

RAZVOJ PRAVNE REGULATIVE TRŽIŠTA HARTIJA OD VREDNOSTI U EVROPSKOJ UNIJI

REZIME: Akcioni plan o finansijskim uslugama (Financial Services Action Plan) odnosno, skraćeno FSAP predstavlja svojevrsan vid integracije finansijskih tržišta Evropske unije putem pravne regulative koji je Evropska Komisija pokrenula još 1999. godine.

FSAP (Akcioni plan o finansijskim uslugama), se u najvećoj meri fokusira na finansijske usluge, hartije od vrednosti i pitanja iz privrednog prava, navedeni plan se implementirao narednih pet godina kroz ustaljeni tok zakonskih mera Evropske Zajednice (U daljem tekstu EZ): u oblastima regulacije izdavaoca hartija od vrednosti, što predstavlja i predmet ovog razmatranja. EZ izdala je deset direktiva i regulativa (uključujući i šest mera „drugog nivoa“ implementirajuće direktive i regulativu „prvog nivoa“) kako bi omogućila implementaciju FSAP. Tu uključujemo mere za harmonizaciju ključnih pitanja regulative hartija od vrednosti, kao što su ponude hartija od vrednosti (u daljem tekstu HOV), insajdersko trgovanje i tržišne manipulacije, ponuda o preuzimanju i obaveznom objavljivanju informacija.

Osnovna svrha FSAP-a je bila da uspostavi kamen „temeljac“ za integraciju finansijskih tržišta EU kroz usaglašena pravila koja, pružajući visoki stepen zaštite za investitora. Istovremeno umanjuju troškove koji proizilaze iz primene različitih pravnih režima zemalja članica u prekograničnim transakcijama. Kako bi smanjili ove troškove, dve nealternativne, i možda, komplementarne strategije su dostupne: harmonizacija samostalnih pravila kroz čitavu EU i harmonizacija sukobljenih zakonskih odredaba, kako bi se izbegla udružena primena više od jednog režima nad istom prekograničnom transakcijom (problem višestranе nadležnosti). Ovaj rad za svoj cilj ima da utvrdi da li je post FSAP regulativni okvir unutar EU uspeo da

* Pravni fakultet za privredu i pravosuđe, Univerzitet Privredna akademija, Novi Sad

ispuni svoje ciljeve u vidu usaglašavanja i rešavanja problema višestranе nadležnosti.

Ključne reči: Akcioni plan, harmonizacija, harmonizzazione mere, implementacija, Direktive EU, integracije, regulativa EU, zakonske norme, suprotstavljene regulative, zloupotreba tržišta, odgovornost, transparentnost, preuzimanje, objavljivanje...

I Uvod

Akcioni plan o finansijskim uslugama (Financial Services Action Plan) odnosno skraćeno FSAP predstavlja svojevrsan vid integracije finansijskih tržišta Evropske Unije putem pravne regulative koji je Evropska Komisija pokrenula još 1999. godine.

FSAP, se u najvećoj meri fokusira na finansijske usluge, hartije od vrednosti i pitanja iz privrednog prava, navedeni plan se implementirao narednih pet godina kroz ustaljeni tok zakonskih mera Evropske Zajednice (U daljem tekstu EZ): u oblastima regulacije izdavaoca hartija od vrednosti, što predstavlja i predmet ovog razmatranja. EZ izdala je deset direktiva i regulativa (uključujući i šest mera „drugog nivoa“ implementirajuće direktive i regulativu „prvog nivoa“)¹ kako bi omogućila implementaciju FSAP. Tu uključujemo mere za harmonizaciju ključnih pitanja regulative hartija od vrednosti, kao što su ponude hartija od vrednosti (u daljem tekstu HOV), insajdersko trgovanje i tržišne manipulacije, ponuda o preuzimanju i obaveznom objavljivanju informacija.

Osnovna svrha FSAP-a je bila da uspostavi kamen „temeljac“ za integraciju finansijskih tržišta EU kroz usaglašena pravila koja pružajući visoki stepen zaštite za investitora, istovremeno umanjuju troškove koji proizilaze iz primene različitih pravnih režima zemalja članica u prekograničnim transakcijama. Kako bi smanjili ove troškove, dve nealternativne, i možda, komplementarne strategije su dostupne: harmonizacija samostalnih pravila kroz čitavu EU i harmonizacija sukobljenih zakonskih odredaba, kako bi se izbegla udružena primena više od jednog režima nad istom prekograničnom transakcijom (problem višestranе nadležnosti). Ovaj rad pokušava da utvrdi da li je post FSAP regulativni okvir unutar

¹ i. e. „Lamfulsijev pristup“ koji Evropska Komisija sledi u vezi regulative po pitanju finansijskih tržišta. Prema navedenom pristupu okvir ili ti direktive prvog nivoa koje sadrže osnovne (glavne) principe i pravila; regulative i direktive drugog nivoa sadrže detaljnija pravila, i zahvaljujući nešto ujednačenijem regulatornom procesu, može se nešto češće modifikovati i prilagoditi tržišnim i tehnološkim promenama. Pored navedena dva nivoa Lamfulsijev pristup takođe omogućava i treći nivo, u kojem Komitet Evropskih regulatora hartija od vrednosti (CESR) izdaje smernice implementiranja i sublimaciju mera prvog i drugog nivoa.

EU uspeo da ispuni svoje ciljeve u vidu usaglašavanja i rešavanja problema višestranе nadležnosti.

Drugi deo rada predstavlja analizu, odnosno, pored analize istovremeno pruža i sistematizaciju harmonizacionih mera: što se tiče njihove sadržine, mogu se kategorizovati u relaciji izričito utvrđenih odredbi i u relaciji utvrđenih sukoba zakonskih odredbi: u pogledu svog obima, mogu biti sveobuhvatne ili parcijalne; po svojoj prirodi, mogu biti obavezujuće ili dobrovoljne; konačno, sa aspekta međusobnog odnosa sa nacionalnim propisima, harmonizacione odredbe mogu biti maksimalne ili minimalne. Efikasna usaglašenost se može postići putem korenite mere zakonske harmonizacije koje su sveobuhvatne, maksimalne, koje ne ostavljaju prostora za manipulaciju na nivou zemalja članica. Problem višestranе nadležnosti je jedino rešiv, ukoliko zakon predviđa primenu isključivo jednog zakona pri svakoj međugraničnoj transakciji, bez ispunjavanja ikakvih dodatnih zahteva primenom druge nadležnosti. Treći deo se bavi osnovnom politikom i izborima u harmonizaciji koju sprovodi Evropska Komisija u implementaciji FSAP, posmatrajući četiri glavne mere koje je prihvatila Evropska Komisija između 2003. i 2004: Direktivu o prospektu. Direktivu o zloupotrebi tržišta. Direktivu o preuzimanju i Direktivu o transparentnosti. U četvrtom delu se tvrdi da je usaglašavanje regulative o hartijama od vrednosti EU, iako znatno unapređovalo u odnosu na period pre implementacije FSAP-a, i dalje ostalo neostvareno: otud, iako su troškovi transakcija koji su proizilazili iz raznolikosti zakonskih režima i njihove istovremene primene na neke prekogranične transakcije opali, i dalje su daleko od zanemarljivih. Peti deo predstavlja zaključak.

II Harmonizacija zakonske regulative

U osnovi razumevanja FSAP-a kao i funkcije regulaciji HOV-a u Evropskoj uniji, neophodno je posmatranje staviti u širi kontekst, u kojem funkcionišu međunarodni propisi o hartijama od vrednosti. Harmonizacione odredbe koje uvodi FSAP predstavljaju nešto što se ponekad naziva „kooperativnom strategijom“: unapred dogovoreno rešenje koje nekoliko nacionalnih zakonodavstava odluči da prihvati, kako bi rešila probleme koji se javljaju pri primeni različitih režima u prekograničnim transakcijama.

Svaka nadležna administracija unutar države u razvijenom svetu izdaje pravnu regulativu sa ciljem da zaštiti investitore na svojoj teritoriji, kako bi osigurala efikasnost domaćeg tržišta kapitala i, što je mnogo ciničnije, kako bi izolovala lokalnu industriju HOV-a od inostrane konkurencije.

U nedostatku koordinacije u nadležnostima (ukoliko sve nadležne članice prihvataju unilateralni pristup),² višestruki zakonski režimi HOV-a se primenjuju

² Kao što je pristup koji su zauzele Sjedinjene Države u oblasti hartija od vrednosti koji je dalekosežniji i čiji je cilj da učini federalne zakone o hartijama od vrednosti primenljivim na širok spektar lica i transakcija, bez obzira na to gde se nalaze ili odvijaju iako su već pod lokalnom

na prekogranične transakcije, čemu se učesnici na tržištu moraju povinovati i prilagoditi svim različitim režimima. Da se primetiti da ovo može biti veoma problematično, naročito u situacijama kontradiktornih setova regulativa među nadležnostima, što može rezultirati određenim slučajevima u kojima je nemoguće sprovoditi transakcije bez kršenja određenih odredbi primenjenih u nekom delu sveta.

