

Marta Božina Beroš*

UDK 336.711.65(497.5)
JEL Classification G28, M42
Pregledni članak

FINANCIJSKA SUPERVIZIJA U HRVATSKOJ – IZMEĐU DVIJE INSTITUCIJE I JEDNOG EUROPSKOG TRENDA

Jedna od značajnijih pojava u razvoju financijske regulacije u posljednjih dvadesetak godina jest prijelaz s tradicionalne sektorske supervizije na integrirani pristup superviziji. Takav pristup omogućava model “jedinственог supervizora” u kojem nadzor svih sektora spada u nadležnost jedne institucije. Pregledom razvoja institucionalnog poretka supervizije u europskim državama posljednjih dvadesetak godina doista možemo zaključiti kako je ovaj trend izuzetno značajan. Naime, veliki broj država europskog područja (ali i svjetskog) priklonio se institucionalnoj konsolidaciji. No, financijska kriza poljuljala je povjerenje u učinkovitost ovog modela i danas države s pravom promišljaju o mogućnosti reforme na području financijske supervizije. Hrvatska literatura ne daje zasluženu pažnju ovom pitanju ni u akademskim ni u stručnim krugovima, iako se država približava punom članstvu u Europskoj uniji. Ovo začuđuje s obzirom da je financijska supervizija (pa i njen institucionalni poredak) bitan element održavanja financijske stabilnosti. Slijedom toga, ovaj rad prikazuje aktualno stanje supervizije u Hrvatskoj te promišlja o mogućnosti “jedinственог supervizora” u Hrvatskoj.

Ključne riječi: “jedinствени supervizor”, središnja banka, financijska stabilnost, tranzicija

* M. Božina Beroš, dr. sc., asistentica pri Odjelu za Ekonomiju i Turizam “dr. Mijo Mirković” Sveučilišta J. Dobrile u Puli (E-mail: mbozina@efpu.hr)

Prvobitna verzija članka primljena je u uredništvo 13. 12. 2011., a definitivna 24. 4. 2012.

1. Uvod

Financijska regulacija i supervizija bitni su elementi financijske stabilnosti¹. Jedan od razloga tome jest što financije podrazumijevaju rizik. Ili kako Benjamin, J. (2008; 14) smatra: “*rizik je sirovina koju financije koriste u proizvodnji*”. Dakle, ako su financije neodvojive od rizika² država je pozvana na intervenciju. Ta intervencija očituje se kroz financijsku regulaciju i superviziju koje djeluju kao svojevrsan “pravni lijek” na potencijalne rizike. Iz ovoga možemo zaključiti da ukoliko država stvori primjerenu financijsku regulaciju koju primjenjuje kroz odgovarajuću financijsku superviziju, financijska stabilnost neće izostati.

No, iskustva posljednjih godina pokazuju da postoje značajni nedostaci u našem poznavanju sustava financijske regulacije i supervizije. Ove manjkavosti u razdoblju financijske krize samo su pogoršale negativne učinke poteškoća koje su se tada javljale. Dakle, buduća financijska regulacija i supervizija (na nacionalnoj i nadnacionalnoj razini) morale bi biti temeljitije i učinkovitije u održavanju financijske stabilnosti. Takva svojstva regulacije omogućena su informacijama prikupljenim putem financijske supervizije. Očito je dakle kako supervizija ima važnu ulogu u postizanju i održavanju financijske stabilnosti. Ta uloga dobija na važnosti ukoliko uzmemo u obzir da u suvremenim financijama supervizija često podrazumijeva i određenu regulatornu aktivnost. Supervizori često djeluju kao sekundarni legislatori u odnosu na državna legislativna tijela, u smislu da vlastitim djelovanjem interpretiraju samu regulaciju kroz niz administrativnih mjera i drugih uredba. Jasno je stoga kako za učinkovitost supervizije nisu odlučne samo mjere odnosno instrumenti kojima se ona služi u svojoj praksi. Iznimno važnu ulogu ima i tzv. institucionalni poredak financijske supervizije (engl. “*institutional set up of supervision*”, “*supervisory architecture*”, “*supervisory structure*”) unutar neke države i povjerenje koje pojedina institucija unutar tog poretka uživa kod javnosti.

U tom smislu, od kraja 90tih godina prošlog stoljeća do danas, traje rasprava unutar znanstvene i stručne zajednice o tome postoji li jedan institucionalni poredak supervizije koji bi najbolje odgovorao zahtjevima financijske stabilnosti, te

¹ Financijska regulacija (mikro i makroprudencijalna, kodeksi ponašanja, i dr.) podrazumijeva propise i druga pravila kojima se uređuje ponašanje subjekata unutar financijskog sustava (tzv. adresatima). Financijska supervizija podrazumijeva nadzor nad tim istim subjektima, u smislu provjere njihova pridržavanja onoga što je određeno regulacijom u svakodnevnim aktivnostima. Iako različite u svojem djelovanju, financijska regulacija i supervizija su međuzavisne. Naime, regulacija ne može ostvariti svoje ciljeve bez djelovanja supervizije, dok supervizija ne bi imala smisla kad ne bi bilo regulacije.

² Primjerice: asimetričnih informacija, neinformiranosti investitora, niske razine financijske pismenosti, te drugih rizika povezanih s financijskim institucijama i tržištima.

slijedom toga – koja je uloga institucija unutar njega? Pogotovo u razdoblju nakon financijske krize, svjetske države ponovno promišljaju postojeći institucionalni sastav supervizije na nacionalnoj (ali i nadnacionalnoj) razini, polazeći od pretpostavke kako danas financijska tržišta i institucije postavljaju sasvim nove izazove pred državu, financijske subjekte i ostale aktere, na koje postojeće strukture više ne mogu učinkovito odgovoriti. Ova promišljanja su, s aspekta europskih država, snažno obilježena trendom institucionalne konsolidacije supervizije (engl. “*institutional consolidation*”, “*supervisory unification*”, “*integration of supervision*”) odnosno smanjenjem broja supervizora unutar financijskog sustava te integracijom supervizije uspostavom “jedinstvenog supervizora” nadležnog za cijeli financijski sustav (engl. “*single supervisor*”). Ovaj trend nije specifičan isključivo za europsko područje jer ga možemo zamijetiti diljem svijeta (pr. Tajvan, Japan, Singapur). No njegovi su korijeni europski (odnosno skandinavski) a sudbina – usudili bismo se reći – vezana uz britansko područje. Naime, upravo je Ujedinjeno Kraljevstvo 1998. godine osnivanjem Financial Services Authority (FSA) dalo potvrdu institucionalnoj konsolidaciji supervizije i poticaj ostalim europskim državama da se priklone trendu. Slično tome upravo je razdvajanje FSA i uspostava dvaju novih supervizora 2011. (Prudential Regulatory Authority i Financial Policy Committee) unutar britanskih financija potaknulo sumnju u ispravnost odluke o konsolidaciji kod mnogih država.

