduživanju.³³⁴ Howarth i Quaglia navode da se tim istim bankama – njemačkima, poput bumeranga u formi velike izloženosti loših kredita, vratio taj rizik nazad u bilancu. Politički gledano, Njemačka je imala dodatni motiv za spašavanje krize europodručja zbog međupovezanosti i međuovisnosti, tj. problema "*prepovezan da bi propao*" (*too interconnected to fail*).³³⁵

Promatrajući unazad, lako je konstatirati da je sustav bio građen za "dobra" vremena, a veliko iskustvo prošlih financijskih kriza naučilo nas je da nakon kriza slijedi gospodarski pad i recesija, te duži period bolnog oporavka, uz koji često idu i društveno-politička previranja, polarizacija društva, a nažalost, neki put i rat. Stoga je, uz nezavidnu financijsko-ekonomsku situaciju, EU bio bolno svjestan opasnosti koja prijete ne samo europskoj Ekonomskoj i monetarnoj uniji i zajedničkoj valuti euro, već i samoj Uniji kao međunarodnoj zajednici.

Pored navedene iznimno značajne političko-ekonomske situacije, i financijsko-ekonomska pozicija bila je komplicirano problematična. Osim što su moguće situacije u kojima se bankarske

³³³ Daniel Gros u Howarth, D., Quaglia, L. (2016) *The Political Economy of European Banking Union*, Oxford University Press, New York, str. 15.

³³⁴ Howarth, D., Quaglia, L. (2016) *The Political Economy of European Banking Union*, Oxford University Press, New York, str. 47.

³³⁵ *Ibid.*, str. 22–23, 46.

krize prelijevaju u financijsku krizu, što podrazumijeva i ekonomsku krizu, europski financijski sustav je najvećim dijelom bankocentričan (izuzev Velike Britanije, koja je nedavno istupila iz EU-a), što znači da cjelokupna ekonomija u EU-u najviše ovisi o bankama kao izvoru financiranja. Stoga je značaj samih banaka i njihove stabilnosti još i veći, tj. problem "prevelik da bi propao" (*too big to fail*) ima dodanu dimenziju.

Kriza europodručja 2010/11 istaknula je određene slabosti sustava EMU-a. Lamfalussy takvo funkcioniranje EMU-a opisuje kao kombinaciju transfera monetarnih kompetencija sa slabom koordinacijom ekonomskih politika. "*Asimetrija između 'E' i 'M' u 'EMU' je jedna od dominantnih značajki EMU-a*".³³⁶ Takva asimetrija između monetarne i ekonomske unije bila je određena namjerno i uvjetovana političkim prilikama i dogovorima država članica EMU-a (pogl. 2.3.4.). Italija, Francuska i Španjolska, svaka iz svojih razloga i interesa, lobirale su za uvođenje EMU-a nasuprot rigidnom Europskom monetarnom sustavu koji je preferirao jaku (njemačku) valutu i niske stope inflacije. Njemačka je bila donekle razjedinjena, s jedne strane centralna banka i opća javnost, s druge veliki njemački izvoznici, ali je uspjela nametnuti kriterije konvergencije ("mastiške" kriterije) kao kontrolni mehanizam javnih financija država članica i izmaknuti finansijsko spašavanje posrnutih nacionalnih ekonomija i s njima povezanih banaka,³³⁷ i tako je izdvojila "E" iz EMU-a.³³⁸ Asimetrija EMU-a naglašena je i u Delorovu planu kao potreba za autonomnošću fiskalnih sustava, društvenih, kulturnih i političkih različitosti država članica, koje nikako nisu bile spremne prebaciti svoje ovlasti na EU razinu, a nakon gubitka monetarne suverenosti htjele su svakako zadržati ostale mehanizme za ublažavanje mogućih egzogenih šokova i rješavanje mogućih ekonomsko-političkih kriza na nacionalnoj razini.³³⁹

³³⁶ U Lastra, R., Louis, J. V. (2013) *European Economic and Monetary Union: History, Trends, and Prospects*, 32(1) Yearbook of European Law, str. 4.

³³⁷ Howarth, D., Quaglia, L. (2016) *The Political Economy of European Banking Union*, Oxford University Press, New York, str. 22–23.

³³⁸ Princip "bez jamčevine" (*no bail-out principle*) uređen je čl. 125. Ugovora o funkcioniranju Europske unije, Službeni list Europske unije, 7. 6. 2016., HR, C 202/1, koji glasi: "*Ne dovodeći u pitanje uzajamna financijska jamstva za zajedničku provedbu određenog projekta, Unija ne snosi nikakvu odgovornost niti preuzima obveze središnjih vlasti, regionalnih, lokalnih ili drugih tijela javne vlasti, ostalih javnopravnih tijela ili javnih poduzeća bilo koje države članice. Ne dovodeći u pitanje uzajamna financijska jamstva za zajedničku provedbu određenog projekta, niti jedna država članica ne snosi odgovornost niti preuzima obveze središnjih vlasti, regionalnih, lokalnih ili drugih tijela javnih vlasti, ostalih javnopravnih tijela ili javnih poduzeća druge države članice.*"

³³⁹ Lastra, R., Louis, J. V. (2013) *European Economic and Monetary Union: History, Trends, and Prospects*, 32(1) Yearbook of European Law, str. 1–28.

Thygesen objašnjava da je iznimno teško postići jedinstveno financijsko tržište uz istovremeno visok stupanj suvereniteta financijske supervizije na nacionalnoj razini.³⁴⁰ Financijska je trilema prema Schoenmakeru situacija u kojoj financijska stabilnost, financijska integracija i nacionalne financijske politike nisu međusobno kompatibilne. Mogu se kombinirati bilo koje od dviju opcija, ali nikako sve tri istovremeno.³⁴¹ Schoenmaker kao primjer navodi bezuspješni pokušaj spašavanja Fortisa između belgijskih i nizozemskih vlasti usprkos međunarodnoj suradnji nacionalnih nadzornih tijela, uz iznimno visok trošak rješavanja krize.³⁴²

Tijekom provedbe velike financijske regulatorne reforme FSAP-a, s ciljem podrške efikasnosti procesa i unutar Lamfalussyjeva okvira, osnovani su savjetodavni i koordinacijski odbori: (i) CEBS – u području bankarskih usluga, (ii) CEIOPS – u području osiguranja i mirovinskog sustava i (iii) CESR – u području vrijednosnih papira. Ti su se odbori pokazali iznimno konstruktivnima u poticanju suradnje između nacionalnih regulatornih agencija i unaprjeđivanju harmonizacije nacionalnih zakonodavstava s EU propisima. Kroz bilateralne i multilateralne odnose (*Memorandum of Understandings, College of Supervisors*) nastojala su promovirati najbolju supervizijsku praksu u području prevencije krize i simuliranog kriznog menadžmenta. No, usprkos zagovaranjima višeg stupnja integracije, države članice nisu bile spremne na transfer suvereniteta financijske supervizije.³⁴³

Povijesno gledano, postoji korelacija gospodarskih ciklusa s usponima i padovima ekonomske regulacije, a onda i regulatornim agencijama. Tijekom perioda gospodarskog rasta i ekonomskog blagostanja dolazi do generalnog trenda deregulacije, tj. smanjivanja obima propisa uz više ili manje primjetno smanjivanje demonstriranja ovlasti regulatornih agencija. Neposredno nakon financijske krize dolazi do naglog povećanja volumena i strogoće propisa,

³⁴⁰ U *ibid.*, str 14.

³⁴¹ Schoenmaker, D. (2011) *The Financial Trilemma*, Duisenberg School of Finance Amsterdam, dostupno na: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1340395.

³⁴² Schoenmaker, D. (2013) *Governance of International Banking: The Financial Trilemma*, Oxford University Press, str. 7, dostupno na: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2243105.

³⁴³ Wymeersch, E., Hopt, K., Ferrarini, G. (ur.) (2012) *Financial Regulation and Supervision – A Post-Crisis Analysis*, Oxford University Press, Oxford; Ferran, E., Moloney, N., Hill, J., Coffee, J. (ur.) (2012) *The Regulatory Aftermath of the Global Financial Crisis*, Cambridge University Press, Cambridge.

uz prateće povećanje ovlasti (i proračuna) regulatornih agencija.³⁴⁴ Stoga je "bila šteta propustiti dobru krizu"³⁴⁵, tj. *momentum* za promjene – agencifikaciju i centralizaciju prudencijalne supervizije na EU razini.³⁴⁶ Argumenti o tome da jedino unificirana regulacija i supervizija na EU razini može pridonijeti iskonskoj financijskoj integraciji u EU-u, kroz pravnu sigurnost, ujednačavanje razine razvijenosti i otpornosti bankarskih sustava po europskim regijama i u konačnici stabilnosti europskog financijskog sustava postali su, u skladu s cikličnosti i teorijom konstruktivizma, prevladavajuće mišljenje donosioca politika u EU-u.

5.4. Stvaranje bankovne unije i unije tržišta kapitala

Bankovna unija dio je Ekonomske monetarne unije (EMU-a). EMU prije svega predstavlja kontinuirani ekonomski integracijski proces država članica EU-a, započet osnivanjem Europske ekonomske zajednice 1957. godine u Rimu.³⁴⁷ Tijekom desetljeća i ovisno o globalnoj i europskoj ekonomskoj i političkoj situaciji taj se integracijski proces ubrzavao i produbljavao uz neizbježne prepreke i barijere. Jedna od najvažnijih prekretnica je dogovor o uspostavljanju monetarne unije 1991. u Maastrichtu i uvođenju zajedničke valute euro.³⁴⁸ Iz današnje perspektive EMU predstavlja širok raspon strategija i politika koje uključuju: (i) monetarnu uniju, (ii) bankovnu uniju, (iii) uniju tržišta kapitala, (iv) koordinaciju ekonomskih i fiskalnih politika te (v) strategiju jačanja institucija i demokratskih vrijednosti. Ciljanim politikama i koordinacijskim aktivnostima nastoji se postići veća razina konvergencije europskog gospodarstva (npr. putem europskog semestra, ocjenjivanjem nacрта proračunskih planova država članica i sl.).

Kao što je opisano u prethodnom poglavlju, EMU je imao nerazmjernu razinu ekonomske i monetarne integracije, kao re-

³⁴⁴ Bajakić, I. (2013) *Razvoj regulatornih agencija uvjetovan gospodarskim ciklusima s osvrtom na američku i europsku regulaciju tržišta kapitala*, u Koprić, I., Musa, A., Đulabić, V. (ur.) *Agencije u Hrvatskoj*, Institut za javnu upravu, Zagreb, str. 55–78.

³⁴⁵ Parafrazirajući Karella Lannooa, u Lannoo, K. (2009) *A Crisis is a Terrible Thing to Waste*, CEPS Commentary, Centre for European Policy Studies, 27. svibnja 2009.

³⁴⁶ Bajakić, I., Božina Beroš, M. (2017) *Examining Agency Governance in the EU Financial Sector – A Case-Study of ESMA*, 30(1) *Ekonomska istraživanja*, str. 1743–1757. DOI: <https://doi.org/10.1080/1331677X.2017.1383170>; Božina Beroš, M. (2017) *Ekonomska i monetarna unija nakon krize – odabrane teme*, Sveučilište J. Dobrile u Puli, Pula, str. 1–63.

³⁴⁷ Idejno već i osnivanjem Europske zajednice za ugljen i čelik 1952.

³⁴⁸ Politički dogovor na vrhu uspostavljen je u prosincu 1991. godine, Ugovor iz Maastrichta (Ugovor o Europskoj uniji) potpisan je u veljači 1992., a stupio je na snagu 1. studenoga 1993. godine nakon procesa ratifikacije.

zultat političkih pregovora i kompromisa država članica EU-a, a koja se tijekom "dobrih" vremena mogla zanemariti i ignorirati. Globalna financijska kriza i kriza europodručja bolno su, u smislu financijskih gubitaka, naglasile slabosti nedovršenosti sustava EMU-a: nepostojanje jedinstvenog europskog regulatornog okvira, nadnacionalnog sustava supervizije i sanacije banaka na EU razini i nepostojanje mehanizma financijske pomoći državama članicama europodručja u slučaju šokova i makroekonomskih disbalansa.

Europska komisija je tijekom 2009. godine objavila niz prijedloga za reformu mikro i makroprudencijalne supervizije u EU-u, baziranih na de Larosièreovu Izvješću, koji su rezultirali uvođenjem Europskog sustava financijske supervizije 2011. godine: Europskog odbora za sistemske rizike i osnivanjem triju europskih financijskih regulatornih agencija (ESFS, pogl. 6.2.2.). Kriza europodručja naglasila je potrebu za produblјivanjem Ekonomske i monetarne unije kroz uspostavu bankovne unije.³⁴⁹ Van Rompuyevu Izvješće³⁵⁰ predstavlja oficijelni putokaz prema bankovnoj uniji i *policy paper* za *summit* europodručja održan u lipnju 2012., koji se smatra ključnom prekretnicom u odlučivanju na vrhu EU-a.³⁵¹ U studenome 2012. Europski parlament daje političku podršku produblјivanju Ekonomske i monetarne unije.³⁵² Iste godine uspostavljen je Europski stabilizacijski mehanizam kao trajni sustav financijske pomoći državama članicama europodručja (pogl. 6.5.).

Zašto je Europskoj uniji trebalo toliko dugo da uspostavi (a još uvijek ni nije u potpunosti) djelotvoran krizni menadžment u situaciji financijske krize? Pisany-Ferry smatra da se pozadi-

³⁴⁹ Europsko vijeće (2014) *Bankovna unija – Relevantni zaključci Europskog vijeća, 2012. – 2014.*, dostupno na: <https://www.consilium.europa.eu/media/21540/sno4481hr14.pdf>.

³⁵⁰ Nazvano još i "Izvješće četvorice predsjednika", European Council, The President (2012) *Towards a genuine Economic and Monetary Union*, Report by President of the European Council Herman Van Rompuy, Brussels, 26 June 2012, EUCO 120/12, PRESSE 296, PR PCE 102, dostupno na: https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/de/PRES_12_296

³⁵¹ European Central Bank, Milestones, pristupljeno studeni 2020., <https://www.bankingsupervision.europa.eu/about/milestones/html/index.en.html>; European Council (2012) *Euro Area Summit Statement*, 29 June 2012, Brussels, dostupno na: https://www.bankingsupervision.europa.eu/about/milestones/shared/pdf/2012-06-29_euro_area_summit_statement_en.pdf.

³⁵² European Parliament (2012) *Towards a genuine Economic and Monetary Union European Parliament resolution of 20 November 2012 with recommendations to the Commission on the report of the Presidents of the European Council, the European Commission, the European Central Bank and the Eurogroup "Towards a genuine Economic and Monetary Union"* (2012/2151(INI)), P7_TA(2012)0430, dostupno na: https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/TA-7-2012-0430_EN.pdf.

nu neslaganja može promatrati kroz "bitku interesa" i "bitku ideja" (spoj intergovernmentalizma s konstruktivizmom).³⁵³ Zettelmeyer³⁵⁴ u svojoj analizi adresira nemogućnost postizanja konsenzusa između europskih institucija: Europske komisije, ECB-a, Euroskupine i nacionalnih tijela oko odgovora na krizu, koja je trajala dvije i pol godine između 2010. i 2012. Tijekom tog perioda trajala je "igra živaca" i "natezanje", tj. "bitka interesa" između država "kreditora" i država "dužnika" u pregovorima oko uvjeta programa pomoći, u kojoj su države "kreditori" uspjele grubo nametnuti svoj aranžman strogih fiskalnih prilagodbi i štednje, koji je potom rezultirao ekonomskim kolapsom Grčke i novom krizom 2015. godine, što je samo naglasilo nesposobnost MMF-a i Europske komisije da efikasno upravljaju krizom. Kriza je privedena kraju političkom odlukom na vrhu EU-a u lipnju 2012., a formalno je okončana Programom uvjetnog otkupa obveznica država u problemima, takozvanim OMT-om (*Outright Monetary Transactions*), i poznatom izjavom tadašnjeg guvernera ECB-a, Marija Draghija: "U našem mandatu, ECB je spreman učiniti sve što je potrebno da sačuva euro. A vjerujte mi, to će biti dovoljno".³⁵⁵

Prvi stup u izgradnji bankovne unije predstavlja uspostavljanje jedinstvenog nadzornog mehanizma 2013./2014. godine (pogl. 6.2.). Jedinstveni sanacijski mehanizam kao drugi stup dogovoren je 2014. – 2015., a kroz Jedinstveni sanacijski odbor u punom opsegu djeluje od početka 2016. godine (pogl. 6.3.). Europski sustav osiguranja depozita još uvijek je u fazi izgradnje, tj. pregovaranja (pogl. 6.4.).

Izvjешće petorice predsjednika iz 2015., koje se temelji na Izvjешću četvorice predsjednika, predstavlja daljnji plan za pro-

³⁵³ Pisany-Ferry, J. (2018) *Keynote Speech: Euro area reform: reflections on an initiative*, u Allen, F., Carletti, E., Gulati, M. (ur.) *Institutions and the Crisis*, European University Institute, Robert Schuman Center for Advanced Studies, str. 2–4, dostupno na: https://cadmus.eui.eu/bitstream/handle/1814/58084/Institutions-and-the-Crisis_2018.pdf?sequence=1&isAllowed=y.

³⁵⁴ Zettelmeyer, J. (2018) *Why Has Euro Crisis Management Been So Hard?*, u Allen, F., Carletti, E., Gulati, M. (ur.) *Institutions and the Crisis*, European University Institute, Robert Schuman Center for Advanced Studies, str. 83–92, dostupno na: https://cadmus.eui.eu/bitstream/handle/1814/58084/Institutions-and-the-Crisis_2018.pdf?sequence=1&isAllowed=y.

³⁵⁵ European Central Bank (2012) *Speech by Mario Draghi*, President of the European Central Bank at the Global Investment Conference in London, 26 July 2012, dostupno na: <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp120726.en.html>.

dubljanje EMU-a.³⁵⁶ Izvješće identificira četiri cilja, stvaranje: (i) istinske ekonomske unije, (ii) financijske unije, (iii) fiskalne unije i (iv) političke unije.³⁵⁷ Financijska unija predstavljena je kao kombinacija dovršavanja bankovne unije i unije tržišta kapitala (*Capital Markets Union, CMU*). Finalizacija bankovne unije odnosi se na transpoziciju potrebnih propisa jedinstvenih pravila (*Single Rulebook*) u nacionalno zakonodavstvo, formiranje zajedničkog zaštitnog mehanizma za Jedinstveni sanacijski fond i kreiranje europskog sustava osiguranja depozita.³⁵⁸

Unija tržišta kapitala u Izvješću se prezentira kao komplementarna nadogradnja bankovnoj uniji. Osnovni cilj je proširiti spektar izvora financiranja za tvrtke, pogotovo malo i srednje poduzetništvo. Naglašava se pozitivna strana tržišnog sustava za produbljanje integracije tržišta, diversifikaciju rizika, jačanje konkurentnosti financijskog sustava, a predstavljena je i ideja o mogućem jedinstvenom sustavu supervizije europskog tržišta kapitala.³⁵⁹ Howarth i Quaglia napominju da bankovna unija (BU) i unija tržišta kapitala (CMU) jesu komplementarni projekti, ali ističu da se i znatno razlikuju u provedbi. Prvo, BU se odnosi na države europodručja, a CMU na cijeli EU; drugo, CMU predstavlja više strategiju razvoja tržišta kapitala kroz dodatnu harmonizaciju regulative, pa na taj način i nije prava "unija"; treće, BU je direktan odgovor na krizu europodručja, dok CMU predstavlja indirektnu podršku kao alternativni sustav financiranja; i konačno, BU predstavlja centralizaciju regulacije, supervizije i sanacije bankarskog sektora, dok je CMU još daleko od te putanje.³⁶⁰ Ipak, valja imati na umu teoriju neofunkcionalizma, prema kojoj će u budućnosti doći do prelijevanja centralizacije regulacije, supervizije (i sanacije?) u sektor tržišta kapitala, a teorija konstruktivizma apelira da upamtimo stranicu 12 Izvješća petorice predsjednika kako bismo se u budućnosti lakše prisjetili reference na ideju koja je zasađena za neku buduću europsku financijsku regulatornu reformu, nadajmo se ne nužno kao odgovor na krizu.

³⁵⁶ Izvješće petorice predsjednika, predvođeno predsjednikom Europske komisije, Jean-Claudeom Junckerom, u suradnji s predsjednikom Europskog vijeća Donaldom Tuskom, Jeroenom Dijsselbloemom – Euroskupina, Marijem Draghijem – ECB i Martinom Schulzom – Europski parlament, European Commission (2015) *Completing Europe's Economic and Monetary Union*, 22 June 2015, dostupno na: https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/5-presidents-report_en.pdf.

³⁵⁷ *Ibid.*, str. 4–5.

³⁵⁸ *Ibid.*, str. 11–12.

³⁵⁹ *Ibid.*, str. 12.

³⁶⁰ Howarth, D., Quaglia, L. (2016) *The Political Economy of European Banking Union*, Oxford University Press, New York, str. 212–213.

6. BANKOVNA UNIJA I UNIJA TRŽIŠTA KAPITALA

6.1. Općenito o bankovnoj uniji

Globalna financijska kriza 2007/08 i dužnička kriza europodručja 2010/11 razotkrile su slabe točke financijskog sustava EU-a. Pojedine države članice europodručja imale su previsoku zaduženost i neodržive javne financije, a ekonomije nisu bile dovoljno konkurentne da izdrže pritisak globalne financijske krize i recesije koja je nastupila. Financijska integracija je tijekom konjunktуре pozitivno djelovala na razvoj europskih financijskih tržišta, ali se ta ista međupovezanost i međuovisnost banaka vratila nekim europskim državama poput bumeranga tijekom financijske krize i pada gospodarske aktivnosti. Problem začaranog kruga banaka i državnih financija doveo je pojedine države članice europodručja do dužničke krize. Uz Grčku koja je krajem 2009. godine bila prisiljena tražiti financijsku pomoć EU-a i MMF-a, postalo je jasno da takav scenarij uskoro očekuje Irsku, Italiju, Španjolsku, Portugal i Cipar. Zbog ulaska u europodručje te su države izgubile mehanizam tečaja i inflacije kao instrument pomoći i smanjivanja dugovanja. Istovremeno, na EU razini zbog političkih razloga nije preventivno postavljen institut financijske pomoći u

slučaju privremene nesolventnosti države članice europodručja. Nadalje, postalo je jasno da će trošak sanacije banaka koje posluju prekogranično pasti na teret poreznih obveznika pojedinih država članica iz kojih potječu.

Europska unija je, nakon početnog nesnalaženja, predložila 2012. godine novi okvir integriranog financijskog sustava pod nazivom bankovna unija, čiji je osnovni cilj osigurati financijsku stabilnost i sigurnost bankarskog sektora u EU-u tako da se na EU razini objedini regulacija, supervizija i sanacija banaka te osiguranje depozita i pružanje financijske pomoći državama s posrnutim javnim financijama.

Bankovna unija je fokusirana na jačanje otpornosti banaka na buduće šokove i financijske krize. Provodi se integracijom financijskih tržišta tako da se prvo identificira i smanjuje fragmentacija tržišta i potiče dublja integracija bankarskog sustava kroz jedinstveni zakonodavni i nadzorni okvir, tj. centralizirani sustav europske financijske regulacije i supervizije. Drugo, osnažuje se povjerenje i osigurava bankarski sektor kroz jačanje adekvatnosti kapitala i bolju kontrolu rizika, objedinjeni sustav sanacije banaka na EU razini, neovisno o lokaciji sjedišta banke i bez upotrebe novca poreznih obveznika – sanacija vlastitim sredstvima. Bankovna unija obvezna je za sve države europodručja, a otvorena je i za ostale države članice EU-a kroz uspostavu bliske suradnje.

Europska komisija je sastavila plan za uspostavu bankovne unije koji sadrži sveobuhvatni skup mjera i pravila, čime se nastoji povratiti stabilnost i otpornost europskog financijskog sustava te ojačati konkurentnost europskih financijskih institucija i tržišta: (i) bolja kapitaliziranost banaka i likvidnost, (ii) jedinstveni pravilnik, uključujući pravila o plaćanju, (iii) učinkovitiji sustav sanacija banaka, (iv) učinkovitiji nadzor, (v) obustava doktrine "prevelik da bi propao" (*too big to fail*), (vi) sigurnija i transparentna europska financijska tržišta, (vii) manje oslanjanje na kreditne rejtinge, (viii) odgovaranje na rizike usporednog bankarskog sustava i (ix) sprječavanje i kažnjavanje zlouporabe tržišta.³⁶¹

³⁶¹ European Commission (2012) *Communication from the Commission to the European Parliament and the Council – A Roadmap towards a Banking Union*, COM(2012) 510 final, Brussels, September, 12, 2012, <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52012DC0510&from=EN>; European Commission (2012) *Communication from the Commission: A Blueprint for a Deep and genuine Economic and Monetary Union - Launching a European Debate*, November 2012, Brussels, 28.11.2012, COM(2012) 777 final/2, dostupno na: <https://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2012:0777:FIN:EN:PDF>; Europska komisija (2014) *Bankarska unija: obnova financijske stabilnosti u europodručju*, Bruxelles, 15. travnja 2014.

Bankovna unija postavljena je na tri stupa:³⁶²

- I. SSM – jedinstveni nadzorni mehanizam (*Single Supervisory Mechanism*)
- II. SRM – jedinstveni sanacijski mehanizam (*Single Resolution Mechanism*)
- III. EDIS – europski sustav osiguranja depozita (*European Deposit Insurance Scheme*).

Tri stupa bankovne unije učvršćuju i povezuju potporni mehanizmi:

- i. jedinstvena pravila (*Single Rulebook*)
- ii. ESM – Europski stabilizacijski mehanizam (*European Stability Mechanism*)
- iii. ESFS – Europski sustav financijskog nadzora (*European System of Financial Supervision*).

U nastavku poglavlja detaljnije će biti obrađeni mehanizmi i tijela bankovne unije koja sudjeluju u izgradnji i funkcioniranju bankovne unije.

6.2. Jedinstveni nadzorni mehanizam – SSM

Jedinstveni nadzorni mehanizam (SSM) naziv je novog sustava centralizirane supervizije banaka u EU-u operativno uvedenog 2014. godine, te uređenog Uredbom o SSM-u³⁶³ i Okvirnom uredbom o SSM-u.³⁶⁴ Zamjenjuje stari sustav u kojem je nadzor banaka bio u isključivoj ingerenciji nacionalnih regulatornih agencija država članica, tj. centralnih banaka država članica uz međunarodnu suradnju s ostalim nacionalnim centralnim bankama i ECB-om. Prekogranična međupovezanost i međuovisnost bankarskog sektora tijekom globalne financijske krize i krize europodručja stvorile su potencijal za sistemski rizik cijelog europskog financijskog sustava. Ustanovilo se da postoji problem začaranog kruga banaka i javnih financija, ali i da se

³⁶² *Ibid.* Ovisno o autorima, stavovima, periodu, neki spominju dva osnovna stupa, tri stupa ili tri plus jedan i slično, ovisno o funkcionalnosti pojedinih institucija (europski sustav osiguranja depozita još uvijek nije profunkcionirao, već je u fazi finalnih pregovora i dovršavanja), npr. Howarth, D., Quaglia, L. (2016) *The Political Economy of European Banking Union*, Oxford University Press, New York, str. 155.

³⁶³ Uredba Vijeća (EU) br. 1024/2013 od 15. listopada 2013. o dodjeli određenih zadaća Europskoj središnjoj banci u vezi s politikama bonitetnog nadzora kreditnih institucija, OJ L 287, 29.10.2013, str. 63–89, dostupno na: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/PDF/?uri=CELEX:32013R1024&from=EN>

³⁶⁴ Uredba (EU) br. 468/2014 Europske središnje banke od 16. travnja 2014. o uspostavljanju okvira za suradnju unutar Jedinstvenog nadzornog mehanizma između Europske središnje banke i nacionalnih nadležnih tijela te s nacionalnim imenovanim tijelima (Okvirna uredba o SSM-u) (ESB/2014/17), dostupno na: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014Ro468&from=EN>.

bankarska kriza jedne države članice lako može prelići u krize drugih država članica EU-a, što ugrožava samu egzistenciju zajedničke valute eura i monetarne unije. Kriza monetarne unije s mogućim izlaskom pojedinih članica iz europodručja predstavljala je ozbiljnu prijetnju dinamici i smjeru integracijskih procesa Europske unije. Prioritet je bio spriječiti fragmentaciju sustava tako da se preuzme zajednička odgovornost i intervencija u slučaju krize bankarskog sektora, kako bi se obnovilo povjerenje i povećala sigurnost europskog bankarskog sektora. Ciljevi jedinstvenog nadzornog mehanizma su dakle stabilnost financijskog sustava, financijska integracija i otpornost bankarskog sustava. Mehanizam provođenja takvih ciljeva osigurava se primjenom istih pravila za sve financijske institucije u EU-u. Uloga SSM-a je u praćenju provedbe pravila i ranom signaliziranju potencijalnih opasnosti te njihovu rješavanju putem korektivnih mjera. Pritom se financijske institucije nadzire i procjenjuje prema stupnju adekvatnosti kapitala i upravljanju rizicima, tj. načinima na koje dobivaju, posuđuju i investiraju novčana sredstva.³⁶⁵

SSM sačinjavaju ECB – Europska središnja banka sa sjedištem u Frankfurtu i nacionalna nadzorna tijela država članica (centralne banke država članica) uz stručnu suradnju s EBA-om (Europsko nadzorno tijelo za bankarstvo, *European Banking Authority* – EBA). Raspodjela posla i ovlasti između ECB-a i EBA-e izgleda tako da je ECB zadužen za prudencijalnu superviziju, a EBA za postavljanje standarda. Lannoo napominje da podjela i nije tako precizna u praksi jer EBA ima neke supervizorske zadaće (npr. prikupljanje podataka, provođenje stres-testova), dok ECB može usvajati svoja pravila.³⁶⁶ EBA je tijekom reforme supervizije europskog financijskog sustava modificirala svoj okvir djelovanja kako bi mogla komplementarno djelovati s ECB-om, a pritom je zadržala ostala zaduženja i ovlasti (npr. provođenje stres-testa financijskih institucija i procjena sistemskog rizika financijskog

³⁶⁵ European Commission (2012) *Communication from the Commission to the European Parliament and the Council – A Roadmap towards a Banking Union*, COM(2012) 510 final, Brussels, September, 12, 2012, str. 7–8; European Commission (2012) *Communication from the Commission: A Blueprint for a Deep and genuine Economic and Monetary Union - Launching a European Debate*, November 2012, Brussels, 28.11.2012, COM(2012) 777 final/2, str. 16–18; European Parliament (2012) *Towards a genuine Economic and Monetary Union, European Parliament resolution of 20 November 2012 with recommendations to the Commission on the report of the Presidents of the European Council, the European Commission, the European Central Bank and the Eurogroup "Towards a genuine Economic and Monetary Union"* (2012/2151(INI)), P7_TA(2012)0430.

³⁶⁶ Lannoo, K. (2015) *The Great Financial Plumbing*, Centre for European Policy Studies, Brussels, str. 114–116, dostupno na: <https://www.ceps.eu/ceps-publications/great-financial-plumbing-northern-rock-banking-union/>.

sustava te razvoj jedinstvenog pravilnika i sl.).³⁶⁷ Pravno gledano ECB, za razliku od EBA-e, jedini ima prudencijalne ovlasti, uvedene Ugovorom iz Maastrichta. U konačnici, to je bila politički najprihvatljivija opcija jer stavlja snažan naglasak na euro kao zajedničku valutu, a uz to je ECB tijekom godina izgradio imidž neovisne i respektabilne europske institucije.³⁶⁸

SSM predstavlja sustav "centralizirane kontrole i decentraliziranog operacijskog okvira",³⁶⁹ tj. ECB od 2014. izravno nadzire značajne banke, a nacionalne centralne banke nadziru ostale, manje značajne banke. ECB je zadužen za direktan nadzor velikih sistemskih banaka i njihova operativnog poslovanja, što uključuje načine na koje daju i uzimaju kredite, investiraju i primjenjuju EU propise, te prema potrebi provodi stres-test, tj. provjeru jesu li banke dovoljno kapitalizirane da izdrže pritisak krize. ECB ima ovlasti davanja i oduzimanja licenci za poslovanje te sankcioniranja banaka. Nadzorni odbor ECB-a raspravlja i predlaže nacрте odluka Upravnom vijeću u skladu s postupkom neisticanja prigovora (odluke se smatraju donesenima ako ih Upravno vijeće ECB-a ne odbije). U svojem radu ECB je odgovoran Vijeću EU-a i Europskom parlamentu. ECB je u početnom prijedlogu trebao nadzirati oko 6.000 banaka u europodručju,³⁷⁰ no političkim dogovorom taj je broj sužen na one najutjecajnije. Velike banke su lobirale da sve banke budu pod ECB-ovom supervizijom, jer su smatrale da će u suprotnom biti izložene strožem nadzornom režimu ECB-a, dok će manje (domaće) banke biti u boljem položaju ako ostanu u okviru nacionalne supervizije s potencijalno većom razinom "tolerancije za lokalna i nacionalna pitanja".³⁷¹

³⁶⁷ Uredba (EU) br. 1022/2013 Europskog parlamenta i Vijeća od 22. listopada 2013. o izmjeni Uredbe (EU) br. 1093/2010 o osnivanju europskog nadzornog tijela (Europskog nadzornog tijela za bankarstvo) u odnosu na dodjelu određenih zadaća Europskoj središnjoj banci na temelju Uredbe Vijeća (EU) br. 1024/2013, dostupno na: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/hr/TXT/PDF/?uri=CELEX:32013R1022&from=EN>

³⁶⁸ Veron, N. (2013) *A Realistic Bridge towards European Banking Union, Bruegel Policy Contribution*, Issue 2013/09, June 2013, Bruegel, Brussels, dostupno na: <https://www.econstor.eu/bitstream/10419/106306/1/751511579.pdf>; Wymeersch, E. (2014) *The Single Supervisory Mechanism or "SSM", part one of the Banking Union*, Working Paper Research, No. 255., National Bank of Belgium, April 2014, str. 16–20.

³⁶⁹ Antonio Baglioni u Gulija, B., Singh, D. (2021) *European Banking Union: Challenges and opportunities arising from its inception, architecture and environment*, u Bajakić, I., Božina Beroš, M. (ur.) (2021) *EU Financial Regulation and Markets - Beyond Fragmentation and Differentiation*, Jean Monnet Module International Scientific Conference, Zagreb, 26-27 November 2020, Conference Proceedings, Faculty of Law University of Zagreb, str. 22, dostupno na: <https://www.pravo.unizg.hr/images/50022019/ZBORNIK%20LB%20%20MBB.pdf>.

³⁷⁰ European Commission (2013) *Legislative package for banking supervision in the Eurozone – frequently asked questions*, Memo, Brussels/Strasbourg, September 12, 2013, str. 2, dostupno na: https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/MEMO_13_780.

³⁷¹ Howarth, D., Quaglia, L. (2016) *The Political Economy of European Banking Union*, Oxford University Press, New York, str. 89–114.

SSM je zasnovan na četiri važna parametra: (i) ECB je zadužen za mikroprudencijalnu superviziju, u okviru (ii) kategorizacije kreditnih institucija prema sistemskoj signifikantnosti, (iii) i prema načelu "Kineskog zida" / razdvojenosti uloge ECB-a na monetarnu politiku i superviziju, te (iv) SSM je sastavni dio ESFS-a.³⁷² Kriteriji za klasificiranje određene banke značajnom uređeni su Uredbom o SSM-u i Okvirnom uredbom o SSM-u. Postoje četiri osnovna kriterija za utvrđivanje značajnosti:³⁷³

1. veličina – ako ukupna vrijednost aktive premašuje 30 milijardi eura
2. gospodarska važnost – za državu članicu (ako je jedna od tri najznačajnije banke u toj državi) ili ukupno gospodarstvo EU-a
3. prekogranične aktivnosti – ako ukupna vrijednost aktive premašuje 5 milijardi eura, a omjer njezine prekogranične aktive u odnosu na njezinu ukupnu aktivu veći je od 20 % ili je omjer njezine prekogranične pasive u odnosu na njezinu ukupnu pasivu veći od 20 %
4. izravna javna financijska pomoć – ako je zatražena ili primljena financijska pomoć ESM-a ili EFSF-a.

Moguće je da dođe do promjene statusa banaka iz značajnog u manje značajni i *vice versa*. Ako manje značajna banka ispuni jedan od gore navedenih kriterija, prelazi u kategoriju značajnih banaka i pod direktni nadzor ECB-a. Isto tako, ako značajna banka tri godine zaredom ne ispunjava kriterije značajnosti, ostvaruju se uvjeti za njezin prelazak u kategoriju manje značajnih banaka. ECB može odlučiti i izravno nadzirati bilo koju banku u europodručju. Nadzor nad značajnim bankama provode zajednički nadzorni timovi koje čine stručnjaci ECB-a i nacionalnog nadzornog tijela. ECB direktno nadzire 115 značajnih banaka u EU-u, koje zajedno predstavljaju oko 82 % aktive bankarskog sustava u EU-u.³⁷⁴ Sve države europodručja dio su

³⁷² Gortsos, C. V. (2019) *European Banking Union Within the System of European Banking and Monetary Law*, u Chiti, M., Santoro, V. (ur.) *The Palgrave Handbook of European Banking Union Law*, Palgrave Macmillan, Cham, str. 24–25.

³⁷³ European Central Bank (2018) *SSM Supervisory Manual European banking supervision: functioning of the SSM and supervisory approach*, Frankfurt, March 2018, str. 57–60, dostupno na: https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssm.supervisorymanual201803_en.pdf?42da420odd38971a82c2d15b9ebcoe65

³⁷⁴ Postotak preuzet iz European Central Bank (2018) *SSM Supervisory Manual European banking supervision: functioning of the SSM and supervisory approach*, a apsolutni broj banaka pod direktnim nadzorom ECB-a s 1. prosincem 2020. (pristupljeno 7. veljače 2021.), utvrđuje se i objavljuje redovito na portalu ECB-a, European Central Bank *List of supervised entities*, https://www.bankingsupervision.europa.eu/banking/list/html/index_en.html.

SSM-a, a države čija valuta još nije euro mogu se priključiti tom sustavu kroz program "bliske suradnje" (*close cooperation*). Program bliske suradnje s ECB-om do sada su pokrenule Hrvatska i Bugarska, te od listopada 2020. sudjeluju u jedinstvenom nadzornom mehanizmu.³⁷⁵

6.2.1. Jedinstvena pravila – *Single Rulebook*

Tri stupa bankovne unije povezana su i učvršćena unificiranim europskom regulacijom i supervizijom, tj. zajedničkim setom pravila i sustava nadzora koji su jednaki za sve. Jedinstvena pravila odnose se na zajednički regulatorni okvir koji je primjenjiv na sve financijske institucije (kreditne institucije / banke i investicijska društva) u EU-u, tj. u svim državama članicama EU-a, neovisno o tome jesu li u europodručju ili nemaju euro kao zajedničku valutu.³⁷⁶ Cilj takvog standardiziranog zakonodavnog uređenja je osigurati jednake uvjete i pravila za financijske institucije kroz cijelu Europsku uniju, kako bi se smanjila fragmentacija i razlike u zakonodavstvu država članica i osigurala ista razina zaštite potrošača u Europskoj uniji. Kroz koordinacijske postupke nastoji se povećati razina transparentnosti primjene EU regulative u državama članicama kako bi bile lakše usporedive, a time usmjerene na viši stupanj konvergencije i integracije. EBA unaprjeđuje regulatorni okvir kroz interaktivnu *online* platformu "*Single Rulebook Q&A*" putem koje se mogu postavljati pitanja i dobiti pojašnjenja od Komisije i EBA-e vezana uz primjenu jedinstvenih pravila.³⁷⁷ Ona nemaju zakonsku obvezu, već služe kao smjernice nacionalnim nadzornim tijelima i tvrtkama za lakšu implementaciju propisa. Istovremeno, nastoji se uzeti u obzir specifičnosti nacionalnih ekonomija, koje uključuju vremenski i sadržajno različite kreditne i ekonomske cikluse, i ostaviti prostora za protucikličke

³⁷⁵ Za proces uspostavljanja i provođenja bliske suradnje Hrvatske i ECB-a, vidi: Parać Vukomanović, I. (2021) *Legal Challenges related to Close Cooperation – Croatian Experience*, u Bajakić, I., Božina Beroš, M. (ur.) (2021) *EU Financial Regulation and Markets - Beyond Fragmentation and Differentiation*, Jean Monnet Module International Scientific Conference, Zagreb, 26-27 November 2020, Conference Proceedings, Faculty of Law University of Zagreb, str. 66–78, dostupno na: <https://www.pravo.unizg.hr/images/50022019/ZBORNIK%201B%20%20MBB.pdf>.

³⁷⁶ European Commission (2012) *Communication from the Commission to the European Parliament and the Council – A Roadmap towards a Banking Union*, COM(2012) 510 final, Brussels, September, 12, 2012, <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52012DC0510&from=EN>.

³⁷⁷ European Banking Authority (2020) *Single Rulebook Q&A*, pristup prosinac 2020., dostupno na: <https://www.eba.europa.eu/single-rule-book-qa>.

mjere nacionalnim nadzornim tijelima, npr. u periodu nastanka mjehura na tržištu nekretnina i sl.³⁷⁸

Jedinstvena pravila, bazirana u velikoj mjeri na utvrđenim međunarodnim standardima iz pojedinih grana, temelje se na tri glavna regulatorna područja kojima su obuhvaćena:³⁷⁹

1. Kapitalni zahtjevi za bankarski sektor i kontrola rizika

Trebaju osigurati da su banke dovoljno kapitalizirane i bolju kontrolu rizika kako bi se ojačala otpornost bankarskog sektora na buduće šokove i krize. Uključuju Direktivu o kapitalnim zahtjevima – CRD5 (*Capital Requirements Directive*)³⁸⁰ i Uredbu o kapitalnim zahtjevima – CRR2 (*Capital Requirements Regulation*)³⁸¹, a uz njih se primjenjuju i dogovorena pravila o adekvatnosti kapitala iz Basela III.

2. Protokoli za sanaciju i restrukturiranje posrnulih banaka

Uspostavljaju jedinstveni sustav za oporavak i sanaciju banaka kroz Jedinstveni odbor za sanaciju koji može odlučiti da se posrnule banke saniraju pomoću sredstava iz Jedinstvenog fonda za sanaciju koji financira privatni sektor. Cilj je spriječiti prelijevanje bankarske krize u financijsku i umanjiti mogući štetan učinak na realno gospodarstvo i javne financije. Sustav je uređen Direktivom o oporavku i sanaciji kreditnih institucija i investicijskih društava – BRRD2 (*The Bank Recovery and Resolution Di-*

³⁷⁸ European Banking Authority (2020) *The Single Rulebook*, pristup prosinac 2020., dostupno na: <https://www.eba.europa.eu/regulation-and-policy/single-rulebook>.

³⁷⁹ European Commission (2012) *Communication from the Commission to the European Parliament and the Council – A Roadmap towards a Banking Union*, COM(2012) 510 final, Brussels, September, 12, 2012, str. 4–5, dostupno na: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52012DC0510&from=EN>; European Banking Authority (2021) *List of Legal Acts included in the Tool, Single Rulebook Q&A*, portal EBA-e, pristupljeno siječanj 2021., dostupno na: <https://www.eba.europa.eu/single-rule-book-qa>.

³⁸⁰ Direktiva 2013/36/EU Europskog parlamenta i Vijeća od 26. lipnja 2013. o pristupanju djelatnosti kreditnih institucija i bonitetnom nadzoru nad kreditnim institucijama i investicijskim društvima, izmjeni Direktive 2002/87/EZ te stavljanju izvan snage direktiva 2006/48/EZ i 2006/49/EZ, (Službeni list EU L 176/2014), izmijenjena Direktivom (EU) 2019/878 Europskog parlamenta i Vijeća od 20. svibnja 2019. o izmjeni Direktive 2013/36/EU u pogledu izuzetih subjekata, financijskih holdinga, mješovitih financijskih holdinga, primitaka, nadzornih mjera i ovlasti te mjera za očuvanje kapitala, dostupno na: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/hr/TXT/PDF/?uri=CELEX:32013L0036&from=EN>, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/PDF/?uri=CELEX:32019L0878&from=HR>.

³⁸¹ Uredba (EU) br. 575/2013 Europskog parlamenta i Vijeća od 26. lipnja 2013. o bonitetnim zahtjevima za kreditne institucije i investicijska društva i o izmjeni Uredbe (EU) br. 648/2012, izmijenjena Uredbom (EU) 2019/876 Europskog parlamenta i Vijeća od 20. svibnja 2019. o izmjeni Uredbe (EU) br. 575/2013 u pogledu omjera financijske poluge, omjera neto stabilnih izvora financiranja, zahtjeva za regulatorni kapital i prihvatljive obveze, kreditnog rizika druge ugovorne strane, tržišnog rizika, izloženosti prema središnjim drugim ugovornim stranama, izloženosti prema subjektima za zajednička ulaganja, velikih izloženosti, zahtjeva za izvješćivanje i objavu, i Uredbe (EU) br. 648/2012 dostupno na: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/hr/TXT/PDF/?uri=CELEX:32013R0575&from=EN>, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/PDF/?uri=CELEX:32019R0876&from=HR>.

rective 2)³⁸² i Uredbom o jedinstvenom sanacijskom mehanizmu – SRMR2 (*Single Resolution Mechanism Regulation 2*)³⁸³.

3. Unaprijeđenje sustava osiguranja depozita

Iako planirani europski sustav osiguranja depozita još nije u potpunosti realiziran, unaprijeđena su postojeća pravila i povećana zaštita deponenata uspostavom efikasnijeg sustava osiguranja depozita. Cilj je bio osigurati jednaku razinu zaštite deponenata u cijelom EU-u i spriječiti navalu štediša na banke u slučaju krize banke tako da se štedišama jamči zaštita njihovih štednih uloga (po deponentu / po banci) u iznosu do 100.000 eura i brža isplata u slučaju propadanja banke. Sustav je uređen Direktivom o sustavima osiguranja depozita – DGSD (*Deposit Guarantee Schemes – DGSD*).³⁸⁴

Uz navedena osnovna tri područja, jedinstvena pravila odnose se još i na:³⁸⁵

- platni sustav – Direktiva o platnim uslugama 2 – PSD2 direktiva³⁸⁶
- hipotekarno tržište – Direktiva o hipotekarnim kreditima – MCD direktiva³⁸⁷

³⁸² Direktiva 2014/59/EU Europskog parlamenta i Vijeća od 15. svibnja 2014. o uspostavi okvira za oporavak i sanaciju kreditnih institucija i investicijskih društava te o izmjeni Direktive Vijeća 82/891/EEZ i direktiva 2001/24/EZ, 2002/47/EZ, 2004/25/EZ, 2005/56/EZ, 2007/36/EZ, 2011/35/EU, 2012/30/EU i 2013/36/EU te uredbi (EU) br. 1093/2010 i (EU) br. 648/2012 Europskog parlamenta i Vijeća, (Službeni list EU L 173/2014), izmijenjena Direktivom (EU) 2019/879 Europskog parlamenta i Vijeća od 20. svibnja 2019. o izmjeni Direktive 2014/59/EU u pogledu kapaciteta pokrivanja gubitaka i dokapitalizacije kreditnih institucija i investicijskih društava te Direktive 98/26/EZ, dostupno na:

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014L0059&from=HR>,
<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/PDF/?uri=CELEX:32019L0879&from=HR>.

³⁸³ Uredba (EU) br. 806/2014 Europskog parlamenta i Vijeća od 15. srpnja 2014. o utvrđivanju jedinstvenih pravila i jedinstvenog postupka za sanaciju kreditnih institucija i određenih investicijskih društava u okviru jedinstvenog sanacijskog mehanizma i jedinstvenog fonda za sanaciju te o izmjeni Uredbe (EU) br. 1093/2010, izmijenjena Uredbom (EU) 2019/877 Europskog parlamenta i Vijeća od 20. svibnja 2019. o izmjeni Uredbe (EU) br. 806/2014 u pogledu kapaciteta pokrivanja gubitaka i dokapitalizacije kreditnih institucija i investicijskih društava, dostupno na: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014R0806&from=hr>,
<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/PDF/?uri=CELEX:32019R0877&from=EN>.

³⁸⁴ Direktiva 2014/49/EU Europskog parlamenta i Vijeća od 16. travnja 2014. o sustavima osiguranja depozita (preinačena), dostupno na: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/hr/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014L0049&from=EN>.

³⁸⁵ European Banking Authority (2021) *List of Legal Acts included in the Tool, Single Rulebook Q&A*, portal EBA-e, pristupljeno siječanj 2021., dostupno na: <https://www.eba.europa.eu/single-rule-book-qa>.

