

## MODELI FINACIJSKE SUPERVIZIJE I REGULACIJE U ZEMLJAMA EU-A<sup>2</sup>

### SAŽETAK

*Financijska regulacija i supervizija predstavljaju jedne od najvažnijih sastavnica financijske stabilnosti svake nacionalne ekonomije. Osim načina i instrumenata kojima se ona provodi, od vitalnog značaja za stabilnost je i primijenjeni institucijski okvir, odnosno model ustroja institucija za superviziju. Prvo pitanje prilikom izbora modela ili kombinacije različitih struktura odnosi se na odluku o režimu jedinstvene ili sektorske regulacije. Tradicionalni sektorski pristup superviziji nije u stanju odgovoriti na rastući trend konglomerizacije sustava te je model integrirane supervizije sve više zastupljen u brojnim zemljama svijeta. Razvoj financijske regulacije u posljednjih je dvadesetak godina tekao u smjeru institucijske konsolidacije. Cilj rada je ukazati na problematiku izbora modela supervizije i regulacije u zemljama EU-a u uvjetima razvoja financijskih konglomerata i globalne financijske krize. U istraživanju je postavljena hipoteza da primijenjeni modeli supervizije u novim zemljama članicama EU-a, uključujući i Republiku Hrvatsku, odgovaraju potrebama njihovih financijskih sustava koji su u sve većoj mjeri određeni izazovima financijske konglomerizacije. Konflikt relativne nerazvijenosti njihovih financijskih sustava i istovremenog visokog stupnja umreženosti i višeslojnosti financijskih institucija pred nadzorne institucije postavlja značajne izazove i iziskuje neprestano traženje novih rješenja.*

**Ključne riječi:** *financijski sustav, financijski konglomerati, supervizija i regulacija, EU*

### 1. UVOD

Financijski je sustav jedan od najjače reguliranih sektora u svakoj nacionalnoj ekonomiji. Regulacija financijskog sustava uključuje definiranje pravila i postavljanje kontrolnih mehanizama za operacije financijskih institucija i tržišta. Definiranjem i implementacijom regulativnog okvira osigurava se stabilnost i likvidnost financijskog sustava uz promicanje konkurentnosti i tržišne efikasnosti. Postojanje sustava regulacije i nadzora posebno je važno za investitore jer omogućuje pristup kvalitetnim informacijama, odnosno ublažava probleme negativne selekcije i moralnog hazarda.

Goodhart (2000) navodi tri osnovna cilja koji se regulacijom nastoje ostvariti. Prvi je usmjeren na osiguranje systemske stabilnosti financijskog sustava, odnosno onemogućavanje financijske panike koja može urušiti cijelu ekonomiju. Drugi se odnosi na osiguranje od monopolističkog ponašanja davatelja financijskih usluga, a posljednji cilj regulacije je zaštita investitora, s naglaskom na najranjiviju skupinu malih ulagatelja.

Glavni cilj rada<sup>3</sup> je istražiti moguća institucijska rješenja financijske regulacije i supervizije u uvjetima dinamičnog suvremenog okruženja, brzih promjena i transformacije financijskih

<sup>1</sup> Dr. sc., docent, Sveučilište u Rijeci, Ekonomski fakultet, Ivana Filipovića 4, 51000 Rijeka, Hrvatska, E-mail: [bolgic@inet.hr](mailto:bolgic@inet.hr)

<sup>2</sup> Datum primitka rada: 9. 3. 2015.; Datum prihvatanja rada: 7. 4. 2015.

<sup>3</sup> Ovo istraživanje je sufinanciralo Sveučilište u Rijeci u okviru projekta 13.02.1.2.02

sustava. U istraživanju je postavljena hipoteza da primijenjeni modeli supervizije u novim zemljama članicama EU-a, uključujući i Republiku Hrvatsku, odgovaraju potrebama njihovih financijskih sustava koji su u sve većoj mjeri određeni izazovima financijske konglomeracije. No njihovi financijski sustavi su nerazvijeni i determinirani bankovnim posredovanjem u mobilizaciji i alokaciji kapitala. S druge strane, odnosi unutar sustava postaju sve kompleksniji zbog visokog stupnja umreženosti i višeslojnosti financijskih institucija, što pred nadzorne institucije postavlja značajne izazove i iziskuje neprestano traženje novih rješenja.

Posljednjih dvadeset godina regulacija ubrzano evoluirala u svjetlu globalizacijskih procesa i rastuće važnosti financijskih konglomerata. Stoga se činilo opravdanim istražiti uzroke koji su doveli do dinamičnih promjena u institucijskom poretku sustava supervizije u zemljama EU-a. Od niza suvremenih fenomena posebno se ističe pojavnost financijskih konglomerata ili grupa koja je istražena u sljedećem poglavlju rada. Treće poglavlje elaborira infrastrukturne modele supervizije kao i aspekte mogućih rješenja. U nastavku je predstavljen razvoj supervizorskih okvira financijskih sustava u zemljama EU-a, a peto poglavlje rada analizira modele i karakteristike sustava regulacije i supervizije u odabranim novim zemljama članicama EU-a.

