

Marta Božina\*  
 Josip Štajfer\*\*

UDK 336.07:341.17  
 JEL Classification G28, K19  
 Prethodno priopćenje

## REFORMA FINANCIJSKE REGULATIVE EUROPSKE UNIJE – ANALIZA ULOGE PRAVA NA SUVREMENOM FINANCIJSKOM TRŽIŠTU

*U posljednjim se desetljećima radikalno izmijenila konceptualna osnova europskih financijskih tržišta – intelektualne i pravne konstrukcije preuzele su vodeće mjesto unutar suvremenih financija. Financijski sustavi razvijenih država članica EU ponovo su odredili ulogu prava u odnosu prema financijskim tržištima zahvaljujući inovativnoj primjeni tradicionalnih ugovornih vrsta i reformi financijskih propisa, a to je rezultiralo razvitkom tržišta i njegovom povećanom likvidnošću.*

*U skladu s europskim trendom odmaka od čisto bankocentričnih sustava, veća se razvojna dinamika prati i na hrvatskome financijskome tržištu, točnije na tržištu kapitala. Kretanja na tržištu konkretan su pravni izvor koji izravno oblikuje i usmjerava financijsku regulativu države koja se mora usmjeriti prema tržištima kapitala kao najdinamičnijem sektoru financija – no održivost će ovoga trenda i stabilnost cijelog sustava ovisiti velikim dijelom i o uspješnosti pravnih propisa kojima će se regulirati tijekom suvremenih transakcija. Zakonodavac se, u tome smislu, mora odmaknuti od pukog formalizma i praktički mora priznati ekonomsku svrhu financijske regulative. Financijski propisi i standard usklađivanja s Europskom Unijom smjernica su budućega razvitka, ili točnije reforme hrvatskoga financijskoga sustava u pridruživanju regionalnim ekonomskim integracijama. Važnost je financijske*

---

\* M. Božina, mr.sc. asistent na Katedri za Financije Ekonomskog fakulteta u Zagrebu (mbozina@efzg.hr)

\*\* J. Štajfer, dipl. pravnik, asistent na Katedri za Pravo Ekonomskog fakulteta u Zagrebu (jstajfer@efzg.hr)

Prva verzija rada primljena u uredništvo 17. 09. 2008., a konačna 15. 01. 2009.

*regulative EU to što je u potpunosti poštovala ekonomsku svrhu tih propisa i uvjetovanost njihovom pravnom prirodom. Priznajući da pravna reforma per se ne može započeti tržišni razvitak koji na kraju ovisi o volji i o djelovanjima tržišnih subjekata, u EU je primjereno zaključeno da je pravna intervencija ipak najučinkovitije sredstvo za postizanje željenoga tržišnoga razvitka i za smanjenje transakcijskih troškova. Istovremeno u Republici Hrvatskoj još uvijek ne postoji dovoljno znanstvenih i stručnih radova koji bi toj problematici prišli s interdisciplinarnoga stajališta, uvažavajući njezinu pravnu prirodu, a poštujući njezinu krajnju, čisto ekonomsku svrhu. Stoga se u analizi suvremene teorije financijske regulative i njezinoga značaja za hrvatske prilike neosporno valja usmjeriti prema državama članicama EU i prema europskoj teoretskoj i pravnoj stečevini na predmetnom području.*

*Ključne riječi: financijska regulativa, financijska supervizija, pravni sustav, pravni rizik, Lamfalussyjev pristup, odborska procedura*

## 1. Uvod

“Država bolje vlada što je u njoj manji broj zakona i što se oni dosljednije primjenjuju.” Descartes, R. (1596.-1650.)

Prvo desetljeće 21. stoljeća obilježila je intenzivna polemika znanstvenika i praktičara o razvitku financijske regulative i o budućem razvitku strukture financijske supervizije unutar jedinstvenoga financijskoga područja Europske Unije. Osnovni je razlog za zanimanje stručnoga dijela javnosti za tu problematiku svijest o pozitivnim eksternalijama koje su rezultat primjerene financijske regulative i učinkovite supervizijske prakse - poput stabilnoga gospodarskoga rasta i održivoga razvitka. Danas su, međutim, regulativne vlasti na supranacionalnoj, europskoj razini zaokupljene definiranjem onih normativnih akata i primjenom takvih nadzornih mjera i instrumenata kojima bi se povećala konkurentnost Jedinstvenog europskog financijskog tržišta, u okruženju međunarodnih financija. Regionalna ekonomska i monetarna integracija, praćena fenomenom liberalizacije međunarodnih financijskih transakcija, rezultirala je složenim financijskim odnosima, pa je činjenica da države članice Europske Unije primjenjuju ujednačena ekonomska pravila i pravne propise, logičan slijed kretanja suvremene “financijske arhitekture”.

U nastojanjima da već u tijeku pregovora o integraciji u Europu preuzme, transponira i primjeni većinu pravnih akata Europske Unije, Republika Hrvatska osobitu pozornost posvećuje financijskoj regulativi, sukladno s razvitkom nove institucionalne infrastrukture vlastitoga financijskoga tržišta i s redefiniranjem uloge postojećih institucija. Na taj se način osvješćuje potreba za revizijom postojećih

propisa, za potrebe stvaranja novih, ali i za ciljanom deregulacijom u skladu s posebnostima hrvatskoga financijskoga sustava. U tom je smislu ukupnost financijskih propisa Europske Unije doslovna smjernica budućega razvitka hrvatskoga financijskoga sustava i standard harmonizacije u pridruživanju regionalnim ekonomskim integracijama.

Širenje područja jedinstvenoga financijskoga tržišta Europske Unije pridonijelo je većoj likvidnosti financijske imovine koja unutar njega cirkulira, i međuovisnosti pojedinačnih nacionalnih financijskih tržišta kao njegovih sastavnica, uz istovremeno povećanje rizika nestabilnosti i pojave sistemskog rizika. Strukturiranje primjerenoga, zajedničkog okvira financijske regulative za sve države članice, osnovni je instrument održivosti, međusobne koordinacije i učinkovitosti fragmentiranih nacionalnih financijskih tržišta. U tom je smislu europska financijska regulativa sastavnica općega, makro-prudencijalnoga okvira Europske Unije koji ističe potrebu za ujednačivanjem pravnoga aspekta ekonomskih politika država članica i potrebu za intenzivnom suradnjom nacionalnih nadzornih, supervizijskih institucija. Makroekonomske posljedice koje prate pojave financijskih poteškoća i nestabilnosti pokazuju da se posebna pozornost mora usmjeriti na ujednačivanje ekonomskih politika država članica i to osobito na kreiranje poticajnih mjera u pravnom i ekonomskom smislu, na integraciju financijskih tržišta i na povećanje likvidnosti financijske imovine i kod država-pristupnica, poput Republike Hrvatske.

U ovome će radu biti prikazane i analizirane aktualnosti u stvaranju i organizaciji financijske regulative i supervizije (kao praktičan dio same regulacije) Europske Unije, uz prethodan kratak osvrt na razvitak suvremene teorije financijske regulative. Isto će tako u radu biti analizirana tzv. normativna problematika koja se vezuje uz sam postupak njezinog “supranacionalnog” stvaranja i provedbe. Posebna će pozornost biti posvećena tzv. Lamfalussyjevom pristupu u postupku usklađivanja tržišta s financijskim uslugama i novim metodama (tzv. postupak odborske procedure) prilikom stvaranja financijske regulative. Naposljetku će biti dan zaključak o tome odgovara li postojeći okvir europske financijske regulative i supervizije potrebama financijskoga tržišta post-tranzicijskih država i koliki izazov Republici Hrvatskoj predstavljaju stvaranje suvremenoga unutarnjega regulativnoga okruženja i strukturiranje odgovarajućega nadzornoga modela uz primjenu europskih standarda kao uvjeta regionalne ekonomske integracije.

## 2. Suvremena teorija financijske regulative Europske Unije

U literaturi susrećemo definiciju da je (Vittas, 1992.): “...financijska regulativa vjerojatno najznačajniji pokazatelj različitosti među financijskim strukturama uspore-

divih država zbog jednakoga stupnj ekonomskog razvoja.”<sup>1</sup> Ekonomski rječnik definira financijsku regulativu kao onu aktivnost koja (Durlauf, Blume, 2008): “...diktira ili nadzire individualne odluke financijskih institucija, da bi se spriječile one njihove aktivnosti koje ne bi bile u skladu s javnim interesom.”<sup>2</sup> U ovome dijelu rada potrebno je istaknuti da se pojam “regulative” razlikuje od pojma “supervizije”, i da ćemo pod prvim podrazumijevati postupak stvaranja i donošenja pravnih propisa (različite pravne snage!), a drugi podrazumijeva praktičnu primjenu pozitivnih propisa (odnosi se, na konkretan slučaj, određenu instituciju, itd.).<sup>3</sup> U inozemnoj se literaturi – osobito onoj u kojoj se analizira proces regulacije i supervizije financijskih institucija unutar EU (pa tako Wymeersch, 2005.; Ferran, 2004.; Benjamin, 2007.)<sup>4</sup> – ističe da se djelatnosti navedenih pojmova u praksi često isprepliću (npr. supervizija često podrazumijeva i *ad hoc* stvaranje pravila u konkretnim slučajevima), ali mi možemo zaključiti da to nije slučaj u Republici Hrvatskoj. Razlog je tome relativno kratko vrijeme djelovanja novoga “nadzornika” unutar financijskoga sustava<sup>5</sup> i njegovo skromno iskustvo u reguliranju financijskih institucija (u odnosu na države članice EU s dugotrajnom tradicijom financijske regulative u usporedbi sa Hrvatskom zbog odabranoga regulativnoga modela i zbog njegove institucionalne strukture). Jedan je od razloga svakako i dosadašnje slabo zanimanje akademske javnosti za teoretsko razmatranje problematike ovoga područja i za analizu njegova razvitka unutar naše države, kao preduvjeta za uspješno pridruživanje jedinstvenome financijskome tržištu EU.