Naravno, takav rezultat bi bio neprihvatljiv sa stanovišta Evropske Zajednice, institucije čiji je cilj da ujedini fragmentirana nacionalna tržišta. Intervencija EZ na polju HOV-a se u osnovi zasniva na harmonizaciji. Kojom, Evropska Zajednica, nameće obavezu zemljama članicama da prihvati određena pravila (putem direktiva) ili direktno uspostavlja određena pravila putem regulativa.

Korisno je razlikovati mere *suštinske harmonizacije* i mere *harmonizacije sukobljenih zakona*. Prve se odnose na sama pravila trgovanja, koja sugerišu učesnicima na tržištu kako da se ponašaju, kako da konstruišu transakcije, informišu javnost itd. Dok druge, određuju koji se zakon ili zakoni primenjuju na određenu prekograničnu transakciju, kao i o mogućnosti da li, i na koji način strane koje učestvuju u transakciji mogu birati koji se zakoni mogu primeniti. Često, harmonizacija sukobljenih zakona je način kojim se rešavaju problemi višestruke nadležnosti, posebno putem uzajamne rekognicije, ili ideje da se zakoni države „domaćina“ isključivo primenjuju na celoj teritoriji EU. Naravno, pojedinačne mere harmonizacije mogu sadržati pravila suštinske harmonizacije, kao i one vezane za harmonizaciju sukobljenih zakona.

1. Suštinska harmonizacija. Mere suštinske harmonizacije predupiru i/ili ograničavaju zakonodavne organe države članice do izvesne mere, u zavisnosti od toga da li su harmonizacione mere minimalne ili maksimalne, obavezujuće ili opcione, delimične ili sveobuhvatne.

Sa minimumom harmonizacionih mera, EZ zahteva od zemalja članica da uspostave već harmonizovana pravila, ali zemlje članice mogu primeniti strožija pravila („pozlaćivanje“). Kada je minimalna harmonizacija povezana sa uzajamnom rekognicijom, strožija nacionalna pravila se mogu primeniti samo na domaće firme, za razliku od slučaja odsustva uzajamne rekognicije gde zemlje članice mogu primeniti strožija pravila i na strane firme koje funkcionišu u skladu sa nacionalnim zakonima.

Pri maksimalnoj harmonizaciji, zemlje članice moraju prihvatiti pravila iz harmonizacione mere, bez mogućnosti da dodaju strožija pravila. Maksimalna harmonizacija se bazira na ideji da je usaglašenost na vrhuncu, pri suštinskom izboru nezavisne regulative: imajući jedinstven i usaglašen set pravila primenjenih na određenu klasu transakcija je mnogo važnije od mogućnosti finog podešava-

regulativom. Ovakav pristup jasno isključuje svaku mogućnost učesnicima na kapitalnom tržištu SAD -a za izborom regulative.

nja pravila u svetlu osobenosti i karakteristika određene zemlje, pogotovu kada je reč o potrebi investitora za zaštitom.

Suštinska harmonizacija može biti opciona na različite načine. Uglavnom, EZ može odobriti zemljama članicama pravo na izbor donošenja pravila iz seta mogućnosti (npr. obavezujuće pravilo *a* ili obavezujuće pravilo *b*) predviđenih od strane EZ zakonodavstva. EZ može odobriti zemljama članicama izbor u pogledu nametanja predmetnog pravila, dozvoljavajući im da prošire primenu pravila EZ na oblasti koje ranije nisu bila pokrivena istim, ili da dozvole privatnim strankama da se izuzmu iz njegove primene. Dalje, EZ može doneti podrazumevana pravila, od kojih se privatne stranke mogu izuzeti. Konačno, EZ može zahtevati od zemalja članica da obezbede set pravila u čiju se primenu izdavaoci HOV-a mogu slobodno uključiti (tzv. odredbe sa menija). Kao što se i može predvideti, pravila u koja se mogu uključiti će biti najkorisnija onim izdavaocima HOV-a, koji bi inače bili podređeni mnogo strožijem režimu, međutim ne može se zanemariti da će izbor određenog režima služiti kao mehanizam za usklađivanje. Naravno, EZ može neposredno uvesti pravila koja se odnose na privatne strane, a predmet su njihovog izbora, kao što je Evropski Statut o Kompanijama (European Company Statute), u kom slučaju EZ dodaje 28 alternativna režima uz već postojeće. Priključna (Opt-in) harmonizacija se takođe može primeniti i na prekograničnu trgovinu u smislu da usaglašena pravila moraju poštovati samo iz koristi uzajamne rekognicije u prekograničnim transakcijama.

Dok je razlika između minimalne i maksimalne harmonizacije kao i između obaveznih i opcionih pravila dobro poznata, stručna javnost ima tendenciju da se manje bavi još jednom dimenzijom u okviru koje se harmonizacija takođe može analizirati, tj. u pogledu delimične ili sveobuhvatne harmonizacije.

Sekundarna legislativa EZ je, po pravilu, nekompletan pravni sistem jer može pokrivati oblasti nad kojima EZ ima kompetencije u skladu sa Poveljom Evropske Zajednice (u daljem tekstu Poveljom EZ), a i dalje je sputana principima supsidijarnosti i proporcionalnosti. Otud, za svaku pravnu meru imamo njena interna i eksterna ograničenja. Eksterna ograničenja definišu obim harmonizacionih mera: u smislu mera koja se mogu primenjivati na sve moguće transakcije unutar date dovoljno široke kategorije (npr. promocije potrošačkih finansijskih usluga u širem smislu) i na druge koje pokrivaju samo podgrupu njih (npr. promocije potrošačkih finansijskih usluga putem telefona). Dakle, sve dok je neka pravna odredba ili set odredbi eksterno ograničeno, ono što je interesantno kod prava EZ je, da osim ukoliko harmonizaciona mera neposredno zahteva od država članica da ne uređuju oblast koju ona sama ne pokriva (što je, moglo bi se reći, neobično samo po sebi), sve što je van tih ograničenja je nešto što zemlje članice mogu uređivati kako žele, naravno pod uslovom da time ne krše Povelju EZ. Otud, obim direktive je veoma važan sa aspekta učesnika tržišta kapitala, jer sve što nije sveobuhvatno, nema garancija da neće biti idiosinkratičnih lo-

kalnih odredbi među zemljama članicama, u onom obimu koji nije obuhvaćen direktivom.

Zakonodavne mere EZ, takođe, mogu imati interna ograničenja, u smislu da unutar svog obima mogu eksplicitno (uključujući sve slučajeve minimalnih i maksimalnih harmonizacionih mera) ili implicitno (samo u slučaju minimalnih harmonizacionih mera) definisati „enklave“ nacionalnog prava, npr. ostaviti određeno pitanje zemljama članicama za uređivanje. Da ni ne spominjemo da svaki put kada odredbe EZ poprime oblik opštih standarda ili kada po prirodi nisu sasvim precizne, usled nedostatka dobro razvijenih mehanizama za sprovođenje na nivou EZ, postaju više nacionalne po karakteru u implementaciji nego što je to predviđeno na papiru.

2. Harmonizacija sukobljenih zakona. Harmonizacija može biti neposredno povezana sa sukobom zakonskih normi. Prvo, postoje mere koje za cilj imaju ukidanje barijera kako bi se povećala sposobnost EU izdavalaca HOV-a upuštanja u prekogranične transakcije, identifikacijom isključive nadležnosti (ili pretežne) za primenu za datu transakciju (pravila uzajamne rekognicije). U zavisnosti od vezujućeg faktora koji je izabran za dato rešenje sukoba, harmonizacija ove vrste može ili promovisati, ili češće, ograničiti regulatornu arbitražu. U prethodnom slučaju, regulatorna arbitraža se uspostavlja sa vrha. A u drugom slučaju, regulatorna arbitraža se isključuje ili u svakom slučaju čini preskupom unutar EU.

Kako bi identifikovali primenljivi pravni režim HOV-a, zakonodavci najčešće prave odredbe vezane za sukobe zakona tako što povezuju regulativa HOV-a sa ostalim izborima koje su učesnici na tržištu ranije donosili, kao što je, izbro koja tržišta kapitala prva iskoristiti (tj., gde se vrši ponuda HOV-a) i/ili izbor (primarne) razmene za potrebe izrade listinga. Ostali mogući vezujući faktori su: izbor privrednog prava (zavedenog mesta) i centra glavnog interesovanja privrednog društva (stvarnog mesta).

Drugo, kada je izbor prava uopšte dostupan, EZ može uvesti mere za harmonizaciju procedura ili proceduralnih zahteva za ispuniti kako bi se napravio izbor zakona za primenu, u smislu osiguranja za zaposlene, kreditore itd. (tzv. proceduralna harmonizacija).