## **2. KONGLOMERIZACIJA FINANIJSKIH SUSTAVA KAO PRIJETNJA FINANIJSKOJ STABILNOSTI**

Suvremeni financijski sustavi u velikoj su mjeri određeni imperativima globalizacije i djelovanjem procesa deregulacije, liberalizacije i ubranog razvoja tehnoloških inovacija. Navedene promjene u financijskim sustavima djelovale su na više razina:

1. despecijalizacijom banaka kao depozitno-kreditnih institucija u banke „potpune usluge“,
2. bujanjem ponude suvremenih financijskih proizvoda i, konačno,
3. transformacijom, umrežavanjem i okrupnjavanjem financijskih institucija u formi financijskih konglomerata.

Financijski konglomerati najčešći su institucijski oblik vlasničkih i tržišnih povezivanja. Takvi ustrojstveni oblici predstavljaju evolucijski rezultat suvremenih financijskih tržišta i pokazuju smjer budućih promjena financijskih sustava. Financijski konglomerat u najširem se smislu definira kao "grupa kompanija pod zajedničkom kontrolom, čije se isključive ili dominantne aktivnosti sastoje od pružanja najvećeg dijela usluga u najmanje dva različita financijska sektora: osiguranje, bankarstvo ili tržište kapitala" (BIS 2012)<sup>4</sup>. Konglomeratom u pravilu dominira banka ili osiguravajuće društvo, a prate je vlasnički subordinirani institucijski investitori kao što su: obvezni i dobrovoljni mirovinski fondovi, lizing kompanije, otvoreni ili zatvoreni investicijski fondovi. Konglomeracija financijskih sustava najveće razmjere je poprimila u sustavu europskog univerzalnog bankarstva i osiguravajućeg sektora, što je primarno posljedica blaže regulacije međusektorskih aktivnosti financijskih posrednika.

Ako sagledamo cjelokupni kompleks financijskih institucija, suvremene financijske institucije konvergiraju na međusektorskoj i međunacionalnoj razini, a na višim razinama funkcionalnih veza dolazi do formalne ili neformalne integracije i okrupnjavanja. Zamjetne su strategije osnivanja, akviziranja ili spajanja financijskih intermedijara s drugim domaćim ili inozemnim

---

<sup>4</sup> Prema Direktivi o financijskim konglomeratima 2002/87/EC (engl. *Financial Conglomerates Directive* - FICOD) grupa financijskih institucija se smatra financijskim konglomeratom pod sljedećim uvjetima:

1. najmanje jedan od članova grupe ima sjedište u EU-u;
2. najmanje 40 % poslova je financijske prirode;
3. grupa se sastoji od najmanje jedne osiguravateljske institucije i jedne iz drugog financijskog sektora;
4. najmanje 10 % (min 6 mlrd EUR) odnosi se na bankovni ili osiguravateljski dio grupe.

financijskim institucijama. Dolazi do poroznosti granica između bankovnog i sektora osiguranja te tržišta kapitala. Osim što se brišu granice između različitih financijskih institucija, konvergencija je prisutna i na razini njihovih financijskih produkata. Osim toga, vrlo je značajna i komplementarnost u proizvodnji i analizi informacija.

Velike financijske grupacije na taj način ulaze na područja izvan svog tradicionalnog poslovanja. Financijske institucije stoga se više ne mogu jednoznačno odrediti, već do izražaja dolazi njihova višeslojnost i institucijska umreženost, a razlike između banaka i društava za osiguranje te drugih institucijskih investitora postaju sve nejasnije. U literaturi je ovaj efekt poznat pod nazivom „efekt zamučivanja“ (engl. *Blurring effect*).

Uz financijske konglomerate povezuju se i moguće negativne eksternalije, kao što su rizik zaraze sastavnica grupe ili cijelog tržišta te rizik od pojave sukoba interesa. Moguća je i zloraba ekonomske snage zbog visoke tržišne koncentracije u pojedinim tržišnim segmentima. Zbog svoje veličine i visokog stupnja kompleksnosti pravnih i upravljačkih struktura financijski konglomerati su od systemske važnosti za svaku ekonomiju. Potencijalni rizici stoga se javljaju u domeni nadzora i regulacije povezanih institucija (posebno kod međunarodnih integracija) i to zbog manjka transparentnosti i većeg operativnog rizika. Posebno je izražen problem regulatorne arbitraže kojima sastavnice konglomerata nastoje minimizirati porezni i regulativni teret, u situaciji različitog poreznog tretmana, investicijskih ograničenja, zahtjeva za adekvatnošću kapitala i slično (Ćurak, 2004:25).