³⁸⁶ Direktiva (EU) 2015/2366 Europskog parlamenta i Vijeća od 25. studenoga 2015. o platnim uslugama na unutarnjem tržištu, o izmjeni direktiva 2002/65/EZ, 2009/110/EZ i 2013/36/EU te Uredbe (EU) br. 1093/2010 i o stavljanju izvan snage Direktive 2007/64/EZ, dostupno na: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/PDF/?uri=CELEX:32015L2366&from=HR>.

³⁸⁷ Direktiva 2014/17/EU Europskog parlamenta i Vijeća od 4. veljače 2014. o ugovorima o potrošačkim kreditima koji se odnose na stambene nekretnine i o izmjeni direktiva 2008/48/EZ i 2013/36/EU i Uredbe (EU) br. 1093/2010, dostupno na: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014L0017&from=HR>.

- sekuritizaciju – Uredba o sekuritizaciji – SecReg uredba³⁸⁸
- zaštitu potrošača financijskih usluga – Direktiva o ugovorima o potrošačkim kreditima – CCD direktiva³⁸⁹
- elektronički novac – Direktiva o elektroničkom novcu – EMD direktiva³⁹⁰
- usporedivost financijskih usluga – Direktiva o usporedivosti naknada – PAD direktiva³⁹¹
- sprječavanje pranja novca i financiranje terorizma – AML direktiva³⁹²
- potpunu informiranost pri prijenosu sredstava – WTR uredba³⁹³
- međubankovne naknade – IFR uredba³⁹⁴
- zaštitu potrošača kod trgovanja na daljinu financijskim uslugama – DMD direktiva³⁹⁵.

³⁸⁸ Uredba (EU) 2017/2402 Europskog parlamenta i Vijeća od 12. prosinca 2017. o utvrđivanju općeg okvira za sekuritizaciju i o uspostavi specifičnog okvira za jednostavnu, transparentnu i standardiziranu sekuritizaciju te o izmjeni direktiva 2009/65/EZ, 2009/138/EZ i 2011/61/EU te uredba (EZ) br. 1060/2009 i (EU) br. 648/2012, dostupno na:

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/PDF/?uri=CELEX:32017R2402&from=HR>.

³⁸⁹ Direktiva 2008/48/EZ Europskog parlamenta i Vijeća od 23. travnja 2008. o ugovorima o potrošačkim kreditima i stavljanju izvan snage Direktive Vijeća 87/102/EEZ, dostupno na:

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/PDF/?uri=CELEX:32008L0048&from=EN>.

³⁹⁰ Direktiva 2009/110/EZ Europskog parlamenta i Vijeća od 16. rujna 2009. o osnivanju, obavljanju djelatnosti i bonitetnom nadzoru poslovanja institucija za elektronički novac te o izmjeni direktiva 2005/60/EZ i 2006/48/EZ i stavljanju izvan snage Direktive 2000/46/EZ, dostupno na:

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/PDF/?uri=CELEX:32009L0110&from=HR>.

³⁹¹ Direktiva 2014/92/EU Europskog parlamenta i Vijeća od 23. srpnja 2014. o usporedivosti naknada povezanih s računima za plaćanje, prebacivanju računa za plaćanje i pristupu računima za plaćanje s osnovnim uslugama, dostupno na:

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014L0092&from=HR>.

³⁹² Direktiva (EU) 2015/849 Europskog parlamenta i Vijeća od 20. svibnja 2015. o sprečavanju korištenja financijskog sustava u svrhu pranja novca ili financiranja terorizma, o izmjeni Uredbe (EU) br. 648/2012 Europskog parlamenta i Vijeća te o stavljanju izvan snage Direktive 2005/60/EZ Europskog parlamenta i Vijeća i Direktive Komisije 2006/70/EZ, dostupno na:

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/PDF/?uri=CELEX:32015L0849&from=EN>.

³⁹³ Uredba (EU) 2015/847 Europskog parlamenta i Vijeća od 20. svibnja 2015. o informacijama koje su priložene prijenosu novčanih sredstava i o stavljanju izvan snage Uredbe (EZ) br. 1781/2006, dostupno na:

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/PDF/?uri=CELEX:32015R0847&from=HR>.

³⁹⁴ Uredba (EU) 2015/751 Europskog parlamenta i Vijeća od 29. travnja 2015. o međubankovnim naknadama za platne transakcije na temelju kartica, dostupno na:

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/PDF/?uri=CELEX:32015R0751&from=hr>.

³⁹⁵ Direktiva 2002/65/EZ Europskog parlamenta i Vijeća od 23. rujna 2002. o trgovanju na daljinu financijskim uslugama koje su namijenjene potrošačima i o izmjeni Direktive Vijeća 90/619/EEZ i direktiva 97/7/EZ i 98/27/EZ, dostupno na:

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/PDF/?uri=CELEX:32002L0065&from=EN>.

6.2.2. Europski sustav financijskog nadzora – ESFS

Europski sustav financijskog nadzora (*European System of Financial Supervision, ESFS*) je mreža koja povezuje tri europska nadzorna tijela, Odbor za sistemske rizike i nacionalne regulatorne agencije:

- I. ESRB – Europski odbor za sistemske rizike (*European Systemic Risk Board*)
- II. ESAs – Europska nadzorna tijela (*European Supervisory Authorities*)
 - i. EBA – Europsko nadzorno tijelo za bankarstvo (*European Banking Authority*)
 - ii. ESMA – Europsko nadzorno tijelo za vrijednosne papire i tržišta kapitala (*European Securities and Markets Authority*)
 - iii. EIOPA – Europsko nadzorno tijelo za osiguranje i strukovno mirovinsko osiguranje (*European Insurance and Occupational Pensions Authority*)
- III. NRA – nacionalna nadzorna tijela (*national supervisory authorities*).

Europski sustav financijskog nadzora djeluje od početka 2011. godine s ciljem osiguranja financijske stabilnosti, jačanja otpornosti financijskih institucija i država članica EU-a na šokove i buduće krize, te jačanja povjerenja i zaštite potrošača. ESFS obuhvaća makroprudencijalni i mikroprudencijalni nadzor. Nakon globalne financijske krize 2007/08 te krize europodručja 2010/11, EU je u sklopu reforme financijske regulacije i supervizije donio novi regulatorni okvir, jedinstveni pravilnik, sa skupom propisa na razini EU-a koji se primjenjuju isto na sve financijske institucije EU-a. Uz harmonizaciju pravila promijenio se i sustav supervizije tako da su osnovana supranacionalna tijela: EBA, ESMA, EIOPA, od kojih neka obavljaju ulogu direktnog nadzora (npr. ESMA nadzire agencije za kreditni rejting), a sva doprinose boljoj primjeni jedinstvenih pravila, donošenju tehničkih smjernica, koordinaciji nadzora financijskih institucija koje posluju prekogranično između nacionalnih regulatornih agencija i rješavanju ostalih prekograničnih problema. ESFS ima razvijenu međunarodnu suradnju s nadzornim tijelima trećih zemalja, kao i različitim međunarodnim financijskim institucijama i odborima, poput Međunarodne organizacije komisija za vrijednosne papire (IOSCO), Odbora za financijsku stabilnost (FSB), Međunarodnog udruženja osiguravateljskih nadzornih tijela (IAIS).

Osnivanjem bankovne unije 2012. i uvođenjem jedinstvenog nadzornog mehanizma i jedinstvenog sanacijskog mehanizma (2014. – 2016.) nastaje potreba za revidiranjem sustava ESFS-a kako bi bio što bolje usklađen sa sustavom bankovne unije i novim ovlastima ECB-a. U sklopu revizije donosi se Uredba o izmjeni ESRB-a³⁹⁶ i Uredba o izmjeni europskog nadzornog tijela.³⁹⁷

Europski odbor za sistemske rizike provodi makroprudencijalni nadzor cjelokupnog financijskog sustava i cilj mu je spriječiti ili umanjiti rizik za stabilnost financijskog sustava. Nalazi se u okviru ECB-a koji mu pruža administrativnu, logističku i analitičku podršku. Sastoji se od predstavnika nacionalnih centralnih banaka država članica EU-a i predsjednika triju europskih nadzornih tijela. ESRB se bavi: (i) prikupljanjem i analizom informacija važnih za utvrđivanje sistemskih rizika, (ii) izdavanjem upozorenja u vezi sistemskih rizika, (iii) izdavanjem preporuka za djelovanje po pitanju sistemskih rizika i praćenju postupka, te (iv) suradnjom s europskim nadzornim tijelima i ostalim međunarodnim financijskim institucijama (npr. FSB-om, MMF-om). Novom Uredbom o izmjeni ESRB-a preispitana je organizacija ESRB-a, predsjednik ECB-a postaje predsjednik ESRB-a na trajnoj osnovi, a djelokrugu analiza kretanja pridodaju se i kretanja izvan bankarskog sektora, tj. tržišta kapitala.³⁹⁸

Europska nadzorna tijela EBA, ESMA i EIOPA su nadzorna tijela s pravnom osobnošću koja zastupaju njihovi predsjednici. U svom radu odgovorna su Europskom parlamentu i Vijeću EU-a, a moraju djelovati neovisno i isključivo u interesu EU-a kao cjeline s ciljem jačanja stabilnosti i učinkovitosti financijskog sustava. Njihove uloge uključuju: (i) učinkovito i transparentno funkcioniranje zajedničkog tržišta kroz dosljednu provedbu pro-

³⁹⁶ Uredba (EU) 2019/2176 Europskog parlamenta i Vijeća od 18. prosinca 2019. o izmjeni Uredbe (EU) br. 1092/2010 o makrobonitetnom nadzoru financijskog sustava Europske unije i osnivanju Europskog odbora za sistemske rizike, dostupno na: https://www.esrb.europa.eu/shared/pdf/esrb.regulation20191218_2176.hr.pdf?c1311e6255d5cc01992dc23aeb1240d9

³⁹⁷ Uredba (EU) 2019/2175 Europskog parlamenta i Vijeća od 18. prosinca 2019. o izmjeni Uredbe (EU) br. 1093/2010 o osnivanju europskog nadzornog tijela (Europskog nadzornog tijela za bankarstvo), Uredbe (EU) br. 1094/2010 o osnivanju Europskog nadzornog tijela (Europsko nadzorno tijelo za osiguranje i strukovno mirovinsko osiguranje), Uredbe (EU) br. 1095/2010 o osnivanju europskog nadzornog tijela (Europskog nadzornog tijela za vrijednosne papire i tržišta kapitala), Uredbe (EU) br. 600/2014 o tržištima financijskih instrumenata, Uredbe (EU) 2016/1011 o indeksima koji se upotrebljavaju kao referentne vrijednosti u financijskim instrumentima i financijskim ugovorima ili za mjerenje uspješnosti investicijskih fondova i Uredbe (EU) 2015/847 o informacijama koje su priložene prijenosu novčanih sredstava, dostupno na: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/PDF/?uri=CELEX:32019R2175&from=EN>.

³⁹⁸ Uredba o izmjeni ESRB-a.

pisa i nadzora, (ii) jačanje i harmonizaciju sustava nadzora i međunarodne koordinacije kroz izdavanje smjernica i preporuka, (iii) osiguravanje istih uvjeta tržišnog natjecanja i sprječavanje regulatorne arbitraže, (iv) poticanje suradnje među nacionalnim nadzornim tijelima, (v) posredovanje u sporovima u koje je uključeno više od jedne države, (vi) sastavljanje nacrtu regulatornih i provedbenih tehničkih standarda, te (vii) zaštitu potrošača. Zajedno s ESRB-om nadziru ozračje sistemskog rizika i razrađuju sustave testiranja otpornosti na stres institucija iz svoje nadležnosti.³⁹⁹

Europska nadzorna tijela vode uprave, a Nadzorni odbor čine predsjednici EBA-e, ESMA-e, EIOPA-e, predstavnik Komisije, ECB-a, ESRB-a i izvršni direktor. EBA, ESMA i EIOPA imaju dva zajednička tijela. Prvo je Zajednički odbor europskih nadzornih tijela (*ESAs Joint Committee*) koji provodi međusektorsku koordinaciju iz područja: financijskih konglomerata, računovodstva i revizije, mikroprudencijalne analize međusektorskih kretanja, rizika i osjetljivosti na financijsku stabilnost, financijskih proizvoda i usluga, zaštite potrošača i razmjene informacija te kibernetičke sigurnosti. Također su zaduženi za rješavanje sporova europskih nadzornih tijela iz međusektorskih pitanja. Odbor za žalbe (*Board of Appeal of the European Supervisory Authorities*) je zajedničko neovisno tijelo koje rješava žalbe na odluke europskih nadzornih tijela. Sastoji se od šest članova, po dva iz svakog područja, a odluke donosi glasanjem većine.⁴⁰⁰

Novom Uredbom o izmjeni europskog nadzornog tijela iz 2019. preispituje se upravljačka struktura europskih nadzornih tijela, uz osiguranje ključne uloge nacionalnih nadzornih tijela i jačanje uloge i ovlasti predsjednika. U području financiranja uvodi se mogućnost dobrovoljnih doprinosa država članica ili promatrača.⁴⁰¹

EBA, Europsko nadzorno tijelo za bankarstvo osnovano je 2011. sa sjedištem u Londonu, koje je sredinom 2019. premješteno u Pariz zbog istupanja Ujedinjenog Kraljevstva iz EU-a. Cilj EBA-e je stvoriti stabilno i učinkovito zajedničko tržište

³⁹⁹ Wymeersch, E. (2012) *The European Financial Supervisory Authorities or ESAs*, u Wymeersch, E., Hopt, K., Ferrarini, G. (ur.) *Financial Regulation and Supervision – A Post-Crisis Analysis*, Oxford University Press, Oxford, str. 232–317.

⁴⁰⁰ Wymeersch, E. (2012) *The European Financial Supervisory Authorities or ESAs*, u Wymeersch, E., Hopt, K., Ferrarini, G. (ur.) *Financial Regulation and Supervision – A Post-Crisis Analysis*, Oxford University Press, Oxford, str. 232–317.

⁴⁰¹ Uredba o izmjeni europskog nadzornog tijela.

bankarskih usluga kroz konvergenciju regulacije i nadzora u svim državama članicama EU-a. EBA-ino područje djelovanja obuhvaća: kreditne institucije (banke), financijske konglomerate, investicijska društva, institucije za platni promet i institucije za elektronički novac. EBA ima značajnu ulogu u unaprjeđivanju jedinstvenog bankarskog regulatornog okvira kroz koordinaciju primjene jedinstvenih pravila putem interaktivne *online* platforme "*Single Rulebook Q&A*".⁴⁰² Revizijom Uredbe o izmjeni europskog nadzornog tijela EBA dobiva veće ovlasti u pogledu nadzora sprječavanja pranja novca i terorizma.⁴⁰³

EIOPA, Europsko nadzorno tijelo za osiguranje i strukovno mirovinsko osiguranje osnovano je 2011. godine sa sjedištem u Frankfurtu. Cilj EIOPA-e je stabilnost financijskog sustava, osiguranje transparentnosti tržišta, financijskih proizvoda i usluga te zaštita osiguranih osoba i korisnika programa mirovinskih osiguranja. EIOPA-ino područje djelovanja obuhvaća: društva za osiguranje i reosiguranje, posrednike u osiguranju, financijske konglomerate i institucije za mirovinsko osiguranje.⁴⁰⁴

ESMA, Europsko nadzorno tijelo za vrijednosne papire i tržišta kapitala osnovano je 2011. godine sa sjedištem u Parizu. Cilj ESMA-e je promicanje stabilnosti tržišta, integracija tržišta kapitala i zaštita investitora. ESMA-ino područje djelovanja obuhvaća: tržište kapitala i njegove sudionike (burze, fondove, MTP-ove i sl.). ESMA provodi izravan nadzor nad agencijama za utvrđivanje kreditnog rejtinga i trgovinskim repozitorijima, izdaje im ili uskraćuje dozvole za rad. Revizijom Uredbe o izmjeni europskog nadzornog tijela 2019. ESMA dobiva ovlasti direktnog nadzora nad administratorima ključnih referentnih vrijednosti trećih zemalja i pružatelja usluga dostave podataka (osim lokalnih).⁴⁰⁵

6.3. Jedinostveni sanacijski mehanizam – SRM

Kao što je već spomenuto u prošlom poglavlju, trošak spašavanja banaka kao posljedice globalne financijske krize 2007/08

⁴⁰² EBA, *Single Rulebook Q&A*, pristup prosinac 2020., dostupno na: <https://www.eba.europa.eu/single-rule-book-qa>

⁴⁰³ Uredba o izmjeni europskog nadzornog tijela, čl. 9.

⁴⁰⁴ Više o EIOPA-i, https://www.eiopa.europa.eu/about_en.

⁴⁰⁵ Uredba o izmjeni europskog nadzornog tijela, čl. 4., 27., 40. Za dubinsku analizu ESMA-e, vidi: Moloney, N. (2018) *The Age of ESMA – Governing EU Financial Markets*, Hart Publishing, Oxford.

koja je dovela do krize europodručja 2010/11 procijenjen je na više od 4,5 bilijuna (*trillion*) eura i podmiren novcem poreznih obveznika.⁴⁰⁶ Osnivanjem SRM-a u ljeto 2014. htjelo se preventivno djelovati na pojavu novih bankarskih kriza i preusmjeriti odgovornost za sanaciju, tj. da trošak njihovih sanacija ne ide više na teret poreznih obveznika, već na teret bankarskog sektora koji u najvećoj mjeri i bude odgovoran za nastanak same krize. Jedinstveni sanacijski mehanizam profunkcionirao je u punom opsegu početkom 2016. godine. Ciljevi SRM-a u zajedničkom djelovanju sa SSM-om i EDIS-om jesu jačanje financijske stabilnosti kroz osiguranje povjerenja u bankarski sustav, zaštita deponenata / poreznih obveznika, bolje upravljanje javnim sredstvima te dublja ekonomska i monetarna integracija. Jedinstveni sanacijski mehanizam stoga predstavlja novi sustav pravila i protokola za oporavak i sanaciju banaka kako bi se umanjio njihov štetan učinak na realni sektor i javne financije, a kroz korištenje sredstava sanacijskog fonda štiti se novac poreznih obveznika u slučaju propadanja banaka.⁴⁰⁷ Mehanizam provođenja ugovoren je jedinstvenim pravilima (*Single Rulebook*) i primjenjuje se, prema potrebi, na isti način na sve financijske institucije, tj. banke / kreditne institucije i investicijska društva. Iako su protokoli o provođenju sanacije unificirani, nacionalnim sanacijskim tijelima dozvoljena je određena razina fleksibilnosti u primjeni instrumenata i mjera za provedbu sanacijskih postupaka jer je u konačnici svaka sanacija banke jedinstvena.⁴⁰⁸

SRM se sastoji od Jedinstvenog sanacijskog odbora (*Single Resolution Board – SRB*), nacionalnih sanacijskih tijela⁴⁰⁹ i Jedinstvenog fonda za sanaciju (*Single Resolution Fund – SRF*). SRB – Je-

⁴⁰⁶ European Commission (2012) *Communication from the Commission to the European Parliament and the Council – A Roadmap towards a Banking Union*, COM(2012) 510 final, Brussels, September, 12, 2012, str. 3.

⁴⁰⁷ Preambula Uredbe (EU) br. 806/2014 Europskog parlamenta i Vijeća od 15. srpnja 2014. o utvrđivanju jedinstvenih pravila i jedinstvenog postupka za sanaciju kreditnih institucija i određenih investicijskih društava u okviru jedinstvenog sanacijskog mehanizma i jedinstvenog fonda za sanaciju te o izmjeni Uredbe (EU) br. 1093/2010, dostupno na: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/hr/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014Ro806&from=EN>

⁴⁰⁸ European Commission (2012) *Communication from the Commission to the European Parliament and the Council – A Roadmap towards a Banking Union*, COM(2012) 510 final, Brussels, September, 12, 2012, str. 7–8; European Commission (2012) *Communication from the Commission: A Blueprint for a Deep and genuine Economic and Monetary Union - Launching a European Debate*, November 2012, Brussels, 28.11.2012, COM(2012) 777 final/2, str. 18–19; World Bank Group (2017) *Understanding Bank Recovery and Resolution in the EU: a Guidebook to the BRRD*, Financial Sector Advisory Center, dostupno na: <https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/25974/112266-WP-P143745-PUBLIC-December-12-2016-FinSAC-BRRD-Guidebook.pdf?sequence=5&isAllowed=y>.

⁴⁰⁹ Npr. u Hrvatskoj je to DAB – Državna agencija za osiguranje štednih uloga i sanaciju banaka, osnovana 1994. godine. Detaljnije, vidi: <https://dab.hr/o-nama>.

dinstveni sanacijski odbor sa sjedištem u Bruxellesu donosi glavne odluke vezane uz SRM. To uključuje: (i) odluke o programima sanacije posrnutih banaka, (ii) planiranje i sanaciju prekograničnih i sistemski značajnih banaka u europodručju, pod nadzorom ECB-a, te (iii) sanaciju ostalih banaka, ako se ona provodi iz Zajedničkog sanacijskog fonda. SRB je proveo javnu raspravu o dokumentu "Očekivanja usmjerena prema bankama" koji razmatra primjere najbolje prakse i utvrđivanja referentnih vrijednosti za procjenu provedivosti sanacije banaka i njihovu klasifikaciju (tzv. toplinske karte, *heat-map*). SRB je izradio Priručnik za planiranje sanacije, u kojem su dane smjernice sanacijskim timovima o različitim elementima planiranja i provođenja postupka sanacije. Izrađen je standardizirani skup podataka za planiranje sanacije, koji uključuje: podatke o obvezama koji se upotrebljavaju za analizu mogućnosti unutarnje sanacije i utvrđivanja vrijednosti MREL-a – minimalnog zahtjeva za regulatorni kapital, te procjenu banaka o njihovim ključnim funkcijama i uslugama.⁴¹⁰ Članove SRB-a imenuje Vijeće EU-a, a njihove programe sanacije mora odobriti Europska komisija. Kao i u sustavu SSM-a, SRB redovito objavljuje liste banaka u svojoj ingerenciji, koje uključuju sistemski važne banke pod nadzorom ECB-a i ostale prekogranične grupacije, sveukupno 122 financijske institucije.⁴¹¹

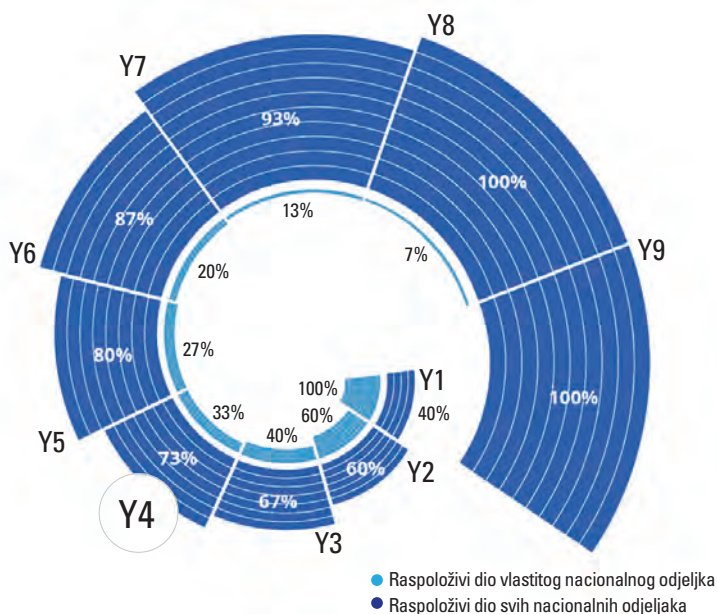
Jedinstveni fond za sanaciju koristi se u slučaju da se sanacije ne mogu obaviti vlastitim sredstvima (*bail-in* postupak). Političkim dogovorom utvrđen je osmogodišnji period (2016. – 2024.) za izgradnju Jedinstvenog fonda za sanaciju, a financira se doprinosima iz bankarskog sektora (shema 4.). Cilj je doseći minimalno 1 % iznosa osiguranih depozita svih banaka u državama članicama europodručja. Procijenjeni iznos fonda je oko 55 milijardi eura. Pojedinačni doprinosi ovise o iznosu pasive banke u odnosu na ukupnu pasivu svih banaka europodručja, a prilagođeni su rizicima poslovanja pojedine institucije. Doprinosi banaka se prikupljaju na nacionalnim razinama i potom prenose u Fond. Prijenos sredstava odvija se prema utvrđenom planu provedbe (shema 4.). SRF je do 2019. prikupio 7,8 milijardi eura ugovorenih doprinosa i raspolaže s 33 milijarde eura, te je ostvario i prihode od eksternaliziranih usluga za upravljanje portfeljem.⁴¹²

⁴¹⁰ Jedinstveni sanacijski odbor – SRM (2020) *Godišnje izvješće za 2019*, str. 18–24, dostupno na: https://srb.europa.eu/sites/srbsite/files/2020.1709_en_hr_o.pdf.

⁴¹¹ Utvrđena statistika na dan 18. siječnja 2021., u Single Resolution Board (2021) *Banks under the SRB's Remit*, <https://srb.europa.eu/en/content/banks-under-srbs-remit>, pristup 5. veljače 2021.

⁴¹² Jedinstveni sanacijski odbor – SRM (2020) *Godišnje izvješće za 2019*, str. 34–37.

Shema 4. Izgradnja Jedinstvenog fonda za sanaciju



Izvor: Europsko vijeće (2020) *Infografika – kako funkcionira jedinstveni sanacijski mehanizam*, dostupno na: <https://www.consilium.europa.eu/media/34002/srf-thumbnail-hr.jpg>

Jedinstveni sanacijski mehanizam uređen je Direktivom o oporavku i sanaciji kreditnih institucija i investicijskih društava – BRRD⁴¹³ i Uredbom o jedinstvenom sanacijskom mehanizmu – SRMR⁴¹⁴, donesenima u skladu s FSB-ovim (*Financial Stability Board*) Izvješćem "Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions" te Izvješćem Bazelskog odbora za bankovnu superviziju (BCBS) "Report and Recom-

⁴¹³ Direktiva 2014/59/EU Europskog parlamenta i Vijeća od 15. svibnja 2014. o uspostavi okvira za oporavak i sanaciju kreditnih institucija i investicijskih društava te o izmjeni Direktive Vijeća 82/891/EEZ i direktiva 2001/24/EZ, 2002/47/EZ, 2004/25/EZ, 2005/56/EZ, 2007/36/EZ, 2011/35/EU, 2012/30/EU i 2013/36/EU te uredbi (EU) br. 1093/2010 i (EU) br. 648/2012 Europskog parlamenta i Vijeća, (Službeni list EU L 173/2014), izmijenjena Direktivom (EU) 2019/879 Europskog parlamenta i Vijeća od 20. svibnja 2019. o izmjeni Direktive 2014/59/EU u pogledu kapaciteta pokrivanja gubitaka i dokapitalizacije kreditnih institucija i investicijskih društava te Direktive 98/26/EZ, dostupno na:

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014L0059&from=HR>,
<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/PDF/?uri=CELEX:32019L0879&from=HR>.

⁴¹⁴ Uredba (EU) br. 806/2014 Europskog parlamenta i Vijeća od 15. srpnja 2014. o utvrđivanju jedinstvenih pravila i jedinstvenog postupka za sanaciju kreditnih institucija i određenih investicijskih društava u okviru jedinstvenog sanacijskog mehanizma i jedinstvenog fonda za sanaciju te o izmjeni Uredbe (EU) br. 1093/2010, izmijenjena Uredbom (EU) 2019/877 Europskog parlamenta i Vijeća od 20. svibnja 2019. o izmjeni Uredbe (EU) br. 806/2014 u pogledu kapaciteta pokrivanja gubitaka i dokapitalizacije kreditnih institucija i investicijskih društava, dostupno na: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014R0806&from=hr>.
<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/PDF/?uri=CELEX:32019R0877&from=EN>.

mendations of the Cross-border Bank Resolution Group".⁴¹⁵ Plan punjenja Jedinstvenog fonda za sanaciju i njegova funkcioniranja ugovoren je međuvladinim ugovorom o SRF-u,⁴¹⁶ tj. to je tehnički izvedeno izvan okvira Europskog ugovora o funkcioniranju EU-a.⁴¹⁷ U njemu su razrađeni programi pripreme i sprječavanja, rane intervencije – suočavanja s problemima oko kapitalnih zahtjeva i same sanacije. Prevencija uključuje izradu planova oporavka kao obvezu za svaku banku, koji se ažuriraju jednom godišnje. Nacionalna sanacijska tijela zadužena su za pružanje privremene podrške i koordinaciju provedba hitnih reformi, restrukturiranja duga, zamjene članova uprave i ostalih mjera rane intervencije u slučaju problema u bankama, te u najgorem slučaju, za provođenje sanacije banke. Sanacija banke provodi se ponajprije vlastitim sredstvima (dioničari i vjerovnici banke), zatim sredstvima iz sanacijskog fonda. Svaka država članica EU-a mora osnovati *ex ante* sanacijski fond koji se financira sredstvima bankarskog sektora. Utvrđen je cilj da do 2025. svaki nacionalni sanacijski fond ima sredstva u iznosu od minimalno 1 % osiguranih depozita kreditnih institucija koje posluju u dotičnoj državi, a koja se, prema dogovorenom rasporedu, prenose na EU razinu tijekom osmogodišnjeg prijelaznog perioda (shema 4). Tijekom tog perioda u Jedinstvenom fondu za sanaciju bit će dostupna sredstva za premošćivanje iz nacionalnih izvora i Europskog stabilizacijskog mehanizma. Nakon osmogodišnjeg perioda, u skladu s načelom "progresivne uzajamnosti" (*progressive mutualisation*), nacionalni fondovi za tu svrhu bit će u potpunosti transferirani na EU razinu.⁴¹⁸

Jedinstveni sanacijski mehanizam funkcionira tako da ECB prvo obavještava Jedinstveni sanacijski odbor da određena ban-

⁴¹⁵ Gortsos, C. V. (2019) *European Banking Union Within the System of European Banking and Monetary Law*, u Chiti, M., Santoro, V. (ur.) *The Palgrave Handbook of European Banking Union Law*, Palgrave Macmillan, Cham, str. 29; Howarth, D., Quaglia, L. (2016) *The Political Economy of European Banking Union*, Oxford University Press, New York, str. 117–118.

⁴¹⁶ Velika Britanija i Švedska nisu potpisnice međunarodnog ugovora o Jedinstvenom sanacijskom fondu. Velika Britanija je inzistirala na iznimci uz argumentaciju da je već prikupila 2,5 milijardi GBP (godišnje) u privremeni vladin bankarski fond osnovan 2010. U Gortsos, C. V. (2019) *European Banking Union Within the System of European Banking and Monetary Law*, u Chiti, M., Santoro, V. (ur.) *The Palgrave Handbook of European Banking Union Law*, Palgrave Macmillan, Cham, str. 26 i Howarth, D., Quaglia, L. (2016) *The Political Economy of European Banking Union*, Oxford University Press, New York, str. 119.

⁴¹⁷ Čl. 136. Europskog ugovora o funkcioniranju EU-a izmijenjen je prije osnivanja Europskog stabilizacijskog mehanizma kako bi se omogućilo uspostavljanje mehanizma za financijsku pomoć država europodručja. U Teixeira, P. G. (2018) *The Future of the European Banking Union: Risk-Sharing and Democratic Legitimacy*, u Chiti, M., Santoro, V. (ur.) *The Palgrave Handbook of European Banking Union Law*, Palgrave Macmillan, Cham, str. 140.

⁴¹⁸ Gortsos, C. V. (2019) *European Banking Union Within the System of European Banking and Monetary Law*, u Chiti, M., Santoro, V. (ur.) *The Palgrave Handbook of European Banking Union Law*, Palgrave Macmillan, Cham, str. 26.

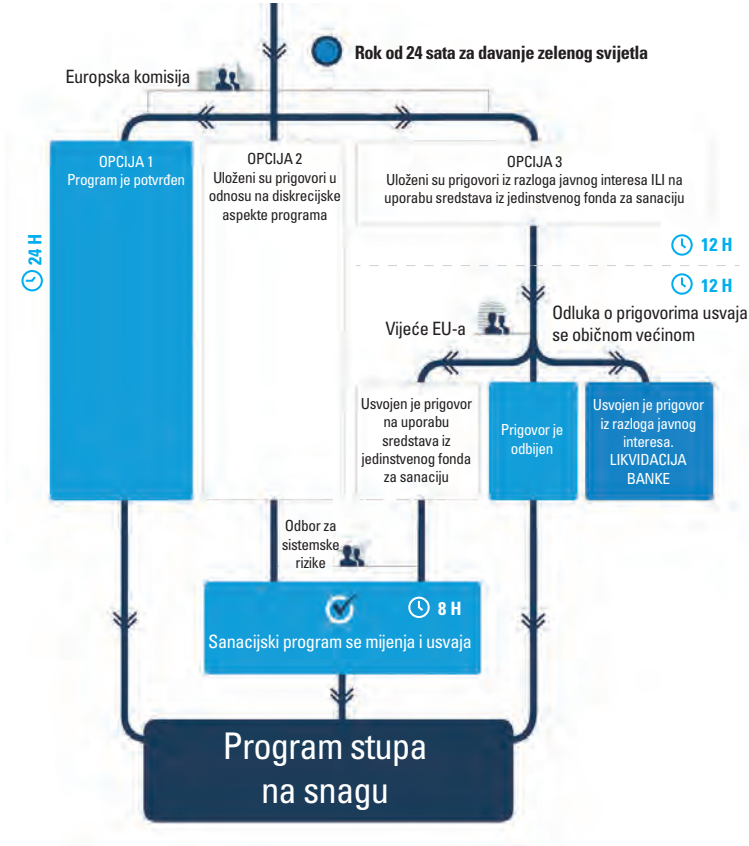
ka propada ili postoji vjerojatnost da će propasti (shema 5). Na izvršnoj sjednici Odbora raspravlja se i odlučuje o tome je li dotična sanacija u javnom interesu. Ako nije, banka ide u likvidaciju prema nacionalnom zakonodavstvu države iz koje potječe. Ako su zadovoljeni uvjeti za sanaciju, Odbor usvaja sanacijski program koji uključuje iznos sanacije, instrumente i postupke sanacije. Program stupa na snagu u roku od 24 sata nakon što je odobren (shema 6). Unutar tog razdoblja postoje tri scenarija: prvo, Europska komisija može usvojiti program; drugo, uložiti prigovor; ili treće, predložiti Vijeću EU-a ulaganje prigovora na program zato što sanacija nije u javnom interesu, a može i predložiti Vijeću EU-a da odobri materijalnu promjenu sredstava iz Fonda. U skladu s odlukom Vijeća, banka može ići u likvidaciju ili sanaciju kroz programske mjere nacionalnih sanacijskih tijela uz blisku suradnju s Jedinstvenim sanacijskim odborom.

Shema 5. Jedinstveni sanacijski mehanizam (1. dio)



Izvor: Europsko vijeće (2020) *Infografika – kako funkcionira jedinistveni sanacijski mehanizam*, dostupno na: <https://www.consilium.europa.eu/hr/infographics/infographics-srm/>

Shema 6. Jedinstveni sanacijski mehanizam (2. dio)



Izvor: Europsko vijeće (2020) *Infografika – kako funkcionira jedinstveni sanacijski mehanizam*, dostupno na: <https://www.consilium.europa.eu/hr/infographics/infographics-srm/>

6.4. Europski sustav osiguranja depozita – EDIS

Europski sustav osiguranja depozita još uvijek nije u potpunosti uspostavljen, već je u permanentnoj fazi pregovaranja i dogovaranja.⁴¹⁹ Europska komisija je krajem 2015. objavila Prijedlog Uredbe o EDIS-u,⁴²⁰ koja je je sredinom 2018. dobila političku podršku za intenziviranje pregovora i dovršavanje trećeg stupa bankovne uni-

⁴¹⁹ Brescia Morra, C. (2019) *The Third Pillar and the Banking Union and its troubled implementation*, u Chiti, M., Santoro, V. (ur.) *The Palgrave Handbook of European Banking Union Law*, Palgrave Macmillan, Cham, str. 393–407.

⁴²⁰ Prijedlog Uredbe Europskog parlamenta i Vijeća o izmjeni Uredbe (EU) br. 806/2014 radi uspostave Europskog sustava osiguranja depozita, Strasbourg, 24.11.2015. COM(2015) 586 final 2015/0270 (COD), dostupno na: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/PDF/?uri=CELEX:52015PC0586&from=EN>.

je.⁴²¹ Direktiva o osiguranju depozita iz 1994. izmijenjena je tijekom globalne financijske krize 2007/08 s ciljem podizanja razine sigurnosti i povjerenja u bankarski sustav u EU-u. Iznosi osiguranja depozita povećani su tada s 20.000 na 100.000 eura.

Nova direktiva uvedena je 2014. godine s ciljem ojačavanja financijske stabilnosti i povjerenja u EU te zaštite deponenata u EU-u kroz mehanizam sprječavanja paničnog povlačenja depozita bankama za koje postoji percepcija da su u problemima.⁴²² Direktiva prati međunarodne standarde: "*IADI Core Principles for Effective Deposit Insurance Systems*" Međunarodnog udruženja osiguravatelja depozita – IADI (*International Association of Deposit Insurers*).⁴²³ Cilj Direktive je ujednačiti prava deponenata u EU-u tako da se identificiraju i uklone razlike među zakonima država članica o sustavima osiguranja depozita. To posebice uključuje ujednačavanje razine zaštite deponenata diljem EU-a, osiguravanje iste razine stabilnosti nacionalnih sustava osiguranja depozita te usklađivanje mehanizama financiranja tih sustava uvođenjem doprinosa koji je proporcionalan profilu rizičnosti pojedinih banaka. Direktiva predviđa proširenje opsega pokrića, kraće rokove isplate, jačanje transparentnosti kroz bolji sustav informiranosti i odrješite zahtjeve financiranja sustava od strane bankarskog sektora. Transpozicijom direktive u nacionalno zakonodavstvo skraćen je rok za isplatu osiguranih depozita s tri mjeseca na 20 radnih dana te utvrđen budući rok za isplatu od 7 radnih dana do 2024. godine.⁴²⁴

Direktiva predviđa zaštitu svih deponenata, uključujući i deponente bilo koje podružnice smještene u jednoj državi članici koja nije država članica u kojoj banka ima sjedište.⁴²⁵ Uveden je bolji sustav informiranja deponenata.⁴²⁶ Države članice obvezne su do sredine 2024. godine osigurati razinu raspoloživih financijskih sredstava sustava osiguranja depozita od minimal-

⁴²¹ Council, General Secretariat (2018) *Euro Summit Meeting – Statement*, Brussels, 29 June 2018 (OR. en) EURO 502/18, dostupno na: <https://www.consilium.europa.eu/media/35999/29-euro-summit-statement-en.pdf>.

⁴²² Direktiva 2014/49/EU Europskog parlamenta i Vijeća od 16. travnja 2014. o sustavima osiguranja depozita (preinačena) (Tekst značajan za EGP), dostupno na: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/hr/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014L0049&from=EN>.

⁴²³ Dostupno na: <https://www.iadi.org/en/core-principles-and-research/core-principles/>, u Gortsos, C. V. (2019) *The role of deposit guarantee schemes (DGSs) in resolution financing*, EBI Working Paper Series, 28/03/2019 2019 – no. 37, str. 6, dostupno na: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3361750.

⁴²⁴ Direktiva o osiguranju depozita, čl. 8.

⁴²⁵ *Ibid.*, čl. 15.

⁴²⁶ *Ibid.*, čl. 16.

no 0,8 % iznosa osiguranih depozita njegovih članova.⁴²⁷ Trošak financiranja sustava osiguranja depozita trebale bi snositi same banke, razmjerno svojim obvezama i profilu rizičnosti poslovanja.⁴²⁸ Sustavi osiguranja depozita trebaju ulagati u niskorizičnu likvidnu imovinu.⁴²⁹ Sustavom osiguranja depozita zaštićeni su svi deponenti, fizičke i pravne osobe, do iznosa od 100.000 eura. Uz njih, ostali zaštićeni depoziti obuhvaćaju: (i) mirovinske sustave malih i srednjih poduzeća, (ii) depozite tijela javne vlasti čiji su proračuni manji od 500.000 eura, te (iii) depozite iznosa većeg od 100.000 eura u određene stambene i socijalne svrhe.⁴³⁰ Deponenti moraju biti obaviješteni barem jednom godišnje o iznosu/razini osiguranja depozita koje drže u bankama putem informativnog predloška propisanog u Direktivi (shema 7).⁴³¹

Shema 7. Informativni obrazac deponenta o razini zaštite depozita

INFORMATIVNI PREDLOŽAK ZA DEPONENTA

Osnovne informacije o zaštiti depozita

Depozite u [umetnite naziv kreditne institucije] štiti:	[umetnite naziv relevantnog SOD-a]
Ograničenje zaštite:	100 000 EUR po deponentu po kreditnoj instituciji [zamijenite odgovarajućim iznosom ako valuta nije EUR] [Kada je to primjenjivo:] Sljedeći žigovi dio su vaše kreditne institucije [umetnite sve žigove koji su pod istom licencijom]
Ako u istoj kreditnoj instituciji imate više depozita:	Svi su vaši depoziti u istoj kreditnoj instituciji „agregirani“, a ukupan iznos ograničen je na 100 000 EUR [zamijenite odgovarajućim iznosom ako valuta nije EUR]
Ako dijelite račun s drugom(-im) osobom(-ama):	Ograničenje od 100 000 EUR [zamijenite odgovarajućim iznosom ako valuta nije EUR] primjenjuje se na svakog deponenta zasebno
Razdoblje nadoknade u slučaju propasti kreditne institucije:	7 radnih dana [zamijenite drugim rokom ako je to primjenjivo]
Valuta nadoknade:	euro [zamijenite drugom valutom kada je to primjenjivo]
Kontakt:	[Umetnite podatke za kontakt odgovarajućeg SOD-a (adresa, telefon, e-pošta itd.)]
Više informacija:	[Umetnite internetsku stranicu relevantnog SOD-a]
Potvrda deponenta o primitku:	

Dodatne informacije (sve ili neke od onih u nastavku)

Izvor: Prilog 1., Direktiva 2014/49/EU Europskog parlamenta i Vijeća od 16. travnja 2014. o sustavima osiguranja depozita (preinačena) (tekst značajan za EGP), str. 174.

⁴²⁷ *Ibid.*, čl. 10.

⁴²⁸ *Ibid.*, preambula, t. 27., čl. 10., čl. 13.

⁴²⁹ *Ibid.*, preambula, t. 35.

⁴³⁰ *Ibid.*, čl. 5. i 6.

⁴³¹ *Ibid.*, čl. 16(3). Informativni predložak sadržan je u Prilogu 1. Direktive o osiguranju depozita.

EDIS – europski sustav osiguranja depozita predstavlja zadnju stepenicu u dovršavanju bankovne unije i značajni stup za stabilnost financijskog sustava EU-a kroz unificiran i ojačan sustav objedinjenog osiguranja depozita na EU razini. Nastavljajući se na Izvješće petorice predsjednika o produbljivanju EMU-a,⁴³² Komisija je objavila Prijedlog Uredbe o EDIS-u,⁴³³ s provedbenim planom konstruiranja EDIS-a u tri faze. Prva faza reosiguranja (koja je prema originalnom planu bila predviđena u periodu od 3 godine sa završetkom do 2020.) podrazumijeva da nacionalni sustavi osiguranja depozita imaju pristup sredstvima iz EDIS-a, ali pod striktno određenim uvjetima. Može ih se koristiti samo do određenog iznosa, ako su iscrpljena vlastita sredstva i ako je država članica kontinuirano primjenjivala Direktivu o osiguranju depozita uz dužnu pažnju prema sprječavanju moralnog hazarda. U drugoj fazi EDIS bi sve više postajao sustav suosiguranja, uz odgovarajuća ograničenja. Tijekom četiri godine EDIS-ov udio u isplati sredstava iz Europskog fonda za osiguranje depozita (*European Deposit Insurance Fund, EDIF*) povećavao bi se s 20 % na oko 80 %. U trećoj fazi (predviđenoj u originalnom planu za 2024.) EDIF preuzima 100 % financiranje i u potpunosti osigurava nacionalne sustave osiguranja depozita. Sustav EDIS-a funkcionirao bi u suradnji sa SRM-om, a EDIF bi bio pod upravljanjem Jedinственог санацијског одбора.⁴³⁴

Za razliku od Fonda za sanaciju, koji predviđa punjenje proračuna s nacionalne razine na europsku, EDIS bi se punio direktnim doprinosima bankarskog sektora, prilagođenog riziku poslovanja pojedinih banaka. Cilj je prikupiti (prema Prijedlogu uredbe do 2024.) iznos od oko 0,8 % osiguranih depozita u periodu od osam godina, tj. oko 43 milijarde eura (utvrđeno prema stanju bilanci banaka u 2011.), a fond bi se uvećavao ovisno o povećanju imovine banaka. Predviđeno je da bankarski sektor doprinosi oko 12 %, tj. oko 6,8 milijardi eura na godišnjoj razini.⁴³⁵

⁴³² European Commission (2015) *Completing Europe's Economic and Monetary Union*, 22 June 2015, str. 11, dostupno na: https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/5-presidents-report_en.pdf.

⁴³³ Prijedlog Uredbe Europskog parlamenta i Vijeća o izmjeni Uredbe (EU) br. 806/2014 radi uspostave Europskog sustava osiguranja depozita, Strasbourg, 24.11.2015. COM(2015) 586 final 2015/0270 (COD), dostupno na: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/PDF/?uri=CELEX:52015PC0586&from=EN>.

⁴³⁴ European Commission (2015) *A stronger Banking Union: New measures to reinforce deposit protection and further reduce banking risks*, Strasbourg, 24 November 2015, dostupno na: https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/IP_15_6152.

⁴³⁵ U radnim dokumentima Europske komisije uvodi se i naziv tijela koji objedinjuje obje funkcije: Jedinствени одбор за санацију i osiguranje depozita (*Single Resolution and Deposit Insurance Board*). U European Commission (2015) *A European Deposit Insurance Scheme (EDIS) – Frequently Asked Questions*, 24 November 2015, dostupno na: https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/hr/MEMO_15_6153.

Najveći kamen spoticanja između država članica u dogovoru oko formiranja EDIS-a je neadekvatna procjena rizika koja proizlazi iz različitosti koje još uvijek postoje u bankarskom sustavu država članica, usprkos pozitivnim pomacima proizašlim iz jedinstvenih pravila poslovanja, jedinstvenog sustava nadzora i sanacije banaka. Problematična područja čine: (i) udjeli loših kredita / neprihodonosni krediti (*non-performing loans, NPLs*), (ii) povezanost banaka i javnih financija i (iii) neharmoniziranost nacionalnih zakona i procedura u slučajevima nesolventnosti. Stoga su strane podijeljene i kritičari predloženog sustava (predvođeni Njemačkom) ne žele podržati sustav za koji smatraju da potiče moralni hazard, tj. rizik da područja sa snažnijim bankarskim sustavom izvlače iz krize područja s osjetljivijim bankarskim sustavom (npr. Grčka, Cipar, Portugal i Italija). Europska komisija nastavlja s procesom koordiniranja i usuglašavanja stavova, predlažući u svojim dokumentima modifikacije sustava EDIS-a i uvodeći mehanizme provjere kvalitete aktive banaka.⁴³⁶

6.5 Europski stabilizacijski mehanizam – ESM

U procesu osiguravanja financijske stabilnosti europodručja uspostavljen je sustav pružanja financijske pomoći na razini EU-a. Prvo je tijekom 2010. godine s radom započeo Europski fond za financijsku stabilnost s ciljem pomaganja i odobravanja financijske pomoći državama članicama europodručja koje imaju ili im prijete financijske poteškoće u servisiranju svojih dugovanja. Njega je naslijedio ESM – Europski stabilizacijski mehanizam u listopadu 2012. godine sa sjedištem u Luksemburgu.

ESM je međunarodna financijska institucija koju su osnovale države članice europodručja kao dioničari ESM-a. Svakodnevnom poslovanjem upravlja Upravno vijeće, a odluke o dodjeli financijske pomoći odobrava Vijeće guvernera ESM-a, koje čine ministri financija država članica europodručja, tj. članovi Euroskupine.⁴³⁷

Financijska pomoć dodjeljuje se ako je ugrožena financijska stabilnost neke od država članica europodručja ili financijska sta-

⁴³⁶ Brescia Morra, C. (2019) *The Third Pillar and the Banking Union and its troubled implementation*, u Chiti, M., Santoro, V. (ur.) *The Palgrave Handbook of European Banking Union Law*, Palgrave Macmillan, Cham, str. 398–401.