3. Kratak osvrt. Pomoću suštinske i harmonizacije sukobljenih zakona, zakonodavstvo EZ pokušava da ispuni nekoliko ciljeva. Kroz suštinsku harmonizaciju, koja može biti minimalna i maksimalna, obavezujuća i izborna, delimična ili sveobuhvatna, ima za cilj da učini pravila ravnopravnijim, standardizuje zakone, promoviše zaštitu investitora i uveća efikasnost EU tržišta hartija od vrednosti. Putem harmonizacija sukobljenih zakona, za cilj ima prevazilaženje problema sukoba nadležnosti, npr. činjenicu da bi se kod prekograničnih transakcija primenjivali zakoni višestrukih nadležnosti. Ovo pitanje ne posmatramo kroz mudrost analitičkog okvira. To činimo na drugim mestima sa širim referencama na privredno pravo uopšte. Dalje, posmatramo post-FSAP regulatorno stanje EZ kako

bismo istakli harmonizacije izbore koje je donela EZ, kako bismo ih ocenili u pogledu uspešnosti ispunjenja ciljeva ujednačavanja i rešavanja problema višestruke nadležnosti.

III Mere implementacije akcionog plana o finansijskim uslugama

Posmatrajući četiri osnovne mere koje je prihvatila EZ između 2003. i 2004. odnosno, osnovne smernice kojima se vodila EZ pri implementaciji FSAPA: Direktiva o prospektu, Direktivu o zloupotrebi tržišta, Direktivu o primopredaji ponuda i Direktivu o transparentnosti. Tačnije, za svaku direktivu, treba definisati osnovne odredbe, oceniti koja vrsta suštinske harmonizacije je uvedena - da li je u pitanju delimična ili sveobuhvatna, minimalna ili maksimalna, obavezujuća ili izborna - i pogledati njene odredbe vezane za sukob zakona da bismo videli da li se i kako postupalo u rešavanju problema višestruke nadležnosti.

Zajednička crta svih post FSAP direktiva je da se one primenjuju, u celosti ili samo delimično, na transakcije vezane za HOV u prometu ili one prihvaćene za promet na „regulisanim tržištima“. Regulisana tržišta se definišu (u skladu sa Direktivom o Investicionim Uslugama (Investment Services Directive iz 1993.) kao „multilateralni sistem kontrolisan i/ili upravljani od strane organizatora tržišta, što zbližava ili omogućava zbližavanje višestrukih interesa za kupovinom i prodajom finansijskih instrumenata - unutar sistema i u skladu sa njegovim nediskriminatornim pravilima - na način koji rezultira ugovorom, koji za predmet ima finansijske instrumente predate na trgovanje u skladu sa pravilima sistema, *koji je ovlašćen* i koji radi unutar *odredbi poglavlja br. III*. Interesantno, dobijajući ovlašćenje za rad u skladu sa odredbama MIFID-ovog poglavlja III predstavlja samu definiciju regulisanog tržišta. Kako se ovlašćenje može dobiti ukoliko je zatraženo od strane organizatora tržišta HOV, samim tim takva definicija implicira da je na organizatoru tržišta HOV-a da izabere da li će postaviti regulisano ili neregulisano tržište: ništa ne sprečava organizatora tržišta HOV-a da postavi standarde listinga i likvidnosti tržišta HOV-a visoko poput onih kod dobro uspostavljenih regulisanih tržišta i dalje upravljati njime kao da je neregulisano, ili, kako su još poznata pod imenom „berzanski-regulisana“ tržišta. Samim time organizatori tržišta omogućavaju kompanijama da uštede na troškovima usklađivanja sa post-FSAP direktivama, osim, naravno, ukoliko zemlje članice ne odluče da takođe prošire primenu tih pravila na berzanski-regulisana tržišta.

Otud, iz ove perspektive, sve post-FSAP direktive su opcione, u smislu da su zemlje članice slobodne da izaberu da li će proširiti svoja pravila na transakcije i aktivnosti koja su funkcionalno ekvivalentna onima koja pokriva direktiva; ukoliko zemlje članice ne prošire svoja pravila na takve transakcije i aktivnosti, onda je na samim učesnicima na tržištu da izaberu da li će biti predmet zakona EZ (priključujući se na tržišta regulisana od strane države) ili ne (priključujući se na

berzanski-regulisana tržišta). Ovaj pristup je u suprotnosti sa iskustvom SAD-a, gde je prag za pokretanje širokih obaveza propisanih Zakonom o HOV i berzi iz 1934., manje više zavistan od izbora samog izdavaoca. Zapravo, izdavalac je dužan da se registruje kod SEC-a, nezavisno od toga da li se njegovim HOV trguje na nacionalnoj berzi (ili kojoj drugoj berzi što se toga tiče), ukoliko ima ikakve veze sa međudržavnom trgovanjem, više od 500 deoničara i više od 10 miliona dolara u aktivni.

A. Direktiva o prospektu

Direktiva o prospektu uspostavlja inicijalnu obligaciju o razotkrivanju podataka izdavaoca HOV-a koje se javno nude ili predaju na trgovanje unutar regulisanog tržišta EU. Direktiva daje izdavaocima „pasoš“ putem kojeg mogu prikupljati kapital unutar Evropskih granica na osnovu jedinstvenog prospekta, kako bi se smanjili ukupni troškovi transakcije izdavaoca.

1. Glavni sadržaj. Uz određene izuzetke, Direktiva o prospektu određuje da izdavaoci HOV, u vezi sa javnom ponudom HOV unutar Evropske Unije ili sa predajom na trgovanja unutar EU regulisanog tržišta, moraju izdati prospekt, koji mora sadržati izvod, dokument koji sadrži informacije o izdavaocu i o hartiji od vrednosti za odobrenje od strane nadležnog tela.

Direktiva o prospektu se odnosi na Javne ponude i na naloge za trgovanje na regulisanom tržištu. Pojam „Javne ponude“ je prvi put definisan na Pan-Evropskom nivou samom Direktivom o prospektu i odnosi se na svaku „komunikaciju sa osobama, bilo kojim putem ili sredstvom, koja odaje dovoljno informacija o uslovima ponude i ponuđenih hartija od vrednosti, tako da se investitor može odlučiti za kupovinu ili *upisna* ove hartije od vrednosti.

U skladu sa Direktivom, prospekt mora sadržati tri komponente: izvod, dokument o registraciji i identifikacioni podaci o hartijama od vrednosti. Dati podaci mogu biti sadržani u jednom dokumentu ili odvojeni. Izvod mora ukratko „preneti osnovne karakteristike i rizike vezane za izdavaoca, postojećeg garanta i HOV“ u ne-tehničkom smislu. Informacije koje je neophodno objaviti unutar registracionog dokumenta, kao i o hartijama od vrednosti, detaljno su objašnjene unutar Regulative 809/2004.

Jedna od najvažnijih inovacija koje je donela Direktiva o prospektu u odnosu na prethodnu Direktivu, se ogleda u činjenici da je mnogo određenija po pitanju transakcija oslobođenih od prospektnih obaveza. Oslobođajuće odredbe pokrivaju ponude upućene kvalifikovanim investitorima, privatnim investitorima u ukupnom broju manjim od sto po Zemlji Članici, ponude visokodenominiranih HOV ili krajnji minimum upisa, u visini, ne manjoj od 50,000 Evra) i hartija od vrednosti čija u celosti u bilo kom dvanaestomesečnom periodu je prilično skromna (manja od 100,000 Evra). Izuzeci, ipak nedostaju u pogledu aplikacije na prijem za trgovanje na regulisanim tržištima EU, osim ukoliko prijem nije tražen

za deonice koje predstavljaju manje od 10% ukupnog broja deonica iste klase, koje su već predate za trgovinu na istom regulisanom tržištu.

2. Suštinske harmonizatione odluke. Harmonizacija unutar Direktive o Prospektu je parcijalna, sa važnim odstupanjima i kvalifikacijama, obaveznim i maksimalnim.

Parcijalna, zato što Direktiva, pre svega, ne određuje nikakva pravila veza-na za odgovornost prospekta, osim što uopšteno zahteva od Zemalja Članica da „odgovornost za informacije koje se izdaju u prospektu, u najmanju ruku, pada na izdavaoca ili na njegova odgovarajuća administrativna, upravna ili nadzorna tela, ponuđača, odnosno onog ko traži prijem za trgovanje na regulisanom tržištu ili onog koji garantuje, što takođe može biti slučaj“ i da „obezbede da se njihovi zakoni, regulativa i administrativne odredbe u građansko-materijalnom smislu, primenjuju na lica odgovorna za informacije koje se nalaze u prospektu“.

Drugo, izgleda da lokalno zakonodavstvo može primeniti režim harmonizacije ili čak sopstvene idiosinkratične nacionalne odredbe, takođe, na transakcije koje, kao predmet zakona EZ, ne predstavljaju javnu ponudu. Zapravo, Zemlje članice mogu zahtevati od izdavaoca da se usaglase sa lokalnim odredbama javne ponude, za sve ponude izvan Direktive o Prospektu, kao što su ponude koje su ukupno gledano u iznosu manjem od 2,5 miliona Evra, minimalnim pragom postavljenim u Direktivi ili ponudama za finansijskim proizvodima koje ne pokriva Direktiva o Prospektu.