Analiza razvitka suvremene teorije financijske regulative povezana je s ekonomskom analizom prava, no njezino znanstveno uporište nalazimo prije svega u teoriji njezine ekonomske opravdanosti. U tome tijeku razvitka navedene teorije susrećemo dvije suprotne škole mišljenja. Pojedini teoretičari smatraju da ne postoji dovoljno razloga koji bi opravdali imperativno uplitanje države u financijsko tržište u obliku financijske regulative, pa se najčešće oslanjaju na čisto ekonomsku argumentaciju, smatrajući da je financijska tržišta bolje prepustiti njihovoj “samo-regulaciji”.<sup>6</sup> Drugi pristup zastupaju oni teoretičari koji smatraju da je financijska

---

<sup>1</sup> O tome u Vittas, D. (ed.): *Financial Regulation Changing the Rules of the Game*, EDI Development Studies, Economic Development Institute of The World Bank, Washington 1992., str. 59.

<sup>2</sup> Durlauf, S.N., Blume, L.E. (eds.): *The New Palgrave Dictionary of Economics*, 2nd Edition, Palgrave Macmillan, London 2008.

<sup>3</sup> Jasno razlikovanje tih dvaju postupaka u praksi je složeno – ti postupci često interferiraju, pa tako i supervizori u svojem nadzornom postupku stvaraju određenu vrstu pravnih pravila (redovito tehničke naravi kojima pobliže određuju metodu primjene konkretne regulative) unutar granica svojih ovlasti.

<sup>4</sup> Wymeersch, E.: *The future of financial regulation and supervision in Europe*, dostupno na: <http://ssrn.com/abstract=728183>

<sup>5</sup> Misli se na Hrvatsku agenciju za nadzor financijskih institucija (HANFA) kao drugu regulativnu i nadzornu instituciju.

<sup>6</sup> Pobliže o tome vidi u Dowd, K.: *The Case for Financial Laissez-Faire*, *Economic Journal*, 106 (436), svibanj 1996, str. 679-687. i Benston, G. J.: *Regulating Financial Markets – A Critique*

regulativa imperativ koji proizlazi iz same prirode financijskih usluga – radi se o tvorevinama ugovornoga prava i imperativ koji afirmaciju njezina postojanja nalazi u posebnom položaju krajnjih korisnika (klijenata – potrošača) tih usluga. To je stajalište zasnovano i na praktičnom iskustvu prema kojem je najučinkovitiji način sprečavanja i otklanjanja uzroka i posljedica financijskih kriza intervencija države – točnije stvaranje primjerenoga sustava financijske regulative i supervizije (Drage, 1998.).<sup>7</sup> Ne ulazeći u meritum argumentacije “ekonomskih liberalista” o neopravdanosti državne intervencije u financijski sektor, mi rad zasnivamo na pretpostavci da slobodno tržište svakako zahtijeva organizirani sustav unutarnje infrastrukture i visok stupanj samoregulacije da bi bilo učinkovito uz minimalne transakcijske troškove.<sup>8</sup>

Da bismo razumjeli teoretski značaj suvremene financijske regulative koja danas nastaje kao pratiteljica procesa europske financijske integracije i da bismo donijeli valjani zaključak o aktualnoj hrvatskoj situaciji unutar predmetnoga područja, najprije je potrebno ukratko izložiti što je uopće sadržaj te regulative. Govoreći o Republici Hrvatskoj možemo reći da je “europski sadržaj” toga pojma širi, ali ne isključuje porezne propise koji se već tradicionalno uključuju u opis područja financijske regulative<sup>9</sup>, i da se on uvelike razlikuje od onoga koji se pod naslovom financijske regulative proučava unutar odgovarajućih kolegija financijskoga usmjerenja ekonomske znanosti.<sup>10</sup> Zbog izloženih analitičkih slabosti (misli se na ograničavanje ovog područja) valja se usmjeriti na literaturu i prak-

---

and Some Proposals, Hobart Paper No. 135, Institute of Economic Affairs, London 1998.

<sup>7</sup> Razradu ove argumentacije vidi u Drage, J., et al.: Some Issues for Policy-makers Arising from the International Financial Crisis, *Journal of Financial Regulation and Compliance*, studeni 1998.

<sup>8</sup> Tzv. Coaseov poučak.

<sup>9</sup> Ovo je posljedica već tradicionalnoga pravnoteorijskog razgraničavanja i ograničavanja predmeta financijske regulative u područje financijskoga prava i znanosti (kao dijela javnih financija), čime se isključuju iz sadržaja financijske regulative najdinamičnija razvojna područja – regulacija banaka i nebankolikh financijskih institucija, financijskih tržišta i transakcija, problematika pravnoga rizika kao tržišnoga rizika, itd. Netko će primijetiti da se bankovno pravo analizira kao uže područje trgovačkoga prava, no tako se ono zasad u hrvatskoj akademskoj zajednici proučava s “ugovornog” stajališta. Još uvijek ne postoji dovoljno znanstvenih i stručnih radova koji bi ovoj problematici prišli s interdisciplinarnog stajališta, uvažavajući njezinu pravnu prirodu, ali poštujući njezinu krajnju, čisto ekonomsku svrhu. Možemo čak zaključiti da u hrvatskoj znanosti ne postoji dovoljno razumijevanja (ili zanimanja?) za složenu interdisciplinarnu prirodu suvremene teorije financijske regulative.

<sup>10</sup> U tome ekonomska znanost još uvijek zasniva proučavanje problematike financijske regulative na primjerima američke regulativne prakse (koja se zbog specifičnosti strukture i visokoga stupnja razvijenosti američkoga financijskoga tržišta ne može “preslikati” na europske ili na hrvatske prilike) iz osamdesetih i kasnih devedesetih godina 20. stoljeća i na tadašnjim trendovima deregulacije i posljedice stroge reregulacije financija. Ne ulazeći u njihovu neospornu didaktičku vrijednost, potrebno je istaknuti da se na njima ne smije zaustaviti cjelokupno teoretsko izučavanje problematike financijske regulative. To više, što se upravo SAD u svojoj nadolazećoj regulativnoj i supervizijskoj reformi planiraju okrenuti aktualnom “europskom modelu” supervizije i veće centralizacije reguliranja.

su država dugotrajne tradicije u interdisciplinarnoj analizi područja financija, na usporedive strukture financijskoga tržišta (misli se na tradicionalno bankocentrične financijske sustave, a ne na stupanj razvitka) i zajedničkog pravnog kruga – poput Italije, Španjolske i Njemačke. Zaključujemo da je u analizi suvremene teorije financijske regulative i njezinoga značaja za hrvatske prilike neosporno potrebno usmjeriti se na države članice EU i europsku teoretsku i pravnu stečevinu u području o kojem pišemo.

### ***2.1. Pravo i financijski sustavi država članica Europske unije***

Financijsko je tržište najdinamičniji segment gospodarstva suvremenih država. Paradoksalno, u današnje vrijeme koje slijedi nakon financijske liberalizacije i internacionalizacije financijskih tokova, obujam i stupanj pravne uređenosti financijskoga sustava veći je nego ikada dosad (npr. nacionalni i supranacionalni propisi, međunarodni “soft law” – poput Baselskog sporazuma). Doista, kada razmislimo o institucijama koje čine financijski sustav, o složenosti i rizičnosti transakcija koje se odvijaju unutar financijskoga tržišta i o tehničkoj inovativnosti financijskih instrumenata – jasno nam je zanimanje pravne znanosti za ovo ekonomsko područje.

Financijski oblici svojevrsne su izvedenice materijalnih, realnih dobara, uređene pravnim propisima. U skladu s time možemo zaključiti da su gotovo sve financijske transakcije, zapravo, transakcije “pravnih proizvoda” koje se odvijaju pod uvjetima i na način predviđen zakonom i drugima propisima.<sup>11</sup> Posrednici su tih transakcija financijske institucije (monetarne i nemonetarne) kojima je svrha ekonomska, no njihova su priroda i osnova vezana isključivo uz pravni sustav. Pravni sustav ima iznimnu ovlast i stvarati “pravne osobe” koje poput

---

<sup>11</sup> “Neke su stvari tjelesne, a neke bestjelesne ...ove potonje ne mogu se dodirnuti. Sastoje se od prava... i obveza uobličjenih u nekoj ugovornoj formi.”, približno tako glasi briljantni doprinos Justinijana i Rimskog prava razvitku financijskoga tržišta. Ako razmislimo o prirodi suvremenih financijskih oblika – bilo onih jednostavnih poput bankovnih kredita pa do najsloženijih - poput financijskih izvedenica, zaključujemo da su oni posljedica ovoga iznimnoga teoretskoga sistematiziranja. Svaki od tih oblika obuhvaća prava i obveze stranaka (npr. pravo na isplatu kreditnog iznosa) koje dobrovoljno ulaze u međusobne ugovorne odnose kojima ti financijski oblici nastaju i koje su predmet različitih financijskih transakcija kojima ti oblici cirkuliraju tržištem. Tako pravo smatra navedene obveze stvarima - res, podložne pravima in rem (kao suprotnost onima in personam) i u tom ih smislu možemo nazvati imovinskim pravima (stvarna prava čine nam se preuskim pojmom). Navedena je teoretska konstrukcija omogućila strukturiranje najsloženijih financijskih proizvoda i transakcija (sekuritizacija!), kolanje financijskih pozicija unutar tržišta, disperziju rizika i naposljetku, ubrzani i nadasve zanimljiv razvitak područja financijskoga prava.