Slijedom ovih događaja, a kao što smo već istaknuli, svaka je država pozvana na ponovno promišljanje o sastavu svog financijskog sustava i primjerenosti njegovog nadzora. Ovo je promišljanje izuzetno bitno i za tranzicijske ekonomije, kao što je Hrvatska. Naime, s obzirom na sada izvjesno punopravno članstvo unutar Europske unije, zatim istaknute zahtjeve Europske komisije da se ozbiljnije pristupi ciljevima ekonomske politike i ciljevima financija tijekom pregovora³, kao i malobrojnih radova na ovu temu⁴, potrebno je detaljnije razmotriti perspektivu razvoja financijske supervizije u Hrvatskoj. Iako su neki autori (Prohaska i Olgčić Draženović, 2004; 2007.) navodili mogućnost uspostave jedinistvenog supervizo-

³ “*Political consensus on the essentials of market economy has been maintained. However, an ad-hoc approach to economic policies has often prevailed and a deepening of structural reforms has not figured among the governments’ top priorities. The structural reform agenda has moved slowly and there has often been a gap between legislative intent and actual implementation.*” Vidi: European Commission (2008): Croatia 2008 Progress Report accompanying the Communication from the Commission to the European Parliament and the Council. Brussels: *Enlargement Strategy and Main Challenges 2008-2009, SEC(2008) 2694*.

⁴ Neki od vrijednih izvora: Prohaska, Z., Olgčić Draženović, B. (2004): *Consolidated supervision of financial institutions and financial market in the Republic of Croatia*. Rijeka: Zbornik radova Ekonomskog fakulteta Sveučilišta u Rijeci, (22), 2: 25-40., te Prohaska, Z., Olgčić Draženović, B. (2009): *Financial regulation and supervision in Croatia*. U: Kumar, A., Kandžija, V. (eds.): *50 Years of European Union – L’Union Européenne à 50 Ans*. Rijeka: Ekonomski fakultet Rijeka.

ra u Hrvatskoj u skladu s iskustvima drugih “malih ekonomija”, mišljenja smo da takvu odluku treba promisliti u smislu dodatnog pridjeva, a to je “mala *tranzicijska* ekonomija”. Naime tranzicija zahtjeva postojanje ne samo ekonomskih, već i političkih razloga zbog kojeg se država priklanja institucionalnoj konsolidaciji u superviziji. U cijeloj raspravi izuzetno bitnu ulogu nosi središnja banka, odnosno odluka o konsolidaciji ovisi i o položaju nacionalne monetarne vlasti te povjerenju javnosti u nju kao instituciju. U tom kontekstu, Hrvatska, kao naš primjer “male *tranzicijske* ekonomije” mora promisliti o sljedećim pitanjima:

- 1) je li u njenom slučaju uopće primjereno prihvatiti trend konsolidacije ili postoje i dalje razlozi održavanja postojećeg stanja u superviziji?
- 2) kako položaj nacionalne središnje banke utječe na ovu odluku?

Sljedeća poglavlja argumentiraju neka od mogućih stajališta u odnosu na ova pitanja.

2. Korijeni institucionalne konsolidacije

Jedna od značajnijih pojava u razvoju financijske regulacije u posljednjih dvadesetak godina jest prijelaz sa tradicionalne sektorske supervizije⁵ na integriranu superviziju u kojoj jedna institucija nadzire financijski sustav u cijelosti. Ovaj prijelaz je u najvećoj mjeri posljedica sve veće integracije između pojedinih sektora. Danas financijska imovina, instrumenti i transakcije povezuju ove sektore istovremeno nudeći prednosti (ali i nedostatke, odnosno rizike) koji su se nekad smatrali karakterističnima samo za pojedinog od njih (engl. *sector specific*). Posljedično, integrirani pristup superviziji čini se najučinkovitijim.

Trend institucionalne konsolidacije supervizije potječe iz skandinavskih država – točnije Norveške, Danske i Švedske. Naime brojne sličnosti unutar ekonomskog i financijskog sustava ovih država, kao i njihovog političkog uređenja i pravnog naslijeđa, uvjetovao je i sličnost u ciljevima financijske regulacije i institucionalnog uređenja financijske supervizije. Odluku o institucionalnoj konsolidaciji ove su države donijele nakon nekoliko godina promišljanja, iako se mogao steći dojam da su brojna problematična pitanja vezana uz mogućnost uspostave “jedinственог supervizora” ubrzano riješena nakon što je početkom 90-tih godina prošlog stoljeća bankarski sustav svake od navedenih država pogodila kriza. Pored bankarske krize, dodatni razlog zbog kojeg su spomenute države konsoli-

⁵ Dakle supervizije koja se primijenjuje sukladno tzv. institucionalnom modelu, gdje različite financijske sektore (bankarstvo, osiguravajuća društva i tržište vrijednosnih papira) nadziru zasebne institucije.

dirale supervizore jest taj što su njihovi financijski sustavi bili relativno mali (u odnosu, recimo, na neke druge europske države poput primjerice Ujedinjenog Kraljevstva). Kao posljedica, većina ukupne imovine financijskog sustava nalazila se u vlasništvu financijskih konglomerata, pa je i stupanj koncentracije bio relativno visok. Stoga je bilo ekonomski opravdano pribjeći institucionalnoj konsolidaciji kako bi se učinkovitije nadzirale “okrupnjene” financijske institucije te iskoristile prednosti ekonomije razmjera (pr. bolja raspodjela administracije i tehnološke opreme, manje opterećenje za subjekte koji su nadzirani, okupljanje stručnjaka iz područja regulacije “na jednom mjestu”, i dr.).

U lipnju 1998. Ujedinjeno Kraljevstvo je svojom odlukom o osnivanju Financial Services Authority (FSA) potvrdilo zamah trenda institucionalne konsolidacije, i na neki način sugeriralo da se budućnost supervizije s pravom kreće prema modelu “jedinstvenog supervizora”⁶. Ako država u kojoj se nalazi jedno od najvažnijih i najmoćnijih financijskih centara svijeta odluči njegovu sigurnost povjeriti “jedinstvenom supervizoru” zasigurno je onda to optimalna ekonomska odluka! Doista, nakon britanske odluke, broj europskih država koje su se priklonile ovom trendu sustavno se povećavao⁷. Tijekom ovog razdoblja reforma financijske regulacije i supervizije zahvatila je i Hrvatsku a neki su autori (Olgić Draženović i Prohaska, 2007.) spominjali i mogućnost institucionalne konsolidacije supervizije u budućnosti.

Slično kao i s drugim postulatima ekonomije, financijska kriza poljuljala je povjerenje i u održivost modela “jedinstvenog supervizora”. Britanci su javno propitkiivali ispravnost odluke koju su donijeli desetak godina ranije (Buiter, 2009) i odlučili se za razdvajanje FSA u korist većih ovlasti centralne banke u superviziji. Time su potaknuli mnoge države na promišljanje o promjenama u postojećem institucionalnom poretku supervizije. No, kakvi bi trebali biti teoretski temelji predstojeće reforme, i što učiniti s organizacijskog aspekta, pitanja su glede kojih se mišljenja europskih država i danas razilaze. U ovim promišljanjima potrebno je prije svega imati na umu da su suvremeni financijski sustavi složeniji nego ikad u povijesti. Financijski instrumenti, transakcije i subjekti mijenjaju se ubrzano, redovito u smjeru sve veće međuovisnosti. Stoga ekonomski razlozi idu

⁶ Ovdje moramo naglasiti kako je britanski model supervizije i nakon 1998. godine ostao donekle ovisan o centralnoj banci. Naime, bilo bi krivo proglasiti FSA “čistim” primjerom institucionalne konsolidacije. Točnije bi bilo reći kako je od 1998. godine u Ujedinjenom Kraljevstvu na snazi bio svojevrsni trojni sustav (eng. *tripartite system*) unutar kojeg je nacionalna središnja banka i dalje bila zadužena za praćenje sistemskog rizika i financijske stabilnosti, FSA za mikroprudencijalni nadzor i nadzor nad pridržavanjem kodeksa ponašanja, a Ministarstvo financija donosilo je odluku o uporabi novca poreznih obveznika u slučaju poteškoća i krize.