Ipak, razvitak i postojanje financijskih konglomerata ne možemo promatrati kao nedostatak ili prepreku razvoju. Njihova pojavnost je institucijski eksponent suvremenih financijskih sustava koji je s obzirom na kompleksnost i sofisticiranost potrebno primjereno nadzirati i regulirati.

### **3. MODELI SUPERVIZIJE I REGULACIJE FINACIJSKIH SUSTAVA**

Regulacija suvremenih financijskih sustava razvija se u tri osnovna smjera:

1. korporativno upravljanje - regulacija i nadzor koji vrši samo poduzeće;
2. samoregulacija - regulacija i nadzor financijskih tržišta i institucija koji definira i provodi pojedina financijska institucija ili neka od asocijacija;
3. direktna državna regulacija – regulacija i nadzor financijskog sustava definiran državnim zakonodavnim okvirom koji provodi javno regulacijsko tijelo.

Korporativno upravljanje mora zaštititi prava dioničara i vjerovnika, odnosno osigurati visoke standarde objavljivanja i kvalitete informacija, promovirajući kvalitetno upravljanje od strane institucijskih investitora (Claessens et al., 2000).

Samoregulacija dolazi do izražaja kod tržišta kapitala. Samoregulatorna organizacija ima zadatak identificirati i sankcionirati neprihvatljiva ponašanja u aktivnostima sudionika koja se odnose, primjerice, na manipulacije tržištem ili trgovanje povlaštenim informacijama.

Na nacionalnom nivou institucija zadužena za regulaciju i nadzor od izravne je važnosti za osiguranje systemske stabilnosti. Tradicionalni pristup održavanju financijske stabilnosti podrazumijevao je postojanje većeg broja nezavisnih nadzornih institucija odgovornih za različite financijske sektore i zasnivao se na prudencijalnoj superviziji. Trend financijske konglomerizacije doveo je u pitanje efikasnost sektorskog modela i usmjerio institucijski razvoj supervizije u smjeru tzv. rastuće integriranosti s krajnjim ciljem jedinstvene regulatorne agencije koja nadzire cjelokupni financijski sustav.

U literaturi su poznata različita infrastrukturna rješenja supervizije prema stupnju rastuće integriranosti:

1. Solo ili sektorski nadzor – različite institucije odgovorne su za superviziju banaka, osiguravajućih društava i tržišta kapitala;
2. *Twin peaks model*<sup>5</sup> ili organizacija supervizije po ciljevima – dvostruki model regulacije koji umjesto monopola jednog regulatornog tijela stvara svojevrsni regulatorni duopol. Uključuje formiranje dviju agencija čija je odgovornost alocirana temeljem supervizorskih ciljeva (prudencijalna supervizija i poslovna regulacija). Središnja banka izravno je odgovorna za sistemsku stabilnost financijskog sustava i ima ulogu posljednjeg utočišta. S druge strane, poslovna regulacija (engl. *Conduct of business; product regulation*) povjerena je instituciji koja je odgovorna za osiguranje mjera za zaštitu investitora, očuvanje tržišnog integriteta, unapređenje kompetitivnosti i kvalitete informacija za tržišne sudionike.
3. Model jedinstvenog regulatora – supervizija cjelokupnog financijskog sustava u ingerenciji je jedne institucije koja uključuje funkcije prudencijalne kontrole i zaštite investitora. Zadaće jedinstvene regulatorne agencije može obavljati novoformirana institucija ili se navedeni kompleksni zadaci mogu povjeriti nacionalnoj središnjoj banci.

Objedinjavanje nadzornih struktura ipak nije jedini način prilagođavanja postojećih regulatornih struktura suvremenim izazovima. Postoje i posredna rješenja, nazvana "solo-plus" nadzor. Navedena metoda podrazumijeva osnivanje institucije ili tijela za unapređenje suradnje među regulatornim agencijama. Ona usklađuje pravila i propise, koordinira korektivne mjere i olakšava upravljanje krizom.

Freytag i Masciandro (2005) ističu da je nacionalni izbor stupnja koncentracije supervizorskih institucija inverzno koreliran s ulogom centralne banke u superviziji (tzv. fragmentacijski efekt centralne banke). U slučaju jake involviranosti i dobre reputacije centralne banke u sustavu supervizije neće biti izražena tendencija za povećanjem stupnja koncentracije supervizorskih struktura. Obrnuto, opadajuća reputacija centralne banke uslijed nestabilnosti bankovnih sustava, pozitivno će utjecati na formiranje jedinstvenog nacionalnog supervizora, unatoč njenom značajnom utjecaju u procesu nadzora i regulacije<sup>6</sup>. Različiti aspekti prilikom izbora adekvatne nacionalne supervizorske strukture prikazani su u tablici 1.