onih fizičkih mogu sklapati ugovore, stjecati vlasništvo, koristiti se ovlastima, biti strankom u postupku i na brojne druge načine biti nositeljem prava i obveza. Navedena fikcija pravne osobe bila je među prvim pravnim konstrukcijama koje omogućuju pretvaranje poslovnih (trgovačkih) rizika pravne osobe-trgovačkog društva u svojevrsan kreditni rizik njegovih članova, te posredno i učinkovitu disperziju rizika unutar samoga finansijskoga tržišta.<sup>12</sup>

Financijski su sustavi razvijenih europskih država u posljednjim godinama osvijestili i uvažili ulogu prava pri nesmetanom funkcioniranju finansijskoga tržišta. Posao je finansijskih institucija i tržišta da prihvaćaju određene rizike u zamjenu za kasniju “nagradu” u obliku profita, pa je tako rizik svojevrsna sirovina finansijskoga poslovanja. Upravljanje rizikom na finansijskome tržištu zasniva se na stvaranju umjetne projekcije kontrolirane budućnosti, što je moguće samo uz potpuno poznavanje prava i obveza konkretnih sudionika na tržištu.<sup>13</sup> U posljednjim desetljećima dvadesetoga stoljeća države članice EU snažno su razvile svoje finansijske sustave zahvaljujući inovativnoj primjeni tradicionalnih ugovornih vrsta. Financijske su institucije strukturirale takve finansijske oblike i transakcije pravna kategorizacija kojih je donosila najpovoljniji pravni tretman (u području zahtjeva propisa). Upravo su zahvaljujući takvim trendovima omogućeni nastanak finansijskih izvedenica, povećanje likvidnosti finansijskih tržišta i institucionalna reforma sustava, a te su pojave uvjet za uspješnu finansijsku integraciju unutar jedinstvenoga Europskoga finansijskoga tržišta.

Sukladno sa trendom “regionalizacije” u političkoekonomskom smislu postavlja se pred države i njihove pravnoekonomske sustave izazov stvaranja tzv. “funkcionalne jurisdikcije”, a to je posljedica raskidanja veze među teritorijem i pravnom ovlasti. Suvremene finansijske institucije i tržišta imaju globalistički svjetonazor, pa postavljaju izazov razvitku nacionalnih pravnih sustava. Nacionalni pravni sustavi zahvaljujući svojoj segmentiranosti postaju ograničujući, pa se rješenja traže u usklađivanju, ali poteškoće dosljedno izvire, ne samo zbog pripadnosti različitim pravnim krugovima, već i zbog dubokih kulturnih i političkih stajališta. Iako u mnogim aspektima segmentiranost i razlika među nacionalnim zakonodavstvom i jurisdikcijom ostaju primarni, uzrok tzv. pravnog rizika unutar finansijskih tržišta EU, sporo, ali dostižno usklađivanje s europskim pravnim aktima put je kojim će morati poći i Republika Hrvatska. Odgovor je donekle i u filozofskim stajalištima Foucaulta o ulozi moderne države i o njezinom “vladanju”<sup>14</sup>, gdje je naglasak na taktičkom ostvarenju strateški postavljenih ciljeva, na uvriježenosti onih postupaka koji će društvu nametati zadatak veće samoregulacije.

---

<sup>12</sup> Već je postojanje društava s ograničenom odgovornošću tradicionalni i uvriježeni način pretvaranja poslovnoga rizika u kreditni, a sekuritizacija bi predstavljala suvremeni način.

<sup>13</sup> Više o tome vidi Benjamin, J.: *Financial Law*, Oxford University Press, Oxford 2007., str. 15

<sup>14</sup> Foucault, M.: *Governmentality*, u Burchell et al. (ur.): *The Foucault Effect, Studies in Governmentality*, Harvester Wheatsheaf, London 1991.



Zahvaljujući nedavnom utjecaju globalizacije, koju najčešće poistovjećujemo s “amerikanizacijom”, europska je financijska integracija potvrdila značajnu ulogu prava unutar financijskoga sustava. Dinamično financijsko okruženje jedinstvenoga europskoga tržišta financijskih usluga razvilo se isključivo zahvaljujući financijskoj regulativi. Akcijski plan za financijske usluge, Lamfalussyjev pristup i tzv. comitology postupak, pridonose razvitku teorije i prakse financijske regulative država članica. Uz razvitak idu i novi objekti i ciljevi financijske regulative koja sve češće mora djelovati na složenome tržištu sastavljenome od financijskih konglomerata, univerzalnih banaka i međuovisnih institucija. Gotovo sve europske financijske institucije djeluju prekogranično u svojem posredovanju, a diverzificiranost financijskih oblika u njihovim bilancama brišu razlike među pojedinim institucionalnim vrstama. U tome se smislu pravo i pravni akti - financijska regulativa općenitije, ističu kao primjeren instrument integracije tržišta i povećanja likvidnosti imovine.

## ***2.2. Lamfalussyjev pristup i uloga odborske procedure u stvaranju financijske regulative***

Možemo tvrditi da su u posljednja dva desetljeća teorije i područja financijske regulative i supervizijske prakse snažno obilježene europskim politikama i da se upravo EU definirala kao vodilja u reformama na ovome području. Donošenje novih europskih financijskih propisa potaknulo je razvitak tržišta država članica – važnost je reforme financijske regulative EU to što je u potpunosti poštovala ekonomsku svrhu tih propisa i uvjetovanost njihovom pravnom prirodom. Priznajući da pravna reforma *per se* ne može započeti razvitak tržišta, koji na kraju ovisi o volji i o djelovanjima samih tržišnih subjekata, EU je primjereno zaključila da je pravna intervencija ipak najučinkovitije sredstvo za postizanje željenoga razvitka tržišta i za smanjenje transakcijskih troškova.

Neovisno o zbivanjima koja su pratila uspostavu Europske ekonomske i monetarne Unije i problematiku supervizijske nadležnosti Europske središnje banke, pravo zanimanje znanosti i prakse za “model reforme” financijske regulative započinje usvajanjem Akcijskoga plana za financijske usluge.<sup>15</sup> Njegov sadržaj sa četrdeset i dvije propisane mjere - u obliku pravnih akata, morao je olakšati integraciju financijskih tržišta (u skladu s Jedinstvenim europskim tržištem) i unijeti novine u sustav njihove regulacije i supervizije, ali i financijske imovine i transakcija koje su od tržišta neodvojive. Ostvarivanje ciljeva Akcijskoga plana složeno je prema prioritetnome redu i praćeno je vremenskim okvirima, tako da Akcijski plan djeluje, ne samo kao posrednik u usklađivanju financijskih tržišta

---

<sup>15</sup> Vidi [http://ec.europa.eu/internal\\_market/finances/actionplan/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/finances/actionplan/index_en.htm)



država članica, nego i kao “referentni model” za usporedbu i procjenu brzine usvajanja mjera i napretka regulativne reforme. Krajnji je cilj uspostaviti jedinstveno tržište financijskih usluga unutar EU, usklađeno s ponudom financijskih proizvoda i financijskih institucija, održivo i stabilno, jednako vrijednoga kao i američko ili japansko financijsko tržište.

No Akcijski plan nije jedini akt kojim bi EU mogla definirati dinamična zbivanja unutar financijskih tržišta, pa je usporedno s njegovom provedbom zanimanje stručne javnosti bilo usmjereno na izmjenu postupka donošenja odluka na supranacionalnoj razini unutar područja financija. Razdoblje koje slijedi nakon Akcijskoga plana razdoblje je snažne dinamike europskih tržišta kapitala i polaganja sve većega težišta na razvitak tržišnoorijentiranih europskih financijskih sustava (za razliku od tradicionalne orijentiranosti većine država članica na institucije slične bankama). Vodeći se argumentom da dinamična financijska tržišta zahtijevaju i fleksibilniji sustav odlučivanja, provođenja odluka i mjera i provedbe europskih propisa, tzv. Wise Men Committee<sup>16</sup> donosi svoj Izvještaj (poznatiji pod nazivom Lamfalussyjev izvještaj) koji predlaže Europskoj komisiji. Mjere toga Izvještaja koje su se najprije izrijeком odnosile isključivo na europsko tržište vrijednosnica postat će vodilja cjelokupne regulativne reforme jedinstvenoga financijskoga područja, a one se većinom odnose na pojednostavnjivanje postupka donošenja odluka iz područja ekonomskih politika, točnije financija i na bitno skraćivanje vremena transponiranja i provedbe EU propisa u državama članicama, a sve to radi što ujednačenijega regulativnoga pristupa financijskome tržištu. Opisana reforma tzv. Lamfalussyjevog pristupa<sup>17</sup> morala bi se pozitivno odraziti i na veću ujednačenost i na bližu suradnju u supervizijskoj praksi. Ukratko, financijska je regulativa morala postati primjerenija, i to tako da je morala biti osjetljivija na tržišna zbivanja, zatim transparentnija, učinkovitija i lakoprimjenjiva u državama članicama. U tome je Lamfalussyjev pristup, koji je izvorno bio namijenjen primjeni na tržištu vrijednosnica, svojom strukturom i sadržajem prešao okvire namjere koju mu je dodijelila Europska komisija – da pobliže uredi postupak transponiranja i provedbe europskih propisa na nacionalnoj razini.