⁷ Istaknut ćemo neke od njih te godinu uspostave “jedinstvenog supervizora”: Estonija (1999), Austrija (2002), Njemačka (2002), Irska (2003), Češka (2006), Slovačka (2006), Poljska (2006), Finska (2009), i druge.

u prilog integraciji nadzora nad financijskim sustavom. U prošlosti – dok su podjele između tržišta i sektora bile izrazito rigidne (sa strogom podjelom na banke, osiguranje i vrijednosnice) tradicionalni pristup superviziji bio je dostatan. Danas se integrirani pristup nadzoru informacijama i aktivnostima institucija “s terena” čini učinkovitijim jer su unutar jedne institucije podaci, mišljenja i tehnologija dostupni mnogo brže, pa se i promjene unutar sustava mogu uspješnije pratiti. No, kao što smo već spomenuli, ekonomski razlozi koji govore u prilog “jedinstvenog supervizora” nisu uvijek odlučujući. Politika i u ovom pitanju ima svoju ulogu (ovdje ne mislimo na svakodnevna politička zbivanja, već na odluke iz područja ekonomske i financijske politike) jednako kao i položaj središnje banke u sustavu.

2.1. Što sve utječe na odluku o institucionalnoj konsolidaciji

Općenito, s ekonomskog aspekta možemo zaključiti kako veća djelotvornost (engl. *efficiency*) i učinkovitost (engl. *effectiveness*)⁸ govore u prilog modelu “jedinstvenog supervizora”. Ovaj pristup podržava i tvrdnja koja kaže da svaka učinkovita financijska supervizija zapravo prati strukturu sektora koji nadzire (Abrams, R. K., Taylor, M. (2000)). U tom smislu čini se kako institucionalna konsolidacija supervizije u potpunosti odgovara potrebama financijskih sustava u kojima različiti sektori sve više nalikuju jedan drugom.

U razdoblju prije financijske krize, supervizori različitih europskih država često su isticali kako se način nadzora nad suvremenim financijskim sustavima mora izmijeniti. Ono što je izazivalo dvojbe jest pitanje koliko uspješno može tradicionalna, institucionalna supervizija nadzirati integrirane financijske sektore. Dodatno, model “jedinstvenog supervizora” čini se primjerenijim u slučaju kada u financijskom sustavu većina imovine pripada financijskim konglomeratima. Jedan od razloga jest i taj što se integriranim pristupom superviziji onemogućava da takve institucije pribjegnú tzv. regulatornoj arbitraži⁹.

Slijedom navedenog, stručnjaci smatraju kako je “jedinstveni supervizor” – nadležan nad svim, ili većinom, financijskih institucija unutar sustava, djelot-

⁸ Potrebno je razlikovati ova dva pojma. Naime: “*In the final analysis, it is a question of balancing the benefits of a higher degree of achievement of objectives (effectiveness) and the costs that may go with this pursuit (efficiency).*” (Llewellyn, D.T., 1999).

⁹ Naime, u sastav financijskog konglomerata mogu ući i društva aktivna na područjima koja nisu obuhvaćena pozitivnim propisima odnosno postojećom regulacijom, a koja upravo zahvaljujući takvoj permisivnosti konglomeratu donose velike prihode. U tom smislu, a kao posljedica regulatorne arbitraže, financijski konglomerat će većinu svoje imovine i aktivnosti vezati upravo uz to neregulirano područje (odnosno ono u kojem je trošak regulacije najniži).

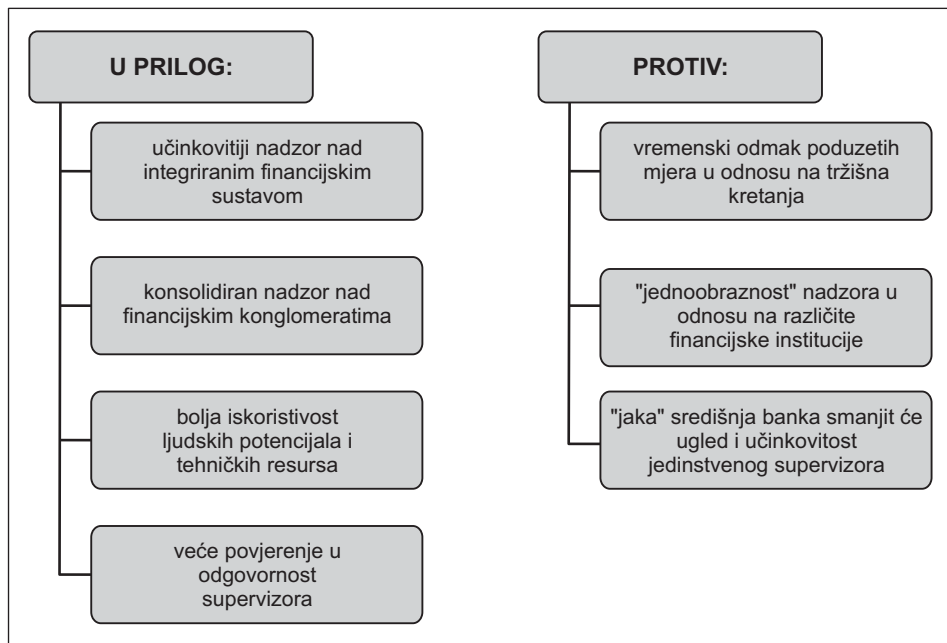
vornije i učinkovitije rješenje. Doista, institucionalnom konsolidacijom mogu se iskoristiti prednosti ekonomije razmjera, u smislu da će jedna institucija moći bolje iskoristiti i rasporediti administrativna sredstva i stručnjake kojima raspolaže u ovom području. Nadalje, što je manji broj institucija uključenih u regulaciju (odnosno superviziju) niži je i institucionalni trošak. Također, “jedinствени supervizor” učinkovitije može riješiti potencijalne sukobe između različitih ciljeva u superviziji koji nastaju u praksi.

Napokon, s političkog aspekta “jedinствени supervizor” lakše će zadobiti povjerenje javnosti (odnosno klijenata i nadziranih subjekata) s obzirom da ga javnost doživljava kao jedinstvenu vlast nad financijskim sustavom s velikom odgovornošću (u slučaju krize ili drugih poteškoća, “jedinствени supervizor” ne može nekom drugom pripisati krivnju, pa javnost smatra kako je on više zainteresiran za savjesno postupanje).

Međutim, takav “okrupnjeni supervizor” koji u sebi spaja nekoliko zasebnih institucija, može se pokazati tromim i neučinkovitim u vrijeme kada je potrebno

Slika 1.