---

<sup>5</sup> Navedeni model regulacije prvi je predložio Taylor (1995) u svom radu *Twin peaks; A regulatory structure for the new century*, a u praksi je prvi put primijenjen u Australiji 1998.

<sup>6</sup> Primjerice, kreiranje jedinstvenog nacionalnog regulatora u Švedskoj bilo je potaknuto bankovnom krizom 1990.-1991. godine, kao i u Estoniji 1998.-1999. godine.

Tablica 1: Prednosti i nedostaci pojedinih modela financijske supervizije

<b>Integrirani nadzor (model 2, 3 i 4) vs. sektorski nadzor (model 1)</b>	
+	<ul style="list-style-type: none"> <li>- djelotvorniji nadzor financijskih konglomerata</li> <li>- veća efikasnost regulatornog tijela: korištenje ekonomije obuhvata i ekonomije razmjera</li> <li>- reduciranje regulatorne arbitraže</li> <li>- manje konflikata između regulatornih ciljeva (zaštita potrošača i bonitetni ciljevi)</li> <li>- veće mogućnosti napredovanja zaposlenih</li> <li>- bolji politički značaj i položaj regulatornih tijela</li> </ul>
-	<ul style="list-style-type: none"> <li>- višestruki i nejasni ciljevi regulatornog tijela</li> <li>- proces integracije nadzora u tranzicijskom razdoblju može rezultirati nižom efikasnošću</li> <li>- neadekvatna zakonska regulativa</li> <li>- opasnost od nesagledavanja specifičnosti financijskih industrija</li> <li>- rizik političkog pritiska</li> <li>- problemi pri integraciji nadzornog sustava i organizacijski problemi</li> </ul>
<b>Supervizija po ciljevima (model 2) vs. prudencijalna supervizija (model 3 i 4)</b>	
+	<ul style="list-style-type: none"> <li>- veća efikasnost regulatornih agencija</li> <li>- poticanje otvorenog, pouzdanog i transparentnog regulatornog procesa</li> <li>- regulacija po ciljevima minimizira razlike u kulturama, optimizira alokaciju resursa</li> </ul>
-	<ul style="list-style-type: none"> <li>- teškoće pri određivanju granica prudencijalne regulacije i regulacije po ciljevima</li> <li>- preklapanje ovlaštenja dviju regulatornih agencija</li> </ul>
<b>Centralna banka provodi financijsku superviziju (ili dio) (model 4 i uvjetno 1) vs. centralna banka je ograničena u provođenju supervizije (model 2 i 3)</b>	
+	<ul style="list-style-type: none"> <li>- informacijska sinergija između supervizije i centralnog bankarstva</li> <li>- uska veza između prudencijalne supervizije i ograničavanja sistemskih rizika za cjelokupni financijski sustav</li> <li>- nezavisnost i ekspertna znanja pridonose kvaliteti financijske supervizije</li> </ul>
-	<ul style="list-style-type: none"> <li>- konflikt interesa između supervizije i provođenja monetarne politike</li> <li>- tradicionalna uloga centralne banke u bankovnoj superviziji, za razliku od tržišta kapitala i osiguranja</li> <li>- sigurnosna mreža CB proširuje se i na nebankovne institucije - efekt moralnog hazarda</li> <li>- efekt birokratizacije centralne banke</li> </ul>

Izvor: izradila autorica prema Prohaska i Olgić Draženović 2004; Van der Zwet 2003; Freytag i Masciandro 2005.

#### 4. RAZVOJ REGULATORNIH OKVIRA FINANCIJSKIH SUSTAVA U ZEMLJAMA EU-A

Na nadnacionalnom nivou, legislativa EU-a prije dva desetljeća nije udovoljavala zahtjevima nove financijske arhitekture. Prvi korak ka primjerenijoj superviziji financijskih institucija i tržišta učinjen je 1999. godine donošenjem Akcijskog plana za financijske usluge (engl. *Financial Services Action Plan* - FSAP).<sup>7</sup> Europska komisija navedenim dokumentom definirala je temeljni cilj integracije jedinstvenog tržišta za financijske usluge do 2005. godine. Potreba za kreiranjem nadnacionalnih supervizorskih struktura naglašena je 1999. godine u Bijeloj knjizi (engl. *White Paper*), u kojoj su u prvoj fazi predviđene mjere za područja bankarstva i tržišta kapitala.<sup>8</sup> Za razdoblje od 2005. do 2010. težište je stavljeno na globalnu konvergenciju standarda te unapređenje suradnje i razmjene informacija nacionalnih tijela za superviziju. Deficit u regulatornom režimu heterogenih financijskih grupa

<sup>7</sup> Od 2001. godine uveden je nov pristup razvoju regulative financijskih usluga, poznatiji pod nazivom Lamfalussyjev plan.