Prije analize utjecaja i procjene rezultata navedenoga pristupa potrebno je izložiti jedan od najznačajnijih (i vjerojatno najstroženijih) postojećih mehanizama odlučivanja na europskoj razini, koji se odnosi na postupak stvaranja i provedbe supranacionalnih propisa – tzv. postupak komitologije ili točnije odborske proce-

---

<sup>16</sup> Autori se suzdržavaju od prijevoda pojma, zato što bi prijevodom naziv ovoga odbora izgubio izvorno značenje i smisao koji je svojstven engleskome jeziku, a koji je predmetnome odboru s namjerom dalo Vijeća ministara financija EU. Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of the European Securities Market dostupan na: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/docs/lamfalussy/wisemen/final-report-wise-men\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/lamfalussy/wisemen/final-report-wise-men_en.pdf)

<sup>17</sup> Pojam Lamfalussyjev pristup valja shvatiti kao onaj kojim se označuje nov način stvaranja europskih propisa (dakle, law-making).

dure (comitology). Taj postupak možemo općenito definirati kao postupak koji primjenjuje Europska komisija odabirući mjere pri provedbi europskih propisa, točnije kada Komisija traži savjet posebnih stručnih odbora (committees) koji obavljaju funkciju svojevrsnoga foruma za raspravu i dijalog s odgovarajućim tijelima država članica.<sup>18</sup> Lamfalussyjev pristup podrazumijevao je drugačiji pristup postupku stvaranja propisa i reformu nadzorne prakse uspostavljenu na četiri razine, u suradnji s Europskom komisijom, ali i sa drugim - u političkome smislu - vodećim tijelima EU i novostvorenim Odborima (nadzorne ili savjetodavne uloge).

Konkretno, u financijskoj regulativi Lamfalussyjev pristup dijeli propise na dvije osnovne razine:

- prva razina (tzv. first level legislation) – propisi koji uključuju osnovne političke odluke i smjernice EU, tzv. okvirno zakonodavstvo koje zajedničkom političkom odlukom donose Parlament i Vijeće EU na prijedlog Komisije; i
- druga razina (tzv. second level legislation) - propisi tehničke prirode i po svome sadržaju detaljniji i precizniji od onih prve razine, primjenom kojih se omogućuje postizanje ciljeva određenih europskim politikama i propisanih na prvoj razini. To je istovremeno i razina na kojoj dolazi do izražaja djelatnost konkretnih savjetodavnih Odbora.

Navedenom se podjelom željelo ubrzati postupak donošenja propisa i izbjeći nepotrebne i neučinkovite detaljnosti propisa već na razini okvirnoga zakonodavstva. Budući da se Lamfalussyjev pristup odnosio na područje tržišta vrijednosnica, logična je bila želja da se postupak donošenja novih i izmjene postojećih propisa učine što fleksibilnijima, izbjegavajući političke rasprave vodećih tijela EU i priklanjajući se postupku odborske procedure. Potrebno je naglasiti da je prije “Lamfalussyja” europska regulativa koja se odnosila na tržišta vrijednosnica nastajala pod utjecajem i nadzorom nekoliko već postojećih Odbora u sastavu Vijeća EU i Parlamenta ili Odbora koji su kao autonomna tijela uspostavljeni Osnivačkim ugovorima (npr. Financial Services Committee, Standing Committee on Economic and Monetary Affairs, Economic and Social Committee, i druge). No, zato što je postupak stručnoga savjetovanja s tim Odborima bio vremenski neučinkovit, a i zato što njihova mišljenja nisu imala jasno definiran pravni utjecaj, Lamfalussyjevim su pristupom formirana dva nova odbora za posebne namjene. Prvi Odbor koji se naziva European Securities Committee uspostavljen u lipnju godine 2001. i ima dvojaku ulogu – savjetodavnu, zato što predlaže Europskoj komisiji smjer kojim bi se morale kretati politika i propisi vezani uz vrijednosnice, i regulativnu, koja dolazi do izražaja upravo u postupku odborske procedure. Drugi je Odbor Committee of European Securities Regulators i sastavljen je od predstavnika nadzornih tijela na području tržišta vrijednosnica država članica.

---

<sup>18</sup> Vidi [http://europa.eu/scadplus/glossary/index\\_en.htm](http://europa.eu/scadplus/glossary/index_en.htm)

Taj odbor djeluje većinom “iz sjene”, utječući na odluke Europske komisije o načinu provedbe europskih propisa u nacionalnim zakonodavstvima.

Lamfalussyjev pristup formira dodatne dvije razine koje se odnose na provedbu, uspješnost koje još uvijek nije moguće empirijski ocijeniti

- treća razina – osigurava ujednačenu i dosljednu provedbu propisa donesenih na prve dvije razine, u nacionalno zakonodavstvo država članica, čime se osiguravaju homogenost financijske regulative EU i usklađenost supervizorske prakse. U tom se smislu predviđa intenzivnija suradnja među pojedinim odborima međusobno, ali i s političkim tijelima EU;

- četvrta razina – osigurava snažniju ulogu Europske komisije u postupku usvajanja i izvršavanja europskih propisa na nacionalnoj razini.

Iako Lamfalussyjev pristup oblikuje europski legislativni postupak u području financija kraće od jednoga desetljeća, danas ipak možemo izdvojiti četiri pravna akta koja su u potpunosti rezultat navedene regulativne reforme: Direktivu o tržištima financijskim instrumentima, Direktivu o nezakonitoj kupoprodaji dionica i manipuliranju tržištem (zlouporaba tržišta), Direktivu o prospektu koji će biti objavljen pošto se vrijednosni papiri javno ponude ili prihvate za trgovanje i Direktivu o usklađivanju zahtjeva za transparentnošću podataka o izdavaljima čiji su vrijednosni papiri uvršteni u trgovanje na uređenome tržištu.<sup>19</sup> Njegova uspješnost ovisi o spremnosti država članica da unutar predviđenih rokova transponiraju i primijene propise donesene kao dio Akcijskoga plana. U tu je svrhu formirana tzv. “Lamfalussy league table” koja grafički prikazuje brzinu i učinkovitost država članica u poštovanju rokova ([http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/docs/transposition/table\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/transposition/table_en.pdf)).

### ***2.3. Otvorena pitanja reforme financijske regulative nakon “Lamfalussyja”***

Ne ulazeći u analizu navedenih statističkih pokazatelja, obratit ćemo pozornost na problem koji proizlazi iz Lamfalussyjeve reforme – problematika kvalitete

---

<sup>19</sup> Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on markets in financial instruments amending Council Directives 85/611/EEC and 93/6/EEC and Directive 2000/12/EC of the European Parliament and of the Council and repealing Council Directive 93/22/EEC; Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council of 28 January 2003 on insider dealing and market manipulation (market abuse); Directive 2003/71/EC of the European Parliament and of the Council of 4 November 2003 on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading and amending Directive 2001/34/EC; Directive 2004/109/EC of the European Parliament and of the Council of 15 December 2004 on the harmonisation of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market and amending Directive 2001/34/EC; dostupno na: <http://eur-lex.europa.eu>

i kvantitete propisa. Razdvajanje “tehničkih” propisa od onih osnovnih, gotovo organskih, dvorazinskim sustavom odlučivanja ubrzalo je proces donošenja propisa. Pitanje koje slijedi glasi: može li se sustav koji pojednostavljuje stvaranje i izmjenu propisa prometnuti u sustav nezadovoljavajuće pravne kvalitete koji bi bio legalistički i pretjerano normativistički? Ako sustav ne može odrediti točnu granicu među zadacima (i ovlašću) pojedinih razina, ako nije jasno definirano koja se točno vrsta propisa stvara i predlaže na konkretnoj razini, onda postoji opravdani strah da će doći do gomilanja pravnih akata i da njihovih preklapanja. Argumente u prilog tome nalazimo u pojedinim odredbama prvih “Lamfalussyjevih smjernica”, ali i u odredbama danas aktualnoga europskoga propisa – Direktive o tržištima financijskim instrumentima.<sup>20</sup> Kao rješenje Europska Unija predlaže primjenu učinkovitijih metoda reguliranja – tzv. “better regulation principles” (Radaelli, 2006.), ili točnije *ex-ante* procjene utjecaja propisa i *ex-post* vrednovanje rezultata.

Sustav koji je proizašao iz reformi Akcijskoga plana i Lamfalussyjeva pristupa dat će pozitivan rezultat samo uz uvjet bliže i praktične suradnje među novonastalim tijelima (konkretnim odborima) koja aktivno sudjeluju u samome procesu. Ta tijela moraju biti informirana o “pravnim zahtjevima” financijskoga tržišta, a istovremeno moraju održati visok stupanj povjerenja u vlastitu legislativnu discipliniranost i u objektivno djelovanje.<sup>21</sup> Mehanizmi kojima će biti održavana ravnoteža među ovlastima i djelovanjem pojedinih legislativnih tijela i Odbora EU još su u razvitku. No, spoznaja da ostvarenje ekonomskih interesa gotovo isključivo ovisi o kvaliteti i učinkovitosti europskih propisa svrstava izloženu problematiku među politička pitanja prvoklasnog značenja.<sup>22</sup> Za rješenje te problematike, potrebno je redefinirati legislativnu poziciju triju vodećih političkih institucija EU-Komisije, Parlamenta i Vijeća. Iako je Komisija inicijator u regulativnom postupku i usprkos tome što je takva njezina uloga dodatno potvrđena odborskom procedurom, odnos među Europskim parlamentom i Vijećem glede komitologije zahtijeva veću određenost u obliku izjednačivanja ovlasti.