⁴³⁷ Euroskupina je neformalno tijelo EU-a koje čine ministri financija država članica europodručja, a koje raspravlja tekuća ekonomska i monetarna pitanja s ciljem što boljeg usklađivanja/provođenja zajedničkih ekonomskih politika.

bilnost europodručja u cjelini. Financijski sustavi i ekonomije europodručja međusobno su vrlo povezani i zbog toga međuo-visni. Stoga uvijek postoji rizik da se financijske poteškoće jedne države preliju u druge države članice i time ugroze stabilnost cijelog europodručja. Shodno tome, nosioci politika su na razini EU-a dogovorili, u okviru bankovne unije, cijeli niz podržavajućih mehanizama koji pomažu državi članici u poteškoćama stabilizirati situaciju i prebroditi krizno razdoblje te pritom sačuvati stabilnost cjelokupnog sustava. Prilikom takvih aranžmana država članica koja dobiva financijsku pomoć mora pristati i na provođenje strogih reformi kako bi izašla iz krize, ojačala stabilnost i sigurnost svojeg financijskog sustava, poboljšala konkurentnost ekonomije i u konačnici povećala otpornost na buduće krize i tako spriječila ponavljanje krize.

Država članica koja prima pomoć pregovara i dogovara aranžman pomoći s Europskom komisijom i ECB-om, uz moguće sudjelovanje MMF-a, a Vijeće ESM-a ga formalno odobrava. Postupak uključuje sporazum o provedbi odgovarajućih mjera koje najčešće obuhvaćaju tri ključna područja: (i) fiskalnu reformu – mjere za stabiliziranje javnih financija (porezna reforma, smanjenje državnih rashoda i troškova javne uprave i povećanje učinkovitosti javne uprave), (ii) strukturne reforme za povećanje gospodarskog rasta, zaposlenosti i konkurentnosti, te (iii) reformu financijskog sustava (dokapitalizacija banaka i jačanje otpornosti na buduće šokove i ponovni pristup tržišnom financiranju). Sporazum mora biti ratificiran od strane države članice, a provedba sporazuma podrazumijeva kontinuirano praćenje napretka u provedbi dogovorenih mjera od strane stručnjaka iz Europske komisije i ECB-a, te objavu izvješća. Financijska pomoć se najčešće isplaćuje u intervalima.⁴³⁸

ESM ima kreditni potencijal od 500 milijardi dolara. Ukupni kapital ESM-a iznosi 704,5 milijardi eura, a bazira se na temeljnom kapitalu uplaćenom od strane država članica europodručja u iznosu od 80,5 milijardi eura. Ostatak kapitala, oko 624 milijarde eura, predstavlja ukupni upisani kapital, tzv. kapital angažiran na poziv (*callable capital*) iz država članica europodručja. ESM se financira izdavanjem kratkoročnih vrijednosnih papira te izdavanjem srednjoročnih i dugoročnih obveznica. Može sklapati sporazume sa svojim članovima i drugim financijskim

⁴³⁸ Portal ESM-a, uz infografike i preglede po pojedinim državama, pristupljeno prosinac 2020.; <https://www.esm.europa.eu/financial-assistance>.

institucijama. Broj ESM-ovih investitora narastao je s početnih 500 na više od 1.700 investitora, od čega je skoro polovina izvan europodručja. Ima najviši kreditni rejting AAA prema Standard & Poorsu i Aa1 prema Moodysu, što se reflektira u direktnim proračunskim uštedama država korisnica ESM-ovih programa zbog povoljnijeg izvora financiranja.⁴³⁹

ESM ima na raspolaganju cijeli niz alata za kreditiranje, tj. davanje financijske pomoći državama članicama. Prvi oblik su krediti u okviru programa makroekonomske prilagodbe, koji je do sada uspješno korišten za pružanje financijske pomoći Grčkoj, Irskoj, Portugalu i Cipru. Svrha takvog programa je pomoći državama koje su privremeno izgubile pristup tržišnom financiranju kako bi ponovo uspostavile stabilnost i održivost svojih javnih financija. Drugi oblik programa pomoći je neizravna dokapitalizacija banaka, korištena u slučaju Španjolske. Fokus ovog tipa programa je na rješavanju problema u financijskom sektoru, dakle u slučajevima kada je žarište krize unutar jednog sektora. Osim navedenih dvaju programa, postoje još tri tipa pomoći: izravna dokapitalizacija banaka, preventivna kreditna linija, te kupnja na primarnim i sekundarnim tržištima. Od početka djelovanja programa pomoći Europski fond za financijsku stabilnost i ESM omogućili su skoro 300 milijardi eura pomoći navedenim državama članicama, a početkom 2020. sve su države završile programe dobivanja pomoći, a neke su započele i s otplatom dugovanja prema ESM-u i MMF-u.⁴⁴⁰

Tijekom koronakrize ESM predstavlja sastavni dio paketa pomoći EU-u vrijedne oko 540 milijardi eura, u sklopu kojeg može aktivirati kreditnu liniju podrške za rješavanje pandemijske krize (*Pandemic Crisis Support credit line*). Spomenuta kreditna linija dostupna je svim državama članicama europodručja, u iznosu od 2 % BDP-a država članica. Koristi se za financiranje izravne i neizravne zdravstvene zaštite, koja uključuje troškove liječenja i prevencije bolesti COVID-19, a predviđa se dostupnost programa do kraja 2022. godine. Kao srednjoročnu mjeru Europsko vijeće je odlučilo osnovati i Fond za oporavak gospodarstva država članica EU-a pogođenih pandemijom bolesti COVID-19.⁴⁴¹

⁴³⁹ European Stability Mechanism (2020) *2010-2020 A decade supporting euro area stability: the EFSF and ESM*, dostupno na: https://www.esm.europa.eu/sites/default/files/web_10years_1005.pdf

⁴⁴⁰ Portal ESM-a, uz infografike i preglede po pojedinim državama, pristupljeno prosinac 2020.; <https://www.esm.europa.eu/financial-assistance>.

⁴⁴¹ European Stability Mechanism (2020) *2010-2020 A decade supporting euro area stability: the EFSF and ESM*, dostupno na: https://www.esm.europa.eu/sites/default/files/web_10years_1005.pdf

6.5.1. Reforma Europskog stabilizacijskog mehanizma

Nastavljajući se na Izvješće petorice predsjednika 2015. o produbljanju i dovršavanju EMU-a do 2025. godine te Komunikaciju Komisije 2017. s provedbenima mjerama,⁴⁴² proveden je proces pregovora oko revizije ugovora o EMS-u, koji je potpisan krajem siječnja 2021. i stupit će na snagu nakon ratifikacije 19 država članica ESM-a.⁴⁴³ Reforma ESM-a predviđa širenje djelovanja ESM-a, prvenstveno proširenje alata za financijsku pomoć. Ono uključuje uvođenje zajedničkog zaštitnog mehanizma za Jedinstveni sanacijski fond (*ESM backstop to the SRF*), prvotno predviđenog početkom 2024., no kasnije pomaknutog na početak 2022. godine.⁴⁴⁴ Zajednički zaštitni mehanizam ESM-a predstavlja potporu stabilnosti Jedinstvenom fondu za sanaciju i mogućnost korištenja posebne kreditne linije u slučaju da su sredstva Fonda iscrpljena ili privremeno nedostupna (po prihvatljivim kamatnim stopama). Odluku donosi Vijeće guvernera ESM-a u slučaju hitnosti (ako Europska komisija i ECB zaključe da bi neuspjeh hitnog usvajanja mogao ugroziti ekonomsku i financijsku održivost europodručja) kvalificiranom većinom od 85 % u roku 12 – 24 sata. Zajednički zaštitni mehanizam smije biti odobren samo uz uvjet da je Fond u stanju vratiti zajam u periodu od tri do maksimalno pet godina. Nominalna gornja granica za zajmove ESM-a Fondu je 68 milijardi eura, tj. usklađena je na razini nešto višoj od razine pokrića Fonda koja iznosi 1 % ukupno osiguranih depozita u europodručju. Nakon uspostave zajedničkog zaštitnog mehanizma obustavit će se instrument izravne dokapitalizacije banaka. Ako se druge države članice EU-a priključe bankovnoj uniji, bez ulaska u europodručje, one zajedno s ESM-om sudjeluju u zajedničkom zaštitnom mehanizmu kroz paralelne kreditne linije.⁴⁴⁵

⁴⁴² European Commission (2017) *Communication to the European Parliament, the Council, the European Central Bank, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions on completing the Banking Union*, Brussels, 11.10.2017 COM(2017) 592 final, dostupno na: <https://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/1/2017/EN/COM-2017-592-F1-EN-MAIN-PART-1.PDF>; European Commission (2017) *Communication from the Commission to the European Parliament, the European Council, the Council and the European Central Bank: Further steps towards completing Europe's Economic and Monetary Union: a Roadmap*, Brussels, 6.12.2017 COM(2017) 821 final, dostupno na: https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/economy-finance/com_2017_821.pdf

⁴⁴³ Portal ESM-a, pristupljeno 27. siječnja 2021., <https://www.esm.europa.eu/about-esm/esm-reform>.

⁴⁴⁴ Vijeće EU-a (2020) *Izjava sa sastanka na vrhu država europodručja u uključivom sastavu*, 11. prosinca 2020., dostupno na: <https://www.consilium.europa.eu/media/47351/11-12-20-euro-summit-statement-hr.pdf>

⁴⁴⁵ European Stability Mechanism (2020) *Annual Report 2019, Luxembourg: Publications Office of the European Union*, str. 10–13, dostupno na: <https://www.esm.europa.eu/sites/default/files/esm-annual-report-2019.pdf>; European Stability Mechanism (2020) *The Reform of the European Stability Mechanism*, Luxembourg: Publications Office of the European Union, str. 8–10, dostupno na: <https://www.esm.europa.eu/sites/default/files/dp14.pdf>; Portal ESM-a, pristup siječanj 2021., <https://www.esm.europa.eu/about-esm/esm-reform>.

Druga točka reforme ESM-a je ojačati učinkovitost preventivnih instrumenata pomoći. Ona obuhvaća financijsku pomoć državama članicama europodručja s ciljem sprječavanja kriznih situacija prije nego što dođe do nemogućnosti tržišnog financiranja. Uključuje dvije vrste preventivnih kreditnih linija: preventivnu uvjetnu kreditnu liniju (*precautionary conditioned credit line*, PCCL) i kreditnu liniju s dodatnim uvjetima (*enhanced conditions credit line*, ECCL). ESM odobrava preventivnu uvjetnu kreditnu liniju državama s urednom ekonomskom i financijskom situacijom i održivim javnim financijama, u slučajevima manje krize s ciljem prevencije veće krize. Kriteriji za dobivanje takve pomoći su: (i) deficit opće države koji nije veći od 3 % BDP-a, (ii) strukturni proračun opće države na ili iznad minimalne referentne vrijednosti za zemlju, (iii) omjer duga prema BDP-u ispod 60 % ili smanjenje razlike u odnosu na 60 % tijekom prethodne dvije godine po prosječnoj stopi od 1/20 godišnje, (iv) država ima pristup tržišnom financiranju, (v) održiv javni dug. Proces započinje pismom namjere, a članica ESM-a ima pravo zatražiti sredstva u bilo kojem trenutku tijekom razdoblja dostupnosti prema dogovorenim uvjetima i uz kontinuirano poštovanje kriterija prihvatljivosti. Kreditna linija s dodatnim uvjetima dostupna je za članice EMS-a koje ne udovoljavaju nekim kriterijima prihvatljivosti potrebnim za pristup PCCL-u, ali čija je opća ekonomska i financijska situacija dobra, a javni dug održiv. Država potpisuje Memorandum o razumijevanju (*Memorandum of Understanding*, MoU) uz obvezu provođenja korektivnih mjera i podnošenja tromjesečnih izvješća o usklađenosti i napretku. Preventivne kreditne linije mogu se pružiti odobravanjem kredita ili izdavanjem novih dionica ili obveznica.⁴⁴⁶

Novi ugovor o ESM-u predviđa i uvođenje klauzule o zajedničkom djelovanju na osnovi jedne odluke (*Single-limb Collective Action Clauses*, CAC) do 2022. godine. Takva klauzula dopušta promjene uvjeta državnih obveznica tako da, ako kvalificirana većina imatelja obveznica odobri odluku, ona stupa na snagu za sve obveznice. Kako su državne obveznice obično podijeljene u različite emisije ili serije (po rokovima dospijeca, iznosu kamata i sl.), nova klauzula omogućuje da se glasovanje većine provodi

⁴⁴⁶ European Stability Mechanism (2020) *Annual Report 2019*, Luxembourg: Publications Office of the European Union, str. 11; European Stability Mechanism (2020) *The Reform of the European Stability Mechanism*, Luxembourg: Publications Office of the European Union, str. 12–13; Portal ESM-a, pristup siječanj 2021., <https://www.esm.europa.eu/about-esm/esm-reform>.

na razini svih emisija/serija zajedno umjesto odvojeno. Time se želi riješiti problem tzv. *hold-out* investitora (*creditor holdout problem*), koji za svoju korist blokiraju glasovanje o restrukturiranju duga, a koji može dovesti do kašnjenja u rješavanju krize i posljedično do njezina produbljanja. Stoga je cilj nove klauzule olakšati proces restrukturiranja državnog duga kroz bolju uređenost i predvidljivost samog procesa.⁴⁴⁷

Zbog navedenog povećanja obima posla i odgovornosti ESM će produbiti suradnju s ECB-om i Europskom komisijom po pitanju praćenja i izrada analiza makroekonomske stabilnosti država članica ESM-a, s posebnim fokusom na javni dug. Naime, revidirani ugovor o ESM-u predviđa da će ESM pružati financijsku pomoć samo onim članicama koje imaju održivi javni dug, potvrđen analizom ESM-a, ECB-a i EK-a (*debt sustainability analysis*). Promjene u budućem funkcioniranju ESM-a neće imati utjecaja na kreditnu liniju podrške za rješavanje pandemijske krize.⁴⁴⁸

6.6. Unija tržišta kapitala – CMU

Unija tržišta kapitala (*Capital Markets Union*, CMU) kao pojam je uvedena prilikom predstavljanja političkog programa novoizabranog predsjednika Europske komisije Jean-Claudea Junckera u Europskom parlamentu 2014. s ciljem produbljanja jedinstvenog europskog financijskog tržišta kroz jačanje alternativnih načina nebankovnog financiranja. "*S vremenom vjerujem da bismo nova europska pravila za banke trebali nadopuniti unijom tržišta kapitala. Kako bismo poboljšali financiranje našeg gospodarstva, trebali bismo dalje razvijati i integrirati tržišta kapitala. To bi smanjilo troškove prikupljanja kapitala, posebno za mala i srednja poduzeća i pomoglo u smanjenju naše vrlo visoke ovisnosti o financiranju banaka. Također bi povećalo atraktivnost Europe kao mjesta za ulaganje.*"⁴⁴⁹

⁴⁴⁷ European Stability Mechanism (2020) *Annual Report 2019*, Luxembourg: Publications Office of the European Union, str. 12–13; European Stability Mechanism (2020) *The Reform of the European Stability Mechanism*, Luxembourg: Publications Office of the European Union, str. 18–21; Portal ESM-a, pristup siječanj 2021., <https://www.esm.europa.eu/about-esm/esm-reform>.

⁴⁴⁸ *Ibid.*

⁴⁴⁹ Juncker, J. C. (2014) *A New Start for Europe: My Agenda for Jobs, Growth, Fairness and Democratic Change. Political Guidelines for the Next European Commission*, Opening Statement in the European Parliament, Plenary Session President-elect of the European Commission Strasbourg, 22 October 2014, Strasbourg, str. 7, dostupno na: <https://www.eesc.europa.eu/resources/docs/jean-claude-juncker---political-guidelines.pdf>.

156

Europa je, izuzev Velike Britanije, pretežito bankocentrična, a preveliko oslanjanje na bankovno financiranje znači skuplje i nedostupnije izvore financiranja za mala i srednja poduzeća. Europsko tržište kapitala je fragmentirano, pa su ulaganja i dalje fokusirana unutar nacionalnih tržišta država članica. Iako je posljednjih desetljeća došlo do snažnog razvoja tržišta kapitala u EU-u, ono i dalje zaostaje za globalnim silama. Primjerice, ukupna tržišna kapitalizacija burzi u EU-u (mjerena u postotku BDP-a) porasla je s 22 % na 65 % BDP-a u periodu od 1992. do 2013., a ukupna vrijednost dužničkih vrijednosnih papira u optjecaju u istom je periodu porasla sa 74 % na 171 % BDP-a. Istovremeno su tržišta kapitala u SAD-u dva puta veća i pružaju pet puta više financijskih sredstava srednjim poduzećima od tržišta kapitala u EU-u, dok su u Švicarskoj tri i pol puta veća od onih u EU-u, mjereno u postotku od BDP-a.⁴⁵⁰ Poznato je da su mala i srednja poduzeća važni pokretači gospodarskog rasta u EU-u, stoga su dostupnost i cjenovna pristupačnost izvora financiranja preduvjeti ne samo za gospodarski rast i razvoj, već i za stabilnost, tj. otpornost gospodarstva na šokove, kao i važan mehanizam oporavka gospodarstva nakon financijske ili gospodarske krize izazvane pandemijom.

Unija tržišta kapitala nije prvi politički pokušaj jačanja integracije tržišta kapitala u EU-u. Kao što je detaljnije obrađeno u trećem poglavlju, još od 1960-ih bilo je inicijativa za postupnu konvergenciju sustava radi postizanja boljeg sinergijskog učinka za gospodarstvo produbljanjem tržišta kapitala i povećanjem razine likvidnosti. Uz uvođenje zajedničke valute eura, Akcijski plan za financijske usluge – FSAP predstavlja značajan pomak u smjeru snažnije harmonizacije financijske regulacije. U okviru FSAP-a, upravo je MiFID direktiva bila najznačajnija i dalekosežna regulatorna reforma, a odnosila se na područje tržišta kapitala. Nakon globalne financijske krize 2007/08 te europske dužničke krize 2010/11 došlo je do reforme sustava supervizije financijskog sektora, tako da je jednim dijelom centralizirana na europskoj razini osnivanjem EBA-e, ESMA-e i EIOPA-e. Stvaranjem bankovne unije ECB preuzima direktni nadzor nad signifikantnim bankama europodručja i ostalim državama članicama koje su se priključile bankovnoj uniji, dok tržište kapitala nije slijedilo istu razinu regulatorne i supervizijske konvergencije.

⁴⁵⁰ European Commission (2015) *Green Paper: Building a Capital Markets Union*, COM(2015) 63 final, Brussels, str. 2–9, dostupno na: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52015DC0063&from=EN>.

Nastavljajući se na Junckerov plan, Europska komisija pokrenula je početkom 2015. konzultacijski proces putem "Zelene knjige – stvaranje tržišta kapitala" kako bi se identificirale i uklonile barijere za prekogranično ulaganje i poboljšale mogućnosti financiranja na temelju tržišta kapitala, posebice u sektoru malog i srednjeg poduzetništva.⁴⁵¹ Unija tržišta kapitala fokusirana je na oslobađanje likvidnosti kroz diversifikaciju u financiranju gospodarstva i unaprjeđenje lanca ulaganja (*investment chain*), tj. uklanjanje prepreka za integraciju tržišta kapitala i učinkovitiji protok kapitala kroz bolje povezivanje ponude (ulagači u potrazi za dobrim prilikama za ulaganje) i potražnje (tvrtke s potencijalom rasta i potrebom za financiranjem).

Identificirane barijere uključuju razlike u pravnim i ekonomskim kulturama država članica, kao što su: (i) usmjerenost na određene načine financiranja, (ii) specifičnosti mirovinskih sustava, (iii) primjena prudencijalnih propisa, (iv) administrativne prepreke, (v) korporativno upravljanje, (vi) zakoni o trgovačkim društvima, (vii) porezni sustavi, (viii) dostupnost informacija, (ix) učinkovitost tržišnih struktura i dr., uz napomenu da će neka od navedenih područja vjerojatno ostati neizmijenjena zbog nacionalnih specifičnosti država članica.⁴⁵² Procesom FSAP-a i ostalim regulatornim inicijativama uvedene su brojne direktive i uredbe iz područja tržišta kapitala: MiFID II, MIFiR, MAR, MAD II, SSR, TD, CRAR, UCITS V, AIFMD, EuVECA, EuSEF, ELTIF, PRIIPS, EMIR, CSDR, SFD.⁴⁵³ Europska komisija se stoga fokusirala na nove ciljeve za dogradnju tržišta kapitala:⁴⁵⁴

1. bolji pristup financiranju za sva poduzeća i infrastrukturne projekte diljem EU-a, s naglaskom na mala i srednja poduzeća
2. povećanje i diversifikacija izvora financiranja gospodarstva i manji troškovi financiranja
3. djelotvornija i učinkovitija tržišta za prekogranično ulaganje.

Identificirani su prioriteti početnog djelovanja, koji uključuju izgradnju kvalitetnog i održivog sekuritizacijskog tržišta, s ciljem diversifikacije rizika i povećanja kapaciteta bankovnog kreditira-

⁴⁵¹ *Ibid.*

⁴⁵² *Ibid.*, str. 9.

⁴⁵³ Lannoo, K. (2015) *The Great Financial Plumbing*, Centre for European Policy Studies, Brussels, str. 176–178.

⁴⁵⁴ European Commission (2015) *Green Paper: Building a Capital Markets Union*, COM(2015) 63 final, Brussels, str. 13–27.

nja, te reviziju Direktive o prospektu, s ciljem pojednostavnjenja postupka odobrenja i informacija obuhvaćenih prospektom.⁴⁵⁵ Europska komisija je u jesen 2015. usvojila prvi Akcijski plan o izgradnji unije tržišta kapitala s razrađenim planom provedbe identificiranih ciljeva.⁴⁵⁶

Izvješće petorice predsjednika iz 2015. potvrđuje smjer kretanja EU politika uz naglašavanje unije tržišta kapitala kao zaštitnog mehanizma protiv sistemskih šokova tako da povećanje prekograničnog ulaganja i tokova kapitala pomaže diversifikaciji rizika izvan granica nacionalnih tržišta kapitala i time ojačava konkurentnost ekonomija država članica, kao i otpornost na buduće šokove. Primjetan je i neofunkcionalizam u osmišljenom artikuliranju ideje o mogućoj budućoj centralizaciji supervizije na EU razini za područje tržišta kapitala: "*To bi u konačnici trebalo dovesti do uspostave jedinstvenog europskog tijela za nadzor tržišta kapitala.*"⁴⁵⁷ Za pretpostaviti je da će takva funkcija, ako do tog scenarija dođe, pripasti ESMA-i, jer je na tržištu kapitala, za razliku od bankovnog sektora, u kojem imamo u nekoj mjeri podijeljene ovlasti između EBA-e i ECB-a, ESMA za sada jedino europsko nadzorno tijelo za vrijednosne papire i tržište kapitala u EU-u. Takav će razvoj, koji jest politički izgledan u budućnosti, zacijelo kreirati zahtjevne pravne komplikacije zbog propisanog dizajna i ovlasti europskih agencija utvrđenih europskim ugovorima i sudskom praksom Suda Europske unije (npr. *Meroni* doktrina).⁴⁵⁸

Sredinom 2017. Komisija objavljuje Izvješće s procjenom provedbe Akcijskog plana CMU-a na pola mandata, ocjenjujući da je velik dio zacrtanih ciljeva i mjera ostvaren, te najavljuje tri nova zakonodavna prijedloga vezana uz: pokrivena obveznice, povećanje pravne sigurnosti kod prekograničnih transakcija i paneuropske proizvode osobnih mirovina.⁴⁵⁹ Izvješće također adresira izlazak Velike Britanije iz EU-a, kao i potrebu za digitalnom i klimatskom tranzicijom. U tom smjeru Komisija naglašava važnost podržavanja i regulatornog prilagođavanja novim tehnolo-

⁴⁵⁵ *Ibid.*, str. 10–11.

⁴⁵⁶ European Commission (2015) *Action Plan on Building a Capital Markets Union*, COM(2015) 468 final, Brussels, dostupno na: <https://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/1/2015/EN/1-2015-468-EN-F1-1.PDF>

⁴⁵⁷ European Commission (2015) *Completing Europe's Economic and Monetary Union*, 22 June 2015, str. 12.

⁴⁵⁸ Moloney, N. (2014) *EC Securities Regulation*, Oxford University Press, Oxford, 3. izdanje, str. 909–910.

⁴⁵⁹ European Commission (2017) *Mid-Term Review of the Capital Markets Union Action Plan*, Brussels, 8.6.2017 COM(2017) 292 final, str. 6–7, dostupno na: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52017DC0292&from=EN>.

logijama u području financija (FinTech) kako bi se osigurao pozitivan učinak na proširivanje i produbljivanje europskog tržišta kapitala.⁴⁶⁰ Nadalje, kontinuirano ističe promicanje europskog sustava vrijednosti u održivim ulaganjima, tj. poticanje održivog ekološkog, socijalnog i gospodarskog razvoja (*ESG criteria*).⁴⁶¹ Portal Europske komisije daje pregled pojedinih područja i poduzetih zakonodavnih mjera za izgradnju unije tržišta kapitala.⁴⁶²

Krajem 2019. Vijeće EU-a zaključuje da unatoč brojnim inicijativama, još uvijek postoje regulatorne i druge prepreke za slobodno kretanje kapitala koje usporavaju integraciju tržišta kapitala.⁴⁶³ Na temelju Izvješća Foruma o uniji tržišta kapitala,⁴⁶⁴ Europska komisija u rujnu 2020. objavljuje drugi Akcijski plan za uniju tržišta kapitala.⁴⁶⁵ Predstavljen kao važan dio plana oporavka EU-a od gospodarske krize uzrokovane pandemijom bolesti COVID-19, sadrži tri ključna cilja:⁴⁶⁶

1. pružiti potporu zelenom, digitalnom, uključivom i otpornom gospodarskom oporavku poboljšanjem pristupa financiranju za europska poduzeća, a posebno mala i srednja
2. učiniti EU još sigurnijim mjestom za dugoročnu osobnu štednju i ulaganja
3. integrirati nacionalna tržišta kapitala u istinski jedinstveno tržište kapitala.

Navedeni ciljevi su dodatno razrađeni u šesnaest ciljanih mjera. Između ostalih, dogovorena je uspostava platforme kao jedinstvenog pristupnog mjesta za pružanje investicijskih informacija ulagačima na EU razini. Preispituju se pravni okviri s ciljem po-

⁴⁶⁰ *Ibid.*, str. 8–13.

⁴⁶¹ *Ibid.*, str. 9, 14–15, ESG predstavljaju kriterije za zaštitu okoliša, socijalnu politiku i upravljanje (*ESG criteria*). Uključuju skup standarda za poslovanje tvrtke koje socijalno osviješteni investitori koriste prilikom provjere potencijalnih ulaganja. U European Commission (2018) *Action Plan: Financing Sustainable Growth*, Brussels, 8.3.2018 COM(2018) 97 final, dostupno na: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52018DC0097&from=EN>.

⁴⁶² Portal Europske komisije: *Legislative measure taken so far to build a CMU*, dostupno na: https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/growth-and-investment/capital-markets-union/legislative-measures-taken-so-far-build-cmu_hr

⁴⁶³ Council of the European Union (2019) *Conclusions*, Brussels, 5 December 2019, dostupno na: <https://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-14815-2019-INIT/en/pdf>

⁴⁶⁴ High Level Forum on the Capital Markets Union (2020) *A new Vision for Europe's capital markets*, Final Report of the High Level Forum on the Capital Markets Union, June 2020, dostupno na: https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/business_economy_euro/growth_and_investment/documents/200610-cmu-high-level-forum-final-report_en.pdf

⁴⁶⁵ European Commission (2020) *A Capital Markets Union for people and businesses-new action plan*, Brussels, 24.9.2020 COM(2020) 590 final, dostupno na: https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:61042990-fe46-11ea-b44f-01aa75ed71a1.0001.02/DOC_1&format=PDF

⁴⁶⁶ *Ibid.*, str. 6–7.

jednostavnjivanja i unaprjeđivanja funkcionalnosti sustava kroz veću harmonizaciju pravila. Razvijaju se najbolje prakse za programe strukovnog mirovinskog osiguranja, digitalne financijske pismenosti, stručnih kvalifikacija i dr.⁴⁶⁷

⁴⁶⁷ *Ibid.*, str. 7–15.

7. POGLED U BUDUĆNOST: NOVE PRILIKE I IZAZOVI FINANCIJSKOG SUSTAVA EU-a

7.1. Dovršetak Ekonomske i monetarne unije?

Bankovna unija predstavlja velik i dalekosežan redizajn regulatornog i supervizijskog okvira Europske unije u konceptualnom i provedbenom smislu. Kao odgovor na globalnu financijsku krizu 2007/08 i krizu europodručja 2010/11 uspostavljen je centralizirani sustav regulacije, supervizije i sanacije banaka europodručja. Na razini EU-a primjenjuju se jedinstveni propisi za cijeli bankarski sustav, u kojem ECB provodi izravni nadzor nad sistemski važnim bankama europodručja (preko 80% aktive bankarskog sustava EU), a nacionalna nadzorna tijela nad ostalim bankama. Prebačena je odgovornost sanacije banaka s javnog (porezni obveznici) na privatni/bankarski sektor. Formiran je jedinstveni sanacijski mehanizam za banke europodručja uz uvođenje potpornog stupa kroz zajednički zaštitni mehanizam ESM-a.

U svom obraćanju o stanju Unije u rujnu 2017. tadašnji predsjednik Europske komisije Jean-Claude Juncker najavio je konkretne daljnje mjere za produbljivanje EMU-a,⁴⁶⁸ koje su

⁴⁶⁸ European Commission (2017) *President Jean-Claude Juncker's State of the Union Address 2017*, 13th September 2017, dostupno na: https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/SPEECH_17_3165.

162

razrađene u pratećoj Komunikaciji Komisije.⁴⁶⁹ One se odnose na dovršetak bankovne unije i postupno uvođenje EDIS-a, daljnji razvoj ESM-a, posebice kroz kreiranje zajedničkog zaštitnog mehanizma za Jedinstveni fond za sanaciju, te smanjivanje udjela loših kredita.⁴⁷⁰ Povodom četiri godine od objave Izvješća petorice predsjednika, Komisija je sredinom 2019. objavila Komunikaciju s analizom učinjenoga na produbljenju EMU-a, te identificirala preostala područja djelovanja za dovršetak EMU-a, koja uključuju jačanje međunarodne uloge eura, stabilizacijske funkcije fiskalne politike, te punu implementaciju bankovne unije i unije tržišta kapitala.⁴⁷¹

Kad se razmatra budućnost EMU-a, postavlja se pitanje pruža li bankovna unija siguran sustav financijske stabilnosti. Schoenmaker i Veron smatraju da postoji razlog za "oprezni optimizam".⁴⁷² Njihova analiza pokazuje da se povećala financijska stabilnost kroz povećanu otpornost bankarskog sektora, provedene procese sanacija pojedinih banaka i provođenje jedinstvenih pravila. Pritom upozoravaju da još uvijek nije raskinut začarani krug između banaka i javnih financija, te da još uvijek nije uspostavljeno pravo jedinstveno bankarsko tržište u europodručju, već da postoje razne prepreke u nacionalnim sustavima i politikama.⁴⁷³

Bruno i Carletti ocjenjuju da se europski bankarski sustav danas čini zdravijim i otpornijim. Omjer kapitala i kvalitete aktive se poboljšao, kao rezultat mjera povećanja kvalitete i kvantitete kapitala i smanjenja rizika. Udio loših kredita (NPL) je pao s 8 % na 4 % od 2015. do 2018., iako postoje odstupanja među bankama i državama članicama, a na ukupnoj razini banaka europodručja razina NPL-a još uvijek je previsoka u usporedbi s ostalim međunarodnim financijskim sustavima (npr. SAD,

⁴⁶⁹ European Commission (2017) *Communication from the Commission to the European Parliament, the European Council, the Council and the European Central Bank: Further steps towards completing Europe's Economic and Monetary Union: A Roadmap*, Brussels, 6.12.2017 COM(2017) 821 final, dostupno na: https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/economy-finance/com_2017_821.pdf

⁴⁷⁰ *Ibid.*

⁴⁷¹ European Commission (2019) *Communication from the Commission to the European Parliament, the European Council, the Council and the European Central Bank: Deepening Europe's Economic and Monetary Union: Taking stock four years after the Five Presidents' Report* European Commission's contribution to the Euro Summit on 21 June 2019, Brussels, 12.6.2019 COM(2019) 279 final, dostupno na: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52019DC0279&from=EN>.

⁴⁷² Schoenmaker, D., Veron, N. (ur.) (2016) *European Banking supervision: The first eighteen months*, Bruegel Blueprint Series 25, str. 6.

⁴⁷³ *Ibid.*, str. 1–52.

Japan).⁴⁷⁴ Jedinstveni nadzorni mehanizam doprinio je većoj transparentnosti i financijskoj integraciji, iako na nacionalnim razinama još uvijek postoje otpori dovršetku bankovne unije i unije tržišta kapitala. Autorice upozoravaju da u kratkom roku preglomazna regulativa može potaknuti regulatornu arbitražu i premještanje u manje regulirane sektore, te da bi se prekompleksna mreža supervizora (međunarodni odbori, europski odbori i tijela, Europska komisija, ECB i nacionalna nadzorna tijela) i regulatornih zahtjeva trebala pojednostavniti i konsolidirati gdje god je to moguće.⁴⁷⁵

U prošlim poglavljima prikazana je problematika asimetrije "E" i "M" u EMU,⁴⁷⁶ u kojoj ekonomska unija nije pratila monetarnu uniju, kao rezultat političkih dogovora i kompromisa država članica EU-a,⁴⁷⁷ a čiji je nedovršeni sustav uzrokovao produbljenje krize europodručja u periodu od 2010. do 2012. godine. Sličan scenarij pratimo kroz bankovnu uniju i neizgrađeni treći stup europskog sustava osiguranja depozita, ponovno zbog nesuglasja između država članica (država "kreditora" i država "dužnika").⁴⁷⁸ Zabrinutost izaziva spoznaja što EU, nakon početnog zamaha u kreiranju bankovne unije, SSM-a i SRM-a (2012. – 2016.), nije nastavio i završio sustav u protekle četiri godine.

Gortsos upozorava na prepreke i poteškoće u formiranju EDIS-a. Prvo, postoje brojne nacionalne diskrecije u sustavima osiguranja depozita. Drugo, sam sustav Jedinstvenog fonda za sanaciju još uvijek je u fazi dovršavanja do kraja 2023. godine i nema potpunu financijsku konstrukciju za funkcioniranje u slučaju iznenadnih kriznih okolnosti. Treće, Jedinstveni sanacijski odbor morati će upravljati s dva zasebna fonda s različitim stupnjem dovršenosti, što će neminovno kreirati operativne, a moguće i financijske poteškoće. Napominje da je važno osigurati zaštitni mehanizam za povezane fondove kako ne bi došlo do urušavanja zbog međusobne povezanosti i međuovisnosti, ali za

⁴⁷⁴ Bruno, B., Carletti, E. (2019) *The next SSM term: Supervisory challenges ahead Banking Union Scrutiny*, Economic Governance Support Unit, Directorate-General for Internal Policies PE 634.387, March 2019, In-Depth Analysis Requested by the ECON Committee, European Parliament, str. 8–11, dostupno na: [https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/IDAN/2019/634387/IPOL_IDA\(2019\)634387_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/IDAN/2019/634387/IPOL_IDA(2019)634387_EN.pdf).

⁴⁷⁵ *Ibid.*, str. 14–19.

⁴⁷⁶ Lastra, R., Louis, J. V. (2013) *European Economic and Monetary Union: History, Trends, and Prospects*, 32(1) Yearbook of European Law, str. 4.

⁴⁷⁷ Howarth, D., Quaglia, L. (2016) *The Political Economy of European Banking Union*, Oxford University Press, New York, str. 22–23.

⁴⁷⁸ *Ibid.*, str. 50–88.

razliku od Schoenmakera, ne zagovara punu integraciju.⁴⁷⁹ Schoenmaker također upozorava da je trenutno predloženi sustav EDIS-a rizičan, jer stavlja osiguranje depozita na EU razinu, a ostavlja provođenje politika protiv moralnog hazarda na nacionalnim razinama. Uz već poznati začarani krug između banaka i državnih javnih financija, Schoenmaker smatra da treba pažljivo identificirati udio loših kredita banaka kroz određeni period, za koji je potrebno izdvojiti razdoblje tranzicije kod uvođenja EDIS-a, i najvažnije, uz procjenu rizičnosti poslovanja banaka, treba izraditi i ponderiranu procjenu (premiju za rizik) za svaku državu članicu kroz procjenu: (i) provođenja određenih politika prema bankama, (ii) razine prava vjerovnika, (iii) dužine trajanja postupaka u slučaju nesolventnosti, (iv) labave politike rezerviranja i (v) ekspanzivne politike stambenog financiranja. On stoga, uz ostale stručnjake, zagovara ujedinjenje Jedinstvenog fonda za sanaciju i Europskog fonda za osiguranje depozita u zajednički fond (*Single Resolution and Deposit Insurance Fund*), po uzoru na američki i japanski sustav, za koji drži da će zahtijevati manje sredstava i ojačati sustav kriznog menadžmenta, a predlaže da se objedinjenom fondu priključe i sustavi osiguranja depozita za manje signifikantne banke.⁴⁸⁰

U raspravi oko EDIS-a treba uzeti u obzir zapažanja iskusnih stručnjaka koji upozoravaju da predugi pregovori na europskoj razini često rezultiraju neadekvatnim rješenjima: *"Bez obzira na snažni interes Komisije u favoriziranju uspostave EDIS-a, vrlo je vjerojatno da će politički kompromis previše razvodniti početni prijedlog i to bi moglo rezultirati stvaranjem sustava koji je previše neučinkovit da bi osigurao jedinstvenu zaštitu deponenata u EU-u u razumnom roku."*⁴⁸¹

Nastavljajući se na pitanje financijske stabilnosti, postavlja se daljnje pitanje hoće li iznos od 55 milijardi eura Jedinstvenog fonda za sanaciju, čak i kad je podržan s dodatnih 68 milijardi eura moguće podrške Europskog stabilizacijskog mehanizma, biti dovoljna poluga stabilnosti ili smo potpali pod lažni osjećaj

⁴⁷⁹ Gortsos, C. V. (2019) *The role of deposit guarantee schemes (DGSs) in resolution financing*, EBI Working Paper Series, 28/03/2019 2019 – no. 37, str. 21–24, dostupno na: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3361750.

⁴⁸⁰ Schoenmaker, D. (2018) *Building a stable European Deposit Insurance Scheme*, 4 Journal of Financial Regulation, str. 314–320.

⁴⁸¹ Brescia Morra, C. (2019) *The Third Pillar and the Banking Union and its troubled implementation*, u Chiti, M., Santoro, V. (ur.) *The Palgrave Handbook of European Banking Union Law*, Palgrave Macmillan, Cham, str. 401.

sigurnosti ako uzmemo u obzir da je ukupni trošak spašavanja banaka nakon globalne financijske krize i krize europodručja iznosio više od 4,5 bilijuna (*trillion*) eura.⁴⁸² Teorijski odgovor je vjerojatno da,⁴⁸³ jer koliko god politike i mehanizmi EU-a nastoje raskinuti začarani krug između banaka i javnih financija na nacionalnim razinama država članica, taj krug je i dalje sastavni dio cirkuliranja novčanog toka i funkcioniranja financijskog sustava svake države. Štoviše, aktualna koronakriza svjedoči o nužnosti funkcioniranja kruga banaka i javnih financija, naravno, uz oprez da se ne uđe preduboko u "začaranu šumu" i ostane opčinjen "zemljom čudesa". Jasno da je potreban odgovoran pristup javnim financijama, tj. svjesnost nacionalnih vlada da je zaduživanje instrument koji se koristi po mogućnosti samo za razvojne projekte (npr. infrastrukture) i u iznimnim slučajevima kriznih stanja, dok se periodi stabilnosti koriste za saniranje "rupa" u proračunu, ali pitanje je koliko je država Europske unije u stanju funkcionirati po principu Njemačke, koju Mario Monti opisuje na sljedeći način:

*"Za Njemačku, ekonomija je grana moralne filozofije".*⁴⁸⁴

Shodno tome, koliko državama treba vremena za sazru i prerastu fazu sagledavanja javnih financija kroz svijest da država zapravo ne može bankrotirati (za ozbiljno)? Empirijska istraživanja pokazuju da je statistički "normalno" da nerazvijene zemlje *defoltiraju* u prosjeku svakih 14, a razvijene svakih 105 godina.⁴⁸⁵ *"Promijenila se tehnologija, promijenila se visina ljudi i moda. Ipak, čini se da je sposobnost vlada i investitora da se zavaravaju, što dovodi do povremenih napada euforije koji obično završavaju suzama, ostala konstanta. Nijednog pažljivog čitatelja Friedmana i Schwartza neće iznenaditi ova lekcija o sposobnosti vlada da loše*

⁴⁸² European Commission (2012) *Communication from the Commission to the European Parliament and the Council – A Roadmap towards a Banking Union*, COM(2012) 510 final, Brussels, September, 12, 2012, str. 3.

⁴⁸³ Za kvantitativne i kvalitativne procjene "sigurnosnih mreža" financijskih sustava (*safety nets*), vidi: Darvas, Z. (2017) *Regional and global financial safety nets: the recent European experience and its implications for regional cooperation in Asia*, Bruegel, Working Paper, Issue 06, dostupno na: https://www.bruegel.org/wp-content/uploads/2017/04/WP-2017_06Conduit.pdf; European Central Bank: Scheubel, B., Stracca, L. (2016) *What do we know about the global financial safety net? Rationale, data and possible evolution*, Occasional Paper Series No. 177, September 2016, <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecbop177.en.pdf>

⁴⁸⁴ Izjava Marija Montija u *Economistu*, u Howarth, D., Quaglia, L. (2016) *The Political Economy of European Banking Union*, Oxford University Press, New York, str. 47.

⁴⁸⁵ Izračunato kao medijan od situacije posljednje krize, tj. nastupanja statusa neispunjavanja financijskih obveza neke države (*sovereign default*). U Qian, R., Reinhart, C., Rogoff, K. (2010) *On graduation from default, inflation and banking crisis: Elusive or illusion?*, NBER Working Paper 16168, National Bureau of Economic Research, str. 30.

upravljaju financijskim tržištima, što je ključna tema njihove analize."⁴⁸⁶

Ozbiljne kritike upućene su praksi "vraćanja na staro", tj. začaranom krugu banaka i javnih financija kroz pružanje državnih potpora bankama u problemima, iz straha za financijsku stabilnost pojedinih država članica (npr. Italija, Portugal), umjesto okretanja novom jedinstvenom mehanizmu sanacije.⁴⁸⁷ Formalno, SRB je reagirao u tri slučaja: Banco Popular, dviju venecijanskih banaka i ABLV banke. Od navedenih, samo je latvijska banka ABVL likvidirana. Banco Popular je prodana za 1 euro Banco Santanderu. Ostale banke su riješene državnim potporama. Najstarija banka na svijetu, talijanska Monte dei Paschi di Siena, dokapitalizirana je s 5,4 milijarde eura. Veneto Banca i Banca Popolare di Vicenza prodane su Intesi Sanpaolo uz državnu injekciju od 4,8 milijardi eura u gotovini i oko 12 milijardi eura državnih jamstava, a Banca Carige dobila je državno jamstvo za obveznice do 3 milijarde eura. Portugalska Novo Banco je razriješena prije stupanja na snagu BBRD direktive putem državnih potpora i garancijama za loše kredite u bilanci banke.⁴⁸⁸ Bruno i Carletti napominju da nacionalna nadzorna tijela još uvijek nisu spremna "*otпустiti nacionalne šampione*".⁴⁸⁹ Lannoo upozorava da takva praksa ozbiljno narušava načela na kojima se temelji bankovna unija. "*Navedeno postavlja ozbiljna pitanja za SRB, ali i za ECB, Europsku komisiju i države članice. Ne samo da se ne primjenjuje duh propisa o sanaciji banaka, potkopavajući pritom valjanost novog režima, nego se također šalju zabrinjavajući signali sudionicima na tržištu da ne postoji jedinstveno europsko bankarsko tržište s jedinstvenim pravilima, već s različitim tumačenjima i postupcima ovisno o okolnostima. U vlastitom interesu, ali još više*

⁴⁸⁶ Reinhart, C., Rogoff, K. (2009) *This Time is Different – Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press, Princeton and Oxford, str. 292.

⁴⁸⁷ Lannoo, K. (2019) *Stock take of the SRB's activities over the past years: What to improve and focus on? Banking Union Scrutiny*, Economic Governance Support Unit (EGOV) Directorate-General for Internal Policies of the Union PE 634.394, March 2019, Study requested by the ECON Committee, European Parliament, dostupno na: [https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/IDAN/2019/634394/IPOL_IDA\(2019\)634394_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/IDAN/2019/634394/IPOL_IDA(2019)634394_EN.pdf).

⁴⁸⁸ *Ibid.*, str. 10–12.

⁴⁸⁹ Bruno, B., Carletti, E. (2019) *The next SSM term: Supervisory challenges ahead Banking Union Scrutiny*, Economic Governance Support Unit, Directorate-General for Internal Policies PE 634.387, March 2019, In-Depth Analysis Requested by the ECON Committee, European Parliament, str. 16., dostupno na: [https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/IDAN/2019/634387/IPOL_IDA\(2019\)634387_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/IDAN/2019/634387/IPOL_IDA(2019)634387_EN.pdf).

za dobro funkcioniranje jedinstvenog europskog tržišta i njegovih banaka, SRB će morati preuzeti proaktivniju ulogu i inzistirati na jasnim pravilima."⁴⁹⁰

Lastra, Russo i Bodellini zalažu se za usvajanje kvantitativnih kriterija prilikom izbora između sanacije i likvidacije, te za usklađivanje pravila koja se odnose na intervenciju putem državnih potpora i EU propisa, kako bi se smanjila mogućnost korištenja iznimaka i izbjegavanja jedinstvenog sanacijskog mehanizma, što može rezultirati tužbama.⁴⁹¹

Kompleksnost uređenja efikasnog sustava odlučivanja odražava se u strukturi upravljanja i organizaciji donošenja odluka jedinstvenog sanacijskog mehanizma, koji u okviru prava EU-a ne dozvoljava širenje ovlasti izvan onih utvrđenih institucijama EU-a (shema 5 i 6, pogl. 6.3.).⁴⁹² Stoga SRM ima kompliciran sustav upravljanja i donošenja odluka, koji uključuje: Jedinstveni sanacijski odbor, ECB, Europsku komisiju i Europsko vijeće, što s jedne strane povećava demokratičnost donošenja odluka (iako kao posljedica ograničenja zakonodavstva EU-a), ali s druge strane ograničava brzinu i odlučnost u procesu donošenja odluka, koje su prioritet kriznog menadžmenta, pogotovo u situacijama uvijek delikatnog rješavanja bankarskih kriza.⁴⁹³ Uz rješavanje problema pretjerane složenosti institucijskog sustava SRM-a, predlaže se podizanje transparentnosti rada SRB-a kroz javno objavljivanje skraćene verzije plana sanacije, pozivajući se na pozitivna komparativna iskustva SAD-a kojima se povećala razina odgovornosti uključenih subjekata bez negativnog utjecaja na konkurenciju.⁴⁹⁴

⁴⁹⁰ Lannoo, K. (2019) *Stock take of the SRB's activities over the past years: What to improve and focus on? Banking Union Scrutiny*, Economic Governance Support Unit (EGOV) Directorate-General for Internal Policies of the Union PE 634.394, March 2019, Study requested by the ECON Committee, European Parliament, str. 6.

⁴⁹¹ Lastra, R. M., Russo, C. A., Bodellini, M. (2019) *Stock take of the SRB's activities over the past years: What to improve and focus on? Banking Union Scrutiny*, Economic Governance Support Unit (EGOV) Directorate-General for Internal Policies of the Union PE 634.392, March 2019, Study requested by the ECON Committee, European Parliament, str. 15–26.

⁴⁹² Vidi npr. Meroni doktrina, u Moloney, N. (2014) *EC Securities Regulation*, Oxford University Press, Oxford, 3. izdanje, str. 909–910.

⁴⁹³ Gulija, B., Singh, D. (2021) *European Banking Union: Challenges and opportunities arising from its inception, architecture and environment*, u Bajakić, I., Božina Beroš, M. (ur.) *EU Financial Regulation and Markets - Beyond Fragmentation and Differentiation*, Jean Monnet Module International Scientific Conference, Zagreb, 26-27 November 2020, Conference Proceedings, Faculty of Law University of Zagreb, Zagreb, str. 27.

⁴⁹⁴ Lastra, R. M., Russo, C. A., Bodellini, M. (2019) *Stock take of the SRB's activities over the past years: What to improve and focus on? Banking Union Scrutiny*, Economic Governance Support Unit (EGOV) Directorate-General for Internal Policies of the Union PE 634.392, March 2019, Study requested by the ECON Committee, European Parliament, dostupno na: [https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2019/634392/IPOL_STU\(2019\)634392_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2019/634392/IPOL_STU(2019)634392_EN.pdf).