<sup>8</sup> Oblikovanje zajedničkog regulatornog okvira za financijske usluge spominje se još 1985. godine u Bijeloj knjizi, kao jedan od ciljeva usmjerenih na uklanjanje prepreka za postizanje zajedničkog tržišta roba, usluga, kapitala i slobodnog kretanja ljudi.

prevladan je propisivanjem Direktive o financijskim konglomeratima, 2002/87/EC. Direktiva je predstavljala prvu sveobuhvatnu implementaciju međunarodnih preporuka za superviziju financijskih konglomerata s težištem na:

1. prevenciji multipliciranja prijenosa vlastitih sredstava i pribavljanjem sredstava unutar grupe dužničkim izdanjima kompanije "majke";
2. jačanju suradnje i razmjene informacija između tijela za superviziju, odnosno osnivanju jedinstvenog supervizora za financijske konglomerate;
3. limitiranju transakcija unutar grupe, primjerenim internim kontrolnim mehanizmima i upravljanju rizicima.

Sljedeća prekretnica u evoluciji europske supervizije započela je u siječnju 2011. godine kao odgovor na izazove globalne financijske krize. Pokazalo se da u uvjetima integriranosti financijskih tržišta djelovanje nacionalnih regulatora nije dovoljno za očuvanje financijske stabilnosti te se intenzivirao proces uspostave jedinstvenog seta pravila i harmonizacije sustava na nadnacionalnom nivou. S radom su započele tri nove supervizorske institucije odgovorne za pojedine segmente financijskog sustava EU-a<sup>9</sup> (ECB 2010, p. 5): Europska agencija za bankarstvo (engl. *European Banking Authority* - EBA), Europska agencija za osiguranje i dobrovoljne mirovinske fondove (engl. *European Insurance and Occupational Pensions Authority* - EIOPA) i Europska komisija za vrijednosne papire (engl. *European Securities and Markets Authority* - ESMA). Navedene paneuropske institucije djeluju s ciljem konvergencije supervizorskih praksi te jačanja i ubrzanja razmjene informacija o djelovanju financijskih institucija izvan državnih granica.

Novi supervizorski okvir dovršen je osnivanjem nezavisnog Europskog odbora za sistemske rizike (engl. *European Systemic Risk Board* - ESRB) odgovornog za makroekonomski nadzor te prevenciju i/ili ublažavanje sistemskih rizika u financijskom sustavu EU-a.

U istom razdoblju usporen je proces izmjene nacionalnih supervizorskih struktura. Nacionalni institucijski okviri sustava nadzora i kontrole financijskih tržišta i institucija mogu se podijeliti na:

1. Model jedinstvenog regulatora (potpuna konsolidacija); navedeni model prihvatile su Austrija (2002.), Belgija (2004.), Danska (1988.), Estonija (1999.), Finska (1993.), Norveška (1986.), Njemačka (2002.), Švedska (1991.) i Irska (2003.), koja je ovlasti za regulaciju i nadzor prenijela na nacionalnu središnju banku.
2. Dvostruki model regulacije (engl. *Twin peaks model*); navedeni model je primijenjen u Nizozemskoj (2004.), Francuskoj (2010.) i Velikoj Britaniji (2012.).
3. Sektorski pristup; navedeni model prihvatile su Cipar, Grčka i Španjolska.
4. Italija i Portugal primijenile su kombinaciju sektorskog i *twin peaks* modela.

Istraživanje ECB-a (2006, 2010) kojim je prikazan razvoj supervizorskih struktura u zemljama EU-a, potvrđuje "napuštanje" sektorskog modela i dominaciju jedinstvenog nadzornog režima<sup>10</sup>, uz tendenciju jačanja uloge središnjih banaka u supervizorskim aktivnostima usmjerenim na cijeli financijski sustav. U razvijenim zemljama EU-a evidentan je i rastući trend implementiranja tzv. "*twin peaks*" modela kojim se naglašava informacijska sinergija djelovanja centralnog bankarstva i funkcije prudenčijalne supervizije (ECB 2010, p. 5).

---

<sup>9</sup> Zajednički naziv za tri nove institucije je *European Supervisory Authorities* (ESA).

<sup>10</sup> Zemlje sjeverne Europe bile su predvodnice konsolidacijskih procesa: Norveška (1986.), Danska (1988.), Švedska (1991.), Finska (1993.). Više u Prohaska i Olgić Draženović 2004.