Procjena dosadašnjih rezultata opisane pravne reforme pokazuje da je izniman napredak ostvaren u transparentnosti reguliranja financija i da je iskustvo inten-

---

<sup>20</sup> Primjerice, odredbe o tzv. najboljoj provedbi (best execution), o transparentnosti tržišta, klasifikaciji klijenata, i dr., koje nalazimo u Direktivi 2004/39/EC. Vidi <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:32004L0039:EN:NOT>

<sup>21</sup> U tome je primjerena sljedeća procjena: “The effective operation of a network-based approach to rule-making, where regulatory decisions are informed by evidence and expert advice, depends on openness and dialogue between all interested parties.” Ferran, E.: Building an EU Securities Market, Cambridge University Press, Cambridge 2004.

<sup>22</sup> U tome je i pravno-politički značaj eventualnoga uspjeha novoga Lisabonskoga ugovora koji bi morao omogućiti novo uređenje pravnih instrumenata. Treaty of Lisbon amending the Treaty on European Union and the Treaty establishing the European Community, dostupan na: [http://bookshop.europa.eu/eubookshop/FileCache/PUBPDF/FXAC07306ENC/FXAC07306ENC\\_002.pdf](http://bookshop.europa.eu/eubookshop/FileCache/PUBPDF/FXAC07306ENC/FXAC07306ENC_002.pdf)

zivnije suradnje strukturiranih stručnih tijela pridonijelo većoj ažurnosti i tehničkoj provedivosti financijske regulative na nacionalnoj razini.<sup>23</sup> Kao iznimno dostignuće spominje se činjenica da proces savjetovanja (consultations) vrednuju stručni odbori i da njihove zaključke pretvaraju u odredbe konkretnog europskog propisa. Kritike se većinom odnose na kratkoću rokova danih za završetak takvoga postupka i za izradu zaključka, a i na povremene propuste u koordinaciji i transparentnosti procesa. Djelomično rješenje problematike transparentnosti nude tzv. Izvješća o povratnim informacijama (feedback statements) kojima se sve češće koristi u komunikaciji sa stručnom javnošću i s izravno zainteresiranim tržišnim akterima.

Na kraju, jedan od ciljeva Lamfalussyjevog pristupa jest i dosljednije prenošenje europskih propisa u nacionalno zakonodavstvo i njihova provedba. Zaključak o tome još nije uvijek moguće donijeti zbog kratkoga vremena primjene navedene metode. Ipak su kritike i u ovome slučaju preduhitrile pozitivna vrednovanja, pa se u stručnim analizama može vidjeti da su vremenski rokovi transponiranja propisa prekratki i da države članice u želji da zauzmu vodeću poziciju u grafičkom – tabelarnom prikazu uspješnosti transponiranja, često nedosljedno i pogrešno primjenjuju pojedine propise i njihove odredbe. Rješenje je u strožoj nadzornoj praksi (provodi ga treća razina), u intenzivnijoj suradnji treće razine i Europske komisije i na kraju u odgovornosti samoga sektora tržišta na koji se propis odnosi. Pravovremeno upozorenje na nepravilnosti u primjeni zajedničkih propisa što ga upućuju krajnji adresati sprečava moguće ekonomske i političke posljedice.

Potrebno je istaknuti da Lamfalussyjev pristup predlaže primjenu Uredbi (EU Regulations) unutar financijske regulative češću od Direktiva (EU Directives), a zato da bi se postigla ujednačena primjena europskih financijskih propisa u svim državama članicama.<sup>24</sup>

### 3. Reforma supervizijske strukture Europske unije

Europsko se financijsko okruženje bitno promijenilo u posljednja dva desetljeća. Od uvođenja zajedničke valute i uspostave Europske središnje banke, pa do dominirajuće pojave financijskih konglomerata, složenih financijskih instrumenata i kompjutorizacije tržišta vrijednosnica, u literaturi se govori o svojev-

---

<sup>23</sup> Potrebno je spomenuti da ovaj zaključak trpi i kritiku o tome kako je veći broj stručnih odbora dodatno zakomplicirao postupak i povećao troškove regulacije (pogotovo kod manjih država članica).

<sup>24</sup> Ovo je stajalište izazvalo negodovanja država članica EU zato što neke uredbe kao “imperativne propise” nije moguće primijeniti bez osnovnih izmjena nacionalnih zakonodavstava. No, to je rasprava koju nećemo izložiti u ovome radu, već je ostavljamo za neka kasnija razmišljanja.

snj revolucioniji europskih financija. Osnovna načela europske financijske integracije – minimum harmonizacije, uzajamnoga priznanja i kontrole države sjedišta, omogućili su proširenje djelatnosti financijskih institucija na sve države članice EU, prekogranično pružanje financijskih usluga uz pomoć “Europske putovnice” i razvitak jedinstvenoga europskoga financijskoga tržišta. Međuovisnost nacionalnih tržišta toliko je intenzivna da se kao ključni problem nameće, ne samo usklađenost ekonomskih politika država članica, već i jednakost pravnoga tretmana, što je svakako bitan preduvjet za učinkovitost široke regionalne ekonomske zajednice. No, u skladu sa svjetskim ekonomskim trendom i europsko financijsko tržište prolazi neizvjesno razdoblje, čime problematika financijske regulative i supervizije opravdano postaju područja intenzivne akademske i stručne rasprave. Europska je Unija ispravno zaključila da ciljana reforma omogućuje postizanje financijske stabilnosti, zaštitu krajnjih potrošača i pravedno tržišno natjecanje subjekata na financijskome tržištu. Neovisno o reformi financijske regulative, o njezinom teoretskom zaokretu i o novoj metodi formulacije, nadzorna tijela (tzv. supervisors) priznaju potrebu za definiranjem njihovoga usklađenoga europskoga djelovanja u želji za ostvarenjem pravednoga, poštenoga, discipliniranoga i učinkovitoga europskoga financijskoga tržišta. Reorganizacija supervizorske strukture problematika je od javnoga interesa i u tome je dio područja europskoga javnoga prava. Istina je da nepromijenjena europska “supervizijska arhitektura” umanjuje učinke postignute financijske integracije i onemogućuje jedinstveni pristup EU međunarodnoj financijskoj diplomaciji.

Složenu strukturu europske financijske regulative i njezine dosljedne primjene na nacionalnoj razini prati fragmentirana nadzorna praksa – neujednačena kako u metodici tako i u institucionalnoj strukturi, a dodatno su nejasno definirane i nadzorne ovlasti i uloge supranacionalnih i nacionalnih institucija u međusobnoj suradnji, jednako kao i odnos među pojedinim nacionalnim supervizorskim tijelima (Wymeersch, 2005).<sup>25</sup> Doista, ciljevi samog postupka supervizije<sup>26</sup> i metodika

---

<sup>25</sup> Tu najviše analiza i kritika trpi načelo supsidijarnosti koje pripada teoriji europskih integracija. Neki kritičari smatraju da je upravo to načelo prepreka za usklađivanje nadzorne prakse država članica i za daljnju integraciju tržišta. Model regulacije u EU postavljen na načelima teorije federalizma, priznaje i istovremeno iskorištava pozitivne prednosti centralizacije regulative, ali i decentralizacije društvenoga uređenja pojedinih pitanja. Je li inzistiranje na apsolutnom usklađivanju regulativnog modela u državama članicama EU poželjno i koje bi rezultate postiglo zbog realnih ekonomskih (ali i pravnih) prilika država ostavljamo za kasniju raspravu i razmišljanja.

<sup>26</sup> Potrebno je istaknuti da pojam supervizije, iako rjeđe korišten u našoj financijskoj literaturi zbog postojećih hrvatskih nadzornih tijela – HANFA i HNB usmjerene na pojmove nadzora i kontrole pripadajućih sektora, koristimo se u ovome dijelu rada kao nadređenim pojmom i onim koji se redovito susreće u stručnoj literaturi europskog područja. Smatramo ga prikladnim, jer on u svome značenju obuhvaća neodvojive sastavnice: nadzor i kontrolu poslovanja financijskih institucija i donekle regulativno djelovanje – usmjereno na poboljšanje poslovanja konkretne institucije. Zato se u daljoj raspravi u radu jednakovrijedno koristimo pojmovima “supervizija”, “nadzor”, “supervizor” i “nadzorno tijelo”.



nadzornih tijela bitno se razlikuju od onih koje je teorija obrazlagala u kasnim osamdesetim godinama. Regionalnom financijskom integracijom tržišta su gubila obilježja (i pridjev) lokalnih ili nacionalnih, investicijske i druge financijske usluge pružaju se prekogranično, a postojeća nacionalna nadzorna tijela nailaze na nove probleme i izazove. Njihov je način djelovanja i razmišljanja tradicionalno ograničen državnim granicama, posljedica je povijesti njihove tržišne strukture, upravnoga organiziranja, ali i današnje Europske konstitucijske stvarnosti. Postojeća europska struktura nadzornih tijela nije primjerena zbog ovih razloga (Speyer; Walter, 2007.):

- u učinkovitosti – fragmentirana struktura sastavljena od nacionalnih supervizora gotovo jamči da će se nestabilnosti i poteškoće određenoga financijskoga tržišta prenijeti na ostala tržišta (tzv. spill-over učinak). Djelomično je to posljedica asimetričnosti informacija - kada država-domaćin neke financijske institucije ili njezine podružnice i konkretno nadzorno tijelo nisu upoznati s njezinom realnom financijskom situacijom zbog nedostatne suradnje sa supervizorom države-sjedišta (što je osobito aktualno za Republiku Hrvatsku zbog vlasničke strukture njezinoga financijskoga sektora).

- u uspješnosti – povećava se broj financijskih izvješća koja financijske institucije moraju podnositi nacionalnim supervizorima (uz često preklapanje). U tome im se, umjesto da se nagrađuju prekogranično djelovanje financijskih institucija i njihov "duh jedinstvenoga tržišta", nameću dodatna – dvostruka administrativna opterećenja, umanjujući tako konkurentnost multinacionalnih financijskih institucija, ali i općenito njihovu konkurentnost na svjetskoj razini.