ARGUMENTI U PRILOG, ODNOSNO PROTIV, INSTITUCIONALNE KONSOLIDACIJE FINANCIJSKE SUPERVIZIJE



dati žuran odgovor na tržišna kretanja. Također, njegov pristup različitim financijskim aktivnostima i institucijama koje ih provode često je jednoobrazan što nije prihvatljivo s aspekta makroprudencijalne regulacije. Naime, “jedinstveni supervizor” na neki način stvara homogenost između financijskih institucija (s obzirom na nadzor, sankcije, administrativne zahtjeve, pa i na očekivanja nadziranih) a homogenost unutar financijskog sustava nije preporučljiva ukoliko želimo održati financijsku stabilnost u dugom roku.¹⁰ Dok je određeni stupanj integracije nadzora nad različitim financijskim sektorima poželjan da bi se izbjegla mogućnost regulatorne arbitraže, ipak potrebno je i dalje poštivati njihove specifične sektorske razlike. “Jedinstveni supervizor” možda neće biti spreman odgovoriti na ovaj zahtjev. Primjerice, u nekim državama koje su bankovno orijentirane i kod kojih supervizor nad bankarskim sektorom ima jak položaj i uživa veliko povjerenje, ova institucija može zadržati dominantnu ulogu i u slučaju stvaranja “jedinstvenog supervizora”. Kao rezultat, “jedinstveni supervizor” neće imati jednak utjecaj u nadzoru financijskog tržišta.

Napokon, nisu sve države jednako pripremljene na mogućnost institucionalne konsolidacije supervizije. Ako postojeći supervizori provode manjkav nadzor nad određenim financijskim sektorima, on će takav biti i ukoliko dođe do konsolidacije. Dakle, problemi u provođenju nadzora ne mogu se riješiti promjenama u institucionalnom poretku supervizije. Dodatno, uloga nacionalne središnje banke u sustavu ima važan utjecaj na donošenje odluke o institucionalnoj konsolidaciji.

2.2. Uloga nacionalne središnje banke

Neovisno o tome kojem se modelu financijske supervizije prikloni neka država, svaki od njih – na neki način – mora povezati financijsku superviziju sa središnjom bankom, s obzirom na međuovisnost monetarne i financijske stabilnosti (Bruni, F., 2001; Goodhart, C. A., Shoenmaker, D., 1995; Peek, J., Rosengren, E. S., Tootle, G. M. B., 1999). Pitanje uloge nacionalne središnje banke u odnosu na financijsku superviziju posebice je bitno s aspekta Europske unije, unutar koje monetarna politika nije u nadležnosti država članica (odnosno nacionalnih monetarnih vlasti) pa ju je zato često teško povezati u skladnu cjelinu s cilje-

¹⁰ Naravno, u ovom slučaju financijska regulacija ima svoju primarnu ulogu, no opet supervizija daje konačnu potvrdu. Financijske institucije u svojoj su biti heterogene. No različiti elementi – neki regulatorne prirode a neki sasvim druge – vode ih prema homogenosti. Ukoliko su sve institucije homogene, odnosno drže i ulažu u iste ili slične oblike financijske imovine, ako su izložene istim ili sličnim rizicima te obvezane slijediti iste zahtjeve prudencijalne regulacije, dugoročno nije moguće održati financijsku stabilnost.

vima supervizije čije je provođenje (za sada) još uvijek većinom u nadležnosti nacionalnih država. Upravo iz ovog izvire bit uloge koju središnja banka ima u donošenju odluke o institucionalnoj konsolidaciji supervizije. Naime, može li središnja banka unutar Eurosustava uspješno održavati financijsku stabilnost ukoliko nije nadležna niti za mikroprudencijalni nadzor nad institucijama unutar njenog sustava (niti nad monetarnom politikom)?

Odgovor na ovo pitanje je složen, i zavisi prije svega o neovisnosti i autoritetu koji središnja banka već ima unutar sustava (Božina, L., 2010.). Povjerenje koje središnja banka uživa od strane javnosti (ne od strane vladajućih struktura!) izuzetno je bitno u donošenju odluke o konsolidaciji. U tom smislu Masciandaro (2007.) ističe kako utjecaj središnje banke na donošenje odluke o institucionalnoj konsolidaciji zapravo ovisi o institucionalnom *status quo*. Odnosno, stupanj institucionalne konsolidacije suprotan je povjerenju koje javnost ima spram središnje banke u sustavu. Pojasnimo – ako središnja banka uživa veliko povjerenje i ukoliko je bitno uključena u superviziju (pr. financijski sustav u kojem veliki dio imovine pripada bankarskom sektoru) mala je vjerojatnost da će doći do institucionalne konsolidacije. Suprotno tome, ukoliko središnja banka nije u ključna u postojećoj supervizijskoj praksi, veća je mogućnost za stvaranje “jedinstvenog supervizora”.

Jedno od važnijih pitanja jest i ono moći u institucionalnom smislu (engl. *institutional power*). Naime, već su Goodhart *et al.* (1999.) u svojoj analizi zamijetili da – čak i kada država prihvati model “jedinstvenog supervizora” – to nužno ne znači da se supervizija odvaja od središnje banke. Središnja banka jest ona institucija koja određuje kamatnu stopu, provodi monetarnu politiku i kreira primarni novac. Ona je ta koja neovisno o modelu supervizije uvijek ima utjecaj na stabilnost platnog sustava, novčanog tržišta i na kreaciju monetarnih agregata. Stoga je njena institucionalna moć velika. S obzirom da poteškoće u bankarskom sektoru nužno utječu na stabilnost navedenih varijabli i elemenata, možemo zaključiti kako “jedinstveni supervizor” mora sadržavati nadležnost nad bankarskim sektorom. No to nije sve. Takav bi “jedinstveni supervizor” morao biti blisko povezan s monetarnom vlašću odnosno provođenjem monetarne politike. Upravo bi formulacija i uspostava takvog bliskog odnosa (na relaciji supervizor-monetarna politika) morao biti prioritet kod donošenja odluke o institucionalnoj konsolidaciji supervizije. Pogledajmo stoga na koje se sve načine može organizirati integrirani pristup superviziji.

2.3. “Jedinstveni supervizor”

Države koje su se priklonile trendu institucionalne konsolidacije u financijskoj superviziji međusobno se razlikuju u organizaciji integrirane supervizije. Ono

što je zajedničko svim tim organizacijskim modelima jest činjenica da “jedinstveni supervizor” mora istovremeno osigurati nadzor nad provođenjem različitih regulatornih pristupa (engl. *regulatory approaches*): (i) makroprudencijalnog, (ii) mikroprudencijalnog, (iii) nadzor nad poslovnim ponašanjem i (iv) zaštita tržišnog natjecanja¹¹. U većini država makroprudencijalna regulacija (dakle nadzor nad sistemskim rizikom unutar financijskog sustava) povjerena je središnjoj banci, dok se za zaštitu tržišnog natjecanja redovito ovlašćuje zasebna institucija.