#### **4. KARAKTERISTIKE REGULATORNIH OKVIRA FINANCIJSKIH SUSTAVA U NOVIM ZEMLJAMA ČLANICAMA EU-A**

Učinkovit nadzor i kontrola financijskih tržišta i institucija izuzetno su važni u zemljama sa slabije razvijenim financijskim i pravnim sustavima, kao što su nove zemlje članice EU-a. Posebno se to odnosi na zemlje srednje i istočne Europe (u nastavku CEE), koje karakterizira sličan tijek razvoja tržišta kapitala i financijskih institucija. Karakterizira ih ekonomska i financijska povezanost s Europskom unijom te sličan razvojni put posttranzicijskih zemalja i izazovi uspostavljanja učinkovitog tržišta kapitala.

Razvoj regulacijskih okvira financijskih tržišta i institucija u zemljama CEE-a možemo podijeliti na dva temeljna razdoblja:

1. inicijalno kreiranje regulatornih režima od 1990-ih godina,
2. prilagođavanje i promjene u regulatornim režimima od 2000. godine na dalje.

Prvo razdoblje bilo je uvelike određeno odabranim privatizacijskim metodama i pristupom u kreiranju financijskih tržišta. Drugi snažan impuls za brzu prilagodbu i oblikovanje regulatornih okvira za te zemlje bila je agenda pristupanja u EU. Tranzicijski procesi i pripreme za članstvo u EU-u ubrzale su prilagodbu zakonodavnih okvira standardima EU-a. Drugim riječima, postojeći sustav supervizije i nadzora u EU-u za tranzicijske zemlje je imao ulogu referentnog sustava.

Snažna dinamika promjena regulacijskih okvira većine zemalja CEE-a posebno je izražena posljednjih desetak godina. Osnovni cilj je jačanje efikasnosti postojećih regulacijskih okvira radi očuvanja stabilnosti nacionalnih financijskih sustava. Potreba za jačanjem nacionalnih supervizorskih struktura javila se kao odgovor na intenzivne promjene u posttranzicijskim financijskim sustavima usmjerene na dva značajna procesa.

Prvo, financijske institucije i tržišta se konsolidiraju i umrežavaju, odnosno jača trend konglomeracije financijskog sustava. Izvorište navedenih promjena u postojećim režimima regulacije i nadzora proizlazi iz rastuće horizontalne integracije tržišta kapitala, bankovnog tržišta i tržišta osiguranja, kao i sve jače povezanih i sofisticiranih proizvoda i instrumenata. Efekt zamucenja dovodi do krize tradicionalnog sektorskog pristupa superviziji koji otežano nadgleda sve poslovne segmente kompleksnih financijskih institucija.

Drugo, deregulacija financijskih tržišta u mnogim je tranzicijskim zemljama rezultirala pojačanom konkurencijom i omogućila ulazak na tržišta većem broju inozemnih financijskih institucija. Deregulacija je potakla snažan rast i razvoj financijskih sustava, ali ih izložila i većoj nestabilnosti.

Iz navedenih razloga reforme u CEE zemljama najvećim dijelom su išle u smjeru objedinjavanja i konsolidacije institucija za nadzor i regulaciju pojedinih dijelova financijskog sustava, kao i istovremenog jačanja kooperacije između aktera u procesu.

Prihvaćena rješenja supervizije financijskih sustava u odabranim posttranzicijskim zemljama ukratko su predstavljena tablicom 2.

Tablica 2: Evolucija sustava supervizije financijskih sustava odabranih zemalja CEE-a

Zemlja/institucija	Prethodnici	Područje nadzora	Ciljevi
<b>Češka</b>			
Czech National Bank (1. 4. 2006.)	Czech Securities Commission Office of State Supervision of Insurance Companies and Private Pension Schemes Office for Supervision of Credit Unions Ministarstvo financija	Bankovni sustav, tržište kapitala, tržište osiguranja, mirovinski fondovi, kreditne unije	Stabilnost cijena i očuvanje zdravog financijskog tržišta
<b>Mađarska</b>			
Hungarian Financial Supervisory Authority (1. 4. 2000.)	Hungarian Banking and Capital Market Supervision Agency State Insurance Supervision Agency State Pension Fund Supervision Agency	Bankovni sustav, tržište kapitala, tržište osiguranja i mirovinski fondovi	Stabilnost financijskog tržišta, zaštita interesa investitora, osiguranje transparentnog i reguliranog tržišnog natjecanja
<b>Poljska</b>			
Polish Financial Supervision Authority (7. 2006.)	Banking Supervision Commission (dio PFSA od 2008.) Securities and Exchange Commission Insurance and Pension Funds Supervisory Commission	Bankovni sustav, tržište kapitala, tržište osiguranja i mirovinski fondovi	Stabilnost, sigurnost i pouzdanost financijskog tržišta i zaštita investitora
<b>Slovačka</b>			
National Bank of Slovakia (1. 1. 2006.)	National Bank of Slovakia Slovakian Financial Market Authority (SFMA) Ministarstvo financija	Bankovni sustav, tržište kapitala, tržište osiguranja i mirovinski fondovi	Stabilnost financijskog sustava, očuvanje i asistiranje funkcioniranja financijskog tržišta i zaštita investitora
<b>Slovenija</b>			
Slovenian National Bank (25. 6. 1991.)		Banke i štedionice	Stabilnost domaće valute
Securities Market Agency (11. 8. 2007.)		Tržište kapitala, mirovinski fondovi	Stabilnost financijskog tržišta, zaštita investitora
Insurance Supervision Agency (1. 6. 2000.)		Tržište osiguranja, mirovinska društva	Nadzor tržišta osiguranja
<b>Hrvatska</b>			
Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga (1. 1. 2006.)	Komisija za vrijednosne papire Republike Hrvatske Agencija za nadzor mirovinskih fondova i osiguranja Direkcija za nadzor društava za osiguranje	Tržište kapitala, tržište osiguranja, mirovinski fondovi	Stabilnost financijskog sustava i nadzor zakonitosti poslovanja subjekata nadzora
Hrvatska narodna banka (21. 12. 1990.)		Bankovni sustav	Stabilnost cijena