- u političkoj odgovornosti – pitanje je: kako pronaći praktično rješenje za izazov supervizije financijskih institucija prekograničnoga djelovanja i nadzora zajedničkoga financijskoga tržišta, uz supervizore nacionalne razine? Izazov koji se postavlja jest intenzivirati suradnju supervizora i omogućiti stvaranje konkretnih pravila nadzorne prakse – možda u oblik soft law-a.

- u međunarodnoj konkurentnosti europskoga tržišta – problematike financijske regulative i supervizije postaju dijelom tzv. financijske diplomacije (kao sastavnice gospodarske diplomacije država), EU ne može zauzeti jasan zajednički stav ako provedbu propisa i dalje bude nadzirala uz pomoć šezdesetak supervizora različite institucionalne prirode i upravnih ovlasti.

Problematika reforme institucionalne strukture supervizora i njihove prakse aktualna je već pet godina. Razdoblje od godine 2003. do 2006. označile su promjene u skladu s Lamfalussyjevim pristupom i sa završetkom ciljeva Akcijskoga plana. Prije izložena struktura Lamfalussyjevoga pristupa ukazuje na to da je treća razina odlučivanja i suradnje osnova supervizijske reforme EU. Ona obuhvaća tri sektorska Odbora sastavljena od nacionalnih supervizora država članica, kojima je dodijeljena zadaća nadzora dosljedne i jednake primjene financijske regulative



unutar EU. Ti Odbori imaju i snažnu savjetodavnu ulogu u odnosu na Europsku komisiju pri postupku donošenja propisa druge razine (kao što je već prije izloženo).<sup>27</sup> Reforma ovoga područja kao cilj postavlja konsolidaciju institucionalne strukture nadzornih tijela i ujednačivanje prakse, ali je, dodatni problem to što ni na nacionalnoj razini pojedine države nisu definirale koji model supervizije namjeravaju odabrati.

Možemo zaključiti da postoji većinski trend za smanjenje broja nadzornih tijela unutar države – no ne možemo odrediti trend prema nekom konkretnom nadzornom modelu. Općenito, kod analize supervizorskih modela govorimo o tri osnovna:

- tzv. sektorski model kod kojega svaki od financijskih sektora (bankarstvo, vrijednosnice, osiguranje) nadzire jedan supervizor. Iako je taj model bio raširen u većini država članica, statistički pregledi pokazuju da je od 2003. trinaest država napustilo taj model raspodjele nadzornih ovlasti, a preostale redefiniraju ovlasti konkretnih nadzornih tijela u modelu (tj. neki se sektori, poput bankarstva i vrijednosnica, svrstavaju pod ovlasti istoga supervizora).

- tzv. twin-peaks model kod kojega se različiti ciljevi postupka supervizije ostvaruju unutar ovlasti različitih tijela (primjerice, različiti su supervizori ovlašteni za prudencijalni nadzor i za nadzor poslovanja - conduct of business).

- model jedinstvenoga nadzornoga tijela koje je ovlašteno za prudencijalni nadzor, za nadzor nad tržištem vrijednosnica i za nadzor poslovanja financijskih institucija. Taj je model aktivan u nekoliko relativno novih država članica EU (npr. Mađarska, Malta, Estonija) koje su tu dužnost povjerile novouspostavljenoj nadzornome tijelu odvojenom od središnje banke i u npr. Češkoj i Slovačkoj koje su cjelokupnu superviziju povjerile središnjoj banci.

U literaturi se sve češće spominje mogućnost stvaranja jedinstvenoga europskoga supervizora na supranacionalnoj razini, ali ipak za to još nije vrijeme, i to zbog institucionalnih, konstitutivnih i političkih izazova koji stoje pred EU za poduzimanje konkretnijih koraka u tome smjeru. Kao zaključak možemo reći da se u državama članicama još uvijek odvija konsolidacija unutarnje supervizorske strukture i da u tome procesu, nažalost, ne postoji ujednačenost izabranoga modela. U svakom slučaju, trend je smanjenje broja nadzornih tijela, ne samo kod država s manjim financijskim tržištem, već i zahvaljujući fluidnoj granici među pojedinim sektorima suvremenoga financijskoga sustava. Jedini zajednički europski stav jest onaj političke prirode – o intenziviranju suradnje među supervizorima u skladu s načelima Lamfalussyjevog pristupa, ali i svjesnosti da se jedino međusobnim pravednim informiranjem i suradnjom mogu postići stabilnost i vlastitoga i europskoga tržišta.

---

<sup>27</sup> Možemo istaknuti da sve središnje banke, neovisno o tome imaju li supervizijske ovlasti u skladu s nacionalnim zakonodavstvom, sudjeluju u tzv. Committee of European Banking Supervisors.

#### 4. Financijska regulativa i supervizija u posttranzicijskim državama

U svijetu “savršenih” financija regulativni i supervizijski okvir svih država – onih ekonomski najrazvijenijih i onih u razvoju - bio bi ujednačen i zasnovan na prethodno zajednički utvrđenim vrijednosnim i političkoekonomskim načelima. Praksa, međutim, ukazuje na drugačiju stvarnost kada se radi o razvijenosti, ne samo nacionalnih ekonomija i financijskih sustava, već i u položaju koji pojedine države pridaju ulozi financijske regulative - u njezinom teoretskom razvitku i superviziji kao praktičnoj pratiteljici u procesu razvitka financijskoga sustava i njegovih sastavnica. Nesavršeni svijet financija prate jednako tako nesavršeni pravni sustavi unutar čijih manjkavosti znanstvenici i praktičari moraju naći poticaj za neprekidno usavršavanje financijskih propisa i za njihovu prilagodbu tržišnim promjenama, pretvarajući na taj način slabosti sustava u prednost.

Primjer financijske integracije Europske Unije svjedoči o tehničkoj složenosti procesa provedbe zajedničkih propisa u državama različitih (i divergentnih!) pravnih tradicija i sustava. Europska financijska regulativa uređuje složene financijske transakcije koje se odvijaju prema društveno uvjetovanim, pravnim propisima (iako je njihova svrha gotovo čisto ekonomska) i koje djeluju u apstraktnom svijetu intelektualnih, pravnih konstrukcija. Opisan europski proces usklađivanja dovoljno je zahtjevan i za države usporedivoga stupnja razvitka financijskih sustava, pa pridruživanje novih članica karakteriziranih političkoekonomskim nasljeđem tranzicijskoga gospodarstva još više otežava složenost navedenoga zadatka.

Pitanje harmonične i održive regionalne ekonomske integracije posttranzicijskih država, poput Republike Hrvatske, pitanje je osobito politički važno za EU. No, ono istovremeno predstavlja silan potencijal za financijski sustav tih država, kako u institucionalnom – mogućnost “nadogradnje” strukturne manjkavosti (ciljana diverzifikacija institucija), minimizacije negativnih učinaka koji su posljedica vlasničke strukture postojećih institucija, tako i u razvojnom smislu – zaokret prema većoj tržišnoj orijentiranosti u skladu s europskim trendom.

Kao osnovni problem posttranzicijskih država, koji se odnosi i na hrvatski primjer, ističe se njihova redovita orijentiranost na poslovne banke kao najbrojnije (često i jedine!) financijske institucije u državi koje u većini tih država nisu u domaćem vlasništvu. Iako je u tranzicijskome razdoblju ulazak stranih poslovnih banaka u financijski sustav bio istoznačan s razvitkom, i s većom sigurnošću domaćih financija, posttranzicijsko se razdoblje moralo osloniti na stvaranje šire baze financijskih institucija i na jaču dominaciju tržišnih transakcija i oblika. Poslovne banke u stranome vlasništvu i danas su većinom njihovi najvažniji financijski posrednici uz koje se vezuje stabilnost sustava općenito. Doista, aktualni je stupanj razvitka financijskih tržišta srednjeeuropskih i istočnoeuropskih država

niži od onoga u razvijenim državama EU (npr. Belgija, Njemačka ili Italija).<sup>28</sup> Gospodarstva tih država, pa tako i ono hrvatsko, zasnivaju se na ograničenoj ponudi financijskih instrumenata i transakcija (tzv. primary products), pa su zato i nelikvidnija i podložnija volatilnosti čimbenika. Dalje, u posttranzicijskim je državama financijsko iskustvo stanovništva relativno skromnije, a njihove su preferencije za investiranje i sklonost riziku konzervativnije. Djelomično su razlog tome i nedovoljno povjerenje javnosti u zaštitu potrošača/investitora, neinformiranost o propisima iz područja financija i općenito nepoznavanje pravnih konstrukcija kojima bi se mogli postići željeni ekonomski učinci. Prema tome, financijska se regulativa i supervizija u posttranzicijskim državama susreće s dodatnim izazovima koji su većinom pravne prirode.

U posljednjim se desetljećima radikalno izmijenila konceptualna osnova europskih financijskih tržišta – intelektualne i pravne konstrukcije preuzele su vodeće mjesto zahvaljujući razvitku financijskih izvedenica i složenim transakcijama. Promjene koje su logično morale pratiti navedene financijske novine bile su većinom vezane uz pravne sustave i uz pojedina područja prava (primjerice, imovinsko pravo), pa je izazov koji slijedi posttranzicijskim državama razvijanje vlastite moderne teorije financijske regulative koja dopušta uvođenje novih pravnih koncepata i potiče financijsku inovativnost usklađenu s europskim trendovima. Posttranzicijske države moraju početi razmišljati o financijskim pozicijama kao o pravnim konstrukcijama - dvostrano obveznim odnosima među pravnim i fizičkim osobama u kojima pravo ima prvoklasnu, njemu svojstvenu, etičku ulogu.<sup>29</sup> U tom je moguću smjer reforme (ili konsolidacije) strukture supervizije istosmjernan s reformom financijske regulative, tj. ovisi o tome kolika će biti vještina nadležnih tijela konkretne države u primjerenoj provedbi europskih standarda, i to propisima i ubrzanom razvitkom modernoga financijskoga prava – njegove teorije i prakse. Možemo zaključiti da će se i posttranzicijske države usmjeriti prema tržištima kapitala kao najdinamičnijem sektoru financija, ali će održivost toga trenda i stabilnost cijeloga sustava ovisiti o uspješnosti pravnih konstrukcija kojima će se regulirati i nadzirati tijek suvremenih transakcija.