Treće, Zemlje Članice se takođe mogu poigrati i sa samim konceptom „javne ponude“. Direktiva o Prospektu ne daje jasno određenje u kom trenutku, u pogledu prava EZ, je ponuda izdata „javno.“ Ovo može dovesti do različitih sudskih tumačenja, u zavisnosti od toga da li je ponuda izneta pred preko stotinu lica, *per se* javna ponuda; ili da li je potrebno ispuniti još neke, sem brojačanih, uslova za postavljanje obaveza o razotkrivanju odnosno objavljivanju podataka. Moglo bi se reći, da će pre ili kasnije Evropski Sud Pravde (European Court of Justice, ECJ) doneti svoje, obavezujuće tumačenje toga šta se smatra javnom ponudom. No, tako nešto bi moglo da potraje dok ECJ ne donese svoju odluku, a izgleda da za to vreme CESR ne bi bio u stanju da nameće svoja tumačenja državnim organima ukoliko su oni protiv.

Četvrto, Zemlje Članice imaju dovoljno prostora za definisanje sopstvenih ključnih odredbi u pogledu oslobođenja od obaveze izdavanja prospekta. Šta više, Direktiva dozvoljava Zemljama članicama izvesnu diskreciju u definisanju „kvalifikovanih investitora“, kojima ponude ne moraju biti dostavljene u vidu prospekta. Samim tim, do izvesne mere je na nacionalnim zakonodavnim i sudskim organima da utvrde nivoe obavezanim prospektom.

Direktiva o Prospektu je *maksimalna* mera harmonizacije, koja uz izvesne izuzetke, ne ostavlja puno prostora za izmene Zemljama Članicama u oblastima koje pokriva. Režim o obavezi razotkrivanja informacija je „krojen“ po jednoj meri za sve i sadržaj prospekta je jasno i detaljno definisan.

Konačno, iako je tačno da su odredbe Direktive o Prospektu obavezne, odnose se samo na trgovanja na *regulisanim tržištima* i ne regulišu indirektno postavljene ponude kroz prodaju kvalifikovanim investitorima a zatim i dalju sekundarnu prodaju spekulativnim investitorima, što predstavlja tradicionalni način sprovođenja prekograničnih transakcija u Evropi. U ovoj važnoj oblasti, Zemlje Članice mogu lako usvojiti neusaglašena rešenja i interpretacije.

3. Harmonizacija sukobljenih zakonskih odredbi. Direktiva o Prospektu određuje da javne ponude i nalozi za trgovanje, po onome što propisuje Direktiva, predstavljaju (i) predmet prava Zemlje Članice izdavaoca i (ii) biva regulisan od strane domaćeg regulatornog tela, bez obzira na mesto izdavanja ponude tj., čak iako je ponuda izdata u inostranstvu bez učešća ijednog lokalnog investitora. Ipak, ovo pravilo se ne odnosi na ponude iznete na velikoprodajnom kreditnom tržištu ili ponude drugih ne-kapitalnih HOV sa nominalnom vrednošću većom od 1.000 Evra, gde se izdavaoc može odlučiti za izbor primene zakona iz mesta inkorporacije, mesta listinga, ili mesta gde se ponuda čini javnom. Zemlja „domaćin“, izdavaoca van EU kapitala ili nisko denominiranih obligacija, će biti, s druge strane, Zemlja Članica u kojoj je izdavaoc (ili ponuđač ili osoba koja želi da trguje) prvi put napravio takvu javnu ponudu ili prvi put zatražio prijem takvih HOV za trgovanje. Jednom odobren od strane naležne institucije, prospekt se može koristiti širom Evrope zahvaljući pasoškom mehanizmu, predmetom sledećih jezičkih uslova: ukoliko se napravi ponuda ili se zatraži listing unutar zemlje, osim od zemlje „domaćina“, prospekt mora biti izdat ili na jeziku koje prihvataju nadležne institucije zemalja uključenih u transakciju, ili na uobičajnom jeziku u oblasti međunarodnih finansija, što je u suštini, na engleskom jeziku.

Jezička barijera je nešto što uzajamna rekognicija, ipak, ne savladava u potpunosti. Direktiva o Prospektu predviđa mogućnost kojom Zemlje Članice mogu da traže prevod izvoda na svoj lokalni jezik, mogućnost koju su sve Zemlje Članice iskoristile. Konačno, kao što je već napomenuto, Direktiva ne uspeva da harmonizuje odgovornost prospekta. Kao rezultat imamo prospekt koji bi bio odobren od strane jednog nadležnog tela i korišćeno u više Zemalja Članica, ali zahvaljujući sistemu uzajamne rekognicije, falsifikovana izjava bi eventualno dovela do uvođenja različitih lokalnih režima obaveza, principa i doktrina, u zavisnosti od zakona koji se primenjuje u skladu sa lokalnim odredbama sukoba zakona.

B. Direktiva o zloupotrebi tržišta

Direktiva o zloupotrebi tržišta zamenjuje stariju direktivu iz 1989. god. vezanu za insajdersko trgovanje i uvodi, po prvi put, prohibiciju nad tržišnim mahinacijama u zemljama EZ.

1. Glavni sadržaj. Direktiva o zloupotrebi tržišta je usmerena ujedno na prevenciju i sankciju serije radnji kao što su investiranje, preporučivanje ili iniciranje

transakcija koje uključuju finansijske instrumente zasnovana na insajderskim informacijama, neblagovremeno razotkrivene informacije trećim licima (tzv. tipovanje, *tipping*), ili manipulacije tržišta kroz diseminaciju lažnih informacija ili putem raznolikih lažnih transakcija.

Direktiva o zloupotrebi tržišta koristi dva regulatorna sredstva: ex-post sankcije za sve koji se upuste u insajdersko trgovanje ili manipulišu tržištem i preventivnim merama kako bi se ograničio rizik od vršenja zabranjenih radnji unapred.

A što se tiče insajderske prohibicije, EZ je održala svoj dugostojeći egalitaristički pristup prema kojem trgovanje od strane osobe u posedu insajderske informacije je zabranjeno bez obzira na to kako je insajderska informacija došla do te osobe.³

Što se tiče mera prevencije, jedno od najvažnijih pravila prihvaćenim od strane Direktive o zloupotrebi tržišta je obaveza izdavaoca listiranih finansijskih instrumenata da javno iznesu sve insajderske informacije što je pre moguće. Pravilo je osnaženo serijom odredbi kako bi se osiguralo da su insajderske informacije razotkrivene putem adekvatnih sredstava i u veoma kratkim vremenskim okvirima. Dalje, kako bi moguće istrage u manipulacije tržišta bile znatno olakšane, Direktiva o zloupotrebi tržišta zahteva od izdavaoca da drži ažurirane liste insajdera (npr., osobe sa pristupom insajderskim informacijama, bilo direktorima, zvaničnicima, zaposlenima ili trećim licima kojima su privatno dostupne insajderske informacije.) Konacno, Direktiva o zloupotrebi tržišta sadrži obaveze objavljivanja informacija o licima koje nose upravne i izvršne dužnosti kod izdavaoca prilikom trgovine HOV.

2. Suštinske harmonizacije odluke. Iako Direktiva o zloupotrebi tržišta na prvi pogled deluje sveobuhvatno, pri boljoj analizi se ukazuje da je zapravo delimična. Prvo, slično ostalim FSAP Direktivama, nameće obaveze izveštavanja samo izdavaocima na regulisanom tržištu. Drugo, slično Direktivi o prospektu, Direktiva o zloupotrebi tržišta ne zahteva od zemalja članica da uspostave određene režime u pogledu građanske odgovornosti, i što se tiče krivičnih i administrativnih sankcija sadrži samo opšte uslove da „bez predrasude u pogledu prava Zemalja Članica da uspostave krivične sankcije, Zemlje Članice moraju obezbediti, u skladu sa sopstvenim nacionalnim zakonima, da se odgovarajuće administrativne mere mogu preduzeti ili se administrativne sankcije mogu primeniti protiv lica odgovornih gde se prihvata odredbene kroz implementaciju ove Direktive nisu poštovale, „i da Zemlje Članice moraju osigurati da ove mere budu efikasne, proporcionalne i odučne

³ Pristup u SAD je nešto drugačiji od navedenog. Od 1980. godine Vrhovni sud SAD-a jasno pojašnjava da se osoba koja vrši dojavu izlaže relevantnoj zabrani u isključivo u određenim slučajevima, uglavnom u slučajevima kršenja fiducijarne obaveze prema deoničarima otkrivanjem informacije dojavljivaču posebno ukoliko a dojavljivač je znao ili je trebao znati daje u pitanju kršenje fiducijarne obaveze.