Izvor: izradila autorica prema ECB 2010 i nacionalnim regulatornim institucijama.



Evolucijom regulatornih okvira zemalja CEE-a broj nadzornih institucija se smanjio, a najveći broj zemalja primjenjuje model jedinstvenog financijskog supervizora čiju funkciju obavlja centralna banka ili zasebna institucija. Navedeni model primjenjuje (ili će ga primjenjivati) većina zemalja članica EU-a. Od navedenih zemalja CEE-a, Češka i Slovačka prihvatile su model jedinstvene supervizije za cijeli financijski sustav koji obavljaju njihove nacionalne centralne banke. Mađarska je 2000. godine bila prva tranzicijska zemlja Europe koja je primijenila konsolidirani nadzor cjelokupnog financijskog sustava odvojen od centralne banke<sup>11</sup>. Model zasebne nadzorne ustanove izvan centralne banke osam godina kasnije primijenila je i Poljska. Slovenija i Hrvatska zadržale su sektorski pristup, pri čemu se Hrvatska djelomično približila konceptu jedinstvenog tijela 2006. godine. U toj godini osnovana je HANFA kao jedinstvena nadzorna institucija nebankovnog sektora, a centralna banka zadržala je prijašnje ovlasti i nadzor nad bankovnim segmentom sustava.

Sektorski pristup regulacije i nadzora financijskog sustava prije deset godina primjenjivala je većina posttranzicijskih zemalja. Schröder (2001) navodi razloge za ovakva rješenja:

- potreba za jačanjem povjerenja i reputacije specijaliziranih supervizora;
- reduciranje moralnog hazarda u slučaju krivih signala tržištu;
- opasnost od sistemskog nepovjerenja u financijski sustav kod integrirane supervizije.

Organizacija po ciljevima nije zaživjela ni u jednoj posttranzicijskoj zemlji. Ključnim se drži, neovisno o odabiru pojedinog modela nadzora i regulacije, bliska suradnja i razmjena informacija među institucijama odgovornim za stabilnost financijskog sustava u pojedinoj zemlji, ali i među zemljama s obzirom na prisutnu međusektorsku i međunarodnu integraciju financijskih sustava.

Goodhart (2000) se ne slaže s odvajanjem poslova centralne banke od nadzora banaka u slučaju posttranzicijskih gospodarstava iz triju razloga:

1. financijska struktura u tim je zemljama jednostavnija, a sami financijski konglomerati manje su složeni i manje značajni;
2. tranzicijska gospodarstva sklonija su nestabilnostima u sustavu; centralna banka će učinkovitost djelovanja u tom slučaju ostvariti samo ako nadzor zadrži unutar institucije;
3. status kadrova u centralnim bankama tranzicijskih zemalja uglavnom je znatno bolji nego u drugim nadzornim ustanovama, zbog visokog stupnja neovisnosti i reputacije koje uživaju centralne banke.

## 5. ZAKLJUČAK

Razvijen i efikasan financijski sustav predstavlja ključnu komponentu u svakoj nacionalnoj ekonomiji. Neosporan je utjecaj financijskog sustava na ekonomski rast i razvoj, ali u njemu je ugrađen i značajni rizik od šokova i nestabilnosti. Stoga je posebno važno postaviti kontrolne mehanizme i implementirati efikasan i pouzdan sustav supervizije i nadzora.