Europska ekonomska integracija koja predstoji posttranzicijskim ekonomijama poput Hrvatske, aktualizira pitanje supervizijske strukture koja će biti fleksibilna, učinkovita i pravovremena u svojim odgovorima na aktivnosti, inovacije i rizike jedinstvenoga financijskoga tržišta. Svakako je pozitivno intenziviranje diskusije akademskih i stručnih krugova tih država o potrebi redefiniranja poje-

---

<sup>28</sup> O tome vidi Lanoo, K., Casey, J.P.: EU financial regulation and supervision beyond 2005, CEPS Task force report No. 54, Bruxelles 2005.

<sup>29</sup> Ovaj je argument osobito vrijedan u engleskoj teoriji financijske regulative. Nakon nedavne krize financijskih tržišta londonski City i njegovi financijski pravници više nego ikada cijene ovo etičko načelo: "The commandments of the law are these: live honourably, harm nobody; give everyone their due." Birks, P., McLeod, G.: Justinian's Institutes, Duckworth, London 1987.

din的角度 financijskih institucija i sektora i o ulozi kvalitetnih nacionalnih propisa u razvitku financijskoga tržišta sukladnoga s regionalnim i svjetskim kretanjima.

## 5. Redefiniranje uloge prava na hrvatskom financijskom tržištu u tijeku europske integracije

Financijska tržišta kao sastavnica financijskoga sustava najdinamičniji su i odlučujući čimbenik gospodarstva određene države. No čisto ekonomska zbivanja na tim tržištima djeluju razvojno tek u sprezi sa primjerenom institucionalnom i pravnom strukturom financijskoga sustava.<sup>30</sup> Brojni znanstveni radovi svjedoče o uvjetovanoj povezanosti među gospodarskim rastom, razvitkom financija i njihovim primjereno definiranim pravnim okvirom koji financijski subjekti poštuju i dosljedno primjenjuju.<sup>31</sup> Ekonomski uspjeh mjeran održivim gospodarskim rastom i standardom života njezinih građana cilj je kojem zajednički teže države europske političkoekonomske integracije, pa s pravom i Republika Hrvatska. Iako je jednostavno zaključiti da je to posljedica ozbiljnoga truda i dosljednoga rada razvijenih, industrijskih, država, čini se da kako ovo nisu jedini čimbenici njegova ostvarenja. Netko će primijetiti da i Hrvatska već desetljeće<sup>32</sup> radi na ostvarivanju gospodarskih ciljeva, ali ih ne ostvaruje tako jednostavno kao druge države EU, pa čak ni kao one postranzicijske. Ako mukotrpan rad ne čini državu politički uspješnom i ekonomski bogatom, u čemu je onda odgovor? U njezinim institucijama i u regulativnom okruženju.

Važnost je što skorijega pridruživanja Hrvatske europskoj ekonomskoj integraciji u tome što je veoma važno približiti naše regulativne i institucionalne prilike “europskim standardima” - pogodujući političkoekonomskom razvitku i, konkretnije, razvitku financijskoga sustava. Već smo prije u radu pokazali kako propisi (financijska regulativa) utječu na financijske sustave, a kako političke promjene i one u institucionalnoj strukturi djeluju na njihov razvitak. Institucije su, prema riječima nobelovca Douglass Northa, one koje predstavljaju pravila igre

---

<sup>30</sup> Suprotno uvriježenom stajalištu da normativno približavanje EU ne uvjetuje veću razvijenost financijskoga sustava, u prilog ide citat: “Undoubtedly, the financial system is shaped by non-financial developments.” Vidi Levine, R.: Financial Development and economic growth, Journal of Economic Literature No. 35, 1997, str. 688-726.

<sup>31</sup> Vidi King, R.G., Levine, R.: Finance and Growth: Schumpeter might be right, The Quarterly Journal of Economics No.108, MIT Press, Cambridge 1993., str. 717-737; La Porta, R., Lopez-de Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R. W.: Law and Finance, Journal of Political Economy No.106, University of Chicago Press 1998., str. 1113-1155.; Levine, R.: Financial Development and Economic Growth, Journal of Economic Literature No. 35, 1997., str. 688-726.

<sup>32</sup> Ističemo da se tvrdnja odnosi na desetljeće koje je proteklo od završetka turbulentnoga političkoga razdoblja u modernoj povijesti države i zaustavljanja nepovoljnih ekonomskih kretanja.

u društvu, tj. ograničenja koja oblikuju ljudsku intervenciju u djelovanje tržišta.<sup>33</sup> Institucije koje najznačajnije djeluju na gospodarski razvitak posttranzicijskih država jesu one koje omogućuju učinkovitu i pravednu alokaciju kapitala – financijski posrednici tj. financijske institucije općenito. U tome su upravo financijske institucije one koje su najbliže povezane s pozitivnim propisima i sa pravom uopće. One pomažu u očuvanju imovinskih prava subjekata, a svojom primjenom financijske regulative pomažu i očuvanju stabilnosti financijskoga sustava.

No, razvitak primjerene institucionalne strukture nije jednostavan zadatak – u tijeku tranzicije institucije evoluiraju i prilagođuju se “lokalnim” prilikama. Iako redovito u hrvatskoj ekonomskoj literaturi možemo pročitati tvrdnje da je financijska industrija najpropulzivniji sektor hrvatske ekonomije i da je jačanje financijskoga sektora pohvalno dinamično, izazovi koji predstoje hrvatskome pridruživanju europskoj ekonomskoj integraciji traže odgovore na šira, teoretska pitanja. Kako prilagoditi hrvatsku financijsku strukturu domaćem ekonomskom razvitku i europskom integracijskom procesu? Hoće li usvajanje određenoga teoretskoga i institucionalnoga modela financijske regulative koji oblikuje konkretnu financijsku strukturu imati dugoročne ekonomske prednosti za Hrvatsku? Koji je to model – onaj koji je sada aktivan na našem tržištu, ili bismo morali krenuti za nekim europskim trendovima?

U skladu s europskim trendom odmaka od čisto bankocentričnih sustava veća se razvojna dinamika prati na hrvatskome financijskome tržištu, konkretnije na tržištu kapitala. No upravo je taj dio financijskoga tržišta ključno povezan s pravom, zato što je ono stalni izvor tzv. pravnog rizika. Kretanja na tržištu konkretan su pravni izvor koji izravno oblikuje i usmjerava financijsku regulativu države. Iako možemo primijetiti da je legislativna djelatnost na financijskome području posebno dinamična u posljednjim mjesecima,<sup>34</sup> u Republici Hrvatskoj diskusija sadržaja konkretnih propisa prelazi namjeru ovoga rada. Ono što želimo istaknuti jest da, usprkos povećanju obujma propisa koji čine domaću financijsku regulativu, ne postoji dovoljno zanimanje prakse i znanosti za teoretska pitanja vezana uz proces normiranja financijskoga tržišta i financija općenito.<sup>35</sup> Stječe se dojam da je navedena legislativna aktivnost naprosto vanjski, ili bolje rečeno – europski uvjetovana, pa se pravnom uređenju konkretnoga područja prilazi bez prethodnoga promišljanja. Tome u prilog ide i nepostojanje razumijevanja uloge pravnoga sustava i pravne znanosti u suvremenim financijama, kako smo to već istaknuli na početku rada.

---

<sup>33</sup> North, D. C.: *Institutions, Institutional Change, and Economic Performance*, Cambridge University Press, Cambridge 1990.

<sup>34</sup> Vidi u tome području aktivnosti dvaju hrvatskih regulatora: [www.hnb.hr](http://www.hnb.hr) i [www.hanfa.hr](http://www.hanfa.hr)

<sup>35</sup> U domaćoj stručnoj i znanstvenoj literaturi ne raspravlja se o izboru modela financijske regulative, o aktualnostima supervizije, a pitanja poput uloge prava u ciljanom razvijanju financija ili pitanje osobito aktualnoga pravnoga rizika na financijskom tržištu uopće ne bilježe zanimanje.

Govoreći o tome, moramo ponovno istaknuti da u Hrvatskoj ne postoji cjelovito razumijevanje ni suglasnost o definiranju pojma financijske regulative unutar pravne znanosti, ali ni u odnosu na ekonomsku znanost. Problematika mogućnosti formiranja posebnoga područja financijskoga prava kao onoga unutar kojega bi se izučavala regulacija financijskih oblika, transakcija i tržišta još je nepojmljiva i neprihvatljiva. Hrvatski financijski sustav tradicionalno je podijeljen na sektore, što je bilo dodatno ojačano regulativnim ograničenjima. Sektori su obavljali različite poslove, unutar njih su djelovale različite institucije, zapošljavani su različiti kadrovi – i time je fragmentarnost financija bila savršena. No, već je davno bilo potrebno takav pristup zamijeniti sintetskim pristupom financijskoj regulativi. Funkcije koje su tradicionalno bile povezane isključivo s pojedinim sektorom danas su područje djelatnosti i ostalih sektora, a suvremene financijske tehnike nose obilježja nekoliko tradicionalnih financijskih transakcija istovremeno. Zaključujemo da fragmentarni pristup problematici financijske regulative nije primjeren aktualnoj situaciji Hrvatske. No, jednako joj je neprimjeren i pristup ubrzanoga transponiranja europskih propisa bez temeljitijeg razumijevanja njihove pojedinačne svrhe. Praksa pred financijske i pravne stručnjake redovito postavlja nove intelektualne izazove, pa se često čini da je problem to složeniji, što je veći broj osoba koje o njemu raspravljaju. Možemo zaključiti da u Hrvatskoj postoji problem u suprotnosti – dinamičnost i inovativnost prakse otežane su, jer se ne raspravlja o “pravnim konstrukcijama” koje preuzimamo iz europske financijske regulative.