Za razliku Direktive o prospektu, gde je EZ prihvatila pristup maksimalne harmonizacije, Direktiva o zloupotrebi tržišta i njenih drugostepenih mera za implementaciju uvode seriju principa i pravila, koje Zemlje članice moraju poštovati, ali u izvesnim situacijama, mogu proširivati. Naizgled, Zemlje članice mogu uspostaviti opterećujuće zahteve u pogledu ključnih odredbi Direktive kao što su modaliteti za objavljivanje insajderskih informacija (uključujući disciplinovanje odlaganja takvog objavljivanja), liste insajdera, menadžera koji trguju i sumljivih transakcija. S druge strane, čini se da su drugostepene mere uveliko ograničile slobodu nacionalnog zakonodavstva izdajući detaljne odredbe za sva ključna napred navedena pitanja. Zato, uzimajući u obzir „invazivnu“ prirodu drugostepenih odredbi od strane zakonodavstva EZ, fer je okarakterisati Direktivu o zloupotrebi tržišta kao *de facto* maksimalnim harmonizacionim režimom.

3. Odluke harmonizacije sukobljenih zakonskih odredbi. U skladu sa Direktivom o zloupotrebi tržišta, izdavaoci i učesnici na tržištu podležu zakonu Zemlje (zemalja) gde su HOV upisane za trgovanje na regulisanom tržištu. Direktiva ne predviđa kriterijum koji treba primenjivati u slučaju višestrukog listinga: od izdavaoca se jednostavno očekuje da se uskladi sa lokalno implementiranim merama svih nadležnosti gde u kojima su listirane HOV. Drugim rečima, ne postoji rešenje za problem višestruke nadležnosti u ovoj oblasti.

Za svaki slučaj, drugostepene mere uspostavljaju određene odredbe regulišući moguće sukobe zakonskih odredbi i određenim oblastima koje pokriva Direktiva o zloupotrebi tržišta. Određene dužnosti objavljivanja koje menadžeri izdavaoca moraju da obave u vezi sa transakcijama sprovedenima na njihovim računima podležu zakonima Države u kojoj izdavaoc ima registrovano sedište. Slično pravilo se primenjuje na finansijske brokere koji posumnjaju da transakcije HOV-a koje se vode preko njih mogu predstavljati insajdersko trgovanje ili manipulaciju tržišta. Ipak, ove odredbe pokrivaju samo delić zahtevanih odredbi Direktive o zloupotrebi tržišta. Što za rezultat ima da, konflikti koji proizilaze iz primene otežanih tekućih zahteva za objavljivanje višestruko upisanih izdavaoca i dalje ostaju nerešeni. Istina, rukovodstvo EZ ne ignoriše neke od ovih problema, ko što je CESR-Pol zapravo najavio da će uskoro izdati uputstvo vezano za režim za liste insajdera u slučajevima višestrukog listinga, kako bi se razrešila nadležnost zemlje koje će se primenjivati.

C. Direktiva o preuzimanju

Direktiva o primopredaji ponuda postavlja pravila upravljanja transakcija pod korporativnom kontrolom i tenderske ponude za izdavaoce listirene u EU. Prema kreatorima politike EZ, naponi harmonizacije u Direktivi o primopredaji ponuda je trebalo da ispuni dvostruke ciljeve kako bi omogućila učesnicima na tržištu zajedničku regulatornu platformu prijem tenderskih ponuda i da ujednače pravila igre na panevropskom korporativno kontrolisanom tržištu, tako da

regulativa nijedne Zemlje Članice ne bi stvorila svojim izdavaocima HOV-a prednost ili nepovoljnost u odnosu na druge izdavaoce iz drugih zemalja. Kao što je dobro poznato, zahvaljujući nekolicini višestраних političkih osporavanja, kreiranje Direktive o preuzimanju je najverovatnije jedno od najtežih u istoriji kreiranja Direktiva EZ, bar ne kada je reč o oblasti privatnog prava. Između ostalog, našlo se pred formalnim odbijanjem od strane Evropskog Parlamenta na čuvenom nerešenom glasanju jula 2001.

1. Glavni sadržaj. Glavne odredbe u Direktivi o preuzimanju predstavljaju obavezno pravilo ponude, regulacija odbrane od preuzimanja (uključujući i tzv. pravilo probijanja), i odredbe o istiskivanju i rasprodaji. Direktiva takođe sadrži okvira pravila koja se tiču objavljivanja tenderskih ponuda i proceduralnih odredbi. Obavezno pravilo ponude zahteva da svako lice koje preuzme (bilo direktno ili indirektno, sam ili sa drugima) „kontrolu“ nad kompanijom u Evropskoj Uniji čije su deonice listirane na organizovanom tržištu EU mora pokrenuti obavezujuću ponudu za sve preostale deonice kompanije po „pravičnoj ceni“. Direktiva o preuzimanju definiše pravičnu cenu kao cenu koja nije niža od najviše cene koju je ponuđač pristao da plati ili je platio za deonice u šestomesečnom ili dvanaestomesečnom periodu (u skladu sa odredbama Zemalja Članica) pre datuma iznošenja ponude. Jedino eksplicitno odstupanje od ovog pravila je dozvoljeno u slučaju da je kontrola preuzeta posredstvom uspešno zaključene tenderske ponude sa 100% vlasništva nad deonicama kompanije. Zemlje članice mogu doneti dodatne slučajeve izuzeća od ovog pravila, kako je uopšteno dozvoljeno derogirati pravila iz Direktive o preuzimanju, sve dok se poštuju opšti principi iz Direktive.

Direktiva o preuzimanju reguliše i odbranu od preuzimanja, sa uvođenjem pravila o neutralnosti upravnog odbora i pravila probijanja. Prethodno primorava direktore ciljane kompanije da preuzmu odobrenje deoničara pre preduzimanja odbrambenih akcija, do ponude kako bi se zadržala nezavisnost kompanije. Potonje ima za cilj da promoviše, između ostalog, princip proporcionalnosti između rizika opterećenog kapitala i kontrole: poseduje nekoliko odredbi namenjene kreiranju izvesnih odbrambenih poteza pre iznošenja ponude, kao što su deonice diferencijalne strukture (deonice sa višestrukim pravom glasa, pokrivena ili vremensko-fazna ograničenja glasa, deonice bez prava glasa) ili ograničenja na transfere deonica beskorisne u relaciji sa ponuđačem. Kao politički kompromis neophodan u prevazilaženju otpora kod nekih Zemalja Članica, nijedno od tih pravila nije obavezujuće: Zemlje članice imaju pravo da odluče hoće li ili neće implementirati takve odredbe i, u negativnom pogledu, moraju omogućiti kompanijama mogućnost da ih sprovedu na dobrovoljnoj bazi. Evropsko zakonodavstvo je takođe uvelo i reciprocitativni mehanizam pod kojim Zemlje Članice mogu odlučiti hoće li olabaviti prohibicije i restrikcije koje proizilaze iz neutralnosti upravnog odbora i/ili pravila o probijanju u slučaju da je ponuda načinjena od strane kompanije koja ne podleže tim pravilima.

Zemlje članice moraju osigurati da, pošto je ponuda za sve ili samo neke deonice kompanije načinjena, nosilac nekih preostalih HOV može prodati svoje deonice ponuđaču po fer ceni ukoliko ponuđač pređe granicu od 90-95% utvrđenih od strane Zemalja Članica (takozvano pravo na rasprodaju). Ujedno, svaka ponuda koja prelazi tu granicu ima obavezujuće pravo da kupi preostale deonice u rukama manjinskih investitora (takozvano pravilo istiskivanja).

2. Suštinske harmonizacije odluke. Direktiva o preuzimanju je primer parcijalne, minimalne i opcione harmonizacije.

Ona je parcijalna jer pokriva samo tenderske ponude za „prenosive HOV sa pravo glasa u kompaniji, u skladu sa zakonima Zemalja Članica, gde sve ili samo neke od tih HOV su date na trgovanje na regulisanom tržištu ... jedne ili više Zemalja Članica.“ samim tim ne pružajući nikakve režime u pogledu tenderskih ponuda za (i) debitne HOV (listirane ili ne listirane), (ii) nelistirane kapitalne HOV i (iii) listirane ali bez prava glasa kapitalne HOV. Šta više, ostavlja puno proceduralnih pravila tenderskih ponuda kao što su, minimalni vremenski okvir, uslove, pravila najpovoljnije cene, pro-rata pravila, konkurentne ponude, samim Zemljama Članicama na diskreciju. Kao rezultat toga, uzroci pravila za tenderske ponude, kao i njihov sam sadržaj, nastaviće da budu veoma diversifikovani širom Evrope.

Harmonizacije mere ponuda za preuzimanje su takođe minimalne, zato što Zemlje Članice „mogu dodatno uslovljavati i određivati mnogo strožija pravila od onih u Direktivi za potrebe regulisanja ponuda.“ Konačno, Direktiva je savršen primer opcione harmonizacije. Svedoci smo kako se opcionalnost izražava u pogledu neutralnosti upravnog odobra i pravila o probijanju. Takođe smo imali prilike da budemo svedoci kako Direktiva generalno dozvoljava nacionalnim zakonodavstvima da odstupe od njenih pravila sve dokle god se poštuju opšti principi. Što za rezultat ima veoma nejasnu regulaciju obaveznih ponuda što *de facto* omogućuje Zemljama Članicama široku slobodu u njenoj implementaciji. Direktiva ne sadrži jedinstvenu granicu kontrole, niti uspostavlja jasno izuzimanje od obaveze pokretanja obavezne ponude. Dalje, Direktiva ne zabranjuje parcijalne ponude, i poprilično je uopštena u zaštiti jednakosti tretmana deoničara unutar ponude.