U pogledu operativnog funkcioniranja jedinstvenog nadzornog i sanacijskog mehanizma bilo je nezvjesno hoće li, usprkos postojećem ugledu i kredibilitetu, Europska središnja banka "biti u mogućnosti učinkovito se uključiti u neuređan, politički osjetljiv i rizičan posao izravnog operativnog nadzora".⁴⁹⁵ Prve analize su pohvalne, i ukazuju na to da je ECB-ov nadzor nad europskim značajnim bankama djelotvoran, opisan kao "fer" i ujednačen pristup prema svim bankama, bez privilegiranih tretmana prema pojedinim institucijama ili nacijama, iako ima prostora za napredak.⁴⁹⁶ Europski revizorski sud (*European Court of Auditors*) u svom izvješću iz 2016. o funkcioniranju ECB-a navodi nedostatak sredstava za adekvatnu superviziju te problem asimetrije informacija kroz generiranu ovisnost o nacionalnim nadzornim tijelima, koja se tijekom godina rješavala kroz reorganizaciju poslovanja ECB-a.⁴⁹⁷

Znanstvenici upozoravaju na nedostatak transparentnosti u određenim postupcima ECB-a u provođenju supervizije.⁴⁹⁸ Prvo, nepovoljna razina transparentnosti metodologije procjene i izoliranosti konzultacijskog procesa prilikom donošenja odluka u postupku nadzorne provjere i ocjene (*Supervisory Review and Evaluation Process*), kojim se utvrđuje izloženost banke i odgovarajuće upravljanje rizicima, npr. u slučaju procjene triju talijanskih banaka (Veneto Banca, Banco Popolare di Vicenza i Monte dei Paschi di Siena) tijekom 2017. godine. Drugo, pristup kvantitativnim podacima o bankama u okviru jedinstvenog mehanizma supervizije, zbog čega je i pitanje prava pristupu dokumentima prebačeno na rješavanje Sudu Europske unije (*European Court of Justice, ECJ*).⁴⁹⁹ Nadalje, ECB se odbio priključiti

⁴⁹⁵ Moloney, N. (2014) *European Banking Union: assessing its risks and resilience*, 51(6) *Common Market Law Review*, str. 1649.

⁴⁹⁶ Schoenmaker, D., Veron, N. (ur.) (2016) *European Banking supervision: The first eighteen months*, Bruegel Blueprint Series 25, str. 4–6.

⁴⁹⁷ Gulija, B., Singh, D. (2021) *European Banking Union: Challenges and opportunities arising from its inception, architecture and environment*, u Bajakić, I., Božina Beroš, M. (ur.) *EU Financial Regulation and Markets - Beyond Fragmentation and Differentiation*, Jean Monnet Module International Scientific Conference, Zagreb, 26-27 November 2020, Conference Proceedings, Faculty of Law University of Zagreb, Zagreb, str. 23, dostupno na: <https://www.pravo.unizg.hr/images/50022019/ZBORNİK%20lB%20%20MBB.pdf>.

⁴⁹⁸ Božina Beroš, M. (2019) *The ECB's accountability within the SSM framework: Mind the (transparency) gap*, 26(1) *Maastricht Journal of European and Comparative Law*, str. 130–134, dostupno na: <https://journals.sagepub.com/doi/pdf/10.1177/1023263X18822790>; Schoenmaker, D., Veron, N. (ur.) (2016) *European Banking supervision: The first eighteen months*, Bruegel Blueprint Series 25, str. 5–6, dostupno na: <https://www.bruegel.org/wp-content/uploads/2016/06/Blueprint-XXV-web.pdf>.

⁴⁹⁹ Božina Beroš, M. (2019) *The ECB's accountability within the SSM framework: Mind the (transparency) gap*, 26(1) *Maastricht Journal of European and Comparative Law*, str. 130–134.

Registru transparentnosti (*EU Transparency Register*)⁵⁰⁰, portalu posvećenom povećanju razine transparentnosti EU institucija kroz javno objavljivanje informacija o tome tko zastupa, u čije ime, te s kojim financijskim sredstvima u procesu donošenja odluka i politika u EU-u, potvrđujući pritom kritike o "*tajnovitoj kulturi ECB-a*".⁵⁰¹ Božina Beroš ističe pozitivne pomake u razini transparentnosti djelovanja ECB-a kroz uvođenje javnih konferencija s ciljem pojašnjavanja metodologije supervizije (*supervisory reporting conference*), te predlaže proširivanje zatvorenih konzultacija sa stručnjacima iz nacionalnih nadzornih tijela, u statusu promatrača,⁵⁰² što istovremeno otvara i pitanje osiguranja od nacionalne nepristranosti i objektivnosti u promicanju EU interesa.

U 2020. godini Europska unija zabilježila je dva nesvakidašnja iskustva, na egzogenoj razini globalnu pandemiju bolesti COVID-19, a na endogenoj razini izlazak Velike Britanije iz Europske unije 31. siječnja 2020. Za financijski sektor Velike Britanije napuštanje zajedničkog europskog tržišta štetno je iz više razloga. Financijski sektor je značajan dio britanske ekonomije i čini 7 % BDP-a, jedna trećina financijskih usluga se izvozi u EU, a s izlaskom iz EU-a financijska industrija Velike Britanije neće više imati pristup zajedničkom tržištu pod istim uvjetima kao kad je Velika Britanija bila članica EU-a. Ukida im se "putovnica" (*passporting*), tj. prekogranično pružanje usluga i pristup zajedničkom tržištu za plasiranje financijskih usluga, u kojima su do Brexita, prema pravilima *passportinga*, britanske financijske institucije same birale u kojoj će formi poslovati u drugim državama članicama (npr. podružnica, društvo kći), a nakon Brexita će im to biti propisano. Što se propisa tiče, britanske financijske institucije koje će poslovati u EU-u morat će primjenjivati EU propise, a da pritom nemaju nikakvog utjecaja na njihovo donošenje ili izmjenu.⁵⁰³ Istovremeno, s aspekta financijskog sektora, kontinentalna Europa će također izgubiti izlaskom Velike Britanije iz EU-a jer se radi o (*ex*) državi članici s najrazvijenijim

⁵⁰⁰ Dostupno na: <https://ec.europa.eu/transparencyregister/public/homePage.do?redir=false&locale=hr>, (pristupljeno siječanj 2021.)

⁵⁰¹ Božina Beroš, M. (2019) *The ECB's accountability within the SSM framework: Mind the (transparency) gap*, 26(1) Maastricht Journal of European and Comparative Law, str. 134.

⁵⁰² *Ibid.*, 134–135.

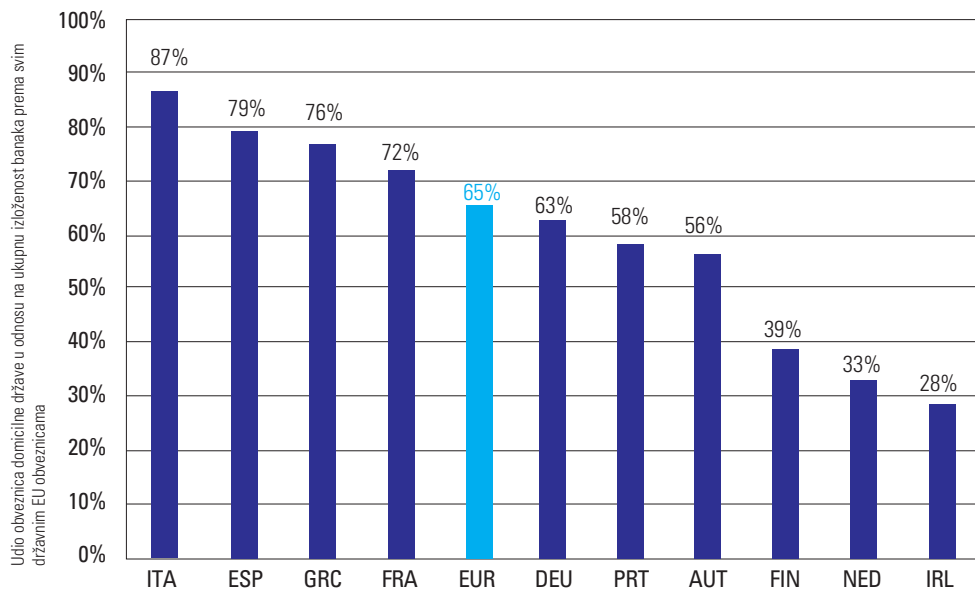
⁵⁰³ Moloney, N. (2016) *Financial Services, the EU, and Brexit: An Uncertain Future for the City?*, 17(Brexit Supplement) German Law Review, str. 75–81.

financijskim sustavom u Europi, najvećem financijskom centru Europe (*The City*), te globalnom lideru financijske regulatorne inovacije FinTech industrije.

Pandemija izazvana koronavirusom zahtijevala je organiziranu akciju EU-a i zajednički mehanizam podjele rizika i koordinirane akcije pomoći ekonomijama država članica. Odgovori vlada na pandemiju bili su fokusirani s jedne strane na fiskalne stimulanse, kroz direktnu financijsku pomoć obiteljima, tvrtkama i njihovim zaposlenicima, a s druge strane na instrumente monetarne politike, tj. injekcije likvidnosti kroz mjere kvantitativnog popuštanja (*quantitative easing*). Kako su ekonomije u Europskoj uniji uvelike bankocentrične, banke su ključne za budući oporavak ekonomije, stoga je važno da ostanu dobro kapitalizirane kako bi mogle: (i) apsorbirati neminovne gubitke koji su posljedica zatvaranja tvrtki iz cijelog niza djelatnosti, (ii) uz već postojeći problem udjela loših kredita (NPL-a), a onda i (iii) u sljedećem valu pružiti podršku oporavku ekonomije kroz financiranje novih projekata. Fiskalne mjere vlada za pomoć ekonomijama dodatno su povećale iznos javnog duga pojedinih država europodručja (Italija, Španjolska, Grčka, Portugal, vidi grafikon 5), a time i znatno produbile problem začaranog kruga banaka i javnih financija, te oslabile njihovu poziciju financijske stabilnosti.⁵⁰⁴

⁵⁰⁴ Acharya, V., Borchert, L., Jager, M., Steffen, S. (2020) *Euro area bank bailout policies after the global financial crisis sowed seeds of the next crisis*, CEPR Policy Portal, 10th August 2020, <https://voxeu.org/article/euro-area-bank-bailout-policies-after-global-financial-crisis-sowed-seeds-next-crisis>; Cecchetti, S., Schoenholtz, K. (2020) *The euro area in the age of COVID-19*, CEPR Policy Portal, 22nd May 2020, <https://voxeu.org/article/euro-area-age-covid-19>; Gual, J. (2021) *The post-COVID-19 recovery: What challenges and roadmap for the banking industry?*, CEPR Policy Portal, 27th January 2021, <https://voxeu.org/content/post-covid-19-recovery-what-challenges-and-roadmap-banking-industry>.

Grafikon 5. Udio obveznica domicilne države u odnosu na ukupnu izloženost banaka prema svim državnim EU obveznicama



Izvor: ECB Statistical Data Warehouse, u Cecchetti, S., Schoenholtz, K. (2020) *The euro area in the age of COVID-19*, CEPR Policy Portal, <https://voxeu.org/article/euro-area-age-covid-19> (pristupljeno: siječanj 2021.)

171

"*Oprezni optimizam*" u vezi financijskih kriza, posebice Reinhartinu i Rogoffovu analizu, daje Valla,⁵⁰⁵ koja ističe da je dubinsko istraživanje i razumijevanje ciklusa krize skratilo vrijeme oporavka od kriza. Tako je u periodu od 1800. do 1945. više od 120 država bilo u dužničkoj krizi, s prosječnim rokom izlaska od oko 6 godina, a između 1945. i 2006. skoro 170 država, ali su epizode krize bile skraćene na 3 godine. Isto tako, poboljšani su mehanizmi analize sistemskog rizika, vrlo često fokusirani na praćenje trenda rasta kredita, omjera kredita prema BDP-u i cijena nekretnina.⁵⁰⁶ Naglasak se sve više stavlja na prevenciju i rano signaliziranje mogućeg nastanka sistemskog rizika, uz protutežu "Lukasove kritike", koja kaže da je naivno pokušavati predvidjeti učinke promjena ekonomskih politika isključivo na temelju od-

⁵⁰⁵ Valla, N. (2018) *Europe and financial crises in the future*, u Allen, F., Carletti, E., Gulati, M. (ur.) *Institutions and the Crisis*, European University Institute, Robert Schuman Center for Advanced Studies, Florence, str. 28–29, dostupno na: https://cadmus.eui.eu/bitstream/handle/1814/58084/Institutions-and-the-Crisis_2018.pdf?sequence=1&isAllowed=y.

⁵⁰⁶ Schularik i Taylor u *ibid.*

nosa uočenih u povijesnim podacima, pogotovo visokoagregiranim povijesnim podacima.⁵⁰⁷

Može se konstatirati kako trenutno imamo situaciju pod visokim stupnjem kontrole, koja proizlazi iz znanja i iskustva vođenja kriza, ciljanog upravljanja monetarnom i fiskalnom politikom, te utvrđenih zaštitnih mehanizama kroz Europski stabilizacijski mehanizam i potpornih mjera EU-a za rizična područja, poput rješavanja problema loših kredita, pogotovo nakon pandemije izazvane koronavirusom.⁵⁰⁸ Krajem 2020. godine postignut je politički dogovor na razini EU-a za najveći paket financijskih poticaja u povijesti Europske unije. Program pod nazivom *Next Generation EU* je financijski paket EU-a vrijedan oko 1,85 bilijuna eura, a bit će usmjeren prema ponovnoj izgradnji "zelenije, digitalnije i otpornije Europe nakon pandemije".⁵⁰⁹ Nakon završetka pandemije u provođenju plana oporavka ekonomije važnu će ulogu imati upravo financijski sustav s ciljem što efikasnije alokacije resursa u područja koja doprinose gospodarskom oporavku, rastu i razvoju, uz pažljivo balansiranje mjera fiskalne politike kako bi se osigurala održivost javnih financija svih država članica Europske unije. To nam, nakon bankovnog sektora, usmjerava pažnju na tržište kapitala.

U Europskoj uniji postoji više od pola stoljeća svjesnosti o važnosti povezivanja tržišta kapitala država članica. Povijest integracijskih procesa Europske unije ukazuje na diplomatsku postupnost u pristupu transformaciji sustava, uz promišljeno "guranje" u smjeru europske konsolidacije tako da se osigura najveći mogući pomak konvergencije nacionalnih sustava, a da se pritom ne izazove rezolutna reakcija blokiranja ili obustavljanja integracijskih procesa od strane dominantnih država članica. Uslijed financijske globalizacije i tržišne integracije EU je kroz akcijski plan FSAP-a regulatornom reformom podupirao konkurenciju na tržištu kapitala i tijekom godina nizom mjera

⁵⁰⁷ Reinhart, C., Rogoff, K. (2009) *This Time is Different – Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press, Princeton and Oxford, str. 287.

⁵⁰⁸ European Commission (2020) *Communication from the Commission to the European Parliament, the Council and the European Central Bank Tackling non-performing loans in the aftermath of the COVID-19 pandemic*, Brussels, 16.12.2020 COM(2020) 822 final, dostupno na: https://ec.europa.eu/finance/docs/law/201216-communication-non-performing-loans_en.pdf

⁵⁰⁹ European Commission (2020) *Europe's moment: Repair and Prepare for the Next Generation*, Brussels, 27.5.2020 COM(2020) 456 final, str. 2., dostupno na: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52020DC0456&from=EN>.

poticao prekogranična ulaganja i intenziviranje prekograničnih tokova kapitala. Harmonizacija propisa bankarskog sektora bila je intenzivnija zbog veće razine financijske integracije država članica u tom segmentu, ali i globalnih regulatornih procesa (npr. Basel). U konačnici, bankovna unija osnovana je tek nakon što su negativni učinci globalne financijske krize i krize europodručja počeli dovoditi u pitanje neupitnost Europske unije.

Howarth i Quaglia procjenjuju da se unija tržišta kapitala na razini EU politika od početka smatrala nadopunom bankovnoj uniji, tj. komplementarnim setom mjera za povećanje integracije europskih financijskih sustava (pogl. 5.4.).⁵¹⁰ Može se konstatirati da je EU još uvijek u fazi postupne integracije europskog tržišta kapitala, determinirane političkom voljom država članica. Posljedično, to znači i zadržavanje različitosti nacionalnih sustava koji pak operativno onemogućuju realiziranje integriranog europskog tržišta kapitala, npr. različiti nacionalni modeli oporezivanja financijskih proizvoda i usluga, različiti nacionalni sustavi i postupci u slučaju nesolventnosti, korporativnog upravljanja i sl. Lannoo i Thomadakis napominju da unija tržišta kapitala ne predviđa centralizaciju supervizije relevantnih financijskih institucija, proizvoda i usluga, kao ni mehanizam podjele rizika.⁵¹¹ *"Ovo pokreće temeljni problem CMU-a: politički zamah nikada nije bio usporio s onim bankovne unije. Bankovna unija bila je dio reakcije na financijsku i dužničku krizu, ugrađenu u nekoliko 'izvješća predsjednika' i podržanu na najvišoj razini. CMU nikad nije primio isti tretman, za sada."*⁵¹²

Uz navedeno, važno je naglasiti da se u slučaju europskog tržišta kapitala ne radi o kompaktnoj cjelini, već o vrlo kompleksnoj matrici, s različitom razinom razvijenosti, likvidnosti i dubine tržišta kapitala država članica. Tržišta kapitala su inače zahtjevnija za sagledavanje kao cjeline jer postoji kompleksna mreža financijskih posrednika, proizvoda i usluga te multilateralnih i bilateralnih tržišta, javnih i privatnih, raznih

⁵¹⁰ Howarth, D., Quaglia, L. (2016) *The Political Economy of European Banking Union*, Oxford University Press, New York, str. 212–213.

⁵¹¹ Lannoo, K., Thomadakis, A. (2019) *Rebranding Capital Markets Union: A Market Finance Action Plan*, CEPS-ECMI Task Force Report, Centre for European Policy Studies, str. 6, 39, dostupno na: https://www.ecmi.eu/sites/default/files/rebranding_capital_markets_union_1.pdf

⁵¹² *Ibid.*, str. 42.

kotacija i dr. Europska tržišta kapitala posjeduju zajedničku karakteristiku fragmentiranosti, tj. izraženu nacionalnu dimenziju tržišta kapitala. Postoje određena odstupanja tako da su neki sektori iznimno razvijeni u pojedinim državama članicama ili primjerice postoji regionalna integracija u pojedinim sektorima. Razina sofisticiranosti potražnje – potrošača i ulagača u Europi se poprilično razlikuje u državama članicama, ali i pojedinim segmentima tržišta kapitala, a pritom se različitosti ne preklapaju tako da ih se može lako grupirati i na taj način kategorizirati. U nastavku slijedi kratak uvid u "vrh sante leda" problematike neintegriranosti europskih tržišta kapitala.⁵¹³

Općenito, europska tržišta kapitala su mala i fragmentirana, te vrlo koncentrirana unutar nacionalnih granica država članica. Izlazak Velike Britanije iz Europske unije stvorio je dodatne izazove i neizvjesnosti za europsko tržište kapitala. Izvjesno je da će nova situacija u prvom valu smanjiti veličinu europskog tržišta, dubinu i likvidnost, a izgledno je povećanje transakcijskih troškova. Vjerojatno će doći do preusmjerenja pojedinih globalnih kanala, a premještanje aktivnosti iz Velike Britanije u neke države EU-a opteretit će financijsku infrastrukturu u kratkom roku i zahtijevati nadogradnju sustava i supervizije.⁵¹⁴

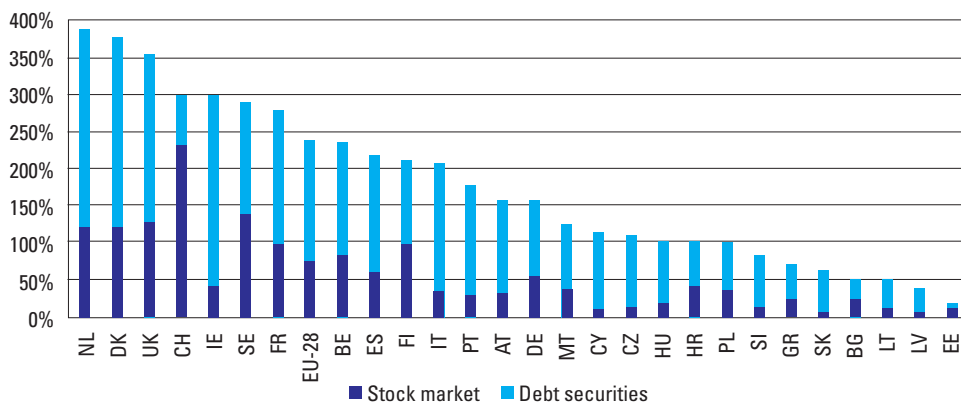
Tržišta kapitala se u državama članicama razlikuju. U nekim su državama dobro razvijena i zadovoljavaju potrebu za financiranjem malih i srednjih poduzeća. S druge strane, pojedine države imaju slabo razvijeno tržište dionica, dok tržištem duga dominiraju vlade (grafikon 6). Više od dvije trećine vrijednosti i broja inicijalnih javnih ponuda (IPO) koncentrirano je na tri burze: London Stock Exchange (LSE) Group, Nasdaq Nordics & Baltics i Euronext. Primjetan je trend rasta broja IPO-a, ali zabrinjavajuće je što ukupna vrijednost IPO-a bilježi pad, za razliku od konkurentnih tržišta (SAD, Japan, Kina). Na sekundarnim tržištima likvidnost je koncentrirana na tri burze: LSE, Euronext Paris i Deutsche Börse, koje čine

⁵¹³ Za detaljnije analize europskog tržišta kapitala, vidi studije: ECMI-ja/CEPS-a, Bruegela, ESMA-e, IOSCO-a i dr.

⁵¹⁴ Bhatia, A., Mitra, S., Weber, A., Aiyar, S., de Almeida, L., Cuervo, C., Santos, A., Gudmundsson, T. (2019) *A Capital Market Union for Europe*, International Monetary Fund, European Department, Staff Discussion Notes No. 19/07, str. 7–8, dostupno na: <https://www.imf.org/en/Publications/Staff-Discussion-Notes/Issues/2019/09/06/A-Capital-Market-Union-For-Europe-46856>.

61 % tržišne kapitalizacije i 56 % vrijednosti trgovanja svim vrijednosnim papirima.⁵¹⁵

Grafikon 6. Tržišna kapitalizacija na burzi i dužnički vrijednosni papiri, krajem 2017., % BDP-a



Izvor: 2018 ECMI Statistical Package, u Lannoo, K., Thomadakis, A. (2019) *Rebranding Capital Markets Union: A Market Finance Action Plan*, CEPS-ECMI Task Force Report, Centre for European Policy Studies, str. 11. Napomene: Luksemburg je isključen kako ne bi iskrivio graf (kapitalizacija na burzi: 103,5 %, dužnički vrijednosni papiri: 1.572,9 %). Rumunjska je također izuzeta jer podaci o dužničkim vrijednosnim papirima nisu dostupni.

Važan segment tržišta kapitala čini sektor investicijskih fondova, dok segment privatnog životnog i mirovinskog osiguranja nije dosegao razinu konkurentskih tržišta kapitala po veličini imovine pod upravljanjem. Financiranje putem rizičnog kapitala (*venture capital* – VC i *private equity* – PE) koncentrirano je u svega sedam država članica: Francuska, Luksemburg, Njemačka, Danska, Nizozemska, Italija, Švedska (plus Velika Britanija kao bivša članica EU-a), dok je u ostalima ograničeno i slabo razvijeno. Iako postoji pozitivan trend rasta i razvoja financiranja inovativnih i brzorastućih tvrtki putem poslovnih anđela i *equity crowdfundinga* (skupnog financiranja temeljem stjecanja vlasničkog udjela), usporedba s američkim i azijskim tržištima upozorava na znatno i zabrinjavajuće zaostajanje. Naime, dostupnost financiranja projekata putem fondova rizičnog kapitala važan je

⁵¹⁵ Lannoo, K., Thomadakis, A. (2019) *Rebranding Capital Markets Union: A Market Finance Action Plan*, CEPS-ECMI Task Force Report, Centre for European Policy Studies; Bhatia, A. et. al. (2019) *A Capital Market Union for Europe*, International Monetary Fund, European Department, Staff Discussion Notes No. 19/07; Cambridge Centre for Alternative Finance (2020) *The Global Alternative Finance Market Benchmarking Report Trends, Opportunities and Challenges for Lending, Equity, and Non-Investment Alternative Finance Models*, <https://www.jbs.cam.ac.uk/wp-content/uploads/2020/08/2020-04-22-ccaf-global-alternative-finance-market-benchmarking-report.pdf>

indikator razvijenosti i potencijala za razvoj financijskih tržišta, jer predstavlja investiciju u inovativne projekte, koji su visokorizični, ali istovremeno nude i mogućnost velikih profita te potencijal za gospodarski rast i razvoj. Dominantnu poziciju u financijskoj imovini domaćinstava u Europi čini štednja. U državama europodručja svega 20 % domaćinstava ima investirana sredstva putem dionica ili investicijskih fondova, a samo trećina ulaže u dobrovoljne (privatne) mirovinske fondove i osiguranja.⁵¹⁶

Nove države članice EU-a dodatno zaostaju za zapadnom Europom u području tržišta kapitala. Povijesno, nisu imale organski rast tržišta kapitala, temeljen na potrebi prikupljanja kapitala putem nebankarskih izvora financiranja. Stvaranje tržišta kapitala, s popratnom izgradnjom regulatorne i institucionalne infrastrukture, bilo je "umjetno" stvoreno kroz proces pretvorbe i privatizacije tijekom prelaska na tržišni sustav, te u većem broju država nije uspjelo razviti potrebnu likvidnost i dubinu tržišta. Poljska, Mađarska i Češka jedine imaju značajniju likvidnost na burzama, ali i kod njih je trgovanje koncentrirano na mali broj tvrtki, uz trend izvrštenja, tj. povlačenja vrijednosnih papira s kotacije burze. Nije se dovoljno razvila kultura ulaganja u dionice, tako da i dalje znatan udio stanovništva svojim viškom novčanih sredstava ne upravlja aktivno, nego pasivno, putem štednje u bankama. Reforme mirovinskih sustava su s jedne strane doprinijele dinamici tržišta kapitala, ali su istovremeno i opteretile tržište kapitala svojom veličinom. Financiranje putem alternativnih izvora, poput fondova rizičnog kapitala i *equity crowdfundinga*, bilježi znatnu stopu rasta, ali je njegov udio u europskom tržištu kapitala iznimno nizak. Stoga tržišta kapitala u novim državama članicama EU-a ne predstavljaju relevantan i razvijen segment alternativnog nebankarskog financiranja.⁵¹⁷

Razvoj financijskih tržišta Europske unije ukazuje na to da tržišta kapitala kao izvor financiranja tvrtki povijesno nisu bila prioritetni odabir kontinentalne Europe (pogl. 2.3.). Posljednjih desetljeća zabilježen je dinamičan rast i razvoj tržišta kapitala,

⁵¹⁶ *Ibid.*

⁵¹⁷ Lehmann, A. (2020) *Emerging Europe and the capital markets union*, Policy Contribution 2020/17, Bruegel, dostupno na: <https://www.bruegel.org/wp-content/uploads/2020/09/PC-17-2020-170920.pdf>; Svirydzenka, K. (2016) *Introducing a New Broad-based Index of Financial Development*, WP/16/5, International Monetary Fund, dostupno na: <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2016/12/31/Introducing-a-New-Broad-based-Index-of-Financial-Development-43621>; Cambridge Centre for Alternative Finance (2020) *The Global Alternative Finance Market Benchmarking Report Trends, Opportunities and Challenges for Lending, Equity, and Non-Investment Alternative Finance Models*.

kao i tržišnocentričnog bankarstva. Projekt unije tržišta kapitala donio je brojne pozitivne pomake, a postoji još velik prostor za napredak u integriranju fragmentiranih nacionalnih tržišta kapitala, povećanju prekograničnih tokova kapitala i rastu fondova rizičnog kapitala. Trenutne politike EU-a sugeriraju da će se na tržište kapitala još neko vrijeme gledati kao na sustav komplementaran bankovnome, kroz opći stav da "razvoj tržišta kapitala i integracija podržavaju zdravu raznolikost europskih financija",⁵¹⁸ što je u konačnici u suglasju s dinamikom funkcioniranja europskog tržišta kapitala i njegovih aktera.

U kontekstu mjera za oporavak ekonomije nakon krize uzrokovane koronavirusom, Vijeće EU-a donijelo je paket mjera za oporavak i jednostavnije funkcioniranje tržišta kapitala. On uključuje ciljne izmjene: MiFID-a II, Uredbe o prospektu i sekuritizacijskog okvira EU-a kako bi se olakšala dokapitalizacija i pristup financiranju tvrtkama, čija će aktivnost biti ključna za ozdravljenje, oporavak te održivi gospodarski rast i razvoj država članica i Europske unije u cjelini.⁵¹⁹ Integrirana tržišta kapitala unaprjeđuju razinu ulaganja i ekonomske aktivnosti. Povećanje prekograničnih ulaganja povoljno utječe na diversifikaciju rizika, što nacionalna tržišta kapitala čini otpornijima na šokove i doprinosi stabilnosti financijskog sustava, naravno uz dužnu pažnju i praćenje međupovezanosti kako ne bi došlo do pojave sistemskih rizika.⁵²⁰

7.2. FinTech – Nove prilike i izazovi financijskog sustava EU-a

U području financijskih usluga veliki se potencijal za gospodarski rast i napredak otvara kroz FinTech, tj. inovativne tehnologije koje unaprjeđuju funkcionalnost financijskih tržišta i konkurentnost financijskih sustava. FinTech je širok pojam koji obuhvaća inovacijske tehnologije u financijskim uslugama. Po-

⁵¹⁸ Bhatia, A. et. al. (2019) *A Capital Market Union for Europe*, International Monetary Fund, European Department, Staff Discussion Notes No. 19/07, str. 3.

⁵¹⁹ Council of the EU (2021) *Capital Markets Recovery Package: Council adopts first set of measures to help companies access funding*, Press Release 86/21, 15/02/2021, dostupno na: <https://www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2021/02/15/capital-markets-recovery-package-council-adopts-first-set-of-measures-to-help-companies-access-funding/pdf>

⁵²⁰ Lannoo, K., Thomadakis, A. (2019) *Rebranding Capital Markets Union: A Market Finance Action Plan*, CEPS-ECMI Task Force Report, Centre for European Policy Studies, str. 4–5.

stoje različiti pristupi u definiranju FinTecha,⁵²¹ a u *policy* dokumentima najčešće se definira kao: "tehnološki omogućene inovacije u financijskim uslugama koje bi mogle rezultirati novim poslovnim modelima, aplikacijama, procesima ili proizvodima s povezanim materijalnim učinkom na pružanje financijskih usluga."⁵²²

Tehnološke inovacije u financijskim uslugama nisu novina. Još u 19. stoljeću telegraf je korišten za prijenos novca, a u 20. stoljeću unaprjeđivanje financijskih usluga omogućeno je korištenjem čitača kartica, bankomata i dr.⁵²³ Međutim, u ovom slučaju nove tehnologije transformiraju sustav u digitalne financije. Financijski sektor najveći je korisnik digitalnih tehnologija i smatra se predvodnikom digitalne transformacije gospodarstva i društva.⁵²⁴ Digitalna tehnologija, prvenstveno internet i mobilne aplikacije, snažno je utjecala na modernizaciju financijskog poslovanja. FinTech je logično bio primarno usmjeren na onaj segment financijskih usluga u kojem tehnološke inovacije nude kvalitetniju, bržu, praktičniju i jeftiniju uslugu, a istovremeno mogu ostvariti skalabilnost i postići ekonomiju obujma da preuzmu profitnu maržu tradicionalnih financijskih institucija.⁵²⁵ Stoga je najveća koncentracija inovacija i konkurencije zabilježena najprije u sektoru platnog prometa, tj. digitalnih platnih rješenja koja su unaprijedila učinkovitost izvršavanja platnih usluga.⁵²⁶

Ta je koncentracija proizašla iz potražnje prvenstveno mlađih potrošača koji nisu bili skloni tradicionalnim bankarskim uslugama. Tražili su pristupačnost i bolju dostupnost financijskih usluga. Banke kao stariji pružatelji financijskih usluga imaju vlastitu tradicionalnu IT infrastrukturu (*legacy system*). Ona je izgrađena još 1970-ih godina i nadograđivana je, računalno je

⁵²¹ Schueffel, P. (2016) *Taming the Beast: A Scientific Definition of Fintech*, October 31, 2016, Institute of Finance, School of Management Fribourg, Fribourg, Switzerland, SSRN, dostupno na: <https://ssrn.com/abstract=3097312>.

⁵²² Financial Stability Board (2019) *Fintech and market structure in financial services: Market development and potential financial stability implications*, Financial Stability Board, bilj. 1, str. 2, dostupno na: <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P140219.pdf>.

⁵²³ Arner, D., Barberis, J., Buckley, R. (2016) *The Evolution of FinTech: A New Post-Crisis Paradigm?*, 47 Georgetown Journal of International Law, str. 1274–1283.

⁵²⁴ European Commission (2018) *FinTech Action plan: For a more competitive and innovative European financial sector*, Brussels, 8.3.2018 COM(2018) 109 final, str. 2, dostupno na: https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:6793c578-22e6-11e8-ac73-01aa75ed71a1.0001.02/DOC_1&format=PDF

⁵²⁵ Skalabilnost predstavlja sposobnost fleksibilnog i učinkovitog rasta i razvoja tvrtke, pri čemu postojeća organizacijska struktura i raspoloživi resursi ne predstavljaju uteg i "usko grlo" u trenutku povećane potražnje ili proizvodnje.

⁵²⁶ European Commission (2020) *Digital Finance Strategy for the EU*, Brussels, 24.9.2020 COM(2020) 591 final, str. 2, dostupno na: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52020DC0591&from=EN>.

intenzivna i vrlo sigurna, ali ujedno i zastarjela te skupa jer se radi o vlasničkom sustavu.⁵²⁷ U takvim okolnostima razvijale su se FinTech tvrtke koje su koristile nove tehnologije: *cloud*, *blockchain*, pametne ugovore, umjetnu inteligenciju (*artificial intelligence* – AI) i dr. kao bi razvile nove tipove usluga, npr. mobilne aplikacije za pružanje selektiranih financijskih usluga. Jedan od primjera je Revolut, platforma koja pruža financijske usluge putem mobilne aplikacije bez tradicionalnog fizičkog prisustva poslovnice. Započeo je kao pružatelj usluge multivalutnih računa u Europskoj uniji, zajednici koja uz euro ima još nekoliko valuta izvan država europodručja i veliku dinamiku kretanja ljudi, kapitala, proizvoda i usluga (do pandemije bolesti COVID-19). Putem inovativnog poslovnog modela Revolut je omogućio jeftinije obavljanje međunarodnih transakcija, tj. cjenovno povoljnije usluge od banaka po pitanju obračunavanja naknada i tečajnih razlika. Usluzi se može pristupiti putem mobilne aplikacije koja je pregledna i jednostavna za korištenje, te stalno dostupna. Revolut je dalje razvijao svoj poslovni model i danas ima licencu banke na području EU-a, a uz štedno-kreditnu aktivnost nudi i usluge personaliziranog putnog osiguranja, trgovanja kriptovalutama, američkim vrijednosnicama i dr.⁵²⁸

Kvantni skok digitalnih financija ima velik potencijal za stvaralačko razaranje financijskog sustava. Schumpeterov koncept stvaralačkog razaranja (*creative destruction*) ističe inovacije i poduzetništvo kao pozitivne pokretačke sile kapitalizma i demokracije koje doprinose gospodarskom rastu i razvoju tako što "neprestano revolucioniraju ekonomsku strukturu iznutra, uvijek iznova razarajući staru i stvarajući novu".⁵²⁹ FinTech kroz nove tehnologije poput *blockchaina*, pametnih ugovora i AI-ja ima potencijal disintermedijacije, tj. isključivanja financijskih posrednika. Primjerice, P2P kreditiranje (*peer to peer lending* – pozajmljivanje među jednakima) je oblik direktnog povezivanja ponude i

⁵²⁷ International Banker (2020) *Addressing the Problems of Legacy Banking Systems*, October 26, 2020, dostupno na: <https://internationalbanker.com/technology/addressing-the-problems-of-legacy-banking-systems>; Deloitte (2020) *Modernizing legacy banking systems - Practical advice to help banks succeed at core and application modernization*, dostupno na: <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/us/Documents/financial-services/us-fsi-modernizing-legacy-systems-in-banking.pdf>.

⁵²⁸ Financial Times (2020) *Revolut is the most hyped fintech in Europe. Can it grow up?*, May 6, 2020, dostupno na: <https://www.ft.com/content/7fa2a8ea-8e66-11ea-a8ec-961a33ba80aa>; Portal Revoluta: <https://www.revolut.com/hr-HR>.

⁵²⁹ Schumpeter, J. A. (1976) *Kapitalizam, socijalizam i demokracija*, Globus, Zagreb, str. 107–108. Schumpeterova ideja nadograđivana je tijekom godina novim konceptima, npr. Christensenov *disruptive innovation*, *disruptive technology* i dr.

potražnje putem internetskih platformi koje omogućuju izravno kreditiranje i pritom zaobilaze tradicionalne kreditne posrednike poput banaka. *Crowdfunding* platforme omogućuju izravno financiranje projekata zaobilazeći tradicionalne financijske institucije poput burze i središnjeg klirinškog depozitarnog društva.

Novi trendovi na financijskim tržištima nameću pitanje koliko će nova konkurencija FinTecha izmijeniti financijski ekosustav. Hoće li neke financijske institucije prestati postojati jer počivaju na zastarjelim modelima i nekonkurentne su u usporedbi s visokosofisticiranim financijsko-tehnološkim rješenjima koja nudi FinTech? Ili će opstati, ali kao manje značajni sudionici tržišta, daleko od "stare slave" i važnosti koji su do tada imali na financijskim tržištima? Trendovi u digitalnim financijama ukazuju na to da su podaci i sofisticiranost obrade velikih količina podataka ključna kategorija konkurencije na financijskim tržištima. Tržišni analitičari predviđaju da će vlasništvo i kontrola podataka, tj. podatkovno intenzivni poslovni modeli temeljeni na platformi prisvojiti najveće profite, redefinirati tržišnu snagu financijskih institucija i odrediti nove šampione financijskih tržišta.⁵³⁰

Istraživanja isto tako pokazuju da nismo još došli do te točke, a neizvjestan je i smjer daljnjeg razvoja situacije. Fintech je povećao konkurenciju na financijskim tržištima, ali za sada nije značajno poremetio odnose snaga na tržištu.⁵³¹ Primjerice, tradicionalne financijske institucije poput banaka u raznolikom su odnosu partnerstva i konkurencije sa *startupovima*, koji pak nisu uspješni ostvariti skalabilnost i/ili u dovoljnoj mjeri preuzeti bazu klijenata od postojećih financijskih institucija (npr. TransferWise s N26 u Njemačkoj i Starlingom u Velikoj Britaniji, Tradeshift s HCBC-om).⁵³² Sličan se scenarij odigrava i u odnosu burzi i

⁵³⁰ World Economic Forum & Deloitte (2017) *Beyond Fintech: A pragmatic assessment of disruptive potential in financial services*, Part of the Future of Financial Services series, http://www3.weforum.org/docs/Beyond_Fintech_-_A_Pragmatic_Assessment_of_Disruptive_Potential_in_Financial_Services.pdf; World Economic Forum & Deloitte (2015) *The Future of Financial Services – How disruptive innovations are reshaping the way financial services are structured, provisioned and consumed*, An industry project of the Financial Services Community, Final Report, http://www3.weforum.org/docs/WEF_The_future_of_financial_services.pdf; McKinsey&Company (2018) *FinTech decoded – Capturing the opportunity in capital markets infrastructure*, Global Banking Practice, March 2018, <https://www.mckinsey.com/~media/McKinsey/Industries/Financial%20Services/Our%20Insights/Fintech%20decoded%20The%20capital%20markets%20infrastructure%20opportunity/Fintech-decoded-Capturing-the-opportunity-in-capital-markets-infrastructure-final-web-version.ashx>; Financial Stability Board (2019) *Fintech and market structure in financial services: Market development and potential financial stability implications*, Financial Stability Board, <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P140219.pdf>.

⁵³¹ *Ibid.*

⁵³² World Economic Forum & Deloitte (2017) *Beyond Fintech: A pragmatic assessment of disruptive potential in financial services*, Part of the Future of Financial Services series, str. 41.

crowdfunding platformi, prema kojima su burze nastupile kao konkurencija, ali i kao investitori i partneri (npr. London Stock Exchange sa SyndicateRoomom, Zagrebačka burza s Funderbeamom).⁵³³

Tradicionalne financijske institucije poput banaka, burzi i sl. imaju komparativnu prednost nakupljenog znanja i iskustva u upravljanju velikim sustavima (*proprietary knowledge*). Posjeduju uhodane sustave s velikom bazom klijenata i ekonomijom obujma, zakonski su obvezne poslovati u skladu s propisanim standardima o transparentnosti informacija i zaštiti podataka, potrošača i ulagača te udovoljiti utvrđenim organizacijskim zahtjevima i cijelom nizu odredbi koje služe za osiguranje adekvatne razine povjerenja, sigurnosti i stabilnosti financijskih institucija i sustava u cjelini. Regulatorni zahtjevi s jedne strane predstavljaju trošak provedbe, ali istovremeno pružaju povjerenje i sigurnost (npr. garanciju štednih depozita), dvije ključne kategorije prilikom odlučivanja gdje (o)staviti financijsku imovinu. Navedene institucije imaju izgrađene formalne i neformalne odnose s nacionalnim i međunarodnim regulatornim agencijama, zakonodavnim tijelima i ostalim domaćim i međunarodnim financijskim institucijama. Stoga je za očekivati da će koristiti sav materijalni i nematerijalni kapital da dijelove poslovanja koje donose najveće profite, a time i tržišnu snagu, zadrže u svojoj bilanci.

FinTech je potaknuo inovacije i konkurenciju, do sada nije znatno poremetio odnose snaga na tržištu, ali je postavio temelje za buduće poremećaje.⁵³⁴ BigTech tvrtke poput Amazona, Applea, Alibabe, Facebooka, Googlea i Microsofta imaju potencijal za stvaralačko razaranje na financijskim tržištima. Trenutno stanje konkurencije razvrstava tržišne igrače u tri grupe: tradicionalne financijske institucije, *startup* i BigTech. Prvu čine tradicionalne financijske institucije: banke, osiguravajuća društva, burze i sl., koje su regulirane i imaju značajan tržišni udio. Trenutno se repositioniraju na tržištu kroz ulaganja i partnerstva s FinTech tvrtkama kako bi modernizirale i poboljšale efikasnost svojih usluga te zadržale postojeću bazu klijenata i proširile ju (npr. mlađa populacija). *Startup* tvrtke nemaju uteg starih tehnologija

⁵³³ Business Insider (2016) *Crowdfunding is growing up – SyndicateRoom just partnered with the London Stock Exchange*, 14th March 2016, <https://www.businessinsider.com/syndicatoroom-get-intermediary-status-with-london-stock-exchange-2016-3>; Zagreb Stock Exchange (2016) *ZSE presents Funderbeam SEE*, 7th October 2016, <http://zse.hr/default.aspx?id=74620>.

⁵³⁴ World Economic Forum & Deloitte (2017) *Beyond Fintech: A pragmatic assessment of disruptive potential in financial services*, Part of the Future of Financial Services series, str. 12–13.

vlastitih računalnih sustava (*legacy systems*) i skupih infrastrukturna poslovnica za odnos s klijentima. Umjesto toga imaju veliku operativnu fleksibilnost korištenja modernih IT infrastrukturna (npr. *cloud*) koje su jeftinije i brže. Nude integrativni pristup, tj. kombinaciju proizvoda i usluga, većinom putem mobilnih aplikacija s vizualno atraktivnim sučeljima, koje su lako i stalno dostupne (24/7), brze i pristupačne, te često cjenovno povoljnije po pitanju plaćanja naknada.⁵³⁵

BigTechovi tek trebaju zauzeti svoju poziciju na financijskom tržištu. Oni su u financijskom sektoru već prisutni u ulozi pružatelja usluga infrastrukture (npr. *cloud*) i softvera (npr. mobilne aplikacije) financijskim institucijama, a sad bi im mogli postati i veliki konkurenti. Imaju gigantsku bazu potrošača, bazu podataka i najsofisticiranije analitičke sposobnosti obrade podataka uporabom naprednih algoritama i umjetne inteligencije (*data economy*). Imaju potencijal kapitalizirati postojeću bazu podataka i distribucijske kanale kako bi ponudili personalizirane financijske usluge temeljene na spoznajama o svojim potrošačima i njihovim navikama te trendovima na tržištima i predviđanjima ponašanja potrošača, uz identificiranje novih obrazaca koje umjetna inteligencija ima potencijal razotkriti, a koje BigTechovi mogu koristiti za svoju tržišnu aktivnost u segmentu financijskih usluga. BigTechovi su započeli s pružanjem određenih financijskih usluga (npr. kreditiranja svojih klijenata), ali još uvijek je neizvjesno u kojem će se smjeru i kojim intenzitetom njihova aktivnost na financijskim tržištima dalje razvijati.⁵³⁶

U tom smislu, navedeno je još uvijek u fazi disruptivnog potencijala. Prvo, tehnologije još nisu strahovito razvijene. Za potrebe financijskog tržišta sofisticirana kriptografija još uvijek nije

⁵³⁵ *Ibid.*; European Banking Authority (2018) *Report on the impact of FinTech on incumbent credit institutions' business models*, dostupno na:

<https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/documents/10180/2270909/1f27bb57-387e-4978-82f6-ec725b51941/Report%20on%20the%20impact%20of%20Fintech%20on%20incumbent%20credit%20institutions%27%20business%20models.pdf>; Stulz, R. M. (2019) *FinTech, BigTech, and the Future of Banks*, Charles A. Dice Center for Research in Financial Economics, The Ohio State University, NBER, and ECGI Dice Center, WP 2019-20 Fisher College of Business, WP 2019-03-020, September 2019, dostupno na: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=345297

⁵³⁶ *Ibid.*; European Central Bank (2020) *Financial intermediation and technology: What's old, what's new?*, Working Paper Series, No 2438 / July 2020, dostupno na:

<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp2438~dod447b9b6.en.pdf>; European Banking Authority (2018) *Report on the prudential risks and opportunities arising for institutions from FinTech*, dostupno na: <https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/documents/10180/2270909/02c7859f-576e-421e-b243-a145coea131/Report%20on%20prudential%20risks%20and%20opportunities%20arising%20for%20institutions%20from%20FinTech.pdf>;

dovoljno brza kod *blockchain* tehnologije, kvantno računanje se razvija u tempu koji nije munjevit, a umjetna inteligencija nije bez nedostataka (npr. pristranost, diskriminacija). Drugo, regulatori na nacionalnim i međunarodnim razinama nisu zauzeli jedinstven stav, što stvara regulatornu neizvjesnost. Ona se s jedne strane očituje tako da otvara prostor za djelovanje u nereguliranom okruženju, što nekim subjektima odgovara (npr. pranje novca i financiranje terorizma), a istovremeno ograničava rast tvrtki kojima precizno utvrđena regulacija stvara ozračje sigurnosti i povjerenja potrebnog za privlačenje financijskih sredstava i ulagača.⁵³⁷

Nadalje, financijska regulacija je dvosjekli mač, moglo bi se reći u sukobu sama sa sobom, jer istovremeno nastoji promovirati stabilnost i efikasnost. Prvo, fokusiranje na stabilnost zahtijeva detaljna pravila u cilju izbjegavanja velikog broja različitih rizika, koji se mogu negativno odraziti na poduzetništvo i inovativne tehnologije, efikasnost i likvidnost tržišta, bez kojih nema napretka i gospodarskog rasta. Drugo, fokusiranje na efikasnost na tržištima koja nisu savršena, već imaju dokazan problem asimetrije informacija i asimetrije odnosa moći tržišnih subjekata, koji su u dodatno kompleksnom odnosu međupovezanosti i međuovisnosti, može imati negativne posljedice na razinu zaštite potrošača, ulagača i sigurnosti sustava u cjelini. Stoga je vrlo teško postići balans podržavanja inovacija i napretka uz adekvatno praćenje i izbjegavanje nastanka sistemskog rizika.⁵³⁸

Regulatorni pristup FinTechu uključuje tzv. inovacijske medijatore (*innovation facilitators*): inovacijske hubove (*innovation hub* – IH) i regulatorna sigurna testna okruženja (*regulatory sandbox* – RS). IH-ovi djeluju kao informativni pultovi unutar regulatornih agencija u kojima stručnjaci pružaju neobvezujuće smjernice i podršku u vezi s regulatornim i nadzornim pitanjima. IH predstavlja obostrano korisno mjesto susreta, tj. s jedne stra-

⁵³⁷ European Banking Authority (2020) *Report on the recent trends on Big Data and Advanced Analytics*, January 2020, [EBA/REP/2020/01](https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/document_library/Final%20Report%20on%20Big%20Data%20and%20Advanced%20Analytics.pdf), dostupno na: https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/document_library/Final%20Report%20on%20Big%20Data%20and%20Advanced%20Analytics.pdf; Schindler, J. (2017) *FinTech and Financial Innovation: Drivers and Depth*, Finance and Economics Discussion Series 2017-081, Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, <https://doi.org/10.17016/FEDS.2017.081>; Lannoo, K., Parlour, R. (2021) *Anti-Money Laundering in the EU - Time to get serious*, CEPS-ECRI Task Force Report, dostupno na: https://www.ceps.eu/download/publication/?id=31980&pdf=TFR_Anti-Money-Laundering-in-the-EU.pdf

⁵³⁸ Omarova, S. T. (2020) *Technology v Technocracy: Fintech as a Regulatory Challenge*, 6(1) *Journal of Financial Regulation*, 2020, str. 75–124, <https://doi.org/10.1093/jfr/fjaa004>; Amstad, M. (2019) *Regulating Fintech: Objectives, Principles, and Practices*, October 18, 2019, dostupno na: <https://ssrn.com/abstract=3491982>

ne pruža FinTech tvrtkama pravovremene informacije i pojašnjenja u vezi s regulatornim i nadzornim očekivanjima, a s druge strane regulatornim tijelima pruža tržišne podatke o inovacijama u financijskim uslugama. RS-ovi djeluju kao svojevrsni laboratoriji za ispitivanje inovativnih financijskih proizvoda, usluga i poslovnih modela. Predstavljaju sigurna okruženja za testiranje inovativnih tehnologija u kojima obje strane usko surađuju, u skladu sa svim postojećim zakonima, a istovremeno nude regulatoru mogućnost dubljeg uvida pri određivanju primjerenog pristupa regulaciji novih tehnologija.⁵³⁹

Velika Britanija je 2014. prva započela s ovim tipom regulatornih inovacija, a njezinu praksu slijedile su države članice EU-a i ostatak svijeta. Svjetska banka na svom portalu kroz interaktivnu mapu prati globalna iskustva u vezi RS-ova,⁵⁴⁰ a europska nadzorna tijela EBA, ESMA i EIOPA izdale su "Izvjješće o inovacijskim hubovima i regulatornim sigurnim testnim okruženjima", koje služi državama članicama EU-a kao priručnik najboljih praksi pri osnivanju IH-ova i RS-ova.⁵⁴¹ Nastavljajući se na Izvjješće, 2019. osnovan je Europski forum za medijatore inovacija (*The European Forum for Innovation Facilitators* – EFIF) koji nacionalnim regulatornim tijelima pruža platformu za razmjenu iskustava o suradnji s FinTech tvrtkama i utvrđivanje zajedničkih stavova o regulatornom tretmanu inovativnih proizvoda, usluga i modela, te omogućuje bilateralnu i multilateralnu suradnju kako bi se podržao razvoj FinTecha na jedinstvenom unutarnjem tržištu.⁵⁴² Prvi rezultati ispitivanja učinkovitosti ovog tipa regulatornog eksperimentiranja upozoravaju da je, usprkos naglom i velikom porastu broja RS-ova u svijetu, vrlo malo RS-ova uistinu efikasno i ispunjava svoju svrhu (npr. Velika Britanija, Singapur), jer se radi o vrlo skupom

⁵³⁹ European supervisory authorities: European Security and Markets Authority, European Banking Authority, European Insurance and Occupational Pensions Authority (2019) *Report – FinTech: Regulatory sandboxes and innovation hubs*, ESMA, EBA and EIOPA, JC 2018 74, 2019, str. 5, dostupno na:

<https://eba.europa.eu/documents/10180/2545547/JC+2018+74+Joint+Report+on+Regulatory+Sandboxes+and+Innovation+Hubs.pdf>

⁵⁴⁰ World Bank (2020) *Key Data from Regulatory Sandbox across the Globe*, dostupno na:

<https://www.worldbank.org/en/topic/fintech/brief/key-data-from-regulatory-sandboxes-across-the-globe>

⁵⁴¹ European supervisory authorities: European Security and Markets Authority, European Banking Authority, European Insurance and Occupational Pensions Authority (2019) *Report – FinTech: Regulatory sandboxes and innovation hubs*, ESMA, EBA and EIOPA, JC 2018 74, 2019.