Čihák i Podpiera (2008.) razlikuju sljedeće pojavne oblike “jedinstvenog supervizora” ovisno o stupnju integracije nadzora nad financijskim sektorima:

- (1) *Potpuna sektorska integracija* – jedna zasebna institucija nadležna je za superviziju svih financijskih institucija unutar sustava kao i za nadzor nad financijskim tržištem. Ovaj organizacijski oblik ima tri pod-kategorije:
 - a. *potpuna sektorska i funkcionalna integracija* – “jedinstveni supervizor” nadležan je ne samo za prudencijalni nadzor već i za nadzor nad poslovnim ponašanjem (pr. britanska FSA).
 - b. *tzv. dvojni vrhovi* (eng. *twin peaks*) – postoje dva zasebna supervizora koji primjenjuju integrirani pristup nadzoru financijskih sektora, no svaki od njih nadzire poštivanje različitih regulatornih ciljeva (jedan nadzire provođenje prudencijalne regulacije, dok drugi nadzire poštivanje pravila poslovnog ponašanja, zaštitu potrošača i zaštitu korporacijskog upravljanja). Primjer države s čistim “twin peaks” sustavom jest Nizozemska (iako posljednjih godina ona planira novu reformu supervizije).
 - c. *potpuna sektorska, no djelomična funkcionalna integracija* – u nekim državama “jedinstveni supervizor” dijeli neke od svojih zadaća (funkcija) s drugim institucijama, odnosno u većini slučajeva – sa središnjom bankom (pr. njemački Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) provodi superviziju nad bankama u bliskoj suradnji s njemačkom središnjom bankom).
- (2) *Djelomična sektorska integracija* – postoje dva supervizora koji su nadležni za prudencijalni nadzor nad dvama (od ukupno tri) osnovna financijska sektora. Ovaj organizacijski oblik ima tri pod-kategorije: (i) *integrirana supervizija bankarskog sektora i sektora osiguranja*; (ii) *integrirana supervizija bankarskog sektora i tržišta vrijednosnih papira*; (iii) *integrirana supervizija sektora osiguranja i tržišta vrijednosnih papira*.

¹¹ Neki autori (pr. Cabajales, M., 2006) koriste pojam “kategorija” ili “vrsta regulacije”. Ipak, mi ćemo se držati pojma regulatornog pristupa u skladu s podjelom Llewellyna danom u Goodhart, et al., 1999.

- (3) *Ne postoji sektorska integracija* – tradicionalni pristup superviziji u kojem zasebni supervizori nadziru svaki od triju temeljnih financijskih sektora.

Tablica 1.

MODELI FINACIJSKE SUPERVIZIJE U DRŽAVAMA EUROPODRUČJA
(DO 2010. GODINE)

Država	Model supervizije	Središnja banka zadržava određene zadatke i/ili odgovornosti u superviziji
EU		
BE	Model “dvojnih vrhova”	Da
DE	Jedinstveni supervizor	Da
EE	Jedinstveni supervizor	Ne
GR	Sektorska supervizija	Da
ES	Sektorska supervizija	Da
FR	Model “dvojnih vrhova”	Ne
IE	Jedinstveni supervizor	Da
IT	Kombinacija – sektorska i model “dvojnih vrhova”	Da
CY	Sektorska supervizija	Da
LU	Sektorska supervizija	Da
MT	Jedinstveni supervizor	Ne
NL	Model “dvojnih vrhova”	Da
AT	Jedinstveni supervizor	Da
PT	Kombinacija – sektorska i model “dvojnih vrhova”	Da
SI	Sektorska supervizija	Da
SK	Jedinstveni supervizor	Da
FI	Jedinstveni supervizor	Ne

Napomene:

Redoslijed i oznaka države članice navedene su u skladu sa standardima EU.

* Izvor: European Central Bank (2010): *Recent developments in supervisory structures in the EU Member States (2007-10)*. Brussels: October 2010.

Odabir pojedinog organizacijskog oblika samo je jedan od elemenata koji bitno utječe na učinkovitost i djelotvornost supervizije. Ono što je važno kod svake od ovih kategorija jest da ciljevi supervizije moraju biti jasni i sukladni

ciljevima financijske regulacije, i da postojeći supervizori moraju raspolagati s odgovarajućim sredstvima, imati stvarnu izvršnu moć, biti neovisni u svom djelovanju od “vanjskih utjecaja” (bilo vladajućih struktura ili interesnih skupina) i da za svoj rad moraju odgovarati javnosti.

3. Financijska supervizija u Hrvatskoj i mogućnost “jedinstvenog supervizora”

Tranzicija snažno utječe i na razvoj financijske regulacije i supervizije u Hrvatskoj. Doista, brzim pregledom posljednjih dvadestetak godina u hrvatskim financijama, možemo zaključiti kako su upravo političke i pravne promjene bile one koje su najviše utjecale na njihov razvoj. Tako je politička samostalnost 1991. godine potaknula razvitak prve financijske regulacije i provođenje supervizije usklađene sa “zapadnoeuropskim standardima”. Iako su regulacija i supervizija u početku, u usporedbi s razvijenim europskim državama, bile “rudimentarne”, Hrvatska je užurbano uhvatila korak s međunarodnim standardima.

Od početka tranzicije 1991. godine, Hrvatska je bila odlučna u provođenju institucionalnog pristupa superviziji. Tako je Hrvatska narodna banka bila prva institucija nadležna za provođenje nadzora nad bankama (danas kreditnim institucijama) u Hrvatskoj¹². Tijekom godina rastao je broj supervizora u sustavu pa je već desetljeće nakon, pristup financijskoj superviziji bio je čisto institucionalan – brojio je ukupno šest supervizora. Pored već spomenute HNB-e, to su bili:

- (1) Komisija za vrijednosne papire Republike Hrvatske,
- (2) Agencija za nadzor nad mirovinskim fondovima i osiguranja,
- (3) Direkcija za nadzor društava za osiguranje,
- (4) Državna agencija za osiguranje štednih uloga i sanaciju banaka, te
- (5) Ministarstvo financija.

Naravno da je ovaj veliki broj nadzornih institucija bio administrativno zahtjevan. Nadležnosti nekih institucija su se preklapale (vidi pod 2. i 3.) zbog čega su troškovi regulacije bili veći za financijske institucije koje su svoja izvješća morale udvostručiti. I sama supervizija nije bila dovoljno učinkovita s obzirom da odgovornosti pojedinih nadzornika nisu bile jasne (eng. *streamlined*). Stoga nije neobično da je ideja o integraciji supervizije rano obilježila hrvatski sustav. Djelomična institucionalna konsolidacija odvijala se u dvije faze. Prvu fazu, 2003. godine, obilježilo je formiranje Odbora za koordinaciju regulacije financijskih

¹² Zakon o Hrvatskoj narodnoj banci, NN 75/08.

usluga u sastav kojeg su birani predstavnici postojećih šest supervizora. Zadaća Odbora bila je unaprijediti njihovu međusobnu suradnju sa ciljem konsolidacije postojećih institucija u jedinstvenog supervizora nadležnog za nadzor nad financijskim tržištem i ne-bankovnim financijskim institucijama. Ovo posljednje ostvareno je u drugoj fazi, kada je 2006. godina osnovana Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga¹³.

U skladu s podjelom modela supervizije Čihák i Podpiera (2008.), možemo zaključiti kako danas *Hrvatska primjenjuje financijsku superviziju na temelju djelomične sektorske integracije*; odnosno postoje dva zasebna supervizora od kojih jedan nadzire bankarski sektor (Hrvatska narodna banka – HNB) a drugi integriranim pristupom nadzire osiguravajuća društva i tržište vrijednosnih papira (Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga – Hanfa). Dakle, određeni stupanj institucionalne konsolidacije već postoji.