3. Odluke harmonizacije sukobljenih zakonskih odredbi. Direktiva o preuzimanju sadrži dve jasne odredbe vezane za sukobe zakonitosti. S jedne strane, određena važna pitanja u vezi sa sistemom obaveznih ponuda, ponajviše vezanih za definiciju kontrole prihvaćene kao prag za obavezujuću ponudu i sigurna područja, izuzetaka od obaveze postavljanja takvih ponuda i režima zaštite od preuzimanja su regulisane zakonima Zemlje članice na čijoj je teritoriji i osnovana ciljana kompanija. S druge strane, slično Direktivi o zloupotrebi tržišta, pitanja vezana za transparentnost Direktive o preuzimanju, kao i cene na koju je neophodno napraviti obavezujuću ponudu, legislatura EZ je odredila mesto listinga kao vezujući faktor: izdavaoci i učesnici tržišta podležu zakonskim odredbama

Zemlje Članice gde su HOV listirane za trgovinu na regulisanom tržištu. Za razliku od Direktive o zloupotrebi tržišta, Direktiva o preuzimanju sadrži jasno određena pravila za sukob zakonitosti, koja određuju zakon za primenu u slučaju višestrukog listiranja: u slučaju tenderskih ponuda za deonice Evropske kompanije koja je dvostruko listirana u Evropi, Direktiva o preuzimanju čini ponuđača podležnim proceduralnim, cenovnim pravilima i pravilima o objavljivanju informacija, zakonima Zemlje Članice gde je registrovana ciljana kompanija ukoliko su i deonice listirane na domaćem tržištu, dok u slučaju da deonice nisu listirane na domaćem tržištu, prema zakonima Zemlje Članice na čijem tržištu su deonice prvi put upisane na tržište; u slučaju da je do dualnog listinga došlo istovremeno, kompanije mogu prema tome izbarati kompetentnu i prikladnu nadležnost i zakone .

Konačno, što se tiče rešenja problema višestruke nadležnosti u prekograničnim transakcijama, Direktiva obezbeđuje da u tom slučaju „dokument ponude ... podleže prethodnom odobravanju [a] nadzornog organa i da je odobren, biće usvojen, podložen neophodnom prevođenju, u bilo kojoj drugoj Zemlji Članici na tržištu gde su deonice kompanije ponuđača predate na trgovanje, bez obaveze za dobijanje odobrenja nadzornih organa te Zemlje Članice.“ Odredba se jasno nadovezuje na uzajamnu rekogniciju preddirektive o prospektu i režima o prospektima, koja je naširoko prepoznata kao fijasko od strane više komentatora: zato, teško se može očekivati da će ovaj mehanizam uzajamne rekognicije biti popularan kod učesnika na tržištu.

D. Direktiva o transparentnosti

Kako bi potpomogli da „efikasna, transparenta i integrisana tržišta HOV doprinesu pravom jedinstvenom tržištu“ i kako bi napravili „održivo samopouzdanje investitora i dozvolili ... informisanu procenu o poslovnim performansama i svojini (izdavaoca HOV),“ legislatura EZ je izglasala Direktivu o transparentnosti, zahtevajući od izdavaoca HOV kojima se trguje na regulisanim tržištima EU da se povinuju setu periodičnih i stalnih finansijskih i ne-finansijskih obaveza izveštavanja.

1. Osnovni koncepti. Zahtevi Direktive o transparentnosti uključuju: obavezu objavljivanja godišnjih i polugodišnjih izveštaja koji sadrže IFRS finansijske izjave: prethodni poslovni izveštaj, do granice do koje izdavaoci nisu obavezni prema nacionalnim zakonima da izdaju četvrtgodišnje izveštaje; obaveze izveštavanja za važnije nosioce (počev od minimalnih 5%, što Zemlje Članice mogu dodatno smanjiti) deonica datih na trgovanje na regulisanom tržištu. Šta više, zahteva od svake Zemlje Članice pojedinačno da osigura efektivno oglašavanje informacija izdatih od strane izdavaoca javnosti kroz čitavu EU u skladu sa Direktivom.

2. *Suštinske harmonizacije odluke.* Harmonizacija u Direktivi o transparentnosti je parcijalna. Prvo, slično Direktivi o zloupotrebi tržišta obaveze obaveštavanja se pokreću listiranjem na organizovanim tržištima EU hartija od vrednosti, sa posledicom da EZ prepušta Zemlji Članici zadatak regulisanja (ili ne regulisanja) izdavaoca sa HOV listiranim na neregulisanim tržišta ili sa ne-listiranim, ali široko likvidnim HOV. Drugo, određene pitanja za koje bi bilo normalno očekivati da su pokrivena Direktivom međutim nedostaju: razmatrati stalno oglašavanje materijala u vezanim transakcijama, što mnoge Zemlje Članice zahtevaju da bude objavljeno pre ili unutar kratkih rokova nakon što su započete. Ovo je zato što Direktiva ne tvrdi da je sveobuhvatna i Države Članice su zato slobodne da postavljaju dalje zahteve za objavljivanjem informacija sem onih obuhvaćenih Direktivom. Treće, slično Direktivi o prospektu, ne postoji nikakvo izražajno pravilo niti principa vezanog za civilnu odgovornost, već samo zahtev Zemljama Članicama da obezbede da se njihovi zakoni, regulative i administrativne odredbe vezane za odgovornost primenjuju na izdavaoce, njihova administrativna, upravna ili nadzorna tela ili odgovorna lica unutar izdavaoca.

Direktiva o transparentnosti postavlja dvostruki pristup u pogledu vida harmonizacije, koji je minimalan za domaće Zemlje i maksimalne za Zemlje domaćine. Drugim rečima, za razliku od Direktive o prospektu, Zemlja članica može odudarati od Direktive u smislu da zahteva strožija pravila; ipak, to može učiniti samo u pogledu izdavaoca sa registrovanim sedištem unutar nacionalnih granica, ali ne može uspostavljati dodatne obaveze izdavaoca registrovanih na drugom mestu i listiranih na domaćem tržištu unutar te Zemlje članice. Konačno, uz nekoliko izuzetaka, Direktiva o transparentnosti je, generalno gledano, obavezujuća.

3. *Odluke harmonizacije sukobljenih zakonskih odredbi.* Direktiva o transparentnosti sadrži principe o sukobu zakonitosti sličnih onima koji su sadržani u Direktivi o prospektu: izdavaoci podležu nacionalnim zakonima Zemlje Članice, koju predstavlja za izdavaoce HOV unutar EU ili nisko denominiranih dužničkih HOV zemlja prema mestu osnivanja. Dalje, „domaća zemlja“ za izdavaoce kapitala ili nisko denominiranih dužničkih HOV van EU se utvrđuje prema principima izdatim u Direktivi o prospektu. Izdavalac visoko denominiranih dužničkih HOV predatih na trgovanje na regulisanom tržištu EU imaju opciju izbora svoje domaće zemlje i to između: Zemlje članice na čijoj teritoriji imaju registrovano sedište ili prostorije ili bilo koje Zemlje Članice na čijoj teritoriji imaju listirane HOV : jednom načinjeni izbor nije moguće menjati niti izmicati implementiranim pravilima barem u naredne tri godine, osim u slučaju da HOV vise nisu listirana ni na jednom regulisanom tržištu širom EU.

IV Nivo harmonizacije zakona o hartijama o vrednosti Evropske unije

Jedan od glavnih ciljeva FSAP je bio da uvede jednobraznost na polju prava HOV u EU, što se smatralo neophodnim za snižavanje troškova transakcija, pogotovu kada je vrednost jednog seta pravila mnogo veći od sadržaja samih pravila.

Naš opis osnovnih FSAP direktiva omogućava nam da ustanovimo jednobraznost to jeste da ocenimo da li je postignut cilj koji omogućava učesnicima na tržištu bezbrižno upuštanje u prekogranične transakcije vezanih za pravila drugih Zemalja članica (bilo zato što se pravila ne primenjuju ili zato što su ista kao i kod domaćeg zakonodavca). Neosporan je siguran napredak, ali novi zakonski okvir ne uspeva da u potpunosti ispuni te ciljeve. Ovaj odeljak razmatra glavna ograničenja FSAP-a implementirajućih mera iz ove perspektive.