⁵⁴² European Banking Authority (2020) *European Forum for Innovation Facilitators*, dostupno na: <https://esas-joint-committee.europa.eu/Pages/Activities/EFIF/European-Forum-for-Innovation-Facilitators.aspx>.

pothvatu za čiju je uspješnost potrebna vrlo specifična "regulatorna kultura".⁵⁴³

Velika Britanija je primjer takve "regulatorne kulture". Ona ima izuzetno razvijen financijski sustav, s dugom regulatornom tradicijom promicanja konkurencije, ali i partnerskog odnosa prema privatnom sektoru, koji ne podrazumijeva korupciju, klijentelizam i nepotizam, već visoku razinu integriteta tržišta i zaštite potrošača.⁵⁴⁴ U takvom je okruženju britanski regulator za financijsko tržište *Financial Conduct Authority* (FCA) zaključio da bi "*mogao bolje podržavati*" tehnološke inovacije u financijskim uslugama.⁵⁴⁵ FCA je, nakon inicijalnih sastanaka i analiza, pokrenuo osnivanje IH-ova i RS-ova. Stručnjaci FCA-a odradili su tisuće sati sastanaka, okruglih stolova, radionica, konferencija i sl. (*roundtables, "surgeries", thematic workshops, monthly showcase events, events, conferences, consultation processes, innovation sprints, panel sessions*). Cilj takvog djelovanja bio je iz prve ruke dobiti informacije o trendovima financijskih tehnologija na tržištu, identificirati i ukloniti barijere u regulatornom sustavu za djelotvorniji razvoj inovativnih tvrtki te pružiti brzu i efikasnu stručnu podršku po pitanju regulatornih zahtjeva inovativnim tvrtkama. Do 2018. FCA je podržalo više od 500 tvrtki putem IH-ova i dodatnih 70 tvrtki putem RS-ova. Njihov pristup je kombinacija iskrene i otvorene komunikacije, odnosa povjerenja i profesionalnog stava da svojim znanjem i kompetencijama podržavaju inovacije i inovacijsku kulturu te promiču konkurenciju vjerujući da će takav pristup doprinijeti kvalitetnijim financijskim proizvodima i uslugama na korist potrošačima i cjelokupnoj ekonomiji.⁵⁴⁶

⁵⁴³ UNSGSA FinTech Working Group and CCAF (2019) *Early Lessons on Regulatory Innovations to Enable Inclusive FinTech: Innovation offices, Regulatory Sandboxes, and RegTech*, Office for the UNSGSA and CCAF, New York, NY and Cambridge, UK, 2019., str. 26–32, dostupno na: <https://www.jbs.cam.ac.uk/wp-content/uploads/2020/08/2019-early-lessons-regulatory-innovations-enable-inclusive-fintech.pdf>.

⁵⁴⁴ Black, J. (2015) *Regulatory Styles and Supervisory Strategies*, u Moloney, N., Ferran, E. and Payne, J. (ur.) *The Oxford Handbook of Financial Regulation*, Oxford University Press, Oxford, str. 217–253; Armour, J., Awrey, D., Davies, P., Enriques, L., Gordon, J., Mayer, C., Payne, J. (2016) *Principles of Financial Regulation*, Oxford University Press, Oxford.

⁵⁴⁵ Financial Conduct Authority, Martin Wheatley (2014) *FCA's Project Innovate "Innovation Hub" launches*, video, 2014., dostupno na: <https://fca-legacy.videomarketingplatform.co/secret//62508025/ee8a29091f57de106d12e5e12c1c3e16>

⁵⁴⁶ Cambridge Centre for Alternative Finance (2018) *Guide to promoting financial & regulatory innovation – Insights from the UK*, University of Cambridge Judge Business School, Zhejiang University, dostupno na: https://www.jbs.cam.ac.uk/fileadmin/user_upload/research/centres/alternative-finance/downloads/2018-06-ccaf-whitepaper-guide-to-promoting-financial-regulation-innovation.pdf.

Primjerice, jedna od aktivnosti je "RegTech – TechSprints", dvodnevni događaj u organizaciji CFA-a koji okuplja tehnološke tvrtke, davatelje financijskih usluga i ostale stručnjake iz određenog područja. Tako je 2017. godine tema bila mentalno zdravlje, a FCA je okupio više od 100 programera, stručnjaka za mentalno zdravlje i tehnologiju iz više od 30 organizacija, kako bi sa stručnjacima iz područja financijske regulacije CFA-a zajednički razvijali rješenja i načine primjene inovativnih tehnologija i AI-ja za dobrobit potrošača u osjetljivim mentalnim okolnostima, koji su često isključeni iz financijskog sustava zbog svog stanja, a nove tehnologije im nude mogućnost inkluzije.⁵⁴⁷ Kontinentalna Europa, posebice nove države članice EU-a, imaju drugačiji pristup i sustav upravljanja u okviru regulatornih agencija, koji je više formalan i hijerarhijski (*command and control system*), tako da, osim što im se regulatorni pristup FinTechu bazira na imitaciji britanskog pristupa, nemaju isti mentalitet regulatornih agencija u pristupu prema privatnom sektoru, a i funkcioniraju u znatno drugačijim sustavima.⁵⁴⁸

Europska unija po pitanju FinTecha nije predvodnik, već sljedbenik. Ima odmjeren i doziran regulatorni pristup kako ne bi ugušila inovacije,⁵⁴⁹ a istovremeno nema razvijen FinTech sektor i nije domovina niti jednog BigTecha. U globalnom FinTech okruženju vodeće pozicije drže Amerika i Azija, dok Europa, uz iznimku Velike Britanije, zaostaje. Od sedam najjačih globalnih FinTech centara, četiri su u Kini, dva u SAD-u i jedan u Velikoj Britaniji. Po pitanju regionalnih FinTech centara Europa stoji nešto bolje, sa šest najjačih regionalnih FinTech centara (Pariz, Stockholm, Zürich, Dublin, Amsterdam, Berlin), u usporedbi s devet iz Azije i sedam iz Amerike. Najnaprednije svjetske FinTech centre čine tri grada s različitim konkurentskim prednostima: New York s tradicionalnim financijama, San Francisco s tehnološkim inovacijama i Lon-

⁵⁴⁷ *Ibid.*, str. 43.

⁵⁴⁸ Bajakić, I. (2020) *Transformation of financial regulatory governance through innovation facilitators - Case study of Innovation hub in Croatian capital markets*, u Duić, D., Petrašević, T. (ur.) *EU and comparative Law Issues and Challenges, EU 2020 – Lessons from the past and solutions for the future*, vol. 4, Josip Juraj Strossmayer University of Osijek, Faculty of Law Osijek, str. 917–946., <http://doi.org/10.25234/ecllc>

⁵⁴⁹ European Commission (2018) *FinTech Action plan: For a more competitive and innovative European financial sector*, Brussels, 8.3.2018 COM(2018) 109 final, dostupno na: https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:6793c578-22e6-11e8-ac73-01aa75ed71a1.0001.02/DOC_1&format=PDF

don s regulatornim inovacijama.⁵⁵⁰ Zanimljiv je i podatak da Stockholm, nakon Silicijske doline, ima najveći broj jednoroga, mjereno *per capita*.⁵⁵¹

Prezentirajući Akcijski plan za FinTech, Europska komisija je izrazila aspiraciju za globalnim vodstvom u tom području: "Europa bi trebala postati globalno središte za financijske tehnologije (FinTech) u kojem bi tvrtke i ulagači iz EU-a mogli iskoristavati prednosti jedinstvenog tržišta u tom sektoru koji se brzo razvija."⁵⁵² Provedbene mjere za postizanje tog cilja uključuju strategije za poboljšanje pristupa financiranju i bolju financijsku uključenost građana na digitalnom jedinstvenom tržištu. EU je uveo globalno ogledni propis za zaštitu osobnih podataka, GDPR uredbu. Ona je proširila opseg djelovanja na virtualne valute i virtualnu imovinu kroz nadogradnju Direktive o sprječavanju pranja novca i financiranja terorizma.⁵⁵³

EU podupire razvoj platnih usluga promicanjem konkurencije u sektoru platnog prometa putem revidirane PSD 2 direktive. PSD 2 direktiva uvodi konkurenciju u platnim uslugama, prije svega bankama, tako da novim sudionicima na tržištu (*third party providers*) omogućuje pristup podacima potrošača putem aplikacijskih programskih sučelja koja imaju zajedničke protokole komunikacije (*Application programming interface* – API). Direktiva nalaže da novi licencirani i regulirani pružatelji platnih usluga imaju pravo, nakon odobrenja klijenata, na nediskriminirajući i razmjeran način pristupiti bankovnim podacima klijenta. Cilj ovakvog uvođenja konkurencije je smanjivanje naknada, unaprjeđivanje učinkovitosti kroz povećanje izbora i transparentnosti te daljnja integracija unutarnjeg tržišta platnih usluga.⁵⁵⁴

⁵⁵⁰ Cambridge Centre for Alternative Finance, Academy of Internet Finance of Zhejiang (2018) *The Future of Finance is Emerging: New Hubs, New Landscapes Global Fintech Hub Report*, dostupno na: <https://www.jbs.cam.ac.uk/wp-content/uploads/2020/08/2018-ccaf-global-fintech-hub-report-eng.pdf>

⁵⁵¹ Jednorog (*unicorn*) je *startup* s procijenjenom vrijednošću većom od milijardu USD. Financial Times (2018) *Can "unicorns" save Stockholm's property market?*, 7th September 2018, dostupno na: <https://www.ft.com/content/05ba5504-ac46-11e8-8253-48106866cd8a>

⁵⁵² European Commission (2018) *FinTech: Commission takes action for a more competitive and innovative financial market*, Press Release, Brussels, 8 March 2018, str. 1, dostupno na: https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/IP_18_1403

⁵⁵³ *Ibid.*, str. 2–3.

⁵⁵⁴ Preambula PSD 2 direktive, Direktiva (EU) 2015/2366 Europskog parlamenta i Vijeća od 25. studenoga 2015. o platnim uslugama na unutarnjem tržištu, o izmjeni direktiva 2002/65/EZ, 2009/110/EZ i 2013/36/EU te Uredbe (EU) br. 1093/2010 i o stavljanju izvan snage Direktive 2007/64/EZ, dostupno na: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/PDF/?uri=CELEX:32015L2366&from=HR>.

Europska komisija imenovala je stručnu radnu grupu za identifikiranje regulatornih prepreka FinTechu, koja je krajem 2019. objavila "30 preporuka za regulaciju, inovacije i financije".⁵⁵⁵ Krajem rujna 2020. Komisija je izdala "Strategiju za plaćanja malih vrijednosti" s ciljem integracije sustava prekograničnih plaćanja malih vrijednosti u EU-u kroz razvoj domaćih i paneuropskih rješenja za plaćanje kako bi se omogućilo što jednostavnije i sigurnije plaćanje u trgovinama i kupovina na internetu.⁵⁵⁶ Nadalje, Komisija je objavila "Strategiju za digitalne financije za EU" koja uključuje iznimno ambiciozne i dalekosežne mjere i aktivnosti.⁵⁵⁷ Generalni cilj je transformacija digitalnih financija u korist potrošača i tvrtki na temelju europskih vrijednosti i adekvatne regulacije rizika. To uključuje poticanje konkurencije među pružateljima financijskih usluga kroz veću razmjenu podataka i otvorene financije, uz istovremeno postavljanje visokog stupnja zaštite podataka i privatnosti. Strategija ima četiri prioriteta:⁵⁵⁸

1. integracija jedinstvenog digitalnog tržišta za financijske usluge
2. kreiranje europskog regulatornog okvira za financijske usluge
3. uspostavljanje europskog financijskog podatkovnog prostora
4. očuvanje ravnopravnih uvjeta za postojeće financijske institucije i nove sudionike na tržištu.

EU želi integrirati i olakšati širenje prekograničnih digitalnih financijskih usluga kroz uvođenje interoperabilnog okvira za digitalne identitete na razini EU-a (revizija Uredbe eIDAS) te poboljšati zaštitu podataka u kontekstu ponovne upotrebe podataka o uvođenju klijenta u druge svrhe. Komisija u iduće tri godine planira uvesti novi regulatorni okvir za kriptoinovinu, uključujući "stabilne kriptovalute" i korisničke tokene (*MiCA proposal*). EU uvodi pilot-režim za trgovanje i provođenje namire transakcija financijskim instrumentima u obliku kriptoinovine (*Pilot Regime for DLT infrastructure*), a u iduće tri godine namjerava

⁵⁵⁵ ROFIEG, Expert Group on Regulatory Obstacles to Financial Innovation (2019) *30 Recommendations on regulation, innovation and finance, Final Report to the European Commission*, December 2019, dostupno na: https://ec.europa.eu/info/files/191113-report-expert-group-regulatory-obstacles-financial-innovation_en

⁵⁵⁶ European Commission (2020) *Communication on a Retail Payments Strategy for the EU*, Brussels, 24.9.2020 COM(2020) 592 final, dostupno na: <https://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/1/2020/EN/COM-2020-592-F1-EN-MAIN-PART-1.PDF>

⁵⁵⁷ Europska komisija (2020) *Komunikacija Komisije o strategiji za digitalne financije za EU*, Bruxelles, 24.9.2020. COM(2020) 591 final, dostupno na: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/PDF/?uri=CELEX:52020DC0591&from=EN>.

⁵⁵⁸ *Ibid.*

definirati nadzorni pristup primjeni alata umjetne inteligencije u financijskim uslugama koje odražavaju europske vrijednosti zaštite potrošača i privatnosti uz znatna ulaganja na razini EU-a.

EU je u okviru paketa o digitalnim financijama predložio Akt o digitalnoj operativnoj otpornosti (*Digital Operational Resilience Act* – DORA) s ciljem uvođenja zaštitnih mjera za ublažavanje kibernetičkih napada, kao i uvođenja nadzora za ključne treće strane koje pružaju usluge računalstva u oblaku, te pokretanje europske platforme za kupoprodaju usluga u oblaku, s ciljem objedinjavanja cjelokupne ponude usluga u oblaku do 2022. Strategija predviđa da do 2024. podaci koji imaju zakonsku obvezu javnog objavljivanja budu objavljeni u standardiziranim i strojno čitljivim formatima, te da se omogući upotreba inovativnih tehnologija za izvješćivanja i nadzor (*RegTech* i *SupTech*). EU pokreće reviziju PSD 2 direktive s ciljem širenja zakonodavnog okvira otvorenih financija u skladu s nadolazećim Aktom o podacima i Aktom o digitalnim uslugama. Europska komisija razmatra različite pristupe i mogućnosti nadzora BigTechova s obzirom na njihovo direktno i indirektno uključivanje u područje financijskih usluga, koje s obzirom na njihovu veličinu može predstavljati mogućnost za kreiranje različitih razina rizika.⁵⁵⁹

EU se tako kroz "Strategiju za digitalne financije za EU" i zakonske prijedloge obratio BigTechu sa svojom vizijom zaštite potrošača u okviru europskih vrijednosti i poimanja ravnopravnih uvjeta tržišnog natjecanja za sve sudionike financijskih tržišta. Anegdotalne informacije ukazuju na to da je BigTech koncentrirani sugovornik pokojeg tržišnog regulatora, primjerice singapurskog, koji slovi kao izniman regulatorni autoritet. Nedavni stav Facebooka prema nastojanjima australskih regulatora da zakonskim intervencijama redefiniraju odnose snaga između BigTecha i tradicionalnih medija koji su u financijskim problemima ukazuje na to da je potrebna velika taktičnost u odnosu prema digitalnim gigantima.

Europska unija ima specifičan set znanja, kompetencija i iskustva upravo u tom segmentu (*proprietary knowledge*). Period nakon Drugog svjetskog rata obilježila je dominacija SAD-a u upravljanju svjetskim financijama, te određivanju regulatornog pristupa financijskom sustavu (npr. deregulacija, liberalizacija, samoregulacija). EU je kroz proces europskih integracija desetlje-

⁵⁵⁹ *ibid.*

ćima razvijao regulatorne kapacitete, tj. stjecao ključna znanja i vještine regulatornog upravljanja (*financial regulatory governance*) u procesu usklađivanja različitih ekonomskih i pravnih kultura, balansirajući i usmjeravajući razne strane i interese prema "zajedničkom" europskom cilju. Tako je tijekom desetljeća, osim velikog tržišta, izgradio poziciju pokretača i postavljača globalnih trendova financijske regulacije i supervizije.⁵⁶⁰

Bankarska industrija zagovara regulatorni pristup prema načelu "*ista aktivnost, isti rizici, ista pravila*" (*activity based approach*) jer smatra da je sadašnji regulatorni pristup prema pravnim osobama (*entity based approach*) stavlja u nepovoljniji položaj u odnosu na konkurenciju, poglavito u odnosu na BigTech koji vrši određene financijske usluge, ali ne spada pod strogi regulatorni režim kao banke.⁵⁶¹ Europska komisija je u dokumentu "Strategija za digitalne financije za EU" i novim regulatornim prijedlozima odredila svoje stavove i pozvala na javnu raspravu. EU promiče: (i) pristup "*ista aktivnost, isti rizici, ista pravila*", (ii) uspostavljanje nadzora nad BigTechom po pitanju potencijalnog stvaranja systemske važnosti kroz veličinu i utjecaj na tržištu, a vezano uz financijsku stabilnost, (iii) ideju da BigTech dijeli svoju bazu podataka s ostalim tržišnim sudionicima, po uzoru na uvedenu praksu dijeljenja podataka uređenu PSD 2 direktivom, te (iv) međusektorsku i međunarodnu suradnju regulatornih tijela po pitanju rizika koji proizlaze iz djelovanja BigTecha na financijskim tržištima.⁵⁶² Stoga će u sljedećem regulatornom ciklusu biti iznimno zanimljivo pratiti razmjenu mišljenja u kombinaciji "sile argumenata" i "argumenta sile" prilikom usuglašavanja novih pravaca europske financijske regulacije i supervizije.

Značajnu ulogu imat će i potrošači, jer oni u konačnici predstavljaju agregiranu potražnju za financijskim proizvodima i uslugama i time utječu na ponašanje ponude (i *vice versa*). S razvojem umjetne inteligencije rast će sofisticiranost i kompleksnost financijskih usluga, a time i asimetrija informacija, što znači da će prosječni potrošač teže razumjeti rizike u ponudi di-

⁵⁶⁰ Mugge, D. (ur.) (2014) *Europe and the Governance of Global Finance*, Oxford University Press, Oxford.

⁵⁶¹ Restoy, F. (2021) *Fintech regulation: how to achieve a level playing field*, Financial Stability Institute Occasional Paper No 17, Bank for International Settlements (BIS), str. 2, dostupno na: <https://www.bis.org/fsi/fsipapers17.pdf>.

⁵⁶² Europska komisija (2020) *Komunikacija Komisije o strategiji za digitalne financije za EU*, Bruxelles, 24.9.2020. COM(2020) 591 final.

gitalnih financijskih usluga.⁵⁶³ Stoga će potrošaču u budućnosti vjerojatno biti teže donijeti razumnu informiranu odluku. Uz to postoji i problem klasičnog paradoksa privatnosti (*classic privacy paradox*), gdje potrošači principijelno tvrde da su jako zabrinuti po pitanju vlastite privatnosti, ali takva načela uvelike ignoriraju u svom *online* ponašanju.⁵⁶⁴ U tom smislu bit će još važnije uloga i odgovornost regulatora kao arbitra u savladavanju asimetrije informacija, te intenzivno provođenje edukacije potrošača i jačanje njihove digitalne financijske pismenosti.

Na kraju ove knjige valja se još jednom osvrnuti na međupovezanost područja prava i ekonomije prilikom proučavanja financijskih sustava. Globalna financijska kriza 2007/08 podsjetnik je na iznimno štetan učinak financijskih kriza na društvo, u smislu gubitka materijalne vrijednosti, posla, povjerenja, ali i povećane nejednakosti. Proces oporavka u nekim je državama (npr. SAD-u) prouzročio redistribuciju bogatstva tako da su bogati postali bogatiji, a siromašni siromašniji ("*K-shaped*" *recovery curve*), što može imati daljnje negativne učinke u smislu polarizacije društva. Protuteža takvim disbalansima očituje se u čvrstim i kontinuiranim politikama socijalne kohezije i solidarnosti, kakve primjerice promovira Europska unija.

Stoga je s aspekta financijske regulacije i supervizije iznimno važno uspostaviti adekvatnu regulaciju koja osigurava stabilnost financijskog sustava i nadzor nad rizicima, pogotovo sistemskim. Istovremeno, valja pažljivo balansirati da pretjerana regulacija ne zaguši inovacije koje su iznimno poželjne zbog svoje važnosti za gospodarski rast i napredak. Financijske inovacije s jedne strane donose potencijal za razvoj, a s druge strane potencijalni rizik financijske stabilnosti. Isti se ciklusi već stoljećima ponavljaju na financijskim tržištima, uz uvijek prisutan problem asimetrije informacija i asimetrije odnosa moći tržišnih sudionika, u vrlo kompleksnoj matrici međupovezanosti i međuovisnosti financijskih institucija.

Nova globalna financijska kriza vjerojatno će izrasti iz neke trenutno nezamislive dubioze moralnih hazardera FinTecha. Neizvjesno je hoće li moralni hazard izrasti iz direktnog čovjekovog

⁵⁶³ European Banking Authority (2020) *EBA Report on Financial Education*, 2019/2020 EBA/Rep/2020/12, dostupno na: https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/document_library/Consumer%20Corner/Financial%20education/EBA%20Financial%20Education%20Report%202019-2020%20-%20FINAL%20-%20Combined.pdf

⁵⁶⁴ Barnes i Athey, u Amstad, M. (2019) *Regulating Fintech: Objectives, Principles, and Practices*, October 18, 2019, str. 4, dostupno na: <https://ssrn.com/abstract=3491982>

utjecaja ili indirektnog, putem umjetne inteligencije. Vrlo je izvjesno da će rezultirati novom centralizacijom moći na EU razini. Izvjesno je i da će imati štetnije posljedice i teži oporavak u EU-u, posebice u onim državama članicama koje su nerazvijenije u području FinTecha.

Prošla kriza naučila nas je da se SAD, originalni kreator globalne financijske krize, brže oporavio od financijske krize upravo zbog veće razvijenosti i konkurentnosti financijskog sustava koje su mu, usprkos počinjenim greškama i nanesej šteti, omogućile brže vraćanje na putanju razvoja. U prvom valu financijska je kriza uzdrkala zapadne države članice EU-a zbog izloženosti toksičnim vrijednosnim papirima njihovih tržišnocentrično orijentiranih banaka, dok su financijski sustavi ostalih država članica EU-a zadržali stabilnost zahvaljujući nepostojanju toksične aktive u bilancama tradicionalno orijentiranih banaka. Kad se u drugom valu financijska kriza prelila na realni sektor, nerazvijenost financijskih sustava pojedinih država članica EU-a razotkri-la je drugu vrstu toksične povezanosti između banaka i javnih financija koja je dovela do krize europodručja. Poučak povezanosti financijskog razvitka i gospodarskog rasta ističe važnost izgradnje naprednih i održivih financijskih sustava u Europskoj uniji. Fenomen financijske stabilnosti ukazuje na to da se iz financijske nestabilnosti brže izvlači ako tijekom perioda stabilnosti u balansiranj-u između stabilnosti i efikasnosti prevlada nešto veća usmjerenost na efikasnost.

8. DODATAK - ANALIZE UČINAKA AKCIJSKOG PLANA ZA FINANCIJSKE USLUGE - FSAP-a

8.1. *Ex ante* analize učinaka FSAP-a

Europska komisija u svojim dokumentima najviše ističe studiju konzultantske tvrtke London Economics koja mjerljivim pokazateljima pokušava dokazati koristi jedinstvenog europskog financijskog tržišta za ekonomski prosperitet Europske unije i na temelju koje bazira svoje akcijske planove i reforme europskog financijskog sustava. Rezultati tog istraživanja, koje je London Economics izradio u suradnji s PricewaterhouseCoopers i Oxford Economic Forecasting, objavljeni su u studiji pod nazivom "Kvantifikacija makroekonomskih učinaka integracije europskih financijskih tržišta" (u nastavku: studija London Economicsa).⁵⁶⁵ U simuliranom scenariju integriranih europskih financijskih tržišta identificirani su sljedeći pozitivni makroekonomski učinci na gospodarstvo EU-a:⁵⁶⁶

⁵⁶⁵ London Economics (2002) *Quantification of the Macro-Economic Impact of Integration of EU Financial Markets*, studeni 2002., dostupno na: <https://londoneconomics.co.uk/wp-content/uploads/2011/09/103-Quantification-of-the-Macro-economic-Impact-of-Integration-of-EU-Financial-Markets.pdf>.

⁵⁶⁶ *Ibid.*, str. 123–124.

1. porast BDP-a za 1,1 % ili 130 milijardi EUR na razini EU-a u dugom roku⁵⁶⁷
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 %.

Studija je u području tržišta dionica predvidjela znatan pad troškova trgovanja. Utvrđena je pozitivna veza između troškova trgovanja i troškova prikupljanja kapitala, na temelju koje je izračunato smanjivanje troškova prikupljanja kapitala prosječno za 0,4 %.⁵⁶⁸ U području tržišta obveznica predviđene su najznačajnije koristi na primarnom tržištu, kroz smanjivanje troškova za izdavatelje, te dodatno produblivanje tržišta i povećanje likvidnosti koje će doprinijeti daljnjem smanjenju kamatne marže.⁵⁶⁹

Još jedna često spominjana studija analize budućih učinaka europskih propisa na financijska tržišta jest i ona britanskog regulatora financijskih usluga (*Financial Services Authority, FSA*⁵⁷⁰), pod nazivom "Ukupni učinci MiFID-a" (u nastavku: studija FSA)⁵⁷¹. Kao što i samo ime kaže, studija ne obrađuje ukupne učinke svih propisa obuhvaćenih FSAP-om, već samo jednog, tzv. MiFID direktive, tj. Direktive 2004/39/EZ o tržištima financijskih instrumenata (*The Markets in Financial Instruments Directive, MiFID*).⁵⁷² Ovdje valja ponovno istaknuti da je MiFID direktiva daleko najznačajnija od svih propisa iz područja financijskih usluga u smislu dalekosežnog i iznimnog učinka na europsko financijsko tržište, i to od samog poslovanja, preko odnosa među sudionicima tržišta, pojave novih institucija, promjena u likvidnosti i sl. Značaj same direktive najbolje opisuje sljedeća tvrdnja: "*Doseg FSAP-a je najbolje reflektiran u svojoj*

⁵⁶⁷ Izraženo u cijenama 2002. godine. Usporedbe radi, Cecchinijev izvješće iz 1988. godine o koristima integracije financijskih tržišta u osam država članica EU-a predviđa porast BDP-a za 0,7 % kao rezultat njihove pune integriranosti, Cecchini, P. (1988) *The European Challenge 1992 - The Benefits of a Single Market*, u European Commission (2005) *Impact Assessment - Annex II to the White Paper on Financial Services Policy 2005 - 2010*, COM(2005)629 final, 1. prosinca 2005., str. 5, dostupno na: http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/white_paper/annex_2_en.pdf.

⁵⁶⁸ London Economics (2002) *Quantification of the Macro-Economic Impact of Integration of EU Financial Markets*, studeni 2002., str. 53.

⁵⁶⁹ *Ibid.*, str. 97.

⁵⁷⁰ Od travnja 2013. FSA se reformira i postaje Financial Conduct Authority – FCA.

⁵⁷¹ Studija se odnosi samo na Veliku Britaniju. Financial Services Authority (2006) *The Overall impact of MiFID*, studeni 2006.

⁵⁷² 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.

najznačajnijoj direktivi, MiFID-u, grdosiji FSAP-a, koja obrađuje načine izvršavanja naloga, reguliranje tržišta, investicijske usluge, i koja je sadržana u šest poglavlja ove knjige.⁵⁷³ Iako je MiFID direktiva prihvaćena u travnju 2004. godine, trebale su dodatne tri i pol godine da se države članice usklade (ili pristanu uskladiti) s MiFID-om. MiFID je često karakteriziran kao "radikalno nov i kompleksan koncept".⁵⁷⁴

Studija FSA kvantificira ukupne agregatne koristi od MiFID-a za britanske tvrtke u iznosu od 200 milijuna GBP godišnje u "prvoj rundi" direktnih koristi kroz uštede u operativnim troškovima, troškovima transakcija, pristupu tržištu i troškovima usklađivanja propisa (tablica 1).⁵⁷⁵ Pritom naglašava da će navedene koristi imati uglavnom tvrtke koje posluju prekogranično, a one su već našle načina za poslovanje u drugim zemljama.⁵⁷⁶ U "druvoj rundi" koristi za cjelokupno gospodarstvo iznositi će oko 240 milijuna GBP kao posljedica povećanja likvidnosti i dubine tržišta.⁵⁷⁷ Ipak, upozoravajuća je spoznaja da više od polovice ispitanika nije identificiralo niti jednu očiglednu korist od MiFID-a.⁵⁷⁸ Koristi u "trećoj rundi" pripisuju se indirektnim koristima od povećanja gospodarskog rasta i razvoja.⁵⁷⁹ Na strani troškova identificirani su jednokratni ukupni agregatni troškovi za britanske tvrtke u rasponu od 877 milijuna do 1,17 mlrd. GBP⁵⁸⁰, uz dodatne godišnje troškove za tvrtke u rasponu od 88 do 117 milijuna GBP⁵⁸¹ (na razini pojedinačnih tvrtki, procjena jednokratnih troškova je: 10.350 GBP za male, 250.000 GBP za srednje i 7,2 milijuna GBP za velike tvrtke.⁵⁸²) Vrlo gruba usporedba koristi i troškova daje omjer dva do tri puta većeg iznosa troškova naspram koristi.

⁵⁷³ Moloney, N. (2008) *EC Securities Regulation*, Oxford University Press, Oxford, str. 5. Za detaljnu analizu MiFID-a, vidi str. 350–913.

⁵⁷⁴ Lannoo, K. (2007) *MiFID Revolution or Delayed Execution*, CEPS Commentary, Centre for European Policy Studies, str. 1.

⁵⁷⁵ Financial Services Authority (2006) *The Overall impact of MiFID*, studeni 2006., str. 11.

⁵⁷⁶ *Ibid.*, str. 10.

⁵⁷⁷ *Ibid.*, str. 12.

⁵⁷⁸ *Ibid.*, str. 5.

⁵⁷⁹ *Ibid.*, str. 12–13.

⁵⁸⁰ U Velikoj Britaniji MiFID se odnosi na između 2.100 i 2.800 tvrtki. U Financial Services Authority (2006) *The Overall impact of MiFID*, studeni 2006., str. 8.

⁵⁸¹ *Ibid.*, str. 15.

⁵⁸² *Ibid.*

Tablica 1. Ukupne agregatne koristi i troškovi MiFID-a za britanske tvrtke

	KORISTI	TROŠKOVI
Jednokratno:	£ 240 mil (uk. ekonomija)	£ 877 mil - 1,17 mlrd (tvrtke)
Godišnje:	£ 200 mil (tvrtke)	£ 88 mil - 117 mlrd (tvrtke)
Ukupno:	£ 440 mil (tvrtke + uk. ekonomija)	£ 965 mil - 1,287 mlrd (tvrtke)

Izvor: Financial Services Authority (2006) *The Overall impact of MiFID*, studeni 2006.

Usporedbe radi, kontroverzni izvještaj JP Morgana "Drugo izvješće o MiFID-u" procjenjuje moguće gubitke tržišne kapitalizacije zbog manjih profita i troškova implementacije klasificiranja klijenata u iznosu od čak 19 milijardi EUR za osam najznačajnijih europskih univerzalnih banaka, a jednokratni trošak implementacije MiFID-a za te banke pojedinačno se procjenjuje između 50 i 170 milijuna EUR (tj. 848 milijuna EUR procjena za osam banaka)⁵⁸³. U studiji Europe Economicsa koja procjenjuje troškove usklađivanja propisa (rađenoj za potrebe Europske komisije u okviru procjena učinaka FSAP-a) ti troškovi su bliži donjoj granici JP Morganove procjene, dakle oko 50 milijuna EUR⁵⁸⁴.

Sastavni dio FSA-ove studije je i Izvještaj Europe Economicsa o koristima MiFID-a koji navodi potencijalne kvalitativne pozitivne učinke MiFID-a: (i) smanjeni troškovi dobivanja autorizacije, (ii) niži troškovi usklađivanja s propisima, (iii) niži operativni troškovi, (iv) poboljšani pristup tržištima, (v) kvalitetnije određivanje cijena dionica zbog sustava najpovoljnijeg izvršenja naloga (*Best Execution System*), (vi) niži transakcijski troškovi, (vii) realizirana vrijednost podataka o tržištu, (viii) pojednostavljenje poslovanja zbog režima jedinstvene licence (*Passporting*), (ix) likvidnija i dublja tržišta, (x) niži transakcijski troškovi i provizije zbog konkurencije između burzi i MTP-ova, (xi) smanjivanje problema asimetrije

⁵⁸³ JP Morgan (2006) *MiFID Report II: Earnings as risk analysis: The threat to the integrated business model*, 12. rujna 2006., str. 1–4.

⁵⁸⁴ Europe Economics (2009) *Study of the Cost of Compliance with Selected FSAP Measures*, 5. siječnja 2009., str. 66, dostupno na: <https://www.ebf.eu/wp-content/uploads/2017/01/D1105A-2012-Study-on-the-Cost-of-Compliance-with-Selected-FSAP-Measures-Final-Report-by-Europe-Economics-2009.pdf>.

informacija, (xii) inovacije, tj. kvalitetnije financijske usluge i proizvodi, (xiii) bolje upravljanje rizicima.⁵⁸⁵

KPMG-ova *ex ante* analiza učinaka MiFID-a bazirana je na anketi koju su radili u suradnji s Economist Intelligence Unitom i identificira mikroekonomske učinke MiFID-a.⁵⁸⁶ Od oko 200 anketiranih direktora europskih financijskih institucija, više od 40 % smatra da će MiFID: (i) poboljšati prekogranični pristup nacionalnim tržištima, (ii) poboljšati transparentnost europskih tržišta kapitala, (iii) olakšati prekograničnu distribuciju financijskih proizvoda, (iv) omogućiti jednakost u poslovanju investicijskih društava kroz EU, (v) ubrzati integraciju europskih tržišta kapitala, (vi) stvoriti usklađen regulatorni režim kroz države članice EU-a, te (vii) povećati likvidnost europskih tržišta kapitala (grafikon 7).⁵⁸⁷ Prema procjeni KPMG-a, previše naglaska u implementaciji samog MiFID-a stavljeno je na informacijsku tehnologiju, tj. troškove IT-a, dok su, prema njima, tvrtke posvećivale premalo pozornosti svom odnosu s klijentima. To se prvenstveno odnosi na model klasificiranja klijenata uveden MiFID-om radi bolje zaštite malih ulagača.⁵⁸⁸ Skoro 60 % ispitanika ocijenilo je djelovanje nacionalnih regulatornih agencija u procesu savjetovanja oko obveza proizašlih iz MiFID-a kao loše ili jako loše. KPMG to objašnjava prezauzetošću i pretrpanošću regulatornih agencija količinom posla oko sastavljanja nacionalnih zakona i podzakonskih akata unutar kratkih rokova i usklađivanja razmjena informacija s ostalim nacionalnim regulatornim agencijama.⁵⁸⁹ Kao "pobjednike" proizašle iz procesa uvođenja MiFID-a KPMG ističe IT konzultantske tvrtke, investicijske banke i društva za upravljanje investicijskim fondovima, a kao

⁵⁸⁵ Europe Economics (2006) *The Benefits of MiFID: A Report for the Financial Services Authority by Europe Economics*, 4. travnja 2006., str. 11–20.

Nasuprot FSA-ove studije o koristima MiFID-a postoji oprečna studija Open Europea. Ona se odnosi na londonski financijski centar *City*. U njoj se kritizira FSAP kao skup preopsežnih, prekompleksnih i loše napisanih propisa s prekratkim rokovima implementacije koji će kao jednu od posljedica imati povećanu regulatornu arbitražu. Kritiziraju proces FSAP-a, naročito MiFID-a, kao primjer podložnosti protekcionističkim interesima pojedinih grupacija iz nekih država članica, u kojem se previše pažnje posvećivalo donošenju politički prihvatljivih rješenja, a premalo fleksibilnosti u kreiranju regulatornog sustava. Autori smatraju da će takva financijska regulacija naštetiti konkurentskoj poziciji *Cityja* kao svjetskog financijskog centra, a ukupne troškove FSAP-a na cjelokupno britansko gospodarstvo procjenjuju između 14 i 23,5 milijardi GBP do 2010. godine, od kojih na MiFID otpada između 1,2 i 6,5 mlrd. GBP. U *Open Europe (2006) Selling the City Short? A Review of the EU's Financial Services Action Plan*, studeni 2006.

⁵⁸⁶ KPMG International, Economist Intelligence Unit (2006) *Capturing value from MiFID*.

⁵⁸⁷ *Ibid.*, str. 5.

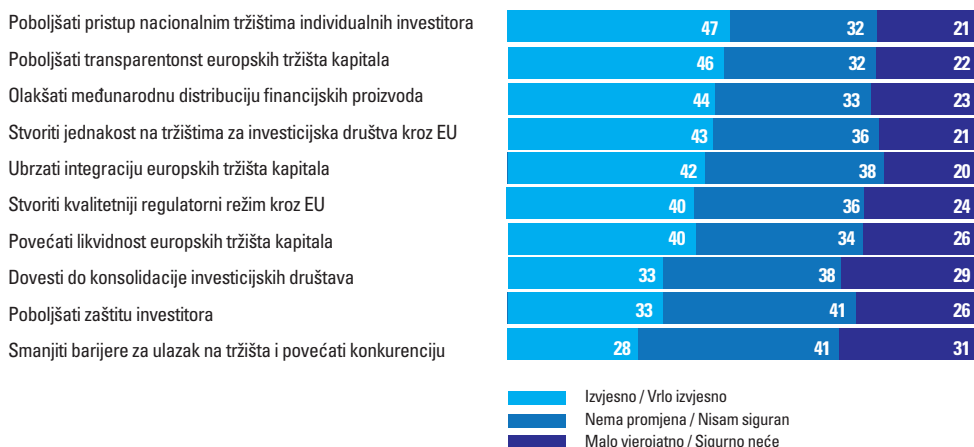
⁵⁸⁸ *Ibid.*, str.13.

⁵⁸⁹ *Ibid.*, str. 14.

"gubitnike" navodi male ulagače i institucije povezane s njima, tj. male brokerske kuće.⁵⁹⁰ Takvu ocjenu objašnjavaju između ostalog i demografskim promjenama, tj. starenjem stanovništva i većom potražnjom za kvalitetnim investicijskim fondovima, dok će povećana transparentnost koristiti prvenstveno sofisticiranim institucijama i velikim investitorima na jedinstvenom europskom financijskom tržištu.⁵⁹¹

Grafikon 7. Anкета o učincima MiFID-a na europska tržišta kapitala

MiFID će utjecati na: (% od odgovora)



198

Izvor: KPMG International, Economist Intelligence Unit (2006) *Capturing value from MiFID*, str. 5.

U samom procesu donošenja MiFID-a Europska komisija je prema Lamfalussyjevu pristupu prošla kroz širok proces konzultacija sa svim zainteresiranim stranama.⁵⁹² Početni dokument, Komunikacija Europske komisije "Unaprjeđenje Direktive o investicijskim uslugama"⁵⁹³, objavljen u studenome 2000., s pristiglih 68 pisanih komentara i prijedloga izmjena činio je radni dokument objavljen u srpnju 2001. godine, na temelju kojeg je organizirana javna rasprava u rujnu 2001. s oko 150 sudionika i zaprimljenih 77 pisanih komentara i prijedloga izmjena. U ožujku 2002. objavljen je drugi prijedlog radnog dokumenta, na

⁵⁹⁰ *Ibid.*, str. 17.

⁵⁹¹ *Ibid.*, str. 18.

⁵⁹² Za pregled procesa konzultacija prilikom izrade MiFID direktive, vidi Impact Assessment u dokumentu prijedloga MiFID direktive, COM(2002)625 final, str. 100.

⁵⁹³ European Commission (2000) *Green Paper: Upgrading the Investment Service Directive*, COM(2000)729, 16. studenoga 2000.

temelju kojeg je organizirana još jedna javna rasprava u travnju 2002. s više od 200 sudionika i zaprimljenih 110 pisanih komentara i prijedloga izmjena i na temelju kojeg je u studenome 2002. objavljen Prijedlog direktive o investicijskim uslugama i uređenim tržištima (preteča MiFID-a).⁵⁹⁴ Sastavni dio Prijedloga direktive je i kratka analiza učinka. U njoj su definirani ciljevi MiFID-a:⁵⁹⁵

1. osigurati visok stupanj zaštite investitora
2. promovirati efikasno funkcioniranje tržišta
3. promovirati konkurentnost ekonomije EU-a.

Navedeni ciljevi trebaju se postići kroz harmonizirane principe i pravila, implementirane u svim državama članicama EU-a kroz pravilo nadzora države osnivanja (*home country rule*), poštujući pritom princip supsidijarnosti. Sama analiza učinka svedena je na četiri stranice teksta, a u njoj se Europska komisija poziva na studiju London Economicsa i navodi sljedeće očekivane učinke: (i) gospodarski rast i porast zaposlenosti, (ii) smanjivanje troškova trgovanja i troškova prikupljanja kapitala, (iii) dubinu tržišta,⁵⁹⁶ (iv) porast povjerenja investitora, (v) jačanje konkurentne pozicije financijske industrije, (vi) jednakost za sve sudionike financijskog tržišta, (vii) promoviranje inovacija, (viii) povećanje prinosa za investitore.⁵⁹⁷ Europska komisija naglašava da je posebnu pažnju posvetila malim tvrtkama zbog procesa prilagodbe na zahtjevne propise, te je prilikom izrada direktivi omogućila izuzeće malih tvrtki iz nekih odredbi.⁵⁹⁸

⁵⁹⁴ European Commission (2002) *Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on Investment Services and Regulated Markets, and amending Council Directives 85/611/EEC, Council Directive 93/6/EEC and European Parliament and Council Directive 2000/12/EC*, COM(2002)625 final, 19. studenoga 2002., dostupno na:

<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2002:0625:FIN:EN:PDF>

⁵⁹⁵ *Ibid.*, str. 97–100.

⁵⁹⁶ Koncentracija likvidnosti na paneuropskom nivou maksimizirat će likvidnost, smanjiti volatilnost cijena, te limitirati negativne učinke na cijenu prilikom velikih transakcija.

⁵⁹⁷ Konkurencija, inovacija i razvoj financijskih usluga neće samo povećati zaposlenost u financijskom sektoru, nego će poboljšati i usluge koje se pružaju investitorima.

⁵⁹⁸ European Commission (2002) *Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on Investment Services and Regulated Markets, and amending Council Directives 85/611/EEC, Council Directive 93/6/EEC and European Parliament and Council Directive 2000/12/EC*, COM(2002)625 final, 19. studenoga 2002., str. 99–100.

Tablica 2. Pregled studija *ex ante* analiza učinaka FSAP-a

	<i>Ex ante</i> analize učinaka			
	London Economics	Financial Services Authority (FSA)	KPMG	Europska komisija
Kvantitativni pokazatelji	X	X		
Kvalitativni pokazatelji	X	X	X	X

Izvor: Autorica, na temelju podataka iz navedenih studija.

Iz pregleda gore obrađenih studija (tablica 2) o mogućim koristima i troškovima regulative za financijsko tržište može se zaključiti da su očekivanja različita i ovise uglavnom o kutu gledanja pojedinih institucija iza kojih stoje pozitivna ili negativna očekivanja. Tako Europska komisija, podržana analizom London Economicsa, inzistira na pozitivnim učincima FSAP-a u kreiranju jedinstvenog europskog financijskog tržišta koje će utjecati na povećanje stope gospodarskog rasta i zaposlenosti, veću likvidnost tržišta kapitala i bolje uvjete poslovanja za tvrtke i veću zaštitu investitora, te doprinijeti sveukupnoj konkurentnosti europskog gospodarstva. Britanska regulatorna agencija financijskih usluga svoje djelovanje, između ostalog, bazira na konstruktivnom dijalogu s privatnim sektorom, a u procesu reguliranja vodi se principom proporcionalnosti, tj. uzima u obzir troškove koje će podnijeti tvrtke i potrošači, te pritom vodi računa o tome da restrikcije koje se nameću industriji budu proporcionalne koristima koje se očekuju kao rezultati tih restrikcija.⁵⁹⁹ Shodno tome, FSA-ova studija navodi brojne prednosti koje bi mogle doći s implementacijom MiFID-a, ali pritom ne bježi od kvantificiranja troškova takvog procesa. Konzultantske kuće svoje analize fokusiraju na sektor biznisa i pritom ponekad prenačavaju dobre i loše strane procesa reforme financijskog tržišta. Ipak, korisnost ovakvih analiza očituje se u podizanju razine svijesti samog procesa, konstruktivnosti javne rasprave bazirane na procjenama učinaka te u mogućnosti uspostavljanja mjerljivih indikatora praćenja stanja i ostvarivanja zacrtanih ciljeva kako bi se pravovremeno mogla uočiti odstupanja, na temelju kojih se može pravovremeno reagirati i dodatno naglasiti, prekinuti ili promijeniti neku mjeru akcijskog plana.