Hrvatska narodna banka samostalna je pravna osoba koja je politički i institucionalno nezavisna u obavljanju svoje dužnosti, odnosno u smislu naše rasprave, provođenju nadzora nad financijskim institucijama u svojoj nadležnosti. U odnosu na HNB možemo zamijetiti zadaće i regulatora i supervizora; odnosno središnja banka nije ograničena na obično tijelo primjene propisa i regulacije već im u svome djelovanju može “dati smisao”, interpretirati sadržaj regulacije (naravno uvijek u duhu zakona!) i donositi podzakonske propise iz područja supervizije. U tom smislu poznavanje i razumijevanje europskih trendova (koji se na razini država članica provode kroz europsku financijsku regulaciju) od strane stručnjaka HNB-e izuzetno je bitno. Tim više što supervizija hrvatskog bankarskog sektora nije jednostavna zbog neprimjerene vlasničke strukture samog sektora. Naime, kako je većina financijske imovine u vlasništvu stranih financijskih institucija, HNB ima zahtjevnju zadaću provođenja supervizije u suradnji sa supervizorima države sjedišta društva-majke. Iako istraživanja pokazuju kako je pravni oblik društva-kćeri (eng. *subsidiary*) kod ulaska stranih financijskih institucija u nacionalni financijski sustav poželjniji s ekonomskog i regulatornog aspekta¹⁴, ne možemo poreći da u takvom slučaju uspješnost supervizije ključno ovisi upravo o suradnji između supervizora države sjedišta i države domaćina¹⁵. Na sreću HNB, za sada, ima korektnu suradnju sa supervizorima država u kojima se nalaze

¹³ Vidi: Zakon o Hrvatskoj agenciji za nadzor financijskih usluga, NN 140/05.

¹⁴ S pravnog aspekta prije svega zato što ipak supervizor države domaćina ima vodeću ulogu u provođenju nadzora nad takvom institucijom (Cerutti, E., Dell’Ariccia, G., Martínez Pería, M. S., 2005).

¹⁵ Uspješnost supervizije ključno ovisi o točnosti, pouzdanosti i pravovremenosti informacija. Iako supervizor države domaćina može raspolagati s financijski relevantnim informacijama u pogledu društva-kćeri, potpunu sliku situacije može dobiti tek uvidom u neke od informacija s kojima raspolaže supervizor države sjedišta. Ovo je izuzetno bitno s aspekta makroprudencijalne regulacije.

sjedišta društava-majki a u čijem je većinskom vlasništvu hrvatski bankarski sustav (odnosno s austrijskim, talijanskim i mađarskim supervizorima). No, uvijek valja imati na umu da su rizici povezani s tzv. podjelom sjedišta – domaćina (eng. *the host-home divide*) stvarni i prisutni, bez obzira na pravni oblik ulaska stranih financijskih institucija na domaće tržište.

Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga pravna je osoba s ovlastima nadzora (supervizije) nad ne-bankarskim financijskim institucijama i financijskim tržištem. Dakle, subjekti njene nadležnosti vrlo su heterogena skupina. Cilj djelovanja Hanfa-e jasan je: očuvanje financijske stabilnosti i nadzor nad zakonitošću postupanja subjekata u svojoj nadležnosti¹⁶. U svom postupanju Hanfa slijedi načela transparentnosti, izgradnje povjerenja među sudionicama financijskog tržišta i objave svojih odluka javnosti. S obzirom na ova načela kao i st. 2., čl. 14. Zakona o hrvatskoj agenciji za nadzor financijskih usluga¹⁷, očita je namjera zakonodavca (u suglasju s kreatorima politike) da Hanfa djeluje kao svojevrsan “mentor” hrvatskoj javnosti u smislu poboljšanja njene financijske pismenosti na području financijskog tržišta. Nadalje, slično HNB-i, Hanfa ima i supervizijske i regulatorne ovlasti jer može donositi sekundarne propise iz područja svoje nadležnosti.

S obzirom na izloženo i već postojeću sektorsku integraciju (koju smo ranije utvrdili) u superviziji, prihvaćanje trenda potpune institucionalne konsolidacije čini se kao primjeren izbor. Ipak, u ovom radu, izriče se suprotan stav. Naime, trenutačno, a ni u dogledno vrijeme, Hrvatska ne bi trebala prihvatiti trend institucionalne konsolidacije i model “jedinštenog supervizora”. Nastavno argumentiramo ovo mišljenje.

Razmislimo li uopće o mogućnosti “jedinštenog supervizora” u Hrvatskoj, dolazimo do dva moguća institucionalna ishoda: (i) integraciju supervizije pod okriljem HNB, te (ii) integraciju supervizije stvaranjem potpuno nove nadzorne institucije. U oba slučaja gubi se institucionalni značaj Hanfa-e što nije poželjno, prije svega s aspekta daljnjeg razvoja tržišta kapitala. Gubitkom Hanfa-e sman-

¹⁶ Vidi čl. 13. Zakona o Hrvatskoj agenciji za nadzor financijskih usluga. Mogli bismo zaključiti kako je zahvaljujući ovako postavljenoj “makroprudencijalnoj zadaći” Hanfa žurnija u usvajanju europskih trendova u regulaciji u usporedbi s HNB-om. No moramo imati na umu da HNB-a svoje ciljeve mora podrediti potrebama Europskog sustava središnjih banaka i Europske središnje banke. Iz tog razloga su održavanje financijske stabilnosti i cijela “makroprudencijalna perspektiva” nadzora sekundarne u odnosu na cilj održavanja stabilnosti cijena. Važno je naglasiti, da se razboritost takvog stajališta sve više propituje unutar Europske ekonomske i monetarne unije.

¹⁷ Čl. 14, st.2, spomenutog Zakona glasi: “Agencija će upoznavati javnost s ulogom i načinom funkcioniranja financijskog sustava, uključujući razvijanje svijesti o koristima i rizicima koji su povezani s različitim vrstama ulaganja i financijskih poslova.” Ipak smisao ove odredbe nije da Hanfa ujedno djeluje kao “savjetnik” hrvatskoj javnosti u donošenju individualnih financijskih odluka – to bi ugrozilo njenu institucionalnu neovisnost.

juje se i pravna sigurnost na tržištu, što investitore čini nesigurnima. U drugom slučaju postoji mogućnost da bi se stručno osoblje središnje banke “izgubilo” u novoj institucionalnoj organizaciji što bi umanjilo učinkovitost “jedininstvenog supervizora”¹⁸. U Hrvatskoj HNB uživa značajno povjerenje javnosti i ugled u odnosu na zadaću supervizije. Pridodamo li tome i iskustvo direkcija središnje banke u obavljanju supervizije i njihovu spremnost (tehnošku, administrativnu) ne nalazimo opravdanje za odvajanje supervizije od monetarne vlasti.

Nadalje, moguće argumente u prilog odabiru konsolidiranog modela supervizije ne nalazimo ni pomoću usporedbe financijske strukture odabranih europskih država (pr. države Europodručja) s onom Republike Hrvatske. Naime, financijski sustavi europskih država koje su se priklonile modelu “jedininstvenog supervizora” vrlo su različiti, bez obzira na proteklih dva desetljeća regulatorne konvergencije pomoću koje je Europska unija ostvarila financijsku integraciju država članica. Jasno je kako su se promjene u institucionalnoj strukturi supervizije ovih država odvijale usporedno sa značajnim promjenama njihovog financijskog sustava. Države su čak redovito navodile upravo “tržišni napredak” ili “financijski razvitak” kao razlog izmjena u sustavu supervizije. Ipak, ova “općepoznata činjenica” o povezanosti financijske strukture i institucionalnog modela supervizije nedovoljno je istražena u financijskoj teoriji, a jednako tako ne postoji dovoljno empirijskih dokaza njoj u prilog (vidi Masciandaro, D., Quintyn, M., 2008). Štoviše, jedan od rijetkih članaka potkrijepljen detaljnim empirijskim istraživanjem na ovu temu (Masciandaro, D., 2007.) zapravo i odbacuje uzročnu vezu između financijske strukture i supervizijskog modela. Masciandaro (2007) tvrdi kako pri odabiru konkretne institucionalne strukture supervizije kreatori politike zapravo često zanemaruju bitne karakteristike svojih financijskih sustava, i svoju odluku opravdavaju kontekstom političke ekonomije. Stoga usporedba između financijskih sustava država koje primjenjuju model “jedininstvenog supervizora” i hrvatskih financijskih prilika, nije ispravna premisa zaključivanja po ovom pitanju.