A. Ograničeni obim zakona o HOV Evropske Zajednice

Videli smo da je obim osnovnih FSAP direktiva parcijalan, jer iako pokrivaju veliki deo aktivnosti HOV na tržištu EU, ne pokrivaju sve. Postoje dve glavne oblasti koje nisu pokrivene FSAP-om, a koje je važno naglasiti. Prvo, obim regulacije Evropske Zajednice HOV-a je ograničeno jer se u osnovi uglavnom bavi izdavaocima, što se tiče transakcija HOV listiranim na regulisanim tržištima unutar EU. Koncept „regulisano tržište“ je kamen temeljac direktiva HOV Evropske Zajednice. „FSAP paket“ se ne odnosi na berzansko-regulisana tržišta. I sve dok se uspostavljaju ovakve vrste tržišta (berze), a Zemlje Članice ne rade ništa na uključivanju mera direktiva i na njih, privatne stranke u suštini mogu izabrati da li žele biti podložni direktivama Evropske Zajednice za HOV. Drugim rečima, u zavisnosti od uspeha berzansko-regulisanih tržišta, takve odredbe se mogu smatrati opcionim i vrlo lako mogu završiti pokrivajući samo ograničen deo transakcija HOV unutar EU. Naravno, ovo neće uticati na izdavaoce, jer pitanje primene zakona EU o HOV zavisi od njih samih. Ali u očima kreatora politike EZ ovo će biti neuspeh: čak iako izostavimo pitanja zaštite investitora, transakcije koje se tiču izdavaoca listiranih na berzansko-regulisanim tržištima će biti prepušteno nacionalnim zakonima, tako da će troškovi upoznavanja i usklađivanja sa takvim zakonima za ostale učesnike na tržištu ostati nesmanjeni.

Drugo, kako Direktiva o preuzimanju pokriva samo ponude za kapitalne HOV sa pravom glasa koje su listirane na regulisanom tržištu unutar EU i dalje ne postoji zajednički zakonski okvir za tenderske ponude vezane za druge HOV, što samim tim znači da ih Zemlje Članice mogu regulisati kako god žele. To znači da, na primer, izdavalac restruktuirajući svoj dug putem tenderske ponude za svojim obveznicama, pretpostavljajući da su obveznice u rukama investitora širom Evrope, bi teoretski morao da se usklađuje sa različitim regulativama tenderskih

ponuda, umesto što bi napravio jednu ponudu u jednoj nadležnosti koristeći pasoški mehanizam.

B. Nedostatak jedinstvenog sistema građanske odgovornosti i sprovodljivosti

Još jedan mnogo bitniji deo slagalice koji nedostaje je jedinstveni režim građanske odgovornosti za kršenje FSAP pravila. Direktiva o prospektu sadrži nešto više od opšte odredbe zahtevajući od Zemalja Članica da obezbede takvu vrste odgovornosti. Niti se takve odredbe mogu naći u Direktivi o zloupotrebi tržišta. Sto može rezultirati pokretanjem tužbi investitora protiv prekograničnih izdavaoca HOV zbog prospektnih prekršaja ili prevara sa HOV, zahvaljujući zakonima i pravilima, prema nadležnosti mesta gde je načinjena ponuda ili mesta trgovanja sa HOV. Sto za posledicu ima da ne samo što režim EZ o prospektu i zloupotrebi tržišta ne pomaže smanjenju rizika od građanske odgovornosti, već čini prekogranične ponude i međulistinge potencijalno rizičnim. jer se mogu potencijalno odgovarati prema zakonima više različitih nadležnosti. Odsustvo harmonizovanog režima građanske odgovornosti u Direktivi o transparentnost, stavlja izdavaoce u još goru situaciju, kako direktiva stavlja u primenu panevropski sistem objavljivanja, i samim tim investitori mogu tužiti preko granica čitave Evrope izdavaoce za pogrešan prikaz sadržaja u svojim izvodima pred svojim nacionalnim sudovima.

Šire, što se tiče aktivnosti sprovođenja, čak iako je legislatura EZ dala lokalnim vlastima širok spektar sredstava za sprovođenje FSAP pravila širom Evrope. ono na kraju najviše zavisi od nacionalne politike. Kako je otkrivanje takvih prekršaja veoma skupo u pogledu budžeta neophodnog za te svrhe, kao i političkog kapitala neophodnog za kreiranje efikasne infrastrukture za sprovođenje, efikasnost FSAP uglavnom zavisi od toga da li su lokalne vlade spremne da obezbede odgovarajuće izvršne organe sa odgovarajućim finansiranjem i podrškom za borbu protiv tih prekršaja. U odsustvu jake političke volje za efikasnim sprovođenjem pratećih odredbi, ova sredstva se mogu učiniti beskorisnim: adekvatno finansiranje relevantnih organa vlasti, zajedno sa visokomotivisanim, stručnim i dobro plaćenim osobljem su ključni faktori za uspešno sprovođenje aktivnosti.

C. Nedostatak jednobraznosti u Direktivi o preuzimanju

Direktiva o preuzimanju je daleko od toga da postane jednobrazna, što predstavlja, kao što je dobro poznato, pravni okvir direktive koji prepušta Zemljama članicama veoma visok stepen slobode što se tiče njene implementacije. Prvo, kao što je već zapaženo, Direktiva je parcijalna i veoma ograničenog obima. Drugo, Direktiva o primopredaji ponuda je opciona u pogledu najvažnijih pravila: izbor da li da se prihvati pravilo neutralnosti upravnog odbora, pravila probijanja

ili principa reciprociteta je prepušteno Zemljama članicama. Kombinacijom svih ovih opcija, kao što je jednom već rečeno, legislatura EZ je dala mogućnost Zemljama članicama da biraju između jednog od šesnaest različitih režima: za sada, svaki od prihvaćenih režima se razlikuje za tri najveća tržišta (Velika Britanija, Francuska i Nemačka) i implementacija Direktive je dovela do četiri različita režima o preuzimanju širom EU (četvrti je usvojila Italija). Dalje, nekoćina pravila vezana za procedure tenderske ponude su nejasna, i to onda kada ih uopšte ima: posmatrajmo samo one vezane za vremenske rokove, neopozivosti i uslove prvenstva, koja jednostavno zahtevaju od Zemlje članice da obezbedi neku vrstu režima, ne definišući kako on treba da izgleda. Konačno, čak i obavezujući režim ponude, što je još jedan definišući deo Direktive, je pri boljoj analizi daleko manje harmonizovan nego što bi očekivali: Zemlje Članice su uveliko koristile svoje diskreciono pravo za identifikovanje izuzetaka od obavezujućeg pravila ponude koje im Direktiva omogućava. Ovo „može podreti efikasnost zaštite koju pruža (obavezujuće pravilo ponude),“ kao što je i sama Komisija priznala, i što je eventualno rezultovalo sa 27 različitih obavezujućih režima ponude.

D. Pitanja interpretacije, idiosinkratičke odredbe i ograničenja Pasoškog Mehanizma

Harmonizacija mere mogu dovesti do problema interpretacije koji mogu dovesti u pitanje napore jednobraznosti. Direktiva o prospektu nam pruža dva primera ovoga. Prvo, pitanje da li su neprenosive opcije pokrivene Direktivom o prospektu, i ukoliko nisu, da li njihovo izvršenje predstavlja pokretanje ponude za osnovnim deonicama. Viđenje je većeg dela odbora CESR-a da neprenosive opcije nisu pokrivene Direktivom. Ipak, dva nacionalna regulatora HOV zauzimaju drugačiji stav: Italija i Poljska pozitivno odgovaraju na prvo pitanje i samim tim zahtevaju prospekt za opcije na HOV, osim u slučaju određenih izuzetaka. Drugo, Direktiva ne pojašnjava u kom trenutku ponuda „postaje javna“ što može rezultovati različitim tumačenjima lokalnih sudija.

Direktiva o zloupotrebi tržišta, u kojoj nedostaju principi za rešavanje problema višestruke nadležnosti, uvodi dodatne komplikacije, kako se ukršteno listirani izdavaoci moraju počinovati moguće različitim implementacijama mera i interpretacija nadležnosti prema mestu listiranja.

Na primer, procedure za odlaganje prenosa osetljivih informacija vezanih za cenu se razlikuju u Italiji, u prvom slučaju, od onih u Francuskoj i Velikoj Britaniji, u drugom slučaju: gde je u prvom slučaju za odlaganje takve vrste informacija, izdavaoc obavezan da koordiniše takve aktivnosti sa odgovarajućim regulatornim telom, dok u drugom slučaju takva obaveza ne postoji. Šta više, mnogo liberalniji režim tržišnih glasina u Velikoj Britaniji se ne primenjuje ni u jednoj drugoj zemlji EU.