⁵⁹⁹ *Financial Services Authority (FSA) "Principles of good regulation", nakon 2019. dostupno na portalu Financial Conduct Authority (FCA): <https://www.fca.org.uk/about/principles-good-regulation>*

8.2. Ex post analize učinaka FSAP-a

Europska komisija je ocijenila da je proces FSAP-a uspješno realiziran i inicirala je projekt izrade analize učinaka, i to: (i) ekonomskih učinaka na financijski sektor EU-a i (ii) procjene troškova usklađenja odabranih FSAP-ovih mjera. Cilj izrade tako široke analize učinaka je dvojak: prvo – korektivni faktor – rezultati i zaključci analize učinaka trebaju služiti kao prilika da se u samom procesu mijenjaju ili korigiraju politike i mjere za koje su dokazani štetni učinci i/ili koji su rezultirali pretjeranim troškovima usklađivanja; drugo – podloga za buduće strategije i politike – na temelju iskustva iz procesa FSAP-a te identificiranih koristi i troškova samog procesa utvrđuju se nove strategije razvoja financijskih usluga.

U nastavku će se obraditi *ex post* analize učinaka FSAP-a koje uključuju: (i) publikaciju o troškovima usklađenja s propisima EU-a⁶⁰⁰, (ii) publikaciju Europskog parlamenta o učincima FSAP-a na države članice EU-a kao i na cjelokupno gospodarstvo EU-a⁶⁰¹, (iii) studiju CESR-a o učincima MiFID-a na tržište kapitala⁶⁰², (iv) zaključke s konferencije Europske komisije o učincima MiFID-a⁶⁰³, te (v) publikacije akademske zajednice o učincima pojedinačnih mjera FSAP-a na gospodarstvo EU-a ili pojedinačne države članice (npr. CEPS, Ferrarini, Wymeersch) kao i intervjuje vođene sa stranim stručnjacima iz područja tržišta kapitala.

Studija troškova usklađivanja (*compliance cost*⁶⁰⁴) s odabranim mjerama FSAP-a (u nastavku: studija Europe Economicsa) odnosi se na analizu jednokratnih i godišnjih troškova usklađivanja

⁶⁰⁰ Europe Economics (2009) *Study on the cost of compliance with selected FSAP measures*, 5. siječnja 2009., dostupno na: <https://www.ebf.eu/wp-content/uploads/2017/01/D1105A-2012-Study-on-the-Cost-of-Compliance-with-Selected-FSAP-Measures-Final-Report-by-Europe-Economics-2009.pdf>.

⁶⁰¹ Europe Economics (2007) *The Impact of the New Financial Services Framework - Part I*, ožujak 2007.

⁶⁰² CESR (2009) *Impact of MiFID on equity secondary markets functioning*, 10. lipnja 2009., str. 3–4, dostupno na: <https://www.esma.europa.eu/document/report-impact-mifid-equity-secondary-markets-functioning>.

⁶⁰³ Konferencija *MiFID: One Year On* održana je 13. studenoga 2008. u Bruxellesu. Zaključci i diskusija, kao i prezentacije s konferencije dostupni su na: <https://www.ecmi.eu/events/seminars/mifid-one-year-european-commission-conference>.

⁶⁰⁴ U studiji je primijenjena definicija pojma troškova usklađivanja s propisima (*compliancea*) prema Alfону i Andrews: "Troškovi usklađivanja predstavljaju troškove pojedinaca i tvrtki u aktivnostima koje zahtijeva regulator, a koji ne bi bili prisutni da nema regulacije." Kao primjeri inkrementalnih troškova usklađivanja s propisima navedeni su: troškovi dodatnog zapošljavanja, edukacije i treninga, administrativni troškovi, troškovi pravnih i konzultantskih usluga, restrukturiranja, sistemski troškovi, troškovi kapitala i dr. U Europe Economics (2009) *Study of the Cost of Compliance with Selected FSAP Measures*, 5. siječnja 2009., str. 6–8.

šest FSAP-ovih direktiva⁶⁰⁵, a radi lakšeg praćenja fokus će biti samo na troškovima uzrokovanim uvođenjem MiFID-a. Studija analizira učinke u četiri sektora financijske industrije: (i) banke i financijski konglomerati, (ii) društva za upravljanje investicijskim fondovima, (iii) investicijske banke, te (iv) financijska tržišta: burze i multilateralne trgovinske platforme – MTP.⁶⁰⁶ Glavni zaključci studije jesu:⁶⁰⁷

- I. Ukupni godišnji troškovi čine oko 15 – 20 % jednokratnih troškova (tablica 3.).
- II. Najveća stavka jednokratnih troškova su ulaganja u IT i reorganizaciju poslovnih procesa.⁶⁰⁸
- III. MiFID predstavlja najveći postotak troškova usklađenja, naročito jednokratnih.⁶⁰⁹
- IV. Male tvrtke su imale najveće troškove usklađenja.
- V. Banke u novim državama članicama imale su znatno niže troškove usklađenja (tablica 4.).⁶¹⁰
- VI. Tvrtke u novim državama članicama imale su niže troškove usklađenja (tablica 4.).⁶¹¹
- VII. Viši troškovi zbog loše koordinacije regulatora.⁶¹²

⁶⁰⁵ (i) Direktiva 2003/71/EZ o prospektu koji će se objaviti nakon što se vrijednosni papiri javno ponude ili prihvate za trgovanje (*The Prospectus Directive*), (ii) Direktiva 2002/87/EZ o dodatnom nadzoru kreditnih institucija, osiguravajućih društava i investicijskih društava u financijskom konglomeratu (*The Financial Conglomerates Directive*), (iii) Direktiva 2006/49/EZ o adekvatnosti kapitala investicijskih društava i kreditnih institucija (*The Capital Requirements Directive*, CRD), (iv) Direktiva 2004/109/EZ o usklađivanju zahtjeva za transparentnošću u svezi podataka o izdavateljima čiji su vrijednosni papiri uvršteni u trgovanje na uređenom tržištu (*The Transparency Directive*), (v) Direktiva 2004/39/EZ o tržištima financijskih instrumenata (*The Markets in Financial Instruments Directive*, MiFID), (vi) Direktiva 2005/60/EZ o prevenciji korištenja financijskog sustava u svrhu pranja novca i financiranja terorizma (*The Third Anti-Money Laundering Directive*, 3AMLD).

⁶⁰⁶ Izrada studije trajala je od siječnja do prosinca 2008. U tom razdoblju intervjuirani su stručnjaci iz 74 tvrtke, tj. ukupno 94 entiteta (jer neki od sudionika posluju u više sektora). Uzorak je postavljen tako da analizira tvrtke prema gore navedena četiri sektora, a izračun troškova za svaki sektor dodatno je analiziran prema: (i) zemljopisnoj lokaciji na: "sjeverne" (Velika Britanija, Irska, Njemačka, Austrija, Nizozemska, Švedska, Finska i Danska), "južne" (Francuska, Španjolska, Italija, Grčka, Portugal, Luksemburg) i nove države članice EU-a (Mađarska, Češka, Bugarska, Malta i Cipar), te (ii) prema veličini tvrtke na male i velike. Studija uzima u obzir pretpostavku da su sudjelovale većinom one tvrtke koje su imale nešto viši iznos troškova od prosjeka. Studija također, gdje god je moguće, uspoređuje svoje rezultate s rezultatima ostalih relevantnih studija.

⁶⁰⁷ Europe Economics (2009) *Study of the Cost of Compliance with Selected FSAP Measures*, 5. siječnja 2009., str. iii–x, 53.

⁶⁰⁸ Pri čemu su tvrtke odabrale različite strategije implementacije propisa (npr. automatizacija propisa).

⁶⁰⁹ Uz MiFID navodi se i CRD kao najveći izvor troškova za banke i investicijske banke, uglavnom radi odabiranja naprednijih pristupa.

⁶¹⁰ Većina tih banaka je društvo kći ili podružnica stranih banaka pa su uštedjele koristeći postojeći informacijski sustav i *know-how* svojih banaka vlasnica.

⁶¹¹ Tvrtke u novim državama članicama EU-a odabrale su troškovno efikasnu strategiju, naročito kod implementacije MiFID-a. Autori upozoravaju da će takav pristup donijeti veće troškove u budućnosti, s porastom sofisticiranosti lokalnih investitora.

⁶¹² Ispitanici upozoravaju da je izostao sinergijski učinak uštede troškova zbog loše koordiniranosti u vremenskom određivanju implementacije pojedinih direktiva.

VIII. Identificiran *goldplating*, ali ne nužno kao negativni učinak.⁶¹³

Tablica 3. Troškovi usklađivanja s MiFID-om, prosječno za tvrtku, u tisućama EUR (€ 000)

	BANKE & FIN. KONGLOMERATI	DRUŠTVA ZA UPRAVLJANJE IF	INVESTICIJSKE BANKE	FINANCIJSKA TRŽIŠTA
JEDNOKRATNI TROŠKOVI	8,016	1,834	5,397	298
GODIŠNJI TROŠKOVI	1,316	830	832	223

Izvor: Europe Economics (2009) *Study of the Cost of Compliance with Selected FSAP Measures*, 5. siječnja 2009.

Tablica 4. Jednokratni i godišnji troškovi usklađivanja MiFID-a, za četiri financijska sektora, prema zemljopisnom položaju i veličini tvrtke, prosječno za tvrtku, u tisućama EUR (€ 000)

	BANKE & FIN. KONGLOMERATI		DRUŠTVA ZA UPRAVLJANJE IF		INVESTICIJSKE BANKE		FINANCIJSKA TRŽIŠTA
	Jednokratni	Godišnji	Jednokratni	Godišnji	Jednokratni	Godišnji	Jedn / God
"SJEVERNE"	12,809	1,984	2,650	720	5,240	856	n.p.
"JUŽNE"	8,188	1,337	1,822	1,330	5,576	804	n.p.
"NOVE"	436	267	65	169	n.p.	n.p.	n.p.
VELIKE	19,434	3,068	4,012	1,794	10,169	1,002	n.p.
MALE	880	367	92	72	1,22	719	n.p.

Izvor: Europe Economics (2009) *Study of the Cost of Compliance with Selected FSAP Measures*, 5. siječnja 2009.

Studija Europe Economicsa je kvantificirala troškove usklađivanja s MiFID-om, unutar četiri financijska sektora, kao što je prikazano u tablicama 5. i 6. U tablicama su prikazane podjele jednokratnih i godišnjih troškova u omjeru s ukupnim operativnim troškovima⁶¹⁴. Rezultati se znatno razlikuju ovisno o veličini tvrtke i zemljopisnom položaju. Kao što je već navedeno, iznosi godišnjih troškova znatno su manji od iznosa jednokratnih troškova. Troškovi u "sjevernim" zemljama (Velika Britanija, Irska,

⁶¹³ *Goldplating* je identificiran najviše u području MiFID-a, CRD-a i 3AMLD-a, pri čemu su ispitanici naglašavali pozitivnu stranu poslovanja u strožim regulatornim okruženjima drugih država članica EU-a, a neki isticali konstruktivnu komunikaciju s regulatornim agencijama (kroz njihove redovite smjernice za tvrtke) kao adekvatnu zamjenu za stroža pravila. Nadalje, ispitanici su pokazivali manju zabrinutost za *goldplating* u vlastitoj državi poslovanja, dok su puno negativnije percipirali nedovoljnu razinu implementacije propisa u drugim državama članicama.

⁶¹⁴ Operativni troškovi uključuju: troškove plaća, administracije, IT-a, iznajmljivanja i sl.

Njemačka, Austrija, Nizozemska, Švedska, Finska i Danska) su veći od troškova tvrtki u "južnim" zemljama (Francuska, Španjolska, Italija, Grčka, Portugal, Luksemburg). U analizi jednokratnih troškova u sektoru banaka i financijskih konglomerata identificirane su sljedeće specifičnosti vezane uz usklađivanje s MiFID-om:⁶¹⁵

- I. skup i kompliciran proces klasificiranja klijenata⁶¹⁶
- II. male banke su, u usporedbi s velikima, podnijele veći jednokratni trošak
- III. banke u novim državama članicama EU-a imale su znatno niže troškove
- IV. visok trošak edukacije i treninga zaposlenih, kao i neki dodatni troškovi.⁶¹⁷

Banke koje su uvele visok stupanj automatizacije imale su znatno manje iznose godišnjih troškova vezanih uz implementaciju MiFID-a koji su se uglavnom svodili na: nadzor sustava najpovoljnijeg izvršenja naloga (*Best Execution Principle*), pravila objavljivanja naloga na kupnju i prodaju i objavljivanja podataka o izvršenim transakcijama (*Pre & Post trade transparency*), trošak pohranjivanja podataka i zapošljavanje novih djelatnika za poslovne namire i izvještavanje o obavljenim transakcijama.⁶¹⁸

Tablica 5. Podjela jednokratnih troškova usklađivanja s MiFID-om, u omjeru prema ukupnim operativnim troškovima

Br.	Vrsta troškova:	BANKE & FIN. KONGLOMERATI	DRUŠTVA ZA UPRAVLJANJE IF	INVESTICIJSKE BANKE	FINANCIJSKA TRŽIŠTA
1.	Upoznavanje s direktivom	3%	6%	6%	19%
2.	Konzultantske usluge	13%	16%	16%	20%
3.	Pravne usluge	7%	4%	4%	4%
4.	Trening	15%	9%	10%	8%
5.	Zapošljavanje	2%	3%	2%	0%
6.	IT investicije	52%	48%	49%	31%
7.	Projektni menadžment	7%	14%	14%	19%
	UKUPNO:	100%	100%	100%	100%

Izvor: Europe Economics (2009) *Study of the Cost of Compliance with Selected FSAP Measures*, 5. siječnja 2009.

⁶¹⁵ Europe Economics (2009) *Study of the Cost of Compliance with Selected FSAP Measures*, 5. siječnja 2009., str. 63–66.

⁶¹⁶ Ocijenjen kao izvor znatnih troškova zbog komunikacije s klijentima – troškovi poštanskih usluga zbog potrebnog pismenog očitovanja klijenata.

⁶¹⁷ Npr. angažiranje vanjskih konzultanata za razvoj politika i pisanje pravilnika (što se pokazalo neuspješnim i nepotrebnim dodatnim troškom), dodatni troškovi vezani uz amandmane pravilnika i/ili procedura vezanih uz usklađenje s MiFID-om te dodatni trošak projektnog menadžmenta tijekom 12 mjeseci.

⁶¹⁸ Europe Economics (2009) *Study of the Cost of Compliance with Selected FSAP Measures*, 5. siječnja 2009., str. 104.

Tablica 6. Podjela godišnjih troškova usklađivanja s MiFID-om, u omjeru prema ukupnim operativnim troškovima

Br.	Vrsta troškova:	BANKE & FIN. KONGLOMERATI	DRUŠTVA ZA UPRAVLJANJE IF	INVESTICIJSKE BANKE	FINANCIJSKA TRŽIŠTA
1.	Zapošljavanje	35%	20%	26%	30%
2.	Internal reporting	7%	12%	6%	22%
3.	IT	28%	28%	45%	35%
4.	External reporting	10%	17%	13%	11%
5.	Trening	10%	7%	6%	1%
6.	Revizija	9%	16%	4%	0%
	UKUPNO:	100%	100%	100%	100%

Izvor: Europe Economics (2009) *Study of the Cost of Compliance with Selected FSAP Measures*, 5. siječnja 2009.

U sektoru društava za upravljanje investicijskim fondovima jednokratni troškovi vezani uz usklađivanje s MiFID-om ovisili su u velikoj mjeri o veličini baze klijenata (npr. troškovi su bili veći gdje su baze klijenata malih ulagača bile veće, što je naročito bilo izraženo u novim državama članicama). Izvori tih troškova bili su: kategorizacija klijenata, izrada i pohrana procjena investitora, komunikacija s klijentima (poštom, zbog povratnih potvrda), izmjena i sastavljanje novih pravilnika i procedura, usklađivanje sustava najpovoljnijeg izvršenja naloga (*Best Execution System*), IT troškovi, edukacija i trening te projektni menadžment tijekom 12 mjeseci.⁶¹⁹ Velika društva za upravljanje investicijskim fondovima su, kao i banke, odmah na početku uvela visok stupanj automatizacije, pa su kasnije imala manje iznose godišnjih troškova. Društva koja posluju u više zemalja smanjila su troškove vezane uz zadovoljavanje nacionalnih regulatornih propisa, ali su povećala izdvajanja u području nadzora nad međunarodnim poslovanjem.⁶²⁰

Manja društva za upravljanje investicijskim fondovima imala su natprosječno visoke godišnje troškove u usporedbi s jednokratnim troškovima, vjerojatno zbog strateške odluke "odgađanja troškova", tj. neizdvajanja unaprijed za sustav automatizacije⁶²¹. Studija Europe Economicsa identificira da su sve male tvrtke imale neproporcionalno velik trošak usklađivanja, od malih investicijskih društava pa sve do malih banaka.⁶²² To je potencijalno

⁶¹⁹ *Ibid.*, str. 77.

⁶²⁰ *Ibid.*, str. 112.

⁶²¹ *Ibid.*, str. 113.

⁶²² Europe Economics (2009) *Study of the Cost of Compliance with Selected FSAP Measures*, 5. siječnja 2009., str. iii-x, 53, 63-66.

velik problem za buduću egzistenciju malih tvrtki u financijskom sektoru. Naime, FSAP-om se promovira prekogranično poslovanje financijskih institucija, kojim se u povoljniji položaj stavlja velike financijske institucije kojima takav regulatorni okvir dugoročno smanjuje troškove poslovanja zbog harmonizacije pravila i postupaka poslovanja kroz sve države članice EU-a. S druge strane, malim tvrtkama takvi troškovi predstavljaju znatan udio u ukupnim operativnim troškovima. Nadalje, u malim tvrtkama su poslove usklađivanja većinom vodili članovi uprave, za razliku od velikih tvrtki u kojima te poslove obavljaju specijalizirane osobe za vođenje usklađivanja propisa (*compliance officer*), što predstavlja neefikasno trošenje vremena, ali je nužno radi optimizacije troškova. Iz navedenoga se može zaključiti da će u budućnosti vjerojatno doći do konsolidacije malih tvrtki iz financijskog sektora ili potpadanja pod velike financijske institucije.

Investicijske banke su se u velikoj mjeri oslanjale na vanjske konzultante u procesu usklađivanja s MiFID-om. Kao najvažnije izvore troškova izdvojile su: proces klasificiranja klijenata, izradu procjena i pohranu procjena investitora, usklađivanje sustava najpovoljnijeg izvršenja naloga, investicije u IT infrastrukturu za objavljivanje ponuda za kupnju i prodaju, razvoj novih politika i pisanje pravilnika o sprječavanju sukoba interesa, trening i edukaciju te projektni menadžment tijekom 12 mjeseci.⁶²³

Financijska tržišta (burze i MTP) imala su znatan trošak u segmentu IT investicija, dok su jednokratni troškovi usklađivanja s MiFID-om bili znatno manji od ostalih financijskih sektora. Troškovi su uglavnom bili na području promjena pravila trgovanja te edukacije i treninga.⁶²⁴ Isto tako, autori naglašavaju da je većina troškova financijskih tržišta bila u kratkom roku "prebačena" na krajnje korisnike.⁶²⁵ Kod financijskih tržišta treba napomenuti da je najveći "trošak" MiFID-a za burze zapravo oportunitetni trošak zbog ukidanja monopolske pozicije.

Osim studije Europe Economicsa o troškovima usklađenja propisa, postoji još jedna opširna i sveobuhvatna studija utjecaja FSAP-a na ekonomiju EU-a u cjelini i pojedinačne države članice EU-a rađena za Europski parlament (istog autora/tvrtke).⁶²⁶ U studiji se analiziraju učinci FSAP-a, a gdje je moguće, prezenti-

⁶²³ *Ibid.*, str. 86.

⁶²⁴ *Ibid.*, str. 90–92.

⁶²⁵ *Ibid.*, str. 122.

⁶²⁶ Europe Economics (2007) *The Impact of the New Financial Services Framework - Part I*, ožujak 2007.

raju se *ex ante* učinci nove strategije Europske komisije za razvoj financijskih usluga 2005. – 2010. (*White Paper on Financial Services Policy 2005 - 2010, FSWP*). Smatra se da je to prva službena procjena učinaka FSAP-a⁶²⁷. Studija analizira četiri financijska sektora: (i) bankarstvo, (ii) osiguranje, (iii) tržište kapitala i (iv) financijske konglomerate, kroz pet područja: (i) otvorenost prema stranim tvrtkama, (ii) tržišno natjecanje, (iii) zaštitu potrošača, (iv) konkurentnost i (v) zaposlenost.⁶²⁸ Najvažniji zaključci studije na razini financijskih sektora jesu:⁶²⁹

- I. najznačajniji učinak FSAP-a u bankarskom sektoru – trgovina u području bankarskih usluga povećala se za oko 1,6 % na godišnjoj razini, a procjenjuje se da bi potpuna implementacija FSAP-a i FSWP-a povećala trgovinu za još dodatnih 3,4 % godišnje
- II. nema dokaza o povećanju zaposlenosti, ni procesu spajanja i preuzimanja⁶³⁰
- III. smatra se da će FSAP imati najznačajnije učinke u području tržišta kapitala, čiji se glavni učinci očekuju tek u budućnosti⁶³¹
- IV. negativni efekti za tvrtke u kratkom roku⁶³²
- V. simulacija predviđa da će potpuna implementacija FSAP-a i FSWP-a povećati stopu gospodarskog rasta za 0,1 % u državama EU15.

⁶²⁷ Iako se autori ograđuju i upozoravaju da studija: (i) ne daje kompletni pregled razvoja financijskog sektora u svim zemljama članicama od 1998., (ii) ne ocjenjuje svaku mjeru FSAP-a zasebno, (iii) ne analizira kako je FSAP utjecao na ponašanje pojedinačnih tvrtki. Nadalje, autori naglašavaju pozitivne strane analize učinaka, jer sve dok je proces implementacije u tijeku, mogu se identificirati nedostaci i ispravljati "u hodu", tj. može se paralelno utjecati na proces donošenja politika i regulative, ali istovremeno upozoravaju da se zaključci, predviđanja i preporuke moraju uzimati sa zadržkom jer postoji mogućnost da će se u budućnosti promijeniti smjer donošenja politika. U Europe Economics (2007) *The Impact of the New Financial Services Framework - Part I*, ožujak 2007., n. 1, str. vi, 3. Kako je studija iznimno opsežna (sadrži 864 stranice), autorica se u svojoj analizi fokusirala na glavne zaključke te analize vezane za tržišta kapitala i nove države članice EU-a.

⁶²⁸ Izrada studije trajala je od prosinca 2005. do veljače 2007. U izradi studije korišteni su mnogobrojni metodološki instrumenti, npr. istraživanje podataka i analiza postojećih studija, anketa relevantnih sudionika financijskog tržišta, ekspertne analize ekonomskih mehanizama, intervjui s financijskim stručnjacima, ekonometrijsko modeliranje, ekspertna interpretacija podataka, Europe Economics (2007) *The Impact of the New Financial Services Framework - Part I*, ožujak 2007., str. 66–72.

⁶²⁹ Europe Economics (2007) *The Impact of the New Financial Services Framework - Part I*, ožujak 2007., str. vi–ix, 8–10.

⁶³⁰ Proizašlih kao direktan učinak FSAP-a.

⁶³¹ Simulacija je pokazala da bi potpuna implementacija FSAP-a i FSWP-a trebala povećati prekograničnu trgovinu vrijednosnim papirima za 3,4 % godišnje te smanjiti trošak prikupljanja kapitala godišnje za: 0,12 – 0,28 % u Francuskoj, 0,2 – 0,45 % u Njemačkoj, 0,6 – 0,8 % u Italiji, 0,07 – 0,09 % u UK-u, 0,05 – 0,21 % u ostatku EU-a.

⁶³² Znatno broj tvrtki je razočaran FSAP-om jer je u kratkom roku iskusio uglavnom "negativne" strane FSAP-a u smislu jednokratnih troškova usklađivanja i izostanka očekivane liberalizacije trgovine.

Najvažniji zaključci studije o utjecaju FSAP-a na razini država članica jesu:⁶³³

- I. različiti učinci u pojedinim državama članicama EU-a
- II. najveći učinci u bankarskom sektoru
- III. velik broj učinaka se tek očekuje u budućnosti
- IV. kratkoročno povećanje konkurentnosti u novim državama članicama
- V. uspješna regionalna integracija⁶³⁴
- VI. pojava regulatornog zamora (*regulatory fatigue*)⁶³⁵
- VII. limitirane koristi za Francusku, Njemačku i Veliku Britaniju u kratkom roku⁶³⁶
- VIII. učinci FSAP-a u području tržišnog natjecanja, zaštite investitora i otvorenosti prema stranim tvrtkama značajniji su od učinaka FSAP-a u području zaposlenosti i konkurentnosti.

Studija Europe Economicsa uz analizu učinaka daje i preporuke za daljnje mjere i akcije, npr. u području zaštite investitora. Smatraju da područje zaštite investitora ne smije biti usmjereno na osiguravanje od rizika, već na zaštitu od iskorištavanja investitora zbog asimetrije informacija i prijevара. Da bi se to postiglo, smatraju da investitori moraju znati koja su njihova prava i u kojim područjima nisu zaštićeni. Nadalje, autori smatraju da su odredbe često komplicirane i nerazumljive, te da bi se u tom području trebalo poraditi na jednostavnijoj formulaciji odredbi lako razumljivoj malom ulagaču.⁶³⁷

Primjer problema o kojem diskutiraju autori navedene studije je odredba MiFID-a o obvezi klasificiranja klijenata (*Client categorisation*). U većini anketa i analiza navedena regulatorna obveza je ocijenjena kao suvišna ili čak besmislena obveza, ali je zato istaknuta kao izvor znatnih jednokratnih troškova u procesu

⁶³³ Europe Economics (2007) *The Impact of the New Financial Services Framework - Part I*, ožujak 2007., str. vi–ix, 4–8, 18.

⁶³⁴ Ne nužno kao posljedica FSAP-a. Autori smatraju da je regionalna integracija financijskih tržišta u mnogim aspektima uspješnija od FSAP-a čak i kada se radi o državama članicama EU-a koje nisu članice EMU-a (npr. nordijsko-baltički blok) U Europe Economics (2007) *The Impact of the New Financial Services Framework - Part I*, ožujak 2007., str. 43–49.

⁶³⁵ Prisutna kod gotovo svih sudionika financijskih tržišta: nacionalnih regulatornih agencija, financijskih institucija, pa čak i investitora, što smatraju zabrinjavajućim u smislu učinaka koje će imati na implementacije postojećih i budućih politika i inicijative Europske komisije (trenutni FSWP).

⁶³⁶ Dugoročno se očekuju koristi zbog promjena u poslovnom okruženju ostalih država članica koje će kreirati nove mogućnosti za gore navedene države članice.

⁶³⁷ Europe Economics (2007) *The Impact of the New Financial Services Framework - Part I*, ožujak 2007., str. viii.

usklađivanja.⁶³⁸ Naime, u praksi usklađivanja s propisima EU-a velik broj tvrtki se odlučio za "praktičniju" primjenu pravila prema metodologiji "svi su mali ulagači, osim ako ne zahtijevaju da ih se tretira kao velike (profesionalne)". Samo mali postotak tvrtki je izjavio da je postupak klasificiranja klijenata korisna prilika za prikupljanje podataka o klijentima i razvijanje *business intelligence* modela korisnog za ciljano usmjeravanje financijskih proizvoda i usluga s obzirom na utvrđene kategorije klijenata.⁶³⁹

Druga preporuka navedena u studiji odnosi se na pojavu regulatornog preopterećenja. Studija je ukazala na pojavu tzv. regulatorne zasićenosti, kod sudionika tržišta, ali i nacionalnih regulatornih agencija. Velik broj ispitanika smatra da su reforme sadržane u FSAP-u preopsežne ili previše detaljne, a vremenski rok za usklađenje prekratak.⁶⁴⁰ Sličan zaključak proizlazi i iz KMPG-ove studije koja upozorava na pretrpanost regulatornih agencija velikim brojem zakona i podzakonskih akata koje moraju sastaviti na nacionalnoj razini zbog usklađivanja s propisima EU-a.⁶⁴¹ Autori smatraju da se, bez obzira na "zamor" sudionika financijskih tržišta vezanih uz usklađivanje i implementaciju FSAP-a, ne smije izgubiti tempo, pa stoga predlažu jačanje funkcije konstruktivne kooperacije.⁶⁴² Tu posebno ističu potrebu da se sudionici iz prakse u što ranijoj fazi uključe u savjetodavnoj funkciji u proces donošenja politika, kao i u cjelokupni proces ocjenjivanja učinaka, ali u takvim vrstama kooperacija treba posebno voditi računa o mogućem štetnom učinku, tj. utjecaju privatnog sektora na donosioce politika isključivo radi stjecanja vlastite koristi.⁶⁴³

Ex post analize učinaka identificirale su najveće troškove u području IT investicija, jednokratni troškovi su očekivano znatno veći od godišnjih, a male tvrtke su najteže financijski pogođene troškovima usklađivanja s propisima EU-a. Prema grupama zemalja, najveće troškove su imale sjeverne zemlje, a najmanje nove države članice zbog primjene troškovno efikasne strategije usklađivanja. Identificirano je regulatorno preopterećenje kod svih sudionika tržišta kapitala.

⁶³⁸ Europe Economics (2009) *Study of the Cost of Compliance with Selected FSAP Measures*, 5. siječnja 2009., str. 63–66.

⁶³⁹ *Ibid.*, str. 64.

⁶⁴⁰ Europe Economics (2007) *The Impact of the New Financial Services Framework - Part I*, ožujak 2007., str. 57–58.

⁶⁴¹ KPMG International, Economist Intelligence Unit (2006) *Capturing value from MiFID*, str. 14.

⁶⁴² Europe Economics (2007) *The Impact of the New Financial Services Framework - Part I*, ožujak 2007., str. ix.

⁶⁴³ *Ibid.*, str. 61–64.

8.3. Učinci FSAP-a na tržište kapitala

U studiji Europe Economicsa, rađenoj za Europsku komisiju s ciljem identificiranja učinaka FSAP-a na tržište kapitala, prezentirani su sljedeći najvažniji učinci:⁶⁴⁴

- I. smanjenje barijera za prekograničnu trgovinu
- II. smanjenje provizija⁶⁴⁵
- III. pozitivan utjecaj na otvaranje prema stranim investicijskim društvima⁶⁴⁶
- IV. povećanje konkurencije u sektoru financijskih usluga⁶⁴⁷
- V. povećanje konkurentnosti financijskih usluga na tržištu kapitala⁶⁴⁸
- VI. ograničen učinak prekograničnog trgovanja
- VII. ograničen učinak na zaposlenost⁶⁴⁹
- VIII. ograničen učinak u području zaštite potrošača⁶⁵⁰
- IX. simulacija je pokazala da bi potpuna implementacija FSAP-a i FSWP-a trebala povećati prekograničnu trgovinu vrijednosnim papirima za 3,4 % godišnje:
 - i. 0,12 – 0,28 % u Francuskoj
 - ii. 0,2 – 0,45 % u Njemačkoj
 - iii. 0,6 – 0,8 % u Italiji
 - iv. 0,07 – 0,09 % u UK-u
 - v. 0,05 – 0,21 % u ostatku EU-a.

Studija CESR-a "Utjecaji MiFID-a na funkcioniranje tržišta kapitala"⁶⁵¹ (u nastavku: studija CESR-a) velikim dijelom daje precizne i jasne odgovore o promjenama na tržištu kapitala ili identificira trendove na tržištu uzrokovane uvođenjem MiFID-a.

⁶⁴⁴ Europe Economics (2007) *The Impact of the New Financial Services Framework - Part I*, ožujak 2007., str. 29–36.

⁶⁴⁵ Npr. provizije za trgovanje i izdavanje vrijednosnih papira te trošak sindiciranja kredita u eurima za tvrtke u eurozoni, smanjivanje ukupnog troška izdavanja obveznica na eurobond tržištu.

⁶⁴⁶ U Finskoj, Njemačkoj, Italiji, Litvi i Švedskoj, dok je imao ograničen ili zanemariv učinak na otvaranje prema stranim investicijskim društvima u Belgiji, Francuskoj, Danskoj, Nizozemskoj i Velikoj Britaniji.

⁶⁴⁷ U Danskoj, Francuskoj, Njemačkoj, Litvi, Irskoj, Nizozemskoj, Španjolskoj, Švedskoj i Velikoj Britaniji. Autori upozoravaju da je taj utjecaj za sada još ograničen te da se pravi učinak konkurencije tek očekuje u budućnosti.

⁶⁴⁸ Npr. (i) u Italiji, zbog ukidanja monopola burze i otvaranja prema međunarodnim tržištima, (ii) u Litvi, zbog ulaska u nordijsko-baltički savez, tj. tržište kapitala povećat će ponudu i tržišne prilike za tu državu, (iii) u Švedskoj (iako bi se integrirala u nordijsko-baltički savez i bez FSAP-a), njezina pozicija tržišnog lidera u regiji će je učiniti još konkurentnijom u usporedbi s ostalim državama članicama EU-a, te (iv) u Velikoj Britaniji, jer će u dugom roku moći iskoristiti svoju poziciju kao komparativnu prednost.

⁶⁴⁹ Iako autori smatraju da će se to u budućnosti promijeniti zbog ulaska novih financijskih institucija (npr. sistematskih internalizatora), kao i zbog širenja samog tržišta kapitala.

⁶⁵⁰ Iako je pozitivan utjecaj identificiran u skoro svim novim državama članicama EU-a i Švedskoj.

⁶⁵¹ CESR (2009) *Impact of MiFID on equity secondary markets functioning*, 10. lipnja 2009., dostupno na: <https://www.esma.europa.eu/document/report-impact-mifid-equity-secondary-markets-functioning>.

Glavni zaključci CESR-ove studije o utjecaju MiFID-a na tržište kapitala jesu:⁶⁵²

- I. fragmentiranost tržišta i likvidnosti uslijed povećane konkurencije burzi ulaskom MTP-a
- II. većina trgovanja se i dalje odvija na burzi
- III. izostanak smanjenja troškova trgovanja – na štetu investitora⁶⁵³
- IV. nejednakost u primjeni pravila o objavljivanju podataka o trgovanju⁶⁵⁴
- V. fragmentiranost tržišta podataka o trgovanju.⁶⁵⁵

Europska komisija je, povodom godišnjice uvođenja MiFID-a, organizirala konferenciju na kojoj se raspravljalo o njegovim učincima⁶⁵⁶. Na konferenciji su stručnjaci iz javnog i privatnog sektora, kao i predstavnici investitora, potvrdili navedene zaključke.⁶⁵⁷

Kao što je već ranije spomenuto, MiFID predstavlja srž procesa FSAP-a i najznačajnije promjene na tržištu kapitala dogodile su se kao posljedica uvođenja MiFID-a. Jedna od odredbi MiFID-a o kojoj se najviše diskutiralo je ukidanje monopola burzi. Do MiFID-a je svaka država članica EU-a mogla, prema Direktivi o investicijskim uslugama, tzv. pravilu koncentracije (*concentration rule*), omogućiti monopolsku poziciju burzi.⁶⁵⁸ Čak i one države članice koje nisu uvele "pravilo koncentracije" funkcionirale su kao kvazimonopoli kroz porezne ili neke druge odredbe.⁶⁵⁹ Monopol je, u pojednostavljenoj i prilagođenoj definiciji, stanje jedinstvenog i privilegiranog položaja neke institucije u odnosu na druge koje sa sobom uvijek nosi rizik roka trajanja. Burze su u kontinentalnoj Europi do uvođenja FSAP-a imale monopol

⁶⁵² *Ibid.*, str. 3–4.

⁶⁵³ Uzrokovan povećanim izdvajanjem u napredniju tehnologiju u okruženju fragmentiranih tržišta i volatilnošću tržišta. Također, sugerirano je da eventualno smanjenje troškova nije prebačeno na krajnje korisnike, tj. investitore.

⁶⁵⁴ *Pre & Post Trade Transparency*, tj. nejednakost u primjeni pravila oko objave podataka o ponudi na kupnju i prodaju i izvršenom trgovanju, npr. između burzi i MTP-ova, te sistematskih internalizatora s jedne strane i burzi i MTP-ova s druge.

⁶⁵⁵ Kao posljedica uvođenja konkurencije u sektor usluga publiciranja informacija o trgovanju na tržištu kapitala.

⁶⁵⁶ Konferencija *MiFID: One Year On* održana je 13. studenoga 2008. u Bruxellesu. Zaključci i diskusija, kao i prezentacije s konferencije, dostupni su na: <https://www.ecmi.eu/events/seminars/mifid-one-year-european-commission-conference>.

⁶⁵⁷ Vidi zaključke s konferencije *MiFID: One Year On - Summary of Discussion* 13. studenoga 2008. u Bruxellesu.

⁶⁵⁸ Čl. 14. Direktive o investicijskim uslugama, 93/22/EEC; Više o Direktivi o investicijskim uslugama, vidi Tison, M. (1999) *The Investment Services Directive and its Implementation in the EU Member States*, WP, Financial Law Institute, University of Gent.

⁶⁵⁹ U CESR (2009) *Impact of MiFID on equity secondary markets functioning*, 10. lipnja 2009., str. 8.

na tržištu kapitala, tj. bile su jedino uređeno (regulirano) mjesto trgovanja.⁶⁶⁰ MiFID-om je uvedena mogućnost trgovanja i preko multilateralnih trgovinskih platformi – MTP-ova.⁶⁶¹ Valja naglasiti da burza može i sama osnovati vlastiti MTP. Cilj FSAP-a je stvoriti učinkovito i integrirano europsko financijsko tržište, a jedan od načina da se taj cilj ostvari je i odredba MiFID-a o promoviranju konkurencije između mjesta trgovanja, bazirana na principima transparentnosti i jednakosti.⁶⁶² Takva mjera ima za cilj omogućavanje dinamičnijeg i efikasnijeg načina trgovanja, i kroz snižavanje troškova trgovanja omogućuje bolje opće uvjete poslovanja za izdavatelje, a u konačnici rezultira većom zaštitom investitora.⁶⁶³ Kao posljedica MiFID-a, trgovanje se može izvršiti na: (i) uređenom tržištu (burzi) ili MTP-u, (ii) u situaciji u kojoj investicijska društva djeluju kao sistematski internalizatori (*systematic internaliser*) ili (iii) trgovanjem na OTC-u. Od ulaska MTP-a na tržište burze su izgubile znatan postotak trgovanja i likvidnosti, ali se i dalje većina trgovanja odvija na burzi (grafikon 8). Prema izvješću Europske komisije, udio burzi je oko 75 %, MTP-a oko 11 %, a ostatak je na OTC-u.⁶⁶⁴

⁶⁶⁰ Postojalo je općeprihvaćeno načelo da je koncentracija naloga investitora na jednom mjestu trgovanja osnova za optimalnu razinu kvalitete tržišta koja ima pozitivan utjecaj na likvidnost i rezultira konkurentnijom ponudom na kupnju i prodaju vrijednosnih papira. U Köndgen, J., Theissen, E. *Internalisation under the MiFID: Regulatory Overreaching or Landmark in Investor Protection?*, u Ferrarini, G., Wymeersch, E. (ur.) (2006) *Investor Protection in Europe: Corporate Law Making, the MiFID and Beyond*, Oxford University Press, Oxford, str. 274.

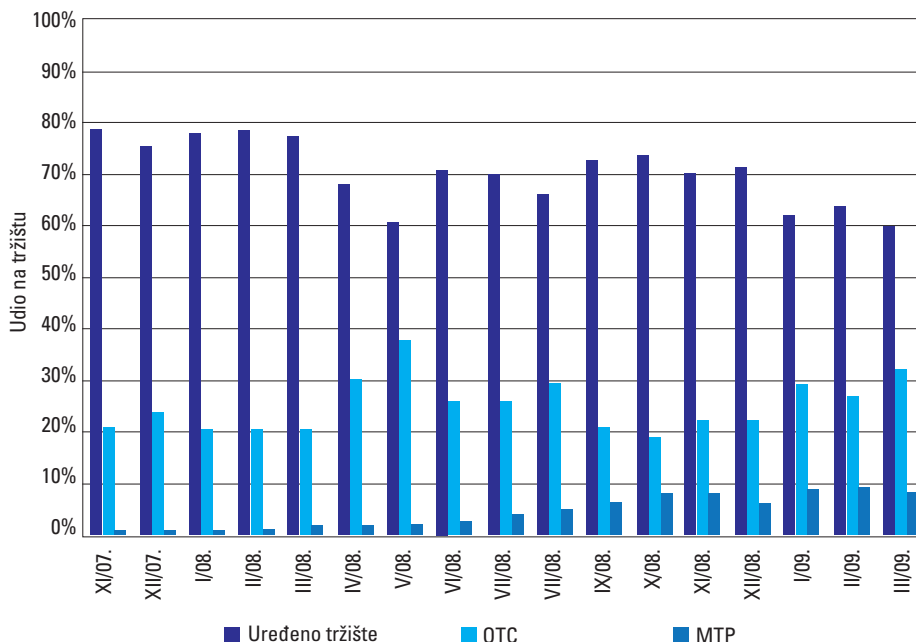
⁶⁶¹ Kao i kroz sustav sistematskih internalizatora, o čemu više u nastavku.

⁶⁶² Usporedbe radi, američka Komisija za vrijednosne papire, SEC, je prva 1963. godine analizirala moguće učinke fragmentacije tržišta, tj. troškove i koristi konkurencije naspram tržišne efikasnosti. U Davies, R., Dufour, A., Scott-Quinn, B. *The MiFID: Competition in a New European Equity Market Regulatory Structure*, u Ferrarini, G., Wymeersch, E. (ur.) (2006) *Investor Protection in Europe: Corporate Law Making, the MiFID and Beyond*, Oxford University Press, Oxford, str. 169.

⁶⁶³ CESR (2009) *Impact of MiFID on equity secondary markets functioning*, 10. lipnja 2009., str. 33.

⁶⁶⁴ European Commission (2008) *Emerging trends in the European equity market*, 4. studenoga 2008., str. 4. Najnoviji pokazatelji konzultantske tvrtke Celent govore da su burze dodatno izgubile tržište i pale na 67 % u travnju 2009., u Financial Times (2009) *Jury still out on MiFID's impact*, 9. srpnja 2009.

Grafikon 8. Udio tržišnih operatora na tržištu kapitala u EU-u



Izvor: Thomson Reuters Market Share Reports, u CESR (2009) *Impact of MiFID on equity secondary markets functioning*, 10. lipnja 2009., str. 6.

MTP ili multilateralna trgovinska platforma 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..."⁶⁶⁵ MTP je uveden kako bi se reguliralo postojanje tadašnjih alternativnih trgovinskih sustava (*Alternative Trading Systems*, ATSS) koji do MiFID-a nisu bili obuhvaćeni propisima EU-a (npr. Chi X, ITG Posit, EuroTLX).⁶⁶⁶ Velik broj MTP-ova vodi trgovanje vrijednosnim papirima izlistanim na europskim burzama.⁶⁶⁷ Većina MTP-ova ima bazu u Velikoj Britaniji i nudi mogućnost paneuropskog trgovanja, tj. MTP-u je omogućen režim jedinstvene licence (*Passporting*), prema kojoj ima obvezu dobivanja dozvole samo u državi osnivanja, nakon

⁶⁶⁵ Čl. 3(19) Zakona o tržištu kapitala, NN 88/08, 146/08, 74/09, preuzet iz čl. 4(15) Direktive 2004/39/EC.

⁶⁶⁶ CESR (2009) *Impact of MiFID on equity secondary markets functioning*, 10. lipnja 2009., str. 11.

⁶⁶⁷ Iako postoje MTP-ovi koji su specijalizirani za druge vrijednosne papire, npr. obveznički MTP-ovi, trgovina derivatima i vrijednosnim papirima kojima nije dozvoljeno trgovati na drugim međunarodnim uređenim tržištima. U CESR (2009) *Impact of MiFID on equity secondary markets functioning*, 10. lipnja 2009., str. 11.

čega može poslovati u svim ostalim državama članicama EU-a kroz podružnice ili društva kćeri. Još jedna prednost MTP-a su tehnološki napredni sustavi pomoću kojih nude brzu, efikasnu i cjenovno konkurentniju uslugu trgovanja.⁶⁶⁸

Može se zaključiti da su MTP-ovi i prije bili iznimno uspješni u privlačenju trgovanja na svoj sustav, s burze kao i tzv. "blokova" kojima se do MiFID-a trgovalo izvan uređenog tržišta. Naime, MTP-ovi imaju mogućnost trgovanja prema principu *dark pool* i *light pool* sustava naloga na kupnju ili prodaju. CESR pritom ističe da je većina MTP-ova činila to kroz *light* sustav.⁶⁶⁹ Vrlo važan parametar konkurencije između burzi i MTP-ova je brzina izvršavanja naloga. LSE je svojevremeno uložio 50 milijuna EUR u IT investicije kako bi smanjio vrijeme izvršavanja naloga sa 6 na 3 mikrosekunde, te planirao nove investicije za daljnje smanjenje na 1,5 mikrosekundu.⁶⁷⁰ Ovaj tip žestoke konkurencije u konačnici često dovodi do procesa spajanja i konsolidacije.

CESR je u svojoj studiji razmotrio i principe reguliranja burze i MTP-ova. Formalno, burze i MTP-ovi "*trebaju reflektirati činjenicu da se radi o izjednačenim organizacijama*".⁶⁷¹ CESR priznaje da su u nekim dijelovima burze regulirane detaljnije (npr. organizacijski zahtjevi) i objašnjava takve razlike zaštitom interesa investitora: "*Detaljnije ili zahtjevnije odredbe, koje ostavljaju manje prostora slobodnoj interpretaciji mogu se objasniti u nadmoćnoj ulozi uređenih tržišta u trgovanju dionicama, u kombinaciji s dugotrajnom tradicijom nacionalnih regulacija i jedinstvenoj ulozi uređenih tržišta u zaprimanju na kotaciju, te potencijalnih šteta u raskolu bilo koje trgovinske platforme koja sama čini 80% trgovanja...*" te daje preporuke nacionalnim regulatornim agencijama: "*U sklopu MiFID-a, važno je da regulatorne agencije osiguraju da su rizici i regulatorni zahtjevi koji proizlaze iz operacija na mjestu trgovanja adresirani u skladu sa aktivnostima i poslovnim modelima.*"⁶⁷²

⁶⁶⁸ Kako bi privukli ponudu i potražnju za vrijednosnim papirima, poglavito kompjutersko algoritamsko trgovanje. S ciljem privlačenja investitora, MTP dozvoljava članovima da svojim klijentima ponude direktan pristup MTP platformi kako bi sami investitori imali brži pristup trgovanju. Nadalje, neki MTP-ovi omogućuju upravljanje naloga investitora, npr. investitori koji šalju svoje naloge na MTP mogu uvjetovati svoj nalog – u slučaju da se ne izvrši na MTP-u, da se automatski transferira na neko drugo mjesto izvršenja. U CESR (2009) *Impact of MiFID on equity secondary markets functioning*, 10. lipnja 2009., str. 12.

⁶⁶⁹ Tzv. *light pool* je termin korišten u trgovanju vrijednosnim papirima kada se javno daje ponuda na kupnju i prodaju. Ovisno o utvrđenoj standardnoj veličini tržišta, MTP-ovi imaju pravo ne objavljivati javno ponudu na kupnju ili prodaju, i takvo poslovanje se naziva *dark pool*. U CESR (2009) *Impact of MiFID on equity secondary markets functioning*, 10. lipnja 2009., str. 12.

⁶⁷⁰ European Commission (2008) *Emerging trends in the European equity market*, 4. studenoga 2008., str. 8.

⁶⁷¹ Recital 6, MiFID.

⁶⁷² CESR (2009) *Impact of MiFID on equity secondary markets functioning*, 10. lipnja 2009., str. 31.