U državi u kojoj imovina bankarskog sektora višestruko premašuje onu nebankarskih financijskih institucija, i čiji je financijski sustav prema posljednjem izvješću Međunarodnog monetarnog fonda “izuzetno nestabilan” i “podložan ri-

¹⁸ “The integration process itself may bring substantial risks. These include a risk that (i) some politicians will use the fact that the supervisory structure is open for discussion to push through the creation of a unified supervisor quickly no matter whether it is optimal; (ii) the change process will reopen issues in regulation and supervision and that their effectiveness will be diminished by special interests in the financial sector; (iii) integration will lead to loss of key staff and the effectiveness of regulation will be therefore lowered; and (iv) the technical process of integration will be mismanaged (e.g. because of a “clash of cultures” within the integrated agency), and the agency will not pay appropriate attention to developments in the financial sector.” (Čihák, M., Podpiera, R., 2008.;138).

ziku likvidnosti, sistemskom i valutnom riziku” (IMF, srpanj 2011; 2., 8.) nema razloga za promišljanja u prilog “jedinstvenog supervizora”. Takvo što bilo bi neprimjereno i zbog ekonomskog naslijeđa hrvatske tranzicije – točnije zbog odluka donesenih početkom 2000tih od strane kreatora politike i odobrenih od strane monetarne vlasti, čiji je rezultat taj da se u bankovno orijentiranoj državi gotovo 91% imovine bankarskog sektora nalazi u stranom vlasništvu, uslijed čega Hrvatska s teškoćom prolazi tranziciju i ekonomsku krizu. U takvoj situaciji, bez obzira na argument “male ekonomije” koji govori u prilog institucionalnoj konsolidaciji, ne možemo podržati promišljanja ili namjere razdvajanja zadaće supervizije od monetarne vlasti u Hrvatskoj. Pogotovo s toga što će u dogledno vrijeme HNB morati osmisliti i formulirati jasnu strategiju makroprudencijalne regulacije, u čemu će joj od osobite pomoći biti informacije prikupljene nadzorom. Ovo je ozbiljna zadaća koja HNB-u predstoji nedugo nakon ulaska u Uniju.

Na kraju, mogućnost “jedinstvenog supervizora” ne čini se izglednom ni u dogledno vrijeme, čak ni po stjecanju članstva u Europskoj uniji. Tome u prilog možemo navesti nekoliko razloga¹⁹ no onaj odlučujući jest (pored gore opisanog stanja u financijskom sustavu) nediversificiranost ne-bankarskih financijskih institucija i loša likvidnost financijskog tržišta. Bez obzira na predanost Hrvatske tijekom pregovaračkog procesa da žurno i u što većem sadržaju preuzme europsku financijsku regulaciju, Hrvatska je previdjela njihov ekonomski učinak. Naime iskustvo drugih tranzicijskih ekonomija, članica Unije, pokazuju da samo preuzimanje zakonodavstva može, *ali i ne mora*, rezultirati ekonomskim rastom odnosno razvitkom. Financijska regulacija ne može stvoriti financijsko tržište. Stoga su nerealna očekivanja koja je početkom 2003. godine istaknuo Odbor za koordinaciju regulacije financijskih usluga, a koja danas Hrvatska podupire nadama o europskom članstvu – da će u dogledno vrijeme hrvatsko financijsko tržište postati sofisticirano i razvijeno, te da će stoga biti poželjno prihvatiti model “jedinstvenog supervizora”. Nerealno je očekivati da će u dogledno vrijeme ili uslijed članstva u Uniji, hrvatsko tržište kapitala dobiti na većoj važnosti. Isto vrijedi i za ne-bankarske financijske institucije čiji je razvitak doslovno zaustavljen trenutnim sastavom financijskog sustava. Takvo što zahtjeva dugotrajne strukturalne reforme kao i reformu ekonomske politike, provođenje kojih je preskupo i neprimjereno u trenutačnoj ekonomskoj situaciji. Stoga, za sada, ne bi valjalo inzistirati na jačanju uloge Hanfa-e u odnosu na HNB, niti na stvaranju novih institucija. Takav bi razvoj događaja bio poželjan i moguć jedino onda kada bi vladajuće

¹⁹ Primjerice argument “pravnog susjeda”, koji kaže da će model “jedinstvenog supervizora” prije prihvatiti one države koje imaju *common law* pravni sustav, odnosno takvo pravno naslijeđe, nego države koje pripadaju *ius civile* krugu. Zatim argument prema kojem institucionalna konsolidacija može dati dobre rezultate samo u državama u kojima se izuzetno odgovorno upravlja javnim sektorom. Za sada, nažalost, ne možemo svrstati Hrvatsku u ovu skupinu.

strukture i monetarna vlast pokazale odlučnost u rješavanju akutnih ekonomskih problema kod kojih veliku ulogu nosi struktura financijskog sustava. No, i inače, ne vidimo ništa problematično u tome da Hrvatska ostane bankovno orijentirana ekonomija (naravno s primjerenijom vlasničkom strukturom bankarskog sustava ali i institucionalnim sastavom) u kojoj HNB kao središnja banka nosi ulogu vodećeg supervizora (engl. *lead supervisor*) s Hanfa-om kao pouzdanim partnerom u budućoj makroprudencijalnoj regulaciji.

4. Zaključak

U ovom radu analizirali smo trend institucionalne konsolidacije u financijskoj superviziji i model “jedinstvenog supervizora”. Primijetili smo kako su korijeni ovog trenda europski bez obzira na njegovu rasprostranjenost u državama različite geografske pripadnosti. Doista, zamah koji je trend institucionalne konsolidacije u superviziji doživio tijekom kraja 90tih i početkom novog stoljeća uvjerio je brojne svjetske države da je upravo integrirani pristup superviziji optimalan model nadzora suvremenog financijskog sustava. Slično promišljanje nije zaobišlo ni Hrvatsku, koja je izrijeком uzela u obzir da jednog dana, kada financijski sustav i tržište kapitala budu sofisticirani i zadovoljavajuće razvijeni, prihvati ovaj trend. Uzevši u obzir razloge *u prilog* i *protiv* institucionalne konsolidacije supervizije istaknute u relevantnoj literaturi i imajući na umu nedavne događaje u europskim financijama (pr. odustanak Ujedinjenog Kraljevstva od modela “jedinstvenog supervizora”), ističemo kako se Hrvatska ne bi trebala prikloniti ovom europskom trendu. Financijska supervizija u Hrvatskoj morala bi i dalje biti djelomično integrirana, odnosno u nadležnosti dviju, ne-konkurirajućih već partnerskih, institucija; dakle HNB-e i Hanfa-e. Štoviše, s obzirom na bankovnu orijentiranost države i važnosti bankarskog sektora za financijsku stabilnost, HNB bi morala preuzeti ulogu vodećeg supervizora (eng. *lead supervisor*) u budućnosti. Točnije, ta bi se uloga trebala očitovati u strategiji makroprudencijalne regulacije koju bi – u skladu s europskim trendovima – Hrvatska morala žurno osmisлити. Ovo stajalište dakako ne znači da bi se institucionalna i regulatorna uloga Hanfa-e trebala umanjiti. Upravo suprotno, Hanfa bi trebala ojačati svoju poziciju strožim praćenjem financijskog tržišta i češćim korištenjem svojih regulatornih (osim supervizijskih) ovlasti. No, za sada, nerealno je očekivati da bi njen značaj mogao biti jednako vrijedan onom središnje banke u održavanju financijske stabilnosti. To nije posljedica nekakve Hanfa-ine slabosti, već jednostavno “konstelacije snaga” unutar hrvatskoga financijskog sustava.