## 6. Zaključak

Svijet suvremenih financija zasniva se na intelektualnim i donekle apstraktnim konceptima – a on je neopipljiv i nematerijalan. Novac ne poprima više oblik zlata ili srebra - a plaćanja na suvremenome financijskome tržištu ne podrazumijevaju prijenos materijalne imovine određene vrijednosti, već se ostvaruju prijenosom obveza i potraživanja na računima subjekata. Rizik je urođen financijskome poslu – on je proizvodna sirovina financijskih institucija, indirektni pokretač investicija i primarno zanimljiv suvremenim financijskim tržištima. U današnje su doba financijski sustavi i njihove sastavnice regulirani više nego ikada, a to znači da se nacionalnim propisima pridružuju propisi nastali u okrilju regionalnih političkoekonomskih integracija.

Financijski su sustavi razvijenih europskih država u posljednjim godinama osvijestili i uzeli u obzir ulogu prava u nesmetanom funkcioniranju financijskoga tržišta, a većina je država članica EU snažno razvila vlastite financijske sustave zahvaljujući inovativnoj primjeni tradicionalnih ugovornih vrsta i reformi financijskih propisa.

Europska financijska integracija potvrdila je značajnu ulogu prava unutar financijskoga sustava, stvarajući dinamično financijsko okruženje jedinstvenoga europskoga tržišta za financijske usluge zahvaljujući financijskoj regulativi. Posljednja dva desetljeća financijska regulativa i supervizija snažno su obilježene europskim politikama i pozicioniranjem EU kao vodećim primjerom reformi na ovome području. Novina je i znanstvena zanimljivost reforme financijske regulative EU to što je u potpunosti poštovala ekonomsku svrhu tih propisa i uvjetovana njihovom pravnom prirodom.

Pitanje harmonične i održive regionalne ekonomske integracije, osim izazova, predstavlja i snažan potencijal za financijski sustav hrvatske države u institucionalnom pogledu – mogućnost “nadogradnje” strukturne manjkavosti i u onom razvojnem – kao zaokret prema većoj tržišnoj orijentiranosti u skladu s europskim trendom. Razlog političkog imperativa pridruživanja Hrvatske europskoj ekonomskoj integraciji nalazi se i u tome što je europska integracija prilika za približavanje naše regulativne i institucionalne zbilje “europskim standardima” koji pogoduju političko-ekonomskom razvoju, te konkretnije – razvoju financijskog sustava. Uloga regulativnih tijela u tijeku europske integracije i nakon pridruživanja EU bit će vitalna. Te će institucije djelovati ne samo kao oni koji primjenjuju ili nadziru financijsku regulativu, već prije svega kao izvor inovativnih regulativnih ideja u neprekidnom dodiru s financijskim tržištem.

Europska je literatura o financijskoj regulativi i o financijskom pravu iznimno opsežna pa i ne možemo očekivati da će itko uistinu poznavati njezin cjelokupan sadržaj. No hrvatska bi se stručna javnost u interdisciplinarnom teoretskom istraživanju financijske regulative morala voditi načelom: “*rerum cognoscere causas*” (razumijevati uzrok stvari/pojava) da bi ga u praksi mogla nadopuniti mogućim odgovorom – poznavati kamo nas pojave vode.

## BIBLIOGRAFIJA

1. Benjamin, J. (2007.). *Financial Law*. Oxford: Oxford University Press.
2. Benston, G. J. (1998.): *Regulating Financial Markets – A Critique and Some Proposals*. Hobart Paper, (135).
3. Birks, P., McLeod, G. (1987.): *Justinian’s Institutes*. London: Duckworth.
4. Burchell *et al.* (eds.) (1991.): *The Foucault Effect, Studies in Governmentality*. London: Harvester Wheatsheaf.
5. Cervellati, E. (2003.): *Financial Regulation and Supervision in EU Countries*. *EFMA 2003 Helsinki Meetings*: <http://ssrn.com/abstract=391998>



6. Claessens, S. (2006.): *Current Challenges in Financial Regulation*. World Bank Policy Research Working Paper No.4103: <http://ssrn.com/abstract=953571>
7. Dowd, K. (1996.): "The Case for Financial Laissez-Faire". *Economic Journal*, (106).
8. Drage, J., et al. (1998.): "Some Issues for Policy-makers Arising from the International Financial Crisis". *Journal of Financial Regulation and Compliance*.
9. Durlauf, S.N., Blume, L.E. (eds.) (2008.): *The New Palgrave Dictionary of Economics*. London: Palgrave Macmillan.
10. Ferran, E. (2004.): *Building an EU Securities Market*. Cambridge: Cambridge University Press.
11. *Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of the European Securities Market*, dostupan na: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/docs/lamfalussy/wisemen/final-report-wise-men\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/lamfalussy/wisemen/final-report-wise-men_en.pdf)
12. La Porta, R., Lopez-de Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R. W. (1998.): "Law and Finance". *Journal of Political Economy*, (106).
13. Lanoo, K., Casey, J.P. (2005.): *EU financial regulation and supervision beyond 2005*. Bruxelles CEPS Task force report No.54.
14. Lastra, R. M. (2001.): *The Governance Structure for Financial Regulation in Europe*. Financial Markets Group Special Papers, sp 149.London.
15. Levine, R. (1997.): "Financial Development and Economic Growth". *Journal of Economic Literature*, (35).
16. Kay, J. (2004.): *The truth about Markets*. London: Allen Lane.
17. King, R.G., Levine, R. (1993.): "Finance and Growth: Schumpeter might be right". *The Quarterly Journal of Economics*, (108).
18. North, D. C. (1990.): *Institutions, Institutional Change, and Economic Performance*. Cambridge: Cambridge University Press.
19. Radaelli, C.M. (2006.): *Better Regulation and the Lisbon Agenda*. European Evaluation society Conference. London: <http://huss.exeter.ac.uk/politics/research/readingroom/radaelliBetterRegulation.pdf>
20. Speyer, B, Walter, N. (2007.): *Towards A New Structure for EU financial supervision*. Deutsche Bank Research Paper. Frankfurt Am Main: [http://www.dbresearch.com/PROD/DBR\\_INTERNET\\_EN-PROD/PROD000000000214976.pdf](http://www.dbresearch.com/PROD/DBR_INTERNET_EN-PROD/PROD000000000214976.pdf)
21. Vittas, D. (ed.) (1992.): *Financial Regulation Changing the Rules of the Game*. Washington: EDI Development Studies, Economic Development Institute of The World Bank.
22. Wymeersch, E.: *The future of financial regulation and supervision in Europe*, dostupno na: <http://ssrn.com/abstract=728183>;

## ELEKTRONIČKI IZVORI

1. [http://ec.europa.eu/internal\\_market/finances/actionplan/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/finances/actionplan/index_en.htm)
2. [http://europa.eu/scadplus/glossary/index\\_en.htm](http://europa.eu/scadplus/glossary/index_en.htm)
3. <http://eur-lex.europa.eu>
4. [http://bookshop.europa.eu/eubookshop/FileCache/PUBPDF/FXAC07306ENC/FXAC07306ENC\\_002.pdf](http://bookshop.europa.eu/eubookshop/FileCache/PUBPDF/FXAC07306ENC/FXAC07306ENC_002.pdf)
5. [www.hnb.hr](http://www.hnb.hr)
6. [www.hanfa.hr](http://www.hanfa.hr)

## EU REFORM OF FINANCIAL REGULATION – THE ROLE OF LAW WITHIN CONTEMPORARY FINANCIAL MARKETS

### Summary

In the last decades there has been a radical change in the conceptual basis of European financial markets – intellectual and legal structures have taken the lead within modern finances. EU Member States have redefined the role of law within financial markets due to innovative use of traditional legal structures, such as contracts, and to the reform of financial rules which fostered market development and liquidity of assets. In line with the EU trend of developing more market-oriented systems, as opposed to the traditionally bank-oriented ones, greater dynamics is also seen on the Croatian financial market. Indeed, market developments and market activity are the best guidelines for structuring an adequate regulatory framework – with greater weight being put on capital markets where new legislation should foster the efficiency of composite financial transactions, together with overall system stability. In that regard, EU financial regulation and financial integration are clear guidelines for Croatia's financial system reform during accession. The transposition of EU financial regulation is significant for Croatia, as this will promote a new conceptual, theoretical stance within Croatian financial theory – the acknowledgment of the interdisciplinary character of financial regulation, its purely legal structure and inherent economic purpose. Whilst law reform cannot kick start market development per se, it is nevertheless an effective instrument for achieving soundness of transactions and market efficiency. Regardless to all of the above, there are not many scientific or professional papers in Croatia covering this issue from an interdisciplinary perspective. In that regard it is appropriate for Croatia to turn to the recent EU experience of regulatory reform and its impact on financial markets.

Key words: financial regulation, supervision, law, legal risk, the Lamfalussy approach, comitology.