Drugi izvor konkurentske prijetnje burzama predstavljaju sistematski internalizatori. Sistematski internalizator je "investicijsko društvo koje na organiziran, učestao i sustavan način trguje za vlastiti račun izvršavajući naloge klijenata izvan uređenog tržišta ili multilateralne trgovinske platforme".⁶⁷³ Uslijed napredne tehnologije i globalizacije financijskog poslovanja neka investicijska društva su prerasla okvire prosječnog poslovanja, pa se investicijskim društvima s velikom bazom klijenata i trgovanja omogućilo interno zatvaranje naloga na kupnju i prodaju i to u velikim količinama. MiFID obvezuje sistematske internalizatore na objavu ponuda za kupnju i prodaju (*Pre-Trade Transparency*), ali samo za likvidne dionice do standardne veličine tržišta za taj razred dionica. Dakle, trgovanje koje se odvija između institucionalnih investitora (*wholesale market*) u obimu trgovanja iznad standardne veličine tržišta nije obvezno javno objavljivati kao ponudu na kupnju ili prodaju. Kritičari upozoravaju na štetni učinak internaliziranja na likvidnost tržišta kapitala: "Internalizacija može pogoršati kvalitetu tržišta jer internalizatori ne objavljuju transparentno naloge i tako utječu na smanjenje likvidnosti na glavnom tržištu. Kritičari dalje smatraju da internalizacija dovodi do niže cjenovne transparentnosti i ima negativne učinke na proces utvrđivanja cijena. Nadalje, internalizacija može pogodovati sukobu interesa jer mali ulagači nemaju dovoljno znanja i ne mogu efikasno nadzirati internalizatore."⁶⁷⁴ Europsko udruženje burzi – FESE (*Federation of European Securities Exchanges*) od početka procesa uvođenja MiFID-a upozorava na opasnosti od sustava *dark pool*a u području nejednakog tretmana tržišnih operatora i mrežnih sustava kojima se koriste velike banke (*crossing networks*).⁶⁷⁵

Studija CESR-a je pokazala da je smanjenje provizija tržišnih operatora proporcionalno povećanju konkurencije, tj. MTP-ovi su svoju strategiju osvajanja tržišta bazirali na cjenovnoj konkurenciji, a burze su reagirale snižavanjem svojih provizija. Ipak,

⁶⁷³ Korišten prijevod iz čl. 3(8) Zakona o tržištu kapitala, NN 88/08, 146/08, 74/09, preuzet iz čl. 4(7) Direktive 2004/39/EC.

⁶⁷⁴ Ferrarini, G., Recine, F. *The MiFID and Internalisation*, u Ferrarini, G., Wymeersch, E. (ur.) (2006) *Investor Protection in Europe: Corporate Law Making, the MiFID and Beyond*, Oxford University Press, Oxford, str. 240.

⁶⁷⁵ Vidi: FESE (2008) *Response: CESR Call for Evidence on the Impact of MiFID on Secondary Markets Functioning*, 3. studenoga 2008.; FESE (2009) *Background note for the FESE comments to the European Commission note "Emerging Trends in the European Equity Market"*, studeni 2009.; Govor Spyrosa Capralosa, predsjednika FESE-a *MiFID: Impacts on Forms, Achievements of MiFID, benefits and downsides* s konferencije *MiFID: One Year On - Summary of Discussion*, Brussels, 13. studenoga 2008.; Prezentacija Judith Hardt, glavne tajnice FESE-a *Internalisation, MTF-s, consolidation, cross-border business, data consolidation, liquidity*, s konferencije *MiFID: One Year On - Summary of Discussion*, Brussels, 13. studenoga 2008.

CESR upozorava da je snižavanje provizija bilo izraženije u području kompjuterskog algoritamskog trgovanja nego na tržištu individualnih investitora, tj. CESR navodi da postoje indicije da se koristi od smanjenja provizija nisu prelile na krajnje korisnike – investitore, barem ne na tržištu individualnih investitora.⁶⁷⁶ Nadalje, povećanje troškova trgovanja uzrokovano je fragmentacijom likvidnosti, a dodatno i fragmentacijom tržišta podataka, tj. fragmentacijom informacija o trgovanju koja je smanjila ukupnu transparentnost na tržištu i dovela do pogoršanja cjenovne transparentnosti povećavajući time i indirektno troškove trgovanja. Također, CESR navodi i da su najveći izvori troškova trgovanja usluge poravnanja i namire. Zaključno, izostanak smanjivanja troškova trgovanja za krajnje korisnike posljedica je kombinacije smanjenog trgovanja uslijed financijske krize i fragmentiranosti tržišta uslijed pojave konkurencije, te istovremeno podizanja troškova poslovanja investicijskih društava zbog uvođenja skupe visokosofisticirane tehnologije.

Prije MiFID-a burze su, osim monopola na trgovanje dionicama, imale i monopol nad prikupljanjem, obradom i objavljivanjem podataka o trgovanju, tj. izvršenim transakcijama koje uključuju volumen i cijenu predmetne transakcije te vrijeme kada je ona izvršena. Podaci o transakcijama s dionicama bili su konsolidirani na samoj burzi. Tržište pružatelja usluga financijskih informacija je vrlo koncentrirano. Kako je MiFID omogućio konkurenciju u sektoru usluga prikupljanja, obrade i objavljivanja informacija o trgovanju, došlo je do fragmentacije na tržištu podataka o trgovanju jer investicijska društva mogu prema odredbama MiFID-a sama odlučiti putem kojeg će medija objaviti informacije o izvršenim transakcijama. Tako investicijsko društvo može objaviti podatke o trgovanju putem: (i) sustava bilo kojeg uređenog tržišta na kojem je dionica uvrštena ili MTP-a na kojem se trguje predmetnom dionicom, (ii) sustava treće strane ili (iii) putem vlastitih sustava.⁶⁷⁷ Posljedica takve odredbe je smanjenje cjenovne transparentnosti. Studija CESR-a navodi da je opći dojam glede kvalitete transparentnosti podataka od uvođenja MiFID-a izrazito negativan, a naročito izražen u zemljama u kojima je donedavno sve informacije vezane uz trgovanje dionicama objavljivala burza, tj. u zemljama koje su imale

⁶⁷⁶ CESR (2009) *Impact of MiFID on equity secondary markets functioning*, 10. lipnja 2009., str. 18.

⁶⁷⁷ Korišten prijevod iz čl. 3(8) Zakona o tržištu kapitala, NN 88/08, 146/08, 74/09, preuzet iz čl. 28(3a) Direktive 2004/39/EC.

monopol burzi, koje ističu i pozitivnu nadzornu i korektivnu ulogu burzi.⁶⁷⁸ Također, kritizira se površnost investicijskih društava u objavljivanju podataka: (i) krive decimale ili krivo izražena valuta kod objavljivanja podataka o izvršenim transakcijama, (ii) prekasno ispravljanje pogrešno objavljenih podataka o izvršenim transakcijama, (iii) prekasno objavljivanje informacija o izvršenim transakcijama (korištenje limita od 3 minute kao pravilo umjesto kao iznimka), (iv) pogrešno dvostruko objavljivanje izvršenih transakcija, (v) nepostojanje standardiziranih formata za objavljivanje izvršenih transakcija.⁶⁷⁹

Stručna radna skupina za europsko tržište kapitala, ESME, izradila je analizu o dostupnosti podataka o izvršenim transakcijama vrijednosnih papira u EU-u.⁶⁸⁰ Analiza je pokazala da nema dokaza o povećanju cijena dostupnosti podataka nakon uvođenja MiFID-a, ali s obzirom na problem nastanka fragmentiranosti tržišta podataka o trgovanju, nastao je i problem za male korisnike, kojima su znatno povećani fiksni troškovi. Oni moraju, da bi dobili potpuni pregled trgovanja na tržištu, koristiti više izvora, što znatno povećava njihove troškove u usporedbi s velikim tvrtkama.

Zanimljivo je da niti jedna prethodno obrađena studija, *ex ante* i *ex post* nije uzela u obzir mogućnost vrlo problematičnog negativnog učinka MiFID-a – fragmentacije informacija koja se dogodila s uvođenjem konkurencije na tržište podataka o trgovanju. Čak suprotno, isticano je da će konkurencija dovesti do veće (opće) transparentnosti i integriranih tržišta. Lannoo je u ožujku 2007. pisao o potencijalnom problemu: "*Otvaranje tržišta podataka o trgovanju, predviđeno MiFID-om, postavlja pitanje mogu li podaci biti adekvatno konsolidirani i dovoljne kvalitete, ili će informacije postati prefragmentirane, i na taj način štetiti cjenovnoj transparentnosti i implementaciji najpovoljnijeg izvršavanja naloga za klijenta.*"⁶⁸¹ CESR upozorava da bi fragmentacija tržišta podataka o trgovanju, kao posljedica odredbi MiFID-a, mogla naštetiti ukupnom cilju MiFID-a o postizanju veće transparen-

⁶⁷⁸ *Ibid.*, str. 26.

Kritički stav bio je jasno izražen i na konferenciji *MiFID: One Year On* održanoj 13. studenoga 2008. u Bruxellesu od strane svih sudionika tržišta.

⁶⁷⁹ *Ibid.*, str. 27.

⁶⁸⁰ European Securities Markets Expert Group (2009) *Fact finding regarding the availability of post-trade data in equities in the EU*, 19. ožujka 2009., u CESR (2009) *Impact of MiFID on equity secondary markets functioning*, 10. lipnja 2009., str. 28.

⁶⁸¹ Lannoo, K. (2007) *Financial Market Data and MiFID*, ECMI Policy Brief, ožujak 2007., str. 1.

tnosti na tržištu kapitala.⁶⁸² "Podaci o trgovanju, objavljeni kroz različite izvore moraju biti pouzdani i u formatu kojeg se može lako konsolidirati, te biti dostupni po razumnoj cijeni."⁶⁸³

⁶⁸² Stavovi ispitanika su suprotstavljeni: jedni smatraju da treba uvesti američki pristup obvezne konsolidacije podataka, dok drugi tvrde da bi takva intervencija bila skupa i naštetila razvoju inovacija, te da treba prepustiti tržištu da samo riješi trenutni poremećaj.

⁶⁸³ CESR (2009) *Impact of MiFID on equity secondary markets functioning*, 10. lipnja 2009., str. 28.

LITERATURA

- Acharya, V., Borchert, L., Jager, M., Steffen, S. (2020) *Euro area bank bailout policies after the global financial crisis sowed seeds of the next crisis*, CEPR Policy Portal, 10th August 2020, <https://voxeu.org/article/euro-area-bank-bailout-policies-after-global-financial-crisis-sowed-seeds-next-crisis>
- Allen, F., Carletti, E. (2010) *An Overview of the Crisis: Causes, Consequences, and Solutions*, 10(1) International Review of Finance, str. 1–26, <https://doi.org/10.1111/j.1468-2443.2009.01103.x>
- Allen, F., Carletti, E., Gulati, M. (ur.) (2018) *Institutions and the Crisis*, European University Institute, Robert Schuman Center for Advanced Studies, dostupno na: https://cadmus.eui.eu/bitstream/handle/1814/58084/Institutions-and-the-Crisis_2018.pdf?sequence=1&isAllowed=y
- Amstad, M. (2019) *Regulating Fintech: Objectives, Principles, and Practices*, October 18, 2019, dostupno na: <https://ssrn.com/abstract=3491982>

- Armour, J., Awrey, D., Davies, P., Enriques, L., Gordon, J. N., Mayer, C., Payne, J. (2016) *Principles of Financial Regulation*, Oxford University Press, Oxford.
- Arner, D., Barberis, J., Buckley, R. (2016) *The Evolution of Fin-Tech: A New Post-Crisis Paradigm?*, 47 *Georgetown Journal of International Law*, str. 1271–1320.
- Bajakić, I. (2020) *Transformation of financial regulatory governance through innovation facilitators - Case study of Innovation hub in Croatian capital markets*, u Duić, D., Petrašević, T. (ur.) *EU and comparative Law Issues and Challenges, EU 2020 – Lessons from the past and solutions for the future*, vol. 4, Josip Juraj Strossmayer University of Osijek, Faculty of Law Osijek, str. 917–946, <http://doi.org/10.25234/eclic>
- Bajakić, I. (2013) *Nove ovlasti europskih financijskih regulatornih agencija – slučaj ESME*, u Miladin, P., Jakšić, T. (ur.) *Prilogodba hrvatskog prava i ekonomije europskom tržištu kapitala*, zbornik radova, Pravni fakultet Sveučilišta u Zagrebu, Zagreb, str. 1–26.
- Bajakić, I. (2013) *Razvoj regulatornih agencija uvjetovan gospodarskim ciklusima s osvrtom na američku i europsku regulaciju tržišta kapitala*, u Koprić, I., Musa, A., Đulabić, V. (ur.) *Agencije u Hrvatskoj*, Institut za javnu upravu, Zagreb, str. 55–78.
- Bajakić, I. (2010) *Razvoj i učinci regulatornih agencija u SAD-u: Uspješan model za Europu?*, 60(2) *Zbornik Pravnog fakulteta u Zagrebu*, str. 495–527.
- Bajakić, I., Bajakić, R. (2010) *Financijska kriza i nova regulacija*, 10(3) *Hrvatska pravna revija*, str. 56–66.
- Bajakić, I., Božina Beroš, M. (ur.) (2021) *EU Financial Regulation and Markets - Beyond Fragmentation and Differentiation*, Jean Monnet Module International Scientific Conference, Zagreb, 26-27 November 2020, Conference Proceedings, Faculty of Law University of Zagreb, Zagreb.
- Bajakić, I., Božina Beroš, M. (2017) *Examining Agency Governance in the EU Financial Sector – A Case-Study of ESMA*, 30(1) *Ekonomska istraživanja*, str. 1743–1757, <https://doi.org/10.1080/1331677X.2017.1383170>
- Bajakić, I., Lalićević, N. (2015) *Bankovna unija i nova regulacija u procesu sanacije financijskih institucija u EU s osvrtom na Republiku Hrvatsku*, 54(6) *Pravo u gospodarstvu*, str. 1319–1342.

- Baldwin, R., Cave, M., Lodge, M. (2010) (ur.) *The Oxford Handbook of Regulation*, Oxford University Press, Oxford.
- Barnes, I. R. (1942) *The Economics of Public Utility Regulation*, Yale University, Crofts & Co., New York.
- Becht, M., Bolton, P., Roell, A. (2005) *Corporate Governance and Control*, Working Paper Nr. 02/2002., updated 8/2005, ECGI Working Paper Series in Finance, dostupno na: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=343461
- Becht, M., Jenkinson, T., Mayer, C. (2005) *Corporate Governance: An Assessment*, 21(2) Oxford Review of Economic Policy, str. 155–163.
- Becht, M., Mayer, C. (2004) *Corporate Governance in Europe: Competition versus Harmonisation*, u Boria, C., Hunter, W. C, Kaufman, G., Tsatsarouis, K. (ur.) *Market Discipline Across Countries and Industries*, MIT Press, Cambridge, Massachusetts, str. 255–267.
- Beck, T., Demirgüç-Kunt, A., Levine, R. (2000) *A New Database for Financial Development and Structure*, 14(3) World Bank Economic Review, str. 597–604.
- Beck, T., Levine, R. (2002) *Industry Growth and Capital Allocation: Does having a market- or bank-based system matter?*, 64 Journal of Financial Economics, str. 147–180.
- Becker, G. S. (1983) *A Theory of Competition among Pressure Groups for Political Influence*, 98(3) The Quarterly Journal of Economics, str. 371–400, <https://doi.org/10.2307/1886017>
- Bernstein, M. H. (1955) *Regulating Business by Independent Commission*, Princeton University Press, Princeton, New Jersey.
- Bhatia, A., Mitra, S., Weber, A., Aiyar, S., de Almeida, L., Cervo, C., Santos, A., Gudmundsson, T. (2019) *A Capital Market Union for Europe*, International Monetary Fund, European Department, Staff Discussion Notes No. 19/07, dostupno na: <https://www.imf.org/en/Publications/Staff-Discussion-Notes/Issues/2019/09/06/A-Capital-Market-Union-For-Europe-46856>
- Black, J. (2015) *Regulatory Styles and Supervisory Strategies*, u Moloney, N., Ferran, E., Payne, J. (ur.) *The Oxford Handbook of Financial Regulation*, Oxford University Press, str. 217–253.
- Black, J., Hashimzade, N., Myles, G. (ur.) (2009) *Dictionary of Economics*, Oxford Reference Online, Oxford University Press.

- Bonbright, J. C. (1961) *Principles of Public Utility Rates*, Columbia University Press, New York.
- Boria, C., Hunter, W. C., Kaufman, G., Tsatsarouis, K. (ur.) (2004) *Market Discipline Across Countries and Industries*, MIT Press, Cambridge, Massachusetts.
- Bouckaert, B., De Geest, G. (ur.) (2000) 3(5940) *Encyclopedia of Law and Economics*, Edward Elgar, Cheltenham.
- Božina Beroš, M. (2019) *The ECB's accountability within the SSM framework: Mind the (transparency) gap*, 26(1) Maastricht Journal of European and Comparative Law, str. 122–135, dostupno na: <https://journals.sagepub.com/doi/pdf/10.1177/1023263X18822790>
- Božina Beroš, M. (2017) *Ekonomska i monetarna unija nakon krize – odabrane teme*, Sveučilište J. Dobrile u Puli, Pula.
- Brescia Morra, C. (2019) *The Third Pillar and the Banking Union and its troubled implementation*, u Chiti, M., Santoro, V. (ur.) *The Palgrave Handbook of European Banking Union Law*, Palgrave Macmillan, Cham, str. 393–407.
- Brunnermeier, M., Crocket, A., Goodhart, C., Persaud, A. D., Shin, H. (2009) *The Fundamental Principles of Financial Regulation*, International Center for Monetary and Banking Studies (ICMB), Centre for Economic Policy Research (CEPR), dostupno na: <https://www.princeton.edu/~markus/research/papers/Geneva11.pdf>
- Bruno, B., Carletti, E. (2019) *The next SSM term: Supervisory challenges ahead Banking Union Scrutiny*, Economic Governance Support Unit, Directorate-General for Internal Policies PE 634.387, March 2019, In-Depth Analysis Requested by the ECON Committee, European Parliament, dostupno na: [https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/IDAN/2019/634387/IPOL_IDA\(2019\)634387_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/IDAN/2019/634387/IPOL_IDA(2019)634387_EN.pdf)
- Business Insider (2016) *Crowdfunding is growing up – SyndicateRoom just partnered with the London Stock Exchange*, 14th March 2016, <https://www.businessinsider.com/syndicate-room-get-intermediary-status-with-london-stock-exchange-2016-3>
- Cambridge Centre for Alternative Finance (2020) *The Global Alternative Finance Market Benchmarking Report Trends, Opportunities and Challenges for Lending, Equity, and Non-Investment Alternative Finance Models*, <https://www.jbs.cam.ac.uk/>

- wp-content/uploads/2020/08/2020-04-22-ccaf-global-alternative-finance-market-benchmarking-report.pdf
- Cambridge Centre for Alternative Finance (2018) *Guide to promoting financial & regulatory innovation – Insights from the UK*, University of Cambridge Judge Business School, Zhejiang University, dostupno na: https://www.jbs.cam.ac.uk/fileadmin/user_upload/research/centres/alternative-finance/downloads/2018-06-ccaf-whitepaper-guide-to-promoting-financial-regulation-innovation.pdf
- Cambridge Centre for Alternative Finance, Academy of Internet Finance of Zhejiang (2018) *The Future of Finance is Emerging: New Hubs, New Landscapes Global Fintech Hub Report*, dostupno na: <https://www.jbs.cam.ac.uk/wp-content/uploads/2020/08/2018-ccaf-global-fintech-hub-report-eng.pdf>
- Carlin, W., Mayer, C. (2003) *Finance, Investment and Growth*, 69(1) *Journal of Financial Economics*, str. 191–226.
- Carlin, W., Mayer, C. (1999) *How Do Financial Systems Affect Economic Performance?*, *Oxford Economic Papers*, University College London and Said Business School, University of Oxford, str. 1–30, dostupno na: https://www.researchgate.net/publication/24126925_How_Do_Financial_Systems_Affect_Economic_Performance
- Cecchetti, S., Schoenholtz, K. (2020) *The euro area in the age of COVID-19*, CEPR Policy Portal, 22nd May 2020, <https://voxeu.org/article/euro-area-age-covid-19>
- CEPS (2008) *Concrete Steps Towards More Integrated Financial Oversight: The EU's Policy Response to the Crisis*, CEPS Task Force Report, Centre for European Policy Studies, Brussels.
- CESR (2009) *Impact of MiFID on equity secondary markets functioning*, 10. lipnja 2009., dostupno na: <https://www.esma.europa.eu/document/report-impact-mifid-equity-secondary-markets-functioning>
- CESR (2007) *A proposed evolution of EU securities supervision beyond 2007*, CESR 07-783, studeni 2007.
- CESR (2004) *Preliminary Progress Report: Which supervisory tools for the EU securities markets? An analytical paper by CESR*, listopad 2004.
- Chew, D. H. (ur.) (1993) *The New Corporate Finance: Where Theory Meets Practice*, McGraw-Hill, New York.
- Chiti, M., Santoro, V. (ur.) (2019) *The Palgrave Handbook of European Banking Union Law*, Palgrave Macmillan, Cham.

- Claessens, S., Kose, M., Laeven, L., Valencia, F. (ur.) (2014) *Financial Crises Causes, Consequences, and Policy Responses*, International Monetary Fund, Washington DC, dostupno na: <https://www.elibrary.imf.org/view/IMF071/20264-9781475543407/20264-9781475543407/ch01.xml?language=en&redirect=true>
- Coase, R. H. (1959) *The Federal Communications Commission*, 2 Journal of Law and Economics, str. 1–40.
- Committee for the study of Economic and Monetary Union, Jacques Delors, Chairman (1989) *Report on Economic and Monetary Union in the European Community*, Presented April, 17, 1989, dostupno na: https://aei.pitt.edu/1007/1/monetary_delors.pdf.
- Conway, P. (2006) *The International Monetary Fund in a Time of Crisis: The International Financial System, Stabilization, and Development*, 44(1) Journal of Economic Literature, str. 115–144.
- Council (2008) *Council conclusions on the EU Supervisory Framework and Financial Stability Arrangements*, 15. svibnja 2008., Brussels, <http://register.consilium.europa.eu/pdf/en/08/st08/st08515-re03.en08.pdf>
- Council – Commission of the European Communities (1970) *Report to the Council and the Commission on the realisation by stages of Economic and Monetary Union in the Community – "Werner Report"*, Supplement to Bulletin 11 – 1970, dostupno na: https://ec.europa.eu/economy_finance/publications/pages/publication6142_en.pdf.
- Council, General Secretariat (2018) *Euro Summit Meeting – Statement*, Brussels, 29 June 2018 (OR. en) EURO 502/18, dostupno na: <https://www.consilium.europa.eu/media/35999/29-euro-summit-statement-en.pdf>
- Council of the EU (2021) *Capital Markets Recovery Package: Council adopts first set of measures to help companies access funding*, Press Release 86/21, 15/02/2021, dostupno na: <https://www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2021/02/15/capital-markets-recovery-package-council-adopts-first-set-of-measures-to-help-companies-access-funding/pdf>
- Council of the European Union (2019) *Conclusions*, Brussels, 5 December 2019, dostupno na: <https://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-14815-2019-INIT/en/pdf>

- Crafts, N. (1992) *Productivity Growth Reconsidered*, 7(15) Economic Policy, str. 387–426.
- Dalić, M. (2002) *Usporedna analiza hrvatskog financijskog sustava i financijskih sustava tranzicijskih zemalja*, 12(92) Privredna kretanja i ekonomska politika, str. 27–52.
- Darvas, Z. (2017) *Regional and global financial safety nets: the recent European experience and its implications for regional co-operation in Asia*, Bruegel, Working Paper, Issue 06, dostupno na: https://www.bruegel.org/wp-content/uploads/2017/04/WP-2017_06Conduit.pdf
- Davis, K. C. (1958) *Administrative Law Treatise*, West, St. Paul.
- De Larosière Group (2009) *Report of the High Level Group on Financial Supervision in the EU*, Brussels, 25. veljače 2009., dostupno na: https://ec.europa.eu/economy_finance/publications/pages/publication14527_en.pdf
- Deloitte (2020) *Modernizing legacy banking systems - Practical advice to help banks succeed at core and application modernization*, dostupno na: <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/us/Documents/financial-services/us-fsi-modernizing-legacy-systems-in-banking.pdf>
- Demirgüç-Kunt, A., Kane, E. J. (2002) *Deposit Insurance Around the Globe: Where Does It Work?*, 16(2) Journal of Economic Perspectives, str. 175–195.
- Demirgüç-Kunt A., Levine, R. (1999) *Bank-Based and Market Based Financial Systems: Cross-Country Comparisons*, World Bank Working Paper, No. 2143, str. 1–72.
- Demsetz, H. (1968) *Why Regulate Utilities?*, 11(1) Journal of Law and Economics, str. 55–65.
- Derthick, M., Quirk, P. J. (1985) *The Politics of Regulation*, The Brookings Institution, Washington, D.C.
- Dunlop, C. A., Radaelli, C. M. (ur.) (2016) *Handbook of regulatory impact assessment*, Edward Elgar Publishing, Cheltenham, Northampton, <https://doi.org/10.4337/9781782549567.00013>.
- Ecofin Council (2000) *Regulation of European Securities Markets – Terms of Reference for the Committee of Wise Men*, 17. srpnja 2000.
- Edwards, J., Ogilvie, S. (1996) *Universal Banks and German Industrialization: A Reappraisal*, 49(3) The Economic History Review, str. 427–446.

- Egeberg, M., Trondal, J. (2016) *Agencification of the EU Administration: Connecting the Dots*, TARN Working Paper, No.1/2016. Faculty of Law, Maastricht.
- Ehrenberg, R. G. (1979) *The Regulatory Process and Labor Earnings*, Academic Press, New York.
- Eisenhardt, K. M. (1989) *Agency Theory: An Assessment and Review*, 14(1) *Academy of Management Review*, str. 57–74.
- Europe Economics (2009) *Study of the Cost of Compliance with Selected FSAP Measures*, 5. siječnja 2009., dostupno na: <https://www.ebf.eu/wp-content/uploads/2017/01/D1105A-2012-Study-on-the-Cost-of-Compliance-with-Selected-FSAP-Measures-Final-Report-by-Europe-Economics-2009.pdf>
- Europe Economics (2007) *The Impact of the New Financial Services Framework - Part I*, ožujak 2007.
- Europe Economics (2006) *The Benefits of MiFID: A Report for the Financial Services Authority by Europe Economics*, 4. travnja 2006.
- European Banking Authority (2020) *Single Rulebook Q&A*, dostupno na: <https://www.eba.europa.eu/single-rule-book-qa>
- European Banking Authority (2020) *The Single Rulebook*, dostupno na: <https://www.eba.europa.eu/regulation-and-policy/single-rulebook>
- European Banking Authority (2020) *EBA Report on Financial Education, 2019/2020* EBA/Rep/2020/12, dostupno na: https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/document_library/Consumer%20Corner/Financial%20education/EBA%20Financial%20Education%20Report%202019-2020%20-%20FINAL%20-%20Combined.pdf
- European Banking Authority (2020) *European Forum for Innovation Facilitators*, dostupno na: <https://esas-joint-committee.europa.eu/Pages/Activities/EFIF/European-Forum-for-Innovation-Facilitators.aspx>
- European Banking Authority (2020) *Report on the recent trends on Big Data and Advanced Analytics*, January 2020, EBA/REP/2020/01, dostupno na: https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/document_library//Final%20Report%20on%20Big%20Data%20and%20Advanced%20Analytics.pdf
- European Banking Authority (2018) *Report on the impact of Fin-Tech on incumbent credit institutions' business models*, dostupno na: <https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/>

files/documents/10180/2270909/1f27bb57-387e-4978-82f6-ecc725b51941/Report%20on%20the%20impact%20of%20Fintech%20on%20incumbent%20credit%20institutions%27%20business%20models.pdf

European Banking Authority (2018) *Report on the prudential risks and opportunities arising for institutions from FinTech*, dostupno na: <https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/documents/10180/2270909/02c7859f-576e-421e-b243-a145c0eaa131/Report%20on%20prudential%20risks%20and%20opportunities%20arising%20for%20institutions%20from%20FinTech.pdf>

European Central Bank (2020) *Financial intermediation and technology: What's old, what's new?*, Working Paper Series, No 2438 / July 2020, dostupno na: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp2438-d0d447b9b6.en.pdf>

European Central Bank (2018) *SSM Supervisory Manual European banking supervision: functioning of the SSM and supervisory approach*, Frankfurt, March 2018, dostupno na: <https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssm.supervisory-manual201803.en.pdf?42da4200dd38971a82c2d15b9eb-c0e65>

European Central Bank (2012) *Speech by Mario Draghi*, President of the European Central Bank at the Global Investment Conference in London, 26 July 2012, dostupno na: <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp120726.en.html>

European Central Bank (2009) *Financial Integration in Europe*.

European Central Bank: Scheubel, B., Stracca, L. (2016) *What do we know about the global financial safety net? Rationale, data and possible evolution*, Occasional Paper Series No. 177, September 2016, <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecbop177.en.pdf>

European Commission (2020) *A Capital Markets Union for people and businesses-new action plan*, Brussels, 24.9.2020 COM(2020) 590 final, dostupno na: https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:61042990-fe46-11ea-b44f-01aa-75ed71a1.0001.02/DOC_1&format=PDF

European Commission (2020) *Communication from the Commission to the European Parliament, the Council and the European Central Bank Tackling non-performing loans in the aftermath of*

- the COVID-19 pandemic*, Brussels, 16.12.2020 COM(2020) 822 final, dostupno na: https://ec.europa.eu/finance/docs/law/201216-communication-non-performing-loans_en.pdf
- European Commission (2020) *Digital Finance Strategy for the EU*, Brussels, 24.9.2020 COM(2020) 591 final, dostupno na: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52020DC0591&from=EN>
- European Commission (2020) *Europe's moment: Repair and Prepare for the Next Generation*, Brussels, 27.5.2020 COM(2020) 456 final, dostupno na: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52020DC0456&from=EN>
- European Commission (2020) *Retail Payments Strategy for the EU*, Brussels, 24.9.2020 COM(2020) 592 final, dostupno na: <https://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/1/2020/EN/COM-2020-592-F1-EN-MAIN-PART-1.PDF>
- European Commission (2019) *Communication from the Commission to the European Parliament, the European Council, the Council and the European Central Bank: Deepening Europe's Economic and Monetary Union: Taking stock four years after the Five Presidents' Report European Commission's contribution to the Euro Summit on 21 June 2019*, Brussels, 12.6.2019 COM(2019) 279 final, dostupno na: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52019DC0279&from=EN>
- European Commission (2018) *Action Plan: Financing Sustainable Growth*, Brussels, 8.3.2018 COM(2018) 97 final, dostupno na: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52018DC0097&from=EN>
- European Commission (2018) *FinTech Action plan: For a more competitive and innovative European financial sector*, Brussels, 8.3.2018 COM(2018) 109 final, dostupno na: https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:6793c578-22e6-11e8-ac73-01aa75ed71a1.0001.02/DOC_1&format=PDF
- European Commission (2018) *FinTech: Commission takes action for a more competitive and innovative financial market*, Press Release, Brussels, 8 March 2018, dostupno na: https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/IP_18_1403
- European Commission (2017) *Communication from the Commission to the European Parliament, the European Council, the*

Council and the European Central Bank: Further steps towards completing Europe's Economic and Monetary Union: a Roadmap, Brussels, 6.12.2017 COM(2017) 821 final, dostupno na: https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/economy-finance/com_2017_821.pdf

European Commission (2017) *Communication to the European Parliament, the Council, the European Central Bank, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions on completing the Banking Union*, Brussels, 11.10.2017 COM(2017) 592 final, dostupno na: <https://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/1/2017/EN/COM-2017-592-F1-EN-MAIN-PART-1.PDF>

European Commission (2017) *Mid-Term Review of the Capital Markets Union Action Plan*, Brussels, 8.6.2017 COM(2017) 292 final, dostupno na: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52017DC0292&from=EN>

European Commission (2017) *President Jean-Claude Juncker's State of the Union Address 2017*, 13th September 2017, dostupno na: https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/SPEECH_17_3165

European Commission (2015) *Action Plan on Building a Capital Markets Union*, COM(2015) 468 final, Brussels, dostupno na: <https://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/1/2015/EN/1-2015-468-EN-F1-1.PDF>

European Commission (2015) *A European Deposit Insurance Scheme (EDIS) – Frequently Asked Questions*, 24 November 2015, dostupno na: https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/hr/MEMO_15_6153

European Commission (2015) *A stronger Banking Union: New measures to reinforce deposit protection and further reduce banking risks*, Strasbourg, 24 November 2015, dostupno na: https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/IP_15_6152

European Commission (2015) *Completing Europe's Economic and Monetary Union*, 22 June 2015, dostupno na: https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/5-presidents-report_en.pdf

European Commission (2015) *Green Paper: Building a Capital Markets Union*, COM(2015) 63 final, Brussels, dostupno na: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52015DC0063&from=EN>

- European Commission (2013) *Legislative package for banking supervision in the Eurozone – frequently asked questions*, Memo, Brussels/Strasbourg, September 12, 2013, dostupno na: https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/MEMO_13_780
- European Commission (2012) *Communication from the Commission: A Blueprint for a Deep and genuine Economic and Monetary Union - Launching a European Debate*, November 2012, Brussels, 28.11.2012, COM(2012) 777 final/2, dostupno na: <https://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2012:0777:FIN:EN:PDF>
- European Commission (2012) *Communication from the Commission to the European Parliament and the Council – A Roadmap towards a Banking Union*, COM(2012) 510 final, Brussels, September, 12, 2012., dostupno na: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52012DC0510&from=EN>.
- European Commission (2009) *Commission adopts legislative proposal to strengthen financial supervision in Europe*, IP/09/1347, Brussels, 23. rujna 2009.
- European Commission (2009) *Communication from the Commission – European financial supervision*, Impact Assessment, dostupno na: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52009SC0716&from=EN>
- European Commission (2009) *Communication from the Commission: European Financial Supervision*, COM(2009) 252 final, Brussels, 27. svibnja 2009., dostupno na: <https://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2009:0252:FIN:EN:PDF>
- European Commission (2009) *Communication for the Spring European Council: Driving European recovery*, COM(2009) 114 final, Brussels, 4. ožujka 2009., dostupno na: <https://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2009:0114:FIN:EN:PDF>
- European Commission (2009) *Economic Crisis in Europe: Causes, Consequences and Responses*, European Economy 7, dostupno na: https://ec.europa.eu/economy_finance/publications/pages/publication15887_en.pdf.
- European Commission (2009) *European Financial Integration Report 2008*.

- European Commission (2008) *Emerging trends in the European equity market*, 4. studenoga 2008.
- European Commission (2007) *Review of the Lamfalussy process: Strengthening supervisory convergence*, Communication from the Commission, COM(2007) 727, 20. studenoga 2007., dostupno na: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2007:0727:FIN:EN:PDF>
- European Commission (2005) *EU financial services for the next five years*, 5. prosinca 2005., dostupno na: https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/IP_05_1529
- European Commission (2005) *FSAP Evaluation – Part I: Process and Implementation*, 7. studenoga 2005.
- European Commission (2005) *Green Paper on Financial Services Policy (2005-2010)*, COM (2005) 177, 3. svibnja 2005., dostupno na: https://www.iasplus.com/en/binary/europe/green_en.pdf
- European Commission (2005) *Results of the Commission's "Exchange of views on Financial Services Policy 2005-2010"*, Brussels, 18. srpnja 2005.
- European Commission (2005) *White Paper - Financial Services Policy 2005 - 2010*, 5. prosinca 2005., dostupno na: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52005DC0629&from=EN>
- European Commission (2005) *Impact Assessment - Annex II to the White Paper on Financial Services Policy 2005 - 2010*, COM(2005)629 final, 1. prosinca 2005.
- European Commission (2004) *Application of the Lamfalussy Process to the EU Securities Markets Legislation: A Preliminary assessment by the Commission services*, 15. studenoga 2004.
- European Commission (2000) *Green Paper: Upgrading the Investment Service Directive*, COM(2000)729, 16. studenoga 2000.
- European Commission (1999) *Financial Services: Implementing Framework for Financial Markets: Action Plan*, COM(1999)232, 11. svibnja 1999.
- European Commission (1998) *Communication of the Commission Financial Services: Building a Framework for Action*, 28. listopada 1998.
- European Commission (1990) *One Market, One Money: An evaluation of the potential benefits and costs of forming an econo-*

mic and monetary union, Study of the Directorate-General for Economic and Financial Affairs, No. 44, October 1990, dostupno na: https://ec.europa.eu/economy_finance/publications/pages/publication7454_en.pdf

European Council (2012) *Euro Area Summit Statement*, 29 June 2012, Brussels, dostupno na: https://www.bankingsupervision.europa.eu/about/milestones/shared/pdf/2012-06-29_euro_area_summit_statement_en.pdf.

European Council, The President (2012) *Towards a genuine Economic and Monetary Union*, Report by President of the European Council Herman Van Rompuy, Brussels, 26 June 2012, EUCO 120/12, PRESSE 296, PR PCE 102, dostupno na: https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/de/PRES_12_296

European Council (2009) *Presidency Conclusions of the Brussels European Council*, 18. – 19. lipnja 2009., dostupno na: <https://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST%2011225%202009%20REV%202/EN/pdf>

European Council (2009) *Presidency Conclusions of the Brussels European Council*, 19. – 20. ožujka 2009., dostupno na: http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/en/ec/106809.pdf

European Council (1998) *Presidency Conclusions*, 15. – 16. lipnja 1998., dostupno na: https://www.consilium.europa.eu/ueDocs/cms_Data/docs/pressData/en/ec/54315.pdf.

European Economic Community, Commission, Segre, C. (1966) *The Development of a European Capital Market – Report of a Group of Experts appointed by the EEC Commission*, November 1966, EU Commission - Working Document, dostupno na: http://aei.pitt.edu/31823/1/Dev_Eur_Cap_Mkt_1966.pdf.

European Parliament (2012) *Towards a genuine Economic and Monetary Union European Parliament resolution of 20 November 2012 with recommendations to the Commission on the report of the Presidents of the European Council, the European Commission, the European Central Bank and the Eurogroup "Towards a genuine Economic and Monetary Union" (2012/2151(INI)), P7_TA(2012)0430*, Introduction, dostupno na: https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/TA-7-2012-0430_EN.pdf.

- European Securities Markets Expert Group (2009) *Fact finding regarding the availability of post-trade data in equities in the EU*, 19. ožujka 2009., u CESR (2009) *Impact of MiFID on equity secondary markets functioning*, 10. lipnja 2009.
- European Stability Mechanism (2020) *2010-2020 A decade supporting euro area stability: the EFSF and ESM*, dostupno na: https://www.esm.europa.eu/sites/default/files/web_10years_1005.pdf
- European Stability Mechanism (2020) *Annual Report 2019, Luxembourg: Publications Office of the European Union*, dostupno na: <https://www.esm.europa.eu/sites/default/files/esm-annual-report-2019.pdf>
- European Stability Mechanism (2020) *Lessons from Financial Assistance to Greece - Independent Evaluation Report*, Luxembourg: Publications Office of the European Union, 2020., dostupno na: <https://www.esm.europa.eu/sites/default/files/lessons-financial-assistance-greece.pdf>
- European Stability Mechanism (2020) *The crisis in Greece: missteps and miscalculations*, Luxembourg: Publications Office of the European Union, 2020., dostupno na: <https://www.esm.europa.eu/sites/default/files/esmdp9.pdf>
- European Stability Mechanism (2020) *The Reform of the European Stability Mechanism*, Luxembourg: Publications Office of the European Union, dostupno na: <https://www.esm.europa.eu/sites/default/files/dp14.pdf>
- European Stability Mechanism (2019) *Safeguarding the euro in times of crisis - The inside story of the ESM*, Luxembourg: Publications Office of the European Union, dostupno na: <https://www.esm.europa.eu/sites/default/files/safeguarding-euro-times-crisis-inside-story-esm.pdf>
- European supervisory authorities: European Security and Markets Authority, European Banking Authority, European Insurance and Occupational Pensions Authority (2019) *Report – FinTech: Regulatory sandboxes and innovation hubs*, ESMA, EBA and EIOPA, JC 2018 74, 2019, dostupno na: <https://eba.europa.eu/documents/10180/2545547/JC+2018+74+Joint+Report+on+Regulatory+Sandboxes+and+Innovation+Hubs.pdf>
- Europska komisija (2020) *Komunikacija Komisije o strategiji za digitalne financije za EU*, Bruxelles, 24.9.2020. COM(2020) 591 final, dostupno na: <https://eur-lex.europa.eu>

pa.eu/legal-content/HR/TXT/PDF/?uri=CELEX:52020D-C0591&from=EN

- Europska komisija (2014) *Bankarska unija: obnova financijske stabilnosti u europodručju*, Bruxelles, 15. travnja 2014.
- Europsko vijeće (2020) *Infografika – kako funkcionira jedinstveni sanacijski mehanizam*, dostupno na: <https://www.consilium.europa.eu/media/34002/srf-thumbnail-hr.jpg>
- Europsko vijeće (2014) *Bankovna unija – Relevantni zaključci Europskog vijeća, 2012. – 2014.*, dostupno na: <https://www.consilium.europa.eu/media/21540/sn04481hr14.pdf>
- Feldstein, M. (1998) *Refocusing The IMF*, 77(2) Foreign Affairs, str. 20–33.
- Felton, A., Reinhart, C. (ur.) (2008) *Prva globalna financijska kriza 21. stoljeća*, VoxEU.org, Centar za istraživanje ekonomske politike, CEPR, Novum, Zagreb.
- Ferran, E. (2015) *Institutional Design: The Choices for National Systems*, u Moloney, N., Ferran, E., Payne, J. (ur.) *The Oxford Handbook of Financial Regulation*, Oxford University Press, str. 97–128.
- Ferran, E. (2010) *Understanding the new institutional architecture of EU financial market supervision*, 20. prosinca 2010., https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1701147
- Ferran, E. (2004) *Building an EU Securities Market*, Cambridge University Press, Cambridge.
- Ferran, E., Moloney, N., Hill, J., Coffee, J. (ur.) (2012) *The Regulatory Aftermath of the Global Financial Crisis*, Cambridge University Press, Cambridge.
- Ferrarini, G., Recine, F. (2006) *The MiFID and Internalisation*, u Ferrarini, G. i Wymeersch, E. (ur.) *Investor Protection in Europe: Corporate Law Making, the MiFID and Beyond*, Oxford University Press, Oxford, str. 236–270.
- Ferrarini, G., Wymeersch, E. (ur.) (2006) *Investor protection in Europe: regulatory competition and harmonization*, Oxford University Press, Oxford.
- FESE (2009) *Background note for the FESE comments to the European Commission note "Emerging Trends in the European Equity Market"*, studeni 2009.
- FESE (2008) *Response: CESR Call for Evidence on the Impact of MiFID on Secondary Markets Functioning*, 3. studenoga 2008.
- Financial Services Authority (2006) *The Overall impact of MiFID*, studeni 2006.

- Financial Stability Board (2019) *Fintech and market structure in financial services: Market development and potential financial stability implications*, Financial Stability Board, dostupno na: <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P140219.pdf>
- Financial Stability Board (2009) *Declaration on Strengthening the Financial System*, dostupno na: https://www.fsb.org/wp-content/uploads/london_summit_declaration_on_str_financial_system.pdf
- Financial Times (2020) *Revolut is the most hyped fintech in Europe. Can it grow up?*, May 6, 2020, dostupno na: <https://www.ft.com/content/7fa2a8ea-8e66-11ea-a8ec-961a33ba80aa>
- Financial Times (2019) *Wirecard: inside an accounting scandal*, February 7, 2019, dostupno na: <https://www.ft.com/content/d51a012e-1d6f-11e9-b126-46fc3ad87c65>
- Financial Times (2018) *Can "unicorns" save Stockholm's property market?*, 7th September 2018, dostupno na: <https://www.ft.com/content/05ba5504-ac46-11e8-8253-48106866cd8a>
- Financial Times (2009) *Jury still out on MiFID's impact*, 9. srpnja 2009.
- Fischer-Appelt, D. (2011) *The European Securities and Markets Authority: the beginnings of a powerful European securities authority?*, 5(1) Law and Financial Markets Review, str. 21–32.
- Folkerts-Landau, D., Lindgren, C. (1998) *Toward a Framework for Financial Stability*, IMF, Washington DC.
- Franks, J., Mayer, C. (2001) *Ownership and Control of German Corporations*, 14(4) The Review of Financial Studies, str. 943–977, <https://doi.org/10.1093/rfs/14.4.943>
- Franks, J., Mayer, C., Rossi, S. (2005) *Spending Less Time with the Family: The Decline of Family Ownership in the United Kingdom*, u Morck, R. K. (ur.) *The History of Corporate Governance around the World: Family Business Groups to Professional Managers*, University of Chicago Press, Chicago.
- Franks, J., Mayer, C., Wagner, H. F. (2005) *The Origins of the German Corporation - Finance, Ownership and Control*, Finance Working Paper Nr. 110/2005, European Corporate Governance Network, str. 1–54, dostupno na: <https://ecgi.global/working-paper/origins-german-corporation-finance-ownership-and-control>
- Fremdling, R., Tilly, R. (1976) *German Banks, German Growth and Econometric History*, 36(2) The Journal of Economic History, str. 416–424, <https://doi.org/10.1017/S0022050700081754>

- Frieden, J. (1996) *The impact of goods and capital market integration on European monetary politics*, 29(2) Comparative Political Studies, str. 193–222, dostupno na: <https://scholar.harvard.edu/files/jfrieden/files/impact.pdf>.
- Friend, I., Herman, E. (1965) *Professor Stigler Revisited: A Further Comment*, 38(1) The Journal of Business, str. 106–110.
- Friendly, H. J. (1962) *The Federal Administrative Agencies: The Need for Better Definition of Standards*, Harvard University Press, Cambridge, Massachusetts.
- Garcia, G. (1999) *Deposit Insurance: A Survey of Actual and Best Practices*, IMF Working Paper.
- Gerschenkron, A. (1962) *Economic Backwardness in Historical Perspective: A Book of Essays*, The Belknap Press, Cambridge, Massachusetts.
- Goodhart, C. A. (1999) *Myths about the Lender of Last Resort*, 2(3) International Finance, str. 339–360, dostupno na: <https://notendur.hi.is/ajonsson/kennsla2006/Myth-lender.pdf>
- Gortsos, C. V. (2019) *European Banking Union Within the System of European Banking and Monetary Law*, u Chiti, M., Santoro, V. (ur.) *The Palgrave Handbook of European Banking Union Law*, str. 19–40.
- Gortsos, C. V. (2019) *The role of deposit guarantee schemes (DGSs) in resolution financing*, EBI Working Paper Series, 28/03/2019 2019 – no. 37, dostupno na: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3361750
- Grossman, S. J., Hart, O. D. (1980) *Takeover Bids, the Free-rider Problem and the Theory of the Corporation*, 11(1) Bell Journal of Economics, str. 42–64, <https://doi.org/10.2307/3003400>
- Gual, J. (2021) *The post-COVID-19 recovery: What challenges and roadmap for the banking industry?*, CEPR Policy Portal, 27th January 2021, <https://voxeu.org/content/post-covid-19-recovery-what-challenges-and-roadmap-banking-industry>
- Gulija, B., Singh, D. (2021) *European Banking Union: Challenges and opportunities arising from its inception, architecture and environment*, u Bajakić, I., Božina Beroš, M. (ur.) *EU Financial Regulation and Markets - Beyond Fragmentation and Differentiation*, Jean Monnet Module International Scientific Conference, Zagreb, 26-27 November 2020, Conference Proceedings, Faculty of Law University of Zagreb, Zagreb, str. 14–42.