Na kraju, potrebno je istaknuti kako i u budućim promišljanjima glede institucionalnog poretka supervizije vrijedi razmotriti ne samo ekonomske već i

političke i povijesne (u smislu financijske povijesti) argumente. Takvo što bit će nužno prilikom punopravnog ulaska u Europsku uniju, u kojoj upravo financijska supervizija (na nacionalnoj i nadnacionalnoj razini) prolazi značajne promjene u ovom razdoblju. U tom smislu, države bi – pri donošenju odluke o stupnju institucionalne konsolidacije u superviziji – morale voditi računa o vlastitim institucionalnim, političkim i ekonomskim okolnostima. Reorganizacija institucionalnog poretka supervizije mogla bi se u tom kontekstu pokazati potpuno nepotrebnom ili pogrešnom. Ova tvrdnja istinita je i za Hrvatsku koja kao mala *tranzicijska* ekonomija pri ulasku u puno članstvo Europske unije ima mnogo ozbiljnijih i akutnijih ekonomskih problema kojima bi se trebala posvetiti.

LITERATURA:

1. Abrams, R.K., Michael, T. (2000). Issues in the Unification of Financial Sector Supervision. Washington D.C.: *International Monetary Fund Working Paper* No. 00/123.
2. Benjamin, J (2008). *Financial Law*. Oxford: Oxford University Press.
3. Božina, L. (2010). *Ekonomski, politički i pravni aspekti autonomije i nezavisnosti središnje banke*. U: Benazić, M., Krtalić, S. (ur.): *Financije u vrtlogu globalizacije*. Zbornik radova. Pula: Sveučilište Jurja Dobrile u Puli – Odjel za ekonomiju i turizam “Dr. Mijo Mirković”.
4. Bruni, F. (2001): *Financial stability, regulation, supervision and modern central banking*. U: Santomero, A. M., Viotti, S. i Vredin, A. (eds.): *Challenges for central banking*. Dordrecht: Kluwer Academic Publishers.
5. Buiters, W. (2008): How not to reform financial markets. London: *Financial Times*, July 9.
6. Cabajales, M. (2006): *La regulación del mercado financiero – Hacia la autorregulación del Mercado de Valores*. Madrid: Marcial Pons.
7. Cerutti, E., Dell’Ariccia, G., Martínez Pería, M. S. (2005): *How banks go abroad: Branches or subsidiaries?*. Washington D.C.: *World Bank Policy Research Working Paper* No. 3753.
8. Čihák, M., Podpiera, R. (2008): Integrated financial supervision: Which model?. *North American Journal of Economics and Finance*, (19), 2: 135-152.
9. European Central Bank (2010): *Recent developments in supervisory structures in the EU Member States (2007-10)*. Brussels: October 2010.
10. European Commission (2008): *Croatia 2008 Progress Report accompanying the Communication from the Commission to the European Parliament and*

- the Council, Enlargement Strategy and Main Challenges 2008-2009*. Brussels: SEC(2008) 2694.
11. International Monetary Fund (2011): Republic of Croatia: Selected Issues Paper. Washington D.C.: *International Monetary Fund Country Report* No.11/160.
 12. Goodhart, C., Shoenmaker, D. (1995): Should the functions of monetary policy and banking supervision be separated?. *Oxford Economic Papers*, (47), 4: 339-560.
 13. Goodhart, C.A., Hartmann, P, Llewellyn, D. T., Rojas-Suarez, M, and Weisbrod, S. (1999): *Financial Regulation: Why, How and Where Now?*. London: Routledge.
 14. Llewellyn, D.T. (1999): The Economic Rationale for financial regulation. London: *Financial Services Authority – Occasional Paper Series*.
 15. Llewellyn, D. T. (2005): *Institutional Structure of Financial Regulation and Supervision: the Basic Issues*. U: Fleming, A., Llewellyn, D. T., Carmichael, J. (eds.): *Aligning Financial Supervision Structures with Country Needs*, Washington D.C.: World Bank Publications.
 16. Masciandaro, D. (2007): Divide et impera: Financial supervision unification and central bank fragmentation effect. *European Journal of Political Economy*, (23), 2: 285-315 .
 17. Masciandaro, D., Quintyn, M. (2009): After the Big Bang and Before the Next One? Reforming Financial Supervision Architecture and the Role of the Central Bank. A Review of Worldwide Trends, Causes and Effects (1998-2008). Milan: “Paolo Baffi” Centre Research Paper Series, No. 37.
 18. Masciandaro, D., Quintyn, M. (2008): Helping Hand or Grabbing Hand? Supervisory Architecture, Financial Structure and Market View. *International Monetary Fund Working Paper*, WP/08/47.
 19. Mason, R. (2009): MPs blame ‘impotent’ FSA over Icelandic banks. *The Telegraph*. April 4th.
 20. Peek, J., Rosengren, E. S., Tootle, G. M. B. (1999): Is bank supervision central to central banking?. *The Quarterly Journal of Economics*, (114), 2: 629-653.
 21. Prohaska, Z., Olgić Draženović, B. (2004): *Consolidated supervision of financial institutions and financial market in the Republic of Croatia*, Zbornik radova Ekonomskog fakulteta Sveučilišta u Rijeci, (22), 2: 25-40.
 22. Prohaska, Z., Olgić Draženović, B. (2009): *Financial regulation and supervision in Croatia*. U: Kumar, A., Kandžija, V. (eds.): *50 Years of European Union – L’Union Européenne à 50 Ans*. Rijeka: Ekonomski fakultet Rijeka.

23. Zakon o Hrvatskoj agenciji za nadzor financijskih usluga, NN 140/05.
24. Zakon o Hrvatskoj Narodnoj Banci, NN 75/08.

Web-stranice:

www.blogs.ft.com

www.ssrn.com

www.voxeu.org

FINANCIAL SUPERVISION IN CROATIA BETWEEN TWO INSTITUTIONS AND ONE EUROPEAN TREND

Summary

One of the most significant developments in financial regulation during the last two decades was the transition from sectoral supervision to integrated supervision. This is done by adopting a “single supervisor” model in which the oversight of all financial sectors falls under the competencies of a single authority. Indeed, if we look at the institutional changes in financial supervision in many European countries during this period, we can conclude that the trend of institutional consolidation has been very influential. However, the recent financial crisis has questioned the effectiveness of the single supervisor model. As a result countries around the world are (re)considering their regulatory and supervisory arrangements. Surprisingly, in Croatia the debate on this issue has been almost completely dismissed by academics, experts and policymakers. But as a future EU Member State Croatia’s regulatory arrangements will have to be fully aligned with European trends, and this means that its model of financial supervision needs to be (re)examined.

Key words: single supervisor, central bank, financial stability, transition