Ono što nedostatak pravila harmonizacije sukoba zakonitosti u Direktivi o zloupotrebi tržišta čini posebno problematičnim, je činjenica da je povinovanje obavezama obaveštavanja pod jednom jurisdikcijom dovoljno skup: pa zahtevati od izdavaoca da se povinuju pravilima više regulacija predstavlja pozamašno opterećenje (a samim tim i destimulacija) višestrukog listiranja, što ne predstavlja željeni ishod očekivan od EZ u ovoj oblasti. Konačno, sam pasoški mehanizam, koji se smatra okosnicom Direktive o prospektu i predstavlja jednu od najznačajnijih crta FSAP-a, se može pokazati daleko manje efikasnijim nego što su kreatori politike EZ mislili. Zapravo, kao što se dalo primetiti, iako je moguće kreirati prekogranične javne ponude prenosom propseka na engleskom i ukoliko domaćin ili domaća Zemlja Članica zahteva da se izvrši prevod izvoda na lokalni jezik, izvod bi „trebalo čitati kao uvod u prospekt ... (i) svaka odluka investitora da investira u HOV bi trebalo zasnivati na prospektu na svojoj celini od strane investitora.“ Dalje, Direktiva o prospektu omogućava da „Zemlje članice mogu osigurati da se nikakva građanska odgovornost ne može pripisati licima isključivo na osnovu izvoda, uključujući i njegovog prevoda, *osim ukoliko je manipulativan, netačan ili nedosledan kada se čita zajedno sa ostalim delovima prospekta*“ Time, je uvodni deo (neobavezujućeg) stava da uvod ne sme prevazilaziti maksimalnu dužinu, verovatnije je da će se u praksi insistirati na dužim predgovorima, na primer uključujući (uobičajno duge) odeljke vezane za faktore rizika. Rizik od odgovornosti za objavljivanje manipulativnog uvoda može navesti izdavaoce da ili objave veoma dug uvod, i samim tim uštede vrlo malo na troškovima prevoda kada Zemlje Članice zahtevaju da isti bude preveden, ili nastave sa promocijom svojih HOV isključivo na domaćem tržištu.

V Zaključak

Analizirali smo napredak promovisan u FSAP-u u pogledu jednobraznosti zakona Evropske Unije o HOV, političkom cilju koji zakonodavci EZ smatraju ključnim za snižavanje transakcionih troškova u prekograničnim transakcijama i u korist jedinstvenog tržišta kapitala u preko 27 Zemalja Članica. U tom pogledu, pregledali smo četiri značajne FSAP mere (Direktiva o prospektu, Direktiva o zloupotrebi tržišta, Direktiva o preuzimanju i Direktiva o transparentnost), koristeći specifičnu sistematizaciju harmonizacionih mera kako bismo ih opisali. Izvršili razliku između suštinskih pravila i pravila sukoba zakonitosti, između sveobuhvatnih i parcijalnih mera, između obaveznih i opcionih odredbi i između minimalne i maksimalne harmonizacije. I dok se cilj efikasne jednobraznosti može ostvariti jedino putem harmonizacionih mera koja su obavezujuća, sveobuhvatna, maksimalna (i samim tim ne ostavljaju nimalo prostora za izmene na nivou Država Članica), primetili smo da su mere FSAP-a uglavnom karakteristične po svojim suprotnostima: parcijalnosti (Direktive o prospektu i preuzimanju, opcionalnosti (Direktiva o preuzimanju) i minimalnoj harmonizaciji (Direktive o

preuzimanju i transparentnosti). Čak i Direktiva o zloupotrebi tržišta, koja može delovati sveobuhvatno, u najmanju ruku *de facto* maksimalna i obavezujuća, ostaje nema pred centralnim pitanjem građanske odgovornosti za zloupotrebe tržišta ne rešava problem višestruke nadležnosti (što podiže troškove višestruko listiranih izdavaoca) i dalje ostavlja prostora za različita tumačenja i idiosinkratične nacionalne odredbe.

Samim tim je cilj jednobraznosti neostvaren i, otvoreno posmatrano, u apsolutnom smislu će ostati neostvaren osim ukoliko se sprovođenje ne centralizuje i regulacija HOV isključivo ne potpadne pod institucija EU. S tim na umu, ne treba potcenjivati napredak koji je neosporno načinjen od 1999. Zaista, to ne treba ignorisati, sa aspekta „krupnog plana“ Direktive FSAP-a, sa jasnim izuzetkom Direktive o preuzimanju, su zapravo promovisale zajednički regulatorni okvir, jer uspostavljaju određena zajednička sučeljavanje za nadležnosti u okviru EU. Posmatrajmo dokumentaciju koju je neophodno obezbediti u vezi javne ponude, prohibicija u vezi sa zloupotrebom tržišta i standardizacije periodične dokumentacije za raspodelu: bez obzira na to gde se izdavalac nalazi, učesnici na EU tržištu (i ukupno poslovno okruženje) sada imaju sredstva za iznalaženje zajedničkog jezika. Dalje, kao što se mnogi stručnjaci tvrdili, decidna pravila izuzeća od prospektnih obaveza u Direktivi o prospektu su primetan napredak u odnosu na prethodni režim, jer smanjuju pravne rizike za učesnike na tržištu koji se upuštaju u prekogranične privatne pozicije HOV.

Odlučujuću ulogu u ovoj post-FSAP eri će odigrati CESR, koji je odgovoran za dva vitalna zadatka poverena od strane Lamfalusijevog procesa: implementaciju i sprovođenje. Kao što su pravni komentatori primetili, efikasna implementacija, nadzorna konvergencija i efikasno sprovođenje obaveza Zemalja Članica će na kraju odrediti uspeh ovog perioda reformi. Danas, CESR predstavlja najspremnijeg kandidata za ispunjenje ovog cilja, bilo jednostavnim „pritiskom sličnih“ ka lokalnim regulatorima HOV ili putem „razvoja struktura medijacije, tehnika delegacije i alatima usmerenih ka uspostavljanju kulture nadzora, i razvoja sažetog izveštavanja kao i razmenom zajedničkih informaciono tehničkih (IT) podataka.“ I dalje je prerano oceniti, da li će operativna uloga CESR-a uspeti u formiranju jednog tržišta HOV, ali nam analiza govori da, ukoliko institucije EZ nameravaju da ispune sve ciljeve FSAP-a, očekujemo dodatnu rundu prvostepених mera harmonizacije ako ne i reviziju Povelje kako bi se kreirala Evropska komisija tržišta hartija od vrednosti.

Vladimir Jovanović, M.Sc.

Faculty of Law, University of Business Academy, Novi Sad

***Development of legal regulation for
securities markets in European Union***

A b s t r a c t

The Financial Services Action Plan (from now on the FSAP), represent harmonization in core securities regulation matters, which was implemented through European Community (EC) legislative measures since 1999.

The FSAP mainly focused on financial services, securities and company law issues and was implemented in the following five years through a steady flow of new European Community legislative measures. These include harmonization measures in core securities regulation matters, such as securities offerings, insider trading and market manipulation, takeover bids, and mandatory disclosure. The main purpose of the FSAP was to provide the legal bedrock for EU financial markets' integration through uniform rules that, while providing a high level of investor protection, at the same time lower the costs that otherwise stem from the joint application of differing Member States' regimes to cross-border transactions. To reduce these costs two non-alternative and possibly complementary strategies are available: harmonization of substantive rules across the EU and harmonization of conflict of laws rules so as to avoid the joint application of more than one regime to the same cross-border transaction (the multiple-jurisdiction problem). Main purpose of this paper is to assess whether the post-FSAP regulatory framework within the EU has achieved its goals in terms of uniformity and solution of the multiple-jurisdiction problem.

Keywords: Action plan, harmonization, harmonization measures, implementing measures, Financial Services (FSAP) Action Plan, EU Directives, integrations, EU regulation, legislation measures, conflict of laws, market abuse, responsibility, transparency, takeover, disclosure.

Literatura

1. Barnard Catherine, The substantive law of the EU - The four freedoms, Oxford University Press Inc., New Yourk, 2007.
2. Baum Harald, Globalizing Capital Markets and Possible Regulatory Responses, in Legal aspects of globalization. conflict of laws, internet, capital markets and insolvency in a global economy, Jurgen Basedow & Toshiyuki Kono eds., 2000.

3. Deakin Simon, *Competition Versus Harmonization in European Company Law*.
4. Daniel C. Esty & Damien Geradin eds., *Regulatory Competition and Economic Integration: Comparative Perspectives*, 2001.
5. Enriques Luca, *The Mandatory Bid Rule in the Proposed EC Takeover Directive: Harmonization as Rent-Seeking?*, *Reforming Company and Takeover Law in Europe*, Harvard Law and Economics Discussion Paper, 2004.
6. Gerard Hertig and Joseph A. McCahery, *Optional Rather Than Mandatory EU Company Law Framework and Specific Proposals*, 4 *Eur. comp. & fin. l. rev.* (2006).
7. John C. Coates IV, *Ownership, Takeovers and EU Law: How Contestable Should EU Corporations Be?*, in *Reforming Company and Takeover Law in Europe*, Harvard Law and Economics Discussion Paper, 2003.
8. Lawrence J. White, *International Regulation of Securities Markets: Competition or Harmonization?*, in *The Industrial Organization and Regulation of the Securities Industry*, Harvard Law and Economics Discussion Paper, 1996.
9. Schuster Gunnar, *Extraterritoriality of Securities Laws: An Economic Analysis of Jurisdictional Conflicts*, *Law and Policy in International Business*, <http://www.questia.com/>