- Hardie, I., Howarth, D., Maxfield, S., Verdun, A. (2013) *Banks and the False Dichotomy in the Comparative Political Economy of Finance*, 65(4) *World Politics*, str. 691–728, <https://doi.org/10.1017/S0043887113000221>
- Harvard Law Review (2003) *NOTES: The Good, the Bad, and Their Corporate Codes of Ethics: Enron, Sarbanes-Oxley, and the Problems with Legislating Good Behavior*, str. 2123–2141.
- Healy, P. M., Palepu, K. G. (2003) *The Fall of Enron*, 17(2) *The Journal of Economic Perspectives*, str. 3–26.
- Hendricks, W. (1977) *Regulation and Labor Earnings*, 8 *Bell Journal of Economics and Management Science*, str. 483–496.
- Herzel (1951) *Public Interest and the Market in Color Television Regulation*, 18(4) *University of Chicago Law Review*, str. 802–816.
- High Level Forum on the Capital Markets Union (2020) *A new Vision for Europe's capital markets*, Final Report of the High Level Forum on the Capital Markets Union, June 2020, dostupno na: https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/business_economy_euro/growth_and_investment/document-s/200610-cmu-high-level-forum-final-report_en.pdf
- Howarth, D., Quaglia, L. (2016) *The Political Economy of European Banking Union*, Oxford University Press, New York.
- Hrvatska narodna banka (2015) *Financijski sustav RH*, dostupno na: <https://www.hnb.hr/temeljne-funkcije/financijska-stabilnost/uloge-i-suradnja/financijski-sustav-rh>.
- International Banker (2020) *Addressing the Problems of Legacy Banking Systems*, October 26, 2020, dostupno na: <https://internationalbanker.com/technology/addressing-the-problems-of-legacy-banking-systems>
- International Monetary Fund (2009) *Lessons of the Financial Crisis for Future Regulation of Financial Institutions and Markets and for Liquidity Management*, 4. veljače 2009.
- International Monetary Fund (2009) *The Perimeter of Financial Regulation*, IMF Staff Position Note.
- Jarrell, G. A. (1978) *The Demand for State Regulation of the Electric Utility Industry*, 21(2) *Journal of Law and Economics*, str. 269–295, <https://doi.org/10.1086/466921>
- Jedinstveni sanacijski odbor (2020) *Godišnje izvješće za 2019*, dostupno na: https://srb.europa.eu/sites/srbsite/files/2020.1709_en_hr_0.pdf

- Jensen, M. C., Meckling, W. H. (1976) *Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership structure*, 3(4) Journal of Financial Economics, str. 305–360, dostupno na: <http://ssrn.com/abstract=94043>
- Jordan, W. A. (1972) *Producer Protection, Prior Market Structure and the Effects of Government Regulation*, 15(1) Journal of Law and Economics, str. 151–176. <https://doi.org/10.1086/466732>
- Jovanić, T. (2019) *Uvod u ekonomsko pravo*, Pravni fakultet Univerziteta u Beogradu, Beograd.
- JP Morgan (2006) *MiFID Report II: Earnings as risk analysis: The threat to the integrated business model*, 12. rujna 2006.
- Juncker, J. C. (2014) *A New Start for Europe: My Agenda for Jobs, Growth, Fairness and Democratic Change. Political Guidelines for the Next European Commission*, Opening Statement in the European Parliament, Plenary Session President-elect of the European Commission Strasbourg, 22 October 2014, Strasbourg, dostupno na: <https://www.eesc.europa.eu/resources/docs/jean-claude-juncker---political-guidelines.pdf>
- Kahn, A. E. (1988) *The Economics of Regulation: Principles and Institutions*, The MIT Press, Cambridge, Massachusetts.
- Kalt, J. P. (1981) *The Economics and Politics of Oil Price Deregulation: Federal Policy in the Post Embargo Era*, MIT Press, Cambridge.
- Kalt, J., Zupan, M. (1984) *Capture and Ideology in the Economic Analysis of Regulation*, 74(3) The American Economic Review, str. 279–300.
- Kesner-Škreb, M. (1994) *Teorija javnog izbora*, 18(5) Financijska praksa, str. 555–557.
- Kindleberger, C. P., Aliber, R. (2006) *Najveće svjetske financijske krize: Manije, panike i slomovi*, Masmedia, Zagreb.
- King, R. G., Levine, R. (1993) *Finance and Growth: Schumpeter Might be Right*, 108(3) The Quarterly Journal of Economics, str. 717–737, <https://doi.org/10.2307/2118406>
- Koprić, I., Musa, A., Đulabić, V. (ur.) (2013) *Agencije u Hrvatskoj*, Institut za javnu upravu, Zagreb.
- KPMG International, Economist Intelligence Unit (2006) *Capturing value from MiFID*.
- Kroszner, R. (2003) *Economics of Corporate Governance Reform*, prezentirano na *Federal Reserve Bank of Chicago Conference on Bank Structure and Competition*, svibanj 2003.

- La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R. (1999) *Investor protection and corporate governance*, 58 Journal of Financial Economics, str. 3–27, [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(00\)00065-9](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(00)00065-9)
- La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R. W. (1998) *Law and Finance*, 106(6) Journal of Political Economy, str. 1113–1155, <https://doi.org/10.1086/250042>
- La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R. W. (1997) *Legal Determinants of External Finance*, 52(3) The Journal of Finance, str. 1131–1150.
- Lannoo, K. (2019) *Stock take of the SRB's activities over the past years: What to improve and focus on? Banking Union Scrutiny*, Economic Governance Support Unit (EGOV) Directorate-General for Internal Policies of the Union PE 634.394, March 2019, Study requested by the ECON Committee, European Parliament, dostupno na: [https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/IDAN/2019/634394/IPOL_IDA\(2019\)634394_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/IDAN/2019/634394/IPOL_IDA(2019)634394_EN.pdf).
- Lannoo, K. (2015) *The Great Financial Plumbing*, Centre for European Policy Studies, Brussels, str. 114–116, dostupno na: <https://www.ceps.eu/ceps-publications/great-financial-plumbing-northern-rock-banking-union/>
- Lannoo, K. (2009) *A Crisis is a Terrible Thing to Waste*, CEPS Commentary, Centre for European Policy Studies, 27. svibnja 2009.
- Lannoo, K. (2009) *What's next after the London G-20?*, CEPS Commentary, Centre for European Policy Studies, 9. travnja 2009.
- Lannoo, K. (2007) *Financial Market Data and MiFID*, ECMI Policy Brief, ožujak 2007.
- Lannoo, K. (2007) *MiFID Revolution or Delayed Execution*, CEPS Commentary, Centre for European Policy Studies.
- Lannoo, K., Levin, M. (2004) *Securities Market Regulation in the EU – Everything you always wanted to know about Lamfalussy Procedure*, CEPS Research Report in Finance and Banking, No. 33, dostupno na: <http://aei.pitt.edu/9561/2/9561.pdf>.
- Lannoo, K., Parlour, R. (2021) *Anti-Money Laundering in the EU - Time to get serious*, CEPS-ECRI Task Force Report, dostupno na: https://www.ceps.eu/download/publication/?id=31980&pdf=TFR_Anti-Money-Laundering-in-the-EU.pdf

- Lannoo, K., Thomadakis, A. (2019) *Rebranding Capital Markets Union: A Market Finance Action Plan*, CEPS-ECMI Task Force Report, Centre for European Policy Studies, dostupno na: https://www.ecmi.eu/sites/default/files/rebranding_capital_markets_union_1.pdf
- Lastra, R. (2014) *Do We Need a World Financial Organization?*, 17 *Journal of International Economic Law*, str. 787–805.
- Lastra, R., Louis, J. V. (2013) *European Economic and Monetary Union: History, Trends, and Prospects*, 32(1) *Yearbook of European Law*, str. 1–150.
- Lastra, R. M., Russo, C. A., Bodellini, M. (2019) *Stock take of the SRB's activities over the past years: What to improve and focus on? Banking Union Scrutiny*, Economic Governance Support Unit (EGOV) Directorate-General for Internal Policies of the Union PE 634.392, March 2019, Study requested by the ECON Committee, European Parliament.
- Law, J., Smullen, J. (ur.) (2009) *Dictionary of Finance and Banking*, Oxford Reference Online, Oxford University Press.
- Lehmann, A. (2020) *Emerging Europe and the capital markets union*, Policy Contribution 2020/17, Bruegel, dostupno na: <https://www.bruegel.org/wp-content/uploads/2020/09/PC-17-2020-170920.pdf>
- Levine, M., Forrence, J. (1990) *Regulatory Capture, Public Interest and The Public Agenda: Toward a Synthesis*, 6 *Journal of Law, Economics and Organization*, str. 167–198.
- Levine, R. (2002) *Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which is Better?*, 11(4) *Journal of Financial Intermediation*, str. 398–428, <https://doi.org/10.1006/jfin.2002.0341>
- Levine, R. (1997) *Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda*, 35(2) *Journal of Economic Literature*, str. 688–726.
- Levine, R., Zervos, S. (1998) *Stock Markets, Banks, and Economic Growth*, 88(3) *The American Economic Review*, str. 537–558.
- Li, H., Pincus, M., Rego, S. (2008) *Market Reaction to Events Surrounding the Sarbanes-Oxley Act of 2002 and Earnings Management*, 51(1) *The Journal of Law and Economics*, str. 111–134.
- London Economics (2002) *Quantification of the Macro-Economic Impact of Integration of EU Financial Markets*, studeni 2002.,

- dostupno na: <https://londonconomics.co.uk/wp-content/uploads/2011/09/103-Quantification-of-the-Macro-economic-Impact-of-Integration-of-EU-Financial-Markets.pdf>
- Mayer, C., Sussman, O. (2001) *The Assessment: Finance, Law and Growth*, 17(4) Oxford Review of Economic Policy, str. 457–466.
- McCraw, T. K. (1984) *Prophets of Regulation*, Harvard University Press, Cambridge, Massachusetts.
- McCraw, T. K. (1975) *Regulation in America: A Review Article*, 49(2) Business History Review, str. 159–183.
- McDonald, F. (1958) *Samuel Insull and the Movement for State Utility Regulatory Commissions*, 32(3) The Business History Review, str. 241–254.
- McKinsey&Company (2018) *FinTech decoded – Capturing the opportunity in capital markets infrastructure*, Global Banking Practice, March 2018, <https://www.mckinsey.com/-/media/McKinsey/Industries/Financial%20Services/Our%20Insights/Fintech%20decoded%20The%20capital%20markets%20infrastructure%20opportunity/Fintech-decoded-Capturing-the-opportunity-in-capital-markets-infrastructure-final-web-version.ashx>
- Meuwese, A. C. M., van Voorst, S. (2016) *Regulatory impact assessment in legal studies*, u Dunlop, C. A., Radaelli, C. M. (ur.) *Handbook of regulatory impact assessment*, Edward Elgar Publishing, Cheltenham, Northampton, str. 21–32, <https://doi.org/10.4337/9781782549567.00013>.
- Miladin, P., Jakšić, T. (ur.) *Prilagodba hrvatskog prava i ekonomije europskom tržištu kapitala*, zbornik radova, Pravni fakultet Sveučilišta u Zagrebu, Zagreb.
- Miller, M. (1993) *The Modigliani-Miller Proposition after Thirty Years*, u Chew, D. H. (ur.), *The New Corporate Finance: Where Theory Meets Practice*, McGraw-Hill, New York, str. 129–141.
- Moloney, N. (2018) *The Age of ESMA – Governing EU Financial Markets*, Hart Publishing, Oxford.
- Moloney, N. (2016) *Financial Services, the EU, and Brexit: An Uncertain Future for the City?*, 17(Brexit Supplement) German Law Review, str. 75–81.
- Moloney, N. (2014) *EC Securities Regulation*, Oxford University Press, Oxford, 3. izdanje.
- Moloney, N. (2014) *European Banking Union: assessing its risks and resilience*, 51(6) Common Market Law Review, str. 1609–1670.

- Moloney, N. (2011) *The European Securities and Markets Authority and Institutional Design for the EU Financial Market – A Tale of Two Competences: Part (1) Rule Making*, 12(1) European Business Organization Law Review, str. 41–86, <https://doi.org/10.1017/S1566752911100026>
- Moloney, N. (2010) *Financial Services and Markets*, u Baldwin, R., Cave, M., Lodge, M. (ur.) *The Oxford Handbook of Regulation*, Oxford University Press, Oxford, str. 437–461.
- Moloney, N. (2008) *EC Securities Regulation*, Oxford University Press, Oxford.
- Moloney, N., Ferran, E., Payne, J. (ur.) (2015) *The Oxford Handbook of Financial Regulation*, Oxford University Press, Oxford.
- Moosa, I., Imad, A. (2015) *Good Regulation, Bad Regulation – The Anatomy of Financial Regulation*, Palgrave Macmillan, London.
- Mugge, D. (ur.) (2014) *Europe and the Governance of Global Finance*, Oxford University Press, Oxford.
- Musa, A. (2014) *Agencijski model javne uprave*, Pravni fakultet u Zagrebu, Zagreb.
- Neuberger, H., Stokes, H. H. (1974) *German Banks and German Growth: 1883–1913: An Empirical View*, 34(3) The Journal of Economic History, str. 710–731.
- Omarova, S. T. (2020) *Technology v Technocracy: Fintech as a Regulatory Challenge*, 6(1) Journal of Financial Regulation, 2020, str. 75–124, <https://doi.org/10.1093/jfr/fjaa004>
- Open Europe (2006) *Selling the City Short? A Review of the EU's Financial Services Action Plan*, studeni 2006.
- Parać Vukomanović, I. (2021) *Legal Challenges related to Close Cooperation – Croatian Experience*, u Bajakić, I., Božina Beroš, M. (ur.) (2021) *EU Financial Regulation and Markets - Beyond Fragmentation and Differentiation*, Jean Monnet Module International Scientific Conference, Zagreb, 26–27 November 2020, Conference Proceedings, Faculty of Law University of Zagreb, str. 66–78, dostupno na: <https://www.pravo.unizg.hr/images/50022019/ZBORNIK%201B%20%20MBB.pdf>
- Peltzman, S. (1993) *George Stigler's Contribution to the Economic Analysis of Regulation*, 101(5) The Journal of Political Economy, str. 818–832.
- Peltzman, S. (1976) *Towards a More General Theory of Regulation*, 19(2) Journal of Law and Economics, str. 211–240.

- Posner, R. A. (1974) *Theories of Economic Regulation*, 5(2) The Bell Journal of Economics and Management Science", str. 335–358.
- Posner, R. A. (1971) *Taxation by Regulation*, 2(1) The Bell Journal of Economics and Management Science, str. 22–50.
- Priest, G. (1993) *The Origins of Utility Regulation and the "Theories of Regulation" Debate*, 36(1) Journal of Law and Economics, str. 289–323.
- Pusić, E. (1989) *Društvena regulacija: Granice znanosti i iskustva*, Globus, Zagreb.
- Qian, R., Reinhart, C., Rogoff, K. (2010) *On graduation from default, inflation and banking crisis: Elusive or illusion?*, NBER Working Paper 16168, National Bureau of Economic Research, dostupno na: https://www.nber.org/system/files/working_papers/w16168/w16168.pdf
- Quaglia, L. (2010) *Completing the single market in financial services: the politics of competing advocacy coalitions*, 17 (7) Journal of European Public Policy, str. 1007–1023.
- Reinhart, C. M., Rogoff, K. S. (2009) *The Aftermath of Financial Crises*, 99(2) American Economic Review: Papers & Proceedings 2009, str. 466–472, dostupno na: https://dash.harvard.edu/bitstream/handle/1/11129155/Reinhart_Rogoff_Aftermath_of_Financial_Crises_AER2009.pdf?sequence=1&isAllowed=y
- Reinhart, C. M., Rogoff, K. S. (2009) *This Time is Different – Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press, Princeton and Oxford.
- Reinhart, C. M., Rogoff, K. S. (2008) *Regulation should be international*, Financial Times, 18. studenoga 2008., dostupno na: <https://www.ft.com/content/983724fc-b589-11dd-ab71-0000779fd18c>
- Restoy, F. (2021) *Fintech regulation: how to achieve a level playing field*, Financial Stability Institute Occasional Paper No 17, Bank for International Settlements (BIS), dostupno na: <https://www.bis.org/fsi/fsipapers17.pdf>
- Reurink, A. (2016) *Financial fraud: A literature review*, MPIfG Discussion Paper, No. 16/5, Max Planck Institute for the Study of Societies, Cologne, dostupno na: <https://www.econstor.eu/bitstream/10419/141282/1/859161242.pdf>

- Riesser, J. (1911) *The German Great Banks and Their Concentration*, Government Printing Office, Washington.
- Robbins, S., Werner, W. (1964) *Professor Stigler Revisited*, 37(4) *The Journal of Business*, str. 406–413.
- ROFIEG, Expert Group on Regulatory Obstacles to Financial Innovation (2019) *30 Recommendations on regulation, innovation and finance, Final Report to the European Commission*, December 2019, dostupno na: https://ec.europa.eu/info/files/191113-report-expert-group-regulatory-obstacles-financial-innovation_en
- Romano, R. (1998) *Empowering Investors: A Market Approach to Securities Regulation*, 107(8) *Yale Law Journal*, str. 2359–2430.
- Rose, N. L. (1987) *Labor Rent Sharing and Regulation: Evidence from the Trucking Industry*, 95 *Journal of Political Economy*, str. 1146–1178.
- Sachs, J. (1997) *The Wrong Medicine for Asia*, *New York Times*, 3. studenoga 1997.
- Schindler, J. (2017) *FinTech and Financial Innovation: Drivers and Depth*, Finance and Economics Discussion Series 2017-081, Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, <https://doi.org/10.17016/FEDS.2017.081>
- Schoenmaker, D. (2018) *Building a stable European Deposit Insurance Scheme*, 4 *Journal of Financial Regulation*, str. 314–320.
- Schoenmaker, D. (2013) *Governance of International Banking: The Financial Trilemma*, Oxford University Press, dostupno na: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2243105
- Schoenmaker, D. (2011) *The Financial Trilemma*, Duisenberg School of Finance Amsterdam, dostupno na: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1340395
- Schoenmaker, D., Veron, N. (ur.) (2016) *European Banking supervision: The first eighteen months*, Bruegel Blueprint Series 25, dostupno na: <https://www.bruegel.org/wp-content/uploads/2016/06/Blueprint-XXV-web.pdf>
- Schueffel, P. (2016) *Taming the Beast: A Scientific Definition of Fintech*, October 31, 2016, Institute of Finance, School of Management Fribourg, Fribourg, Switzerland, SSRN, dostupno na: <https://ssrn.com/abstract=3097312>
- Schumpeter, J. A. (1976) *Kapitalizam, socijalizam i demokracija*, Globus, Zagreb.

- Schumpeter, J. A. (1968) *Business Cycles Vol. I & II*, McGraw-Hill Book, New York.
- Securities Expert Group (2004) *Financial Services Action Plan: Progress and Prospects, Final Report*, svibanj 2004., dostupno na: https://www.fep.up.pt/disciplinas/pgaf924/PGAF/Texto_6_FSAP_SecuritiesReport.pdf
- Shleifer, A., Vishny, R.W. (1997) *A Survey of Corporate Governance*, 52(2) *Journal of Finance*, str. 737–783.
- Single Resolution Board (2021) *Banks under the SRB's Remit*, dostupno na: <https://srb.europa.eu/en/content/banks-under-srbs-remit>
- Smith, J. A. (1914) *Effect of State Regulation of Public Utilities upon Municipal Home Rule*, 53 *The Annals of the American Academy of Political and Social Science*, str. 85–93.
- Stigler, G. J. (1974) *Free Riders and Collective Action: An Appendix to Theories of Economic Regulation*, 5(2) *The Bell Journal of Economics and Management Science*, str. 359–365.
- Stigler, G. J. (1971) *The Theory of Economic Regulation*, 2(1) *The Bell Journal of Economics and Management Science*, str. 3–21.
- Stigler, G. J. (1964) *Professor Stigler Revisited: Comment*, 37(4) *The Journal of Business*, str. 414–422.
- Stigler, G. J. (1964) *Public Regulation of the Securities Markets*, 37(2) *The Journal of Business*, str. 117–142.
- Stigler, G. J., Friedland, C. (1962) *What can Regulators Regulate? Case of Electricity*, 5 *Journal of Law and Economics*, str. 1–16.
- Stiglitz, J. E. (2017) *EURO – kako zajednička valuta prijeti budućnosti Europe*, Profil, Zagreb.
- Stulz, R. M. (2019) *FinTech, BigTech, and the Future of Banks*, Charles A. Dice Center for Research in Financial Economics, The Ohio State University, NBER, and ECGI Dice Center, WP 2019-20 Fisher College of Business, WP 2019-03-020, September 2019, dostupno na: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3455297
- Svirydzhenka, K. (2016) *Introducing a New Broad-based Index of Financial Development*, WP/16/5, International Monetary Fund, dostupno na: <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2016/12/31/Introducing-a-New-Broad-based-Index-of-Financial-Development-43621>
- Teixeira, P. G. (2018) *The Future of the European Banking Union: Risk-Sharing and Democratic Legitimacy*, u Chiti, M., Santo-

ro, V. (ur.) *The Palgrave Handbook of European Banking Union Law*, Palgrave Macmillan, Cham, str. 135–154.

The Committee of Wise Men (2001) *Final Report of the Committee of Wise Men on Regulation of European Securities Markets*, objavljeno 15. veljače 2001.

The London Summit (2009) *Global Plan for Recovery and Reform: The Communiqué from the London Summit*, 2. travnja 2009., dostupno na: <http://www.g20.utoronto.ca/2009/2009communiqué0402.html>

Tipurić, D. (2008) *Agencijska teorija i korporativno upravljanje*, u Tipurić, D. (ur.) *Korporativno upravljanje*, Sinergija, Zagreb, str. 115–138.

Tirole, J. (1999) *Incomplete Contracts: Where Do We Stand?*, 67(4) *Econometrica*, str. 741–781.

Tison, M. (1999) *The Investment Services Directive and its Implementation in the EU Member States*, WP, Financial Law Institute, University of Gent.

UNSGSA FinTech Working Group and CCAF (2019) *Early Lessons on Regulatory Innovations to Enable Inclusive FinTech: Innovation offices, Regulatory Sandboxes, and RegTech*, Office for the UNSGSA and CCAF, New York, NY and Cambridge, UK, 2019., str. 26–32, dostupno na: <https://www.jbs.cam.ac.uk/wp-content/uploads/2020/08/2019-early-lessons-regulatory-innovations-enable-inclusive-fintech.pdf>

U.S. Department of the Treasury (2009) *Agency Financial Report: Troubled Asset Relief Program*, dostupno na: <https://www.gao.gov/assets/290/283879.pdf>

U. S. Department of the Treasury (2009) *Financial Regulatory Reform - A New Foundation: Rebuilding Financial Supervision and Regulation*, dostupno na: https://www.treasury.gov/initiatives/Documents/FinalReport_web.pdf

Veron, N. (2013) *A Realistic Bridge towards European Banking Union, Bruegel Policy Contribution*, Issue 2013/09, June 2013, Bruegel, Brussels, str. 1–17, dostupno na: <https://www.econstor.eu/bitstream/10419/106306/1/751511579.pdf>

Vijeće EU-a (2020) *Izjava sa sastanka na vrhu država europodručja u uključivom sastavu*, 11. prosinca 2020., dostupno na: <https://www.consilium.europa.eu/media/47351/11-12-20-euro-summit-statement-hr.pdf>

- World Bank (2020) *Key Data from Regulatory Sandbox across the Globe*, dostupno na: <https://www.worldbank.org/en/topic/fintech/brief/key-data-from-regulatory-sandboxes-across-the-globe>
- World Bank Group (2017) *Understanding Bank Recovery and Resolution in the EU: a Guidebook to the BRRD*, Financial Sector Advisory Center, dostupno na: <https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/25974/112266-WP-P143745-PUBLIC-December-12-2016-FinSAC-BRRD-Guidebook.pdf?sequence=5&isAllowed=y>
- World Economic Forum & Deloitte (2017) *Beyond Fintech: A pragmatic assessment of disruptive potential in financial services*, Part of the Future of Financial Services series, http://www3.weforum.org/docs/Beyond_Fintech_-_A_Pragmatic_Assessment_of_Disruptive_Potential_in_Financial_Services.pdf
- World Economic Forum & Deloitte (2015) *The Future of Financial Services – How disruptive innovations are reshaping the way financial services are structured, provisioned and consumed*, An industry project of the Financial Services Community, Final Report, http://www3.weforum.org/docs/WEF_The_future_of_financial_services.pdf
- Wymeersch, E. (2014) *The Single Supervisory Mechanism or "SSM", part one of the Banking Union*, Working Paper Research, No. 255., National Bank of Belgium, April 2014, str. 16–20.
- Wymeersch, E. (2010) *The institutional reforms of the European Financial Supervisory System, and interim report*, Financial Law Institute, Gent University, WP 2010-01, siječanj 2010., str. 1–19.
- Wymeersch, E., Hopt, K., Ferrarini, G. (ur.) (2012) *Financial Regulation and Supervision – A Post-Crisis Analysis*, Oxford University Press, Oxford.
- Wyposz, C. (2009) *The ICMB-CEPR Geneva Report: The Future of Financial Regulation*, dostupno na: <https://voxeu.org/article/financial-regulation-reform-goodhart-report>
- Zagreb Stock Exchange (2016) *ZSE presents Funderbeam SEE*, 7th October 2016, <http://zse.hr/default.aspx?id=74620>
- Zettelmeyer, J. (2018) *Why Has Euro Crisis Management Been So Hard?*, u Allen, F., Carletti, E., Gulati, M. (ur.) *Institutions and the Crisis*, European University Institute, Robert Schu-

man Center for Advanced Studies, str. 83–92, dostupno na:
https://cadmus.eui.eu/bitstream/handle/1814/58084/Institutions-and-the-Crisis_2018.pdf?sequence=1&isAllowed=y
Zingales, L. (2004) *The Costs and benefits of Financial Market Regulation*, ECGI Working Paper Series in Law, str. 1–57.

PRAVNI IZVORI

Council Directive 93/22/EEC of 10 May 1993 on investment services in the securities field, dostupno na: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:31993L0022&from=EN>

Direktiva (EU) 2015/2366 Europskog parlamenta i Vijeća od 25. studenoga 2015. o platnim uslugama na unutarnjem tržištu, o izmjeni direktiva 2002/65/EZ, 2009/110/EZ i 2013/36/EU te Uredbe (EU) br. 1093/2010 i o stavljanju izvan snage Direktive 2007/64/EZ, dostupno na: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/PDF/?uri=CELEX:32015L2366&from=HR>

Direktiva (EU) 2015/849 Europskog parlamenta i Vijeća od 20. svibnja 2015. o sprečavanju korištenja financijskog sustava u svrhu pranja novca ili financiranja terorizma, o izmjeni Uredbe (EU) br. 648/2012 Europskog parlamenta i Vijeća te o stavljanju izvan snage Direktive 2005/60/EZ Europskog parlamenta i Vijeća i Direktive Komisije 2006/70/EZ, dostupno na: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/PDF/?uri=CELEX:32015L0849&from=EN>

Direktiva 2014/17/EU Europskog parlamenta i Vijeća od 4. veljače 2014. o ugovorima o potrošačkim kreditima koji se odnose na stambene nekretnine i o izmjeni direktiva 2008/48/EZ i 2013/36/EU i Uredbe (EU) br. 1093/2010, dostupno na: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014L0017&from=HR>

Direktiva 2014/49/EU Europskog parlamenta i Vijeća od 16. travnja 2014. o sustavima osiguranja depozita (preinačena) (tekst značajan za EGP), dostupno na: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/hr/TXT/PDF/?uri=-CELEX:32014L0049&from=EN>

Direktiva 2014/59/EU Europskog parlamenta i Vijeća od 15. svibnja 2014. o uspostavi okvira za oporavak i sanaciju kreditnih institucija i investicijskih društava te o izmjeni Direktive Vijeća 82/891/EEZ i direktiva 2001/24/EZ, 2002/47/EZ, 2004/25/EZ, 2005/56/EZ, 2007/36/EZ, 2011/35/EU, 2012/30/EU i 2013/36/EU te uredbi (EU) br. 1093/2010 i (EU) br. 648/2012 Europskog parlamenta i Vijeća, (Službeni list EU L 173/2014), izmijenjena Direktivom (EU) 2019/879 Europskog parlamenta i Vijeća od 20. svibnja 2019. o izmjeni Direktive 2014/59/EU u pogledu kapaciteta pokrivanja gubitaka i dokapitalizacije kreditnih institucija i investicijskih društava te Direktive 98/26/EZ, dostupno na: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014L0059&from=HR>, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/PDF/?uri=-CELEX:32019L0879&from=HR>

Direktiva 2014/92/EU Europskog parlamenta i Vijeća od 23. srpnja 2014. o usporedivosti naknada povezanih s računima za plaćanje, prebacivanju računa za plaćanje i pristupu računima za plaćanje s osnovnim uslugama, dostupno na: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014L0092&from=HR>

Direktiva 2013/36/EU Europskog parlamenta i Vijeća od 26. lipnja 2013. o pristupanju djelatnosti kreditnih institucija i bonitetnom nadzoru nad kreditnim institucijama i investicijskim društvima, izmjeni Direktive 2002/87/EZ te stavljanju izvan snage direktiva 2006/48/EZ i 2006/49/EZ, (Službeni list EU L 176/2014), izmijenjena Direktivom (EU) 2019/878 Europskog parlamenta i Vijeća od 20. svibnja 2019. o izmjeni Direktive 2013/36/EU u pogledu izuzetih subjekata

ta, financijskih holdinga, mješovitih financijskih holdinga, primitaka, nadzornih mjera i ovlasti te mjera za očuvanje kapitala, dostupno na: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/hr/TXT/PDF/?uri=CELEX:32013L0036&from=EN>, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/PDF/?uri=CELEX:32019L0878&from=HR>

Direktiva 2009/110/EZ Europskog parlamenta i Vijeća od 16. rujna 2009. o osnivanju, obavljanju djelatnosti i bonitetnom nadzoru poslovanja institucija za elektronički novac te o izmjeni direktiva 2005/60/EZ i 2006/48/EZ i stavljanju izvan snage Direktive 2000/46/EZ, dostupno na: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/PDF/?uri=CELEX:32009L0110&from=HR>

Direktiva 2008/48/EZ Europskog parlamenta i Vijeća od 23. travnja 2008. o ugovorima o potrošačkim kreditima i stavljanju izvan snage Direktive Vijeća 87/102/EEZ, dostupno na: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/PDF/?uri=CELEX:32008L0048&from=EN>

Direktiva 2004/39/EZ Europskog parlamenta i Vijeća od 21. travnja 2004. o tržištima financijskih instrumenata te o izmjeni direktiva Vijeća 85/611/EEZ i 93/6/EEZ i Direktive 2000/12/EZ Europskog parlamenta i Vijeća te stavljanju izvan snage Direktive Vijeća 93/22/EEZ, dostupno na: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/?uri=celex%3A32004L0039>

Direktiva 2002/65/EZ Europskog parlamenta i Vijeća od 23. rujna 2002. o trgovanju na daljinu financijskim uslugama koje su namijenjene potrošačima i o izmjeni Direktive Vijeća 90/619/EEZ i direktiva 97/7/EZ i 98/27/EZ, dostupno na: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/PDF/?uri=CELEX:32002L0065&from=EN>

European Commission (2002) *Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on Investment Services and Regulated Markets, and amending Council Directives 85/611/EEC, Council Directive 93/6/EEC and European Parliament and Council Directive 2000/12/EC*, COM(2002)625 final, 19. studenoga 2002., dostupno na: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2002:0625:FIN:EN:PDF>

Odluka Komisije 2009/77/EZ 23. siječnja 2009. o osnivanju Odbora europskih regulatora tržišta kapitala, OJ L25/18; Statut CESR-a (CESR/08-375d), rujna 2008.

Prijedlog Uredbe Europskog parlamenta i Vijeća o izmjeni Uredbe (EU) br. 806/2014 radi uspostave Europskog sustava osiguranja depozita, Strasbourg, 24.11.2015. COM(2015) 586 final 2015/0270 (COD), dostupno na: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/PDF/?uri=CELEX:52015PC0586&from=EN>

Statut CESR-a, *Charter of the Committee of European Securities Regulators*, 11. rujna 2001.

Statut Međunarodnog monetarnog fonda, dostupno na: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/aa/index.htm>

Ugovor o funkcioniranju Europske unije, Službeni list Europske unije, 7. 6. 2016., HR, C 202/1.

Uredba (EU) 2019/2175 Europskog parlamenta i Vijeća od 18. prosinca 2019. o izmjeni Uredbe (EU) br. 1093/2010 o osnivanju europskog nadzornog tijela (Europskog nadzornog tijela za bankarstvo), Uredbe (EU) br. 1094/2010 o osnivanju Europskog nadzornog tijela (Europsko nadzorno tijelo za osiguranje i strukovno mirovinsko osiguranje), Uredbe (EU) br. 1095/2010 o osnivanju europskog nadzornog tijela (Europskog nadzornog tijela za vrijednosne papire i tržišta kapitala), Uredbe (EU) br. 600/2014 o tržištima financijskih instrumenata, Uredbe (EU) 2016/1011 o indeksima koji se upotrebljavaju kao referentne vrijednosti u financijskim instrumentima i financijskim ugovorima ili za mjerenje uspješnosti investicijskih fondova i Uredbe (EU) 2015/847 o informacijama koje su priložene prijenosu novčanih sredstava, dostupno na: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/PDF/?uri=CELEX:32019R2175&from=EN>

Uredba (EU) 2019/2176 Europskog parlamenta i Vijeća od 18. prosinca 2019. o izmjeni Uredbe (EU) br. 1092/2010 o makrobonitetnom nadzoru financijskog sustava Europske unije i osnivanju Europskog odbora za sistemske rizike, dostupno na: https://www.esrb.europa.eu/shared/pdf/esrb.regulation20191218_2176.hr.pdf?c1311e6255d5cc01992dc23aeb1240d9

Uredba (EU) 2017/2402 Europskog parlamenta i Vijeća od 12. prosinca 2017. o utvrđivanju općeg okvira za sekuritizaciju i o uspostavi specifičnog okvira za jednostavnu, transparentnu i standardiziranu sekuritizaciju te o izmjeni direktiva 2009/65/EZ, 2009/138/EZ i 2011/61/EU te uredaba (EZ) br. 1060/2009 i (EU) br. 648/2012, dostupno na: <https://>

eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/PDF/?uri=-CELEX:32017R2402&from=HR

Uredba (EU) 2015/751 Europskog parlamenta i Vijeća od 29. travnja 2015. o međubankovnim naknadama za platne transakcije na temelju kartica, dostupno na: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/PDF/?uri=-CELEX:32015R0751&from=hr>

Uredba (EU) 2015/847 Europskog parlamenta i Vijeća od 20. svibnja 2015. o informacijama koje su priložene prijenosu novčanih sredstava i o stavljanju izvan snage Uredbe (EZ) br. 1781/2006, dostupno na: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/PDF/?uri=CELEX:32015R0847&from=HR>

Uredba (EU) br. 468/2014 Europske središnje banke od 16. travnja 2014. o uspostavljanju okvira za suradnju unutar Jedinstvenog nadzornog mehanizma između Europske središnje banke i nacionalnih nadležnih tijela te s nacionalnim imenovanim tijelima (Okvirna uredba o SSM-u) (ESB/2014/17), dostupno na: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014R0468&from=EN>

Uredba (EU) br. 806/2014 Europskog parlamenta i Vijeća od 15. srpnja 2014. o utvrđivanju jedinstvenih pravila i jedinstvenog postupka za sanaciju kreditnih institucija i određenih investicijskih društava u okviru jedinstvenog sanacijskog mehanizma i jedinstvenog fonda za sanaciju te o izmjeni Uredbe (EU) br. 1093/2010, izmijenjena Uredbom (EU) 2019/877 Europskog parlamenta i Vijeća od 20. svibnja 2019. o izmjeni Uredbe (EU) br. 806/2014 u pogledu kapaciteta pokrivanja gubitaka i dokapitalizacije kreditnih institucija i investicijskih društava, dostupno na: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014R0806&from=hr>. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/PDF/?uri=CELEX:32019R0877&from=EN>

Uredba (EU) br. 575/2013 Europskog parlamenta i Vijeća od 26. lipnja 2013. o bonitetnim zahtjevima za kreditne institucije i investicijska društva i o izmjeni Uredbe (EU) br. 648/2012, izmijenjena Uredbom (EU) 2019/876 Europskog parlamenta i Vijeća od 20. svibnja 2019. o izmjeni Uredbe (EU) br. 575/2013 u pogledu omjera financijske poluge, omjera neto stabilnih izvora financiranja, zahtjeva za regulatorni kapital i prihvatljive obveze, kreditnog rizika druge ugovorne strane, tržišnog rizi-

ka, izloženosti prema središnjim drugim ugovornim stranama, izloženosti prema subjektima za zajednička ulaganja, velikih izloženosti, zahtjeva za izvješćivanje i objavu, i Uredbe (EU) br. 648/2012 dostupno na: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/hr/TXT/PDF/?uri=CELEX:32013R0575&from=EN>, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/PDF/?uri=CELEX:32019R0876&from=hr>

Uredba (EU) br. 1022/2013 Europskog parlamenta i Vijeća od 22. listopada 2013. o izmjeni Uredbe (EU) br. 1093/2010 o osnivanju europskog nadzornog tijela (Europskog nadzornog tijela za bankarstvo) u odnosu na dodjelu određenih zadaća Europskoj središnjoj banci na temelju Uredbe Vijeća (EU) br. 1024/2013, dostupno na: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/hr/TXT/PDF/?uri=CELEX:32013R1022&from=EN>

Uredba Vijeća (EU) br. 1024/2013 od 15. listopada 2013. o dodjeli određenih zadaća Europskoj središnjoj banci u vezi s politikama bonitetnog nadzora kreditnih institucija, OJ L 287, 29.10.2013, str. 63–89, dostupno na: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/PDF/?uri=CELEX:32013R1024&from=EN>

Zakon o tržištu kapitala, NN 88/08, 146/08, 74/09.

MREŽNI IZVORI

ESMA Library, http://www.esma.europa.eu/documents/overview/10?title=&doc_reference=§ion=All&doc_type=210&x=61&y=6

EU Registar transparentnosti, <https://ec.europa.eu/transparencyregister/public/homePage.do?redir=false&locale=hr>

European Central Bank *List of supervised entities*, <https://www.bankingsupervision.europa.eu/banking/list/html/index.en.html>

European Central Bank, *Milestones*, <https://www.bankingsupervision.europa.eu/about/milestones/html/index.en.html>

European Commission, *Legislative measure taken so far to build a CMU*, https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/growth-and-investment/capital-markets-union/legislative-measures-taken-so-far-build-cmu_hr

European Commission, *Lisbon strategy for growth and jobs, Towards a green and innovative economy*, https://ec.europa.eu/archives/growthandjobs_2009/

European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA), https://www.eiopa.europa.eu/about_en

European Stability Mechanism, *Explainers*, <https://www.esm.europa.eu/explainers>

European Stability Mechanism, *Financial Assistance*, <https://www.esm.europa.eu/financial-assistance>

Financial Stability Board, <http://www.financialstabilityboard.org/>

Financial Services Authority (FSA) *Principles of good regulation*, nakon 2019. dostupno na portalu Financial Conduct Authority (FCA): <https://www.fca.org.uk/about/principles-good-regulation>

Hrvatska agencija za osiguranje štednih uloga i sanaciju banaka, DAB, <https://dab.hr/o-nama>

International Association of Deposit Insurers (IADI), *Core principles*, <https://www.iadi.org/en/core-principles-and-research/core-principles/>

Revolut, <https://www.revolut.com/hr-HR>

The Nobel Prize, <https://www.nobelprize.org/prizes/economic-sciences/2001/summary/>

POPIS KRATICA

BCBS	Bazelski odbor za bankovnu superviziju (<i>Basel Committee on Banking Supervision</i>)
BU	bankovna unija (<i>Banking Union</i>)
CEBS	Odbor europskih bankarskih supervizora (<i>Committee of European Banking Supervisors</i>)
CEIOPS	Odbor za europsko osiguranje i mirovine (<i>Committee of European Insurance and Occupational Pensions</i>)
CESR	Odbor europskih regulatora tržišta kapitala (<i>Committee of European Securities Regulators</i>)
CMU	unija tržišta kapitala (<i>Capital Markets Union</i>)
EBA	Europsko nadzorno tijelo za bankarstvo (<i>European Banking Authority</i>)
ECB	Europska središnja banka (<i>European Central Bank</i>)
ECOFIN	Vijeće za ekonomske i financijske poslove (<i>Ecofin Council</i>)
EDIS	europski sustav osiguranja depozita (<i>European Deposit Insurance Scheme</i>)

EIOPA	Europsko nadzorno tijelo za osiguranje i strukovno mirovinsko osiguranje (<i>European Insurance and Occupational Pensions Authority</i>)
EK	Europska komisija (<i>European Commission</i>)
EMU	Ekonomska i monetarna unija (<i>Economic and Monetary Union</i>)
ESA	Europska nadzorna tijela (<i>European Supervisory Authorities</i>)
ESC	Europski odbor za vrijednosne papire (<i>European Securities Committee</i>)
ESFS	Europski sustav financijskog nadzora (<i>European System of Financial Supervisors</i>)
ESM	Europski stabilizacijski mehanizam (<i>European Stability Mechanism</i>)
ESMA	Europsko nadzorno tijelo za vrijednosne papire i tržišta kapitala (<i>European Securities and Markets Authority</i>)
ESRB	Europski odbor za sistemski rizik (<i>European Systemic Risk Board</i>)
EU	Europska unija (<i>European Union</i>)
FCA	Britanski regulator za financijsko tržište (<i>Financial Conduct Authority</i>)
FESE	Europsko udruženje burzi (<i>Federation of European Securities Exchanges</i>)
FSAP	Akcijski plan za financijske usluge (<i>Financial Service Action Plan</i>)
FSB	Odbor za financijsku stabilnost (<i>Financial Stability Board</i>)
HANFA	Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga
HNB	Hrvatska narodna banka
IOSCO	Međunarodna organizacija komisija za vrijednosne papire (<i>International Organization of Securities Commissions</i>)
LSE	Londonska burza (<i>London Stock Exchange</i>)
MiFID	Direktiva o tržištima financijskih instrumenata (<i>The Markets in Financial Instruments Directive</i>)
MMF	Međunarodni monetarni fond (<i>International Monetary Fund</i>)
MTP	multilateralna trgovinska platforma (<i>Multilateral Trading Facilities</i>)
NPL	sudjeli loših kredita / neprihodonosni krediti (<i>non-performing loans</i>)

NRA	nacionalna nadzorna tijela / nacionalne regulatorne agencije (<i>national supervisory authority / national regulatory agency</i>)
NYSE	Njujorška burza (<i>New York Stock Exchange</i>)
SRB	Jedinstveni sanacijski odbor (<i>Single Resolution Board</i>)
SRF	Jedinstveni fond za sanaciju (<i>Single Resolution Fund</i>)
SRM	jedinstveni sanacijski mehanizam (<i>Single Resolution Mechanism</i>)
SSM	jedinstveni nadzorni mehanizam (<i>Single Supervisory Mechanism</i>)
OECD	Organizacija za ekonomsku suradnju i razvoj (<i>Organization for Economic Cooperation and Development</i>)
OTC	trgovanje mimo uređenog tržišta ili direktno trgovanje između dviju strana (<i>Over-the-counter trading</i>)
FinTech	financijske tehnologije / FinTech tvrtke
ZSE	Zagrebačka burza (<i>Zagreb Stock Exchange</i>)

POPIS GRAFIKONA

Grafikon 1. Prikaz ukupnog prometa dionicama u Europi.....	59
Grafikon 2. Mjere FSAP-a prema vrstama: propisi i preporuke...	63
Grafikon 3. Mjere FSAP-a prema financijskim sektorima	63
Grafikon 4. Porast sustava osiguranja depozita u svijetu, 1934. – 1999.....	91
Grafikon 5. Udio obveznica domicilne države u odnosu na ukupnu izloženost banaka prema svim državnim EU obveznicama.....	171
Grafikon 6. Tržišna kapitalizacija na burzi i dužnički vrijednosni papiri, krajem 2017., % BDP-a.....	175
Grafikon 7. Anketa o učincima MiFID-a na europska tržišta kapitala	198
Grafikon 8. Udio tržišnih operatora na tržištu kapitala u EU-u....	213

POPIS TABLICA

Tablica 1. Ukupne agregatne koristi i troškovi MiFID-a za britanske tvrtke.....	196
Tablica 2. Pregled studija ex ante analiza učinaka FSAP-a....	200
Tablica 3. Troškovi usklađivanja s MiFID-om, prosječno za tvrtku, u tisućama EUR (€ 000).....	203
Tablica 4. Jednokratni i godišnji troškovi usklađivanja MiFID-a, za četiri financijska sektora, prema zemljopisnom položaju i veličini tvrtke, prosječno za tvrtku, u tisućama EUR (€ 000)	203
Tablica 5. Podjela jednokratnih troškova usklađivanja s MiFID-om, u omjeru prema ukupnim operativnim troškovima	204
Tablica 6. Podjela godišnjih troškova usklađivanja s MiFID-om, u omjeru prema ukupnim operativnim troškovima.....	205

POPIS SHEMA

Shema 1. Lamfalussyjev pristup na četiri razine	65
Shema 2. Transmisijski mehanizmi financijske integracije.....	70
Shema 3. Funkcioniranje začaranog kruga banaka i državnih financija	106
Shema 4. Izgradnja Jedinstvenog fonda za sanaciju	143
Shema 5. Jedinstveni sanacijski mehanizam (1. dio)	145
Shema 6. Jedinstveni sanacijski mehanizam (2. dio)	146
Shema 7. Informativni obrazac deponenta o razini zaštite depozita	148

BILJEŠKA O AUTORICI

Ivana Bajakić (dj. Češljaš) rođena je 1975. godine u Zagrebu, udana, majka dvoje djece. Diplomirala je na Ekonomskom fakultetu Sveučilišta u Zagrebu 1998. godine, smjer financije. Kao stipendistica Vlade Republike Hrvatske magistrirala je 2000. godine na Sveučilištu u Lundu, Švedska, iz područja poslovnog prava EU-a i poslovnog upravljanja, s temom: *The Mandatory Bid Rule – European Poison Pill: Analysis of the Proposed 13th Directive concerning takeover bids*. Doktorirala je 2009. na Pravnom fakultetu Sveučilišta u Zagrebu na temu: *Problem regulacije tržišta vrijednosnih papira u tranzicijskim zemljama*, znanstveno područje društvenih znanosti, znanstveno polje pravnih znanosti, znanstvena grana financijsko pravo.

Od 2000. do 2007. radila je u Švedskoj, kao znanstvena novakinja na Institutu za ekonomska istraživanja Sveučilišta u Lundu, i u Hrvatskoj, kao stručna suradnica u Ministarstvu vanjskih poslova i europskih integracija te kao savjetnica u Nacionalnom vijeću za konkurentnost. Od 2007. zaposlena je na Katedri za ekonomske znanosti Pravnog fakulteta Sveučilišta u Zagrebu. Upisana je u Upisnik znanstvenika pod registarskim brojem 292780. Izvodi nastavu za studente Pravnog fakulteta u Zagrebu, Studijskog centra za javnu upravu i javne financije te Studijskog centra socijalnog rada Pravnog fakulteta u Zagrebu. Od 2014. sudjeluje kao gost predavač u izvođenju kolegija na dva *Jean Monnet* modula na diplomskom studiju Fakulteta ekonomije i turizma "Dr. Mijo Mirković" Sveučilišta J. Dobrile u Puli.

2018. postaje *Jean Monnet* profesorica i voditeljica *Jean Monnet* modula *Financijska tržišta i regulacija u EU* na Pravnom fakultetu u Zagrebu. Stručno se usavršavala u Federalnom ministarstvu financija i Federalnom ministarstvu gospodarstva i tehnologije u Berlinu, Njemačka. Bila je voditeljica nekoliko domaćih znanstvenih projekata Pravnog fakulteta Sveučilišta u Zagrebu te suradnica na nekoliko međunarodnih projekata Europske komisije, Sveučilišta u Lundu, *Copenhagen Business School* i USAID-a. Dobitnica je Rektorove nagrade te nekoliko domaćih i međunarodnih stipendija tijekom diplomskog i poslijediplomskog studija.

Biblioteka Monografije
Pravni fakultet Sveučilišta u Zagrebu



Zagreb, 2021.



Izv. prof. dr. sc. Ivana Bajakić ovim se radom potvrđuje kao autorica koja zadatku znanstveno-istraživačkog rada pristupa vrlo ozbiljno, a u obradi teme je primjereno znanstvenički metodična i analitična. Zadovoljstvo je čitati informativan, znanstveno utemeljen, a pritom čitak tekst, najprije o ekonomskoj regulaciji općenito, a zatim o financijskoj regulaciji u EU-u – što se nas, kao državu članicu, naročito tiče.

Prof. dr. sc. Hrvoje Arbutina

Domaća znanstvena literatura dobila je vrijedno djelo koje pokriva materiju financijske regulacije i supervizije EU-a. Autoričina erudicija, koja se smjesta baca na srž, pomaže praktičarima da razaznaju uzroke minulih kriza, ali i da naslute moguće uzroke kriza koje tek slijede. Knjiga je namijenjena ponajprije studentima političke ekonomije i ekonomske politike, a bit će od koristi i studentima visokih učilišta iz područja prava te pravnicima općenito jer se uvijek na svaku ekonomsku krizu, po riječima same autorice, nadovezuje pravo koje se treba na razne načine baviti posljedicama koje su iz nje proizašle.

Prof. dr. sc. Petar Miladin

U knjizi se detaljno istražuju regulatorne i supervizijske reforme koje EU provodi nakon svjetske financijske krize i krize europodručja, s posebnim naglaskom na bankovnu uniju i uniju tržišta kapitala, kao i recentne politike kojima je cilj odgovoriti na neizvjesnosti Brexita, rastuće digitalizacije financija, te premoći tzv. FinTecha. Ispreplićući pravo, ekonomiju i političke znanosti, dajući poseban naglasak političkoj ekonomiji, autorica je ispisala djelo gotovo pionirskog značaja, prije svega zbog analitičke vrsnoće kojom se razlažu europska politička, ekonomska i regulatorna zbivanja te, ne manje važno, zbog popularizacije područja europskih studija među stručnom javnosti.

Izv. prof. dr. sc. Marta Božina Beroš

Cijena: 200,00 kn



9 789532 701432