Evolucija sustava supervizije u posljednja dva desetljeća može se označiti posebno dinamičnom i intenzivnom. S jedne strane, financijski sustavi su se od polovice 90-ih godina razvijali brže i od samih nacionalnih ekonomija, uvodili su se sofisticirani proizvodi i usluge, a financijske institucije više nisu bile jednoznačno određene. Trend konsolidacije različitih financijskih sektora postavio je pitanje opravdanosti prevladavajućeg modela sektorskog pristupa financijskoj superviziji i nadzoru na nacionalnom nivou. Konačno, globalna

---

<sup>11</sup> Mađarski model konsolidiranog nadzora baziran je na primjeru V. Britanije. Proces konsolidacije nadzornog sustava najvećeg financijskog tržišta u Europi započeo je još 1997. godine, ali je jedinstvena nadzorna institucija Financial Services Authority (FSA) započela s radom 2001. godine. Više o karakteristikama FSA-a vidjeti u Prohaska i Olgić Draženović 2004.

financijska kriza ukazala je ne samo na potrebu nacionalnog integriranja sustava supervizije u jedinstvenu instituciju, već i na potrebu za novim institucijama na nadnacionalnom nivou. Navedena problematika posebno je važna u uvjetima visokog stupnja integriranosti financijskih tržišta u zemljama EU-a, a posebno u novim zemljama članicama koje odlikuju nerazvijeni financijski sustavi osjetljivi na eksterne utjecaje.

Na nadnacionalnom nivou EU-a postoji konsenzus među zemljama članicama o potrebi jačanja postojeće institucijske strukture za financijsku stabilnost s ciljem osiguranja veće efikasnosti suradnje među institucijama za prudencijalnu superviziju. U skladu s navedenim, financijska kriza potaknula je implementiranje novog nadnacionalnog okvira za superviziju financijskih tržišta i institucija koje djeluju na području EU-a.

Razvoj nacionalnih sustava supervizije i nadzora kretao se u smjeru integriranja nadležnih agencija. Danas se u većini zemalja EU-a primjenjuje model jedinstvenog regulatora koji podrazumijeva supervizija cjelokupnog financijskog sustava u ingerenciji jedne institucije koja uključuje funkcije prudencijalne kontrole i zaštite investitora.

U cilju izgradnje ukupne "arhitekture financijske stabilnosti" potrebno je stalno unapređivati suradnju između nadzornih institucija, s ciljem rasta, razvoja i osiguranja sigurnosti i povjerenja u nacionalne i nadnacionalne financijske sustave.

## LITERATURA

- BIS (2012) Principles for the supervision of financial conglomerates, <http://www.bis.org/publ/joint29.pdf> (5. 2. 2015.)
- Božina Beroš, M. (2012) „Financijska supervizija u Hrvatskoj – između dvije institucije i jednog europskog trenda“, *Ekonomski pregled*, 63 (5-6), p. 352-371.
- Claessens, S., Djankov, S., Klingebiel, D. (2000) Stock Markets in Transition Economies, *Financial Sector Discussion Paper 5*, The World Bank, [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=240703](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=240703) (15. 12. 2014.)
- Ćurak, M. (2004) „Konvergencija između banaka i osiguravajućih društava“, *Osiguranje: hrvatski časopis za teoriju i praksu osiguranja*, 1330-9692, 45 (7/8), p. 19-28.
- ECB (2006) *Recent developments in supervisory structures in EU and acceding countries*, [http://www.ecb.int/pub/pdf/other/report\\_on\\_supervisory\\_structuresen.pdf](http://www.ecb.int/pub/pdf/other/report_on_supervisory_structuresen.pdf) (20. 10. 2014.)
- ECB (2010) *Recent developments in supervisory structures in the EU member states (2007-2010)*, [http://www.ecb.int/pub/pdf/other/report\\_on\\_supervisory\\_structures2010en.pdf](http://www.ecb.int/pub/pdf/other/report_on_supervisory_structures2010en.pdf) (20. 10. 2014.)
- ESMA (2002) *The Financial Conglomerates Directive*, [http://www.esma.europa.eu/system/files/Directive\\_Financial\\_Conglomerates.pdf](http://www.esma.europa.eu/system/files/Directive_Financial_Conglomerates.pdf) (20. 2. 2015.)
- Freytag, A., Masciandro, D. (2005) „Financial Supervision Fragmentation and Central Bank Independence: The Two Sides of the Same Coin?“, University of Lecce Economics Working Paper 76/37 <http://ssrn.com/abstract=837124> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.837124> (10. 10. 2014.)
- Goodhart, C. A. E. (2000) „The Organisational Structure of Banking Supervision“, *FSI Occasional Papers*, Financial Stability Institute, BIS, 1, <http://www.sandhan.net/Adls/DI6/Baselcommittee/TheOrganisationalStructure.pdf> (20. 11. 2014.)
- <http://www.a-tvp.si/eng/default.asp> (20. 1. 2015.)
- <http://www.bsi.si/en> (20. 10. 2014.)
- <http://www.bsi.si/en/default.asp> (20. 1. 2015.)
- [http://www.cnb.cz/en/financial\\_market\\_supervision/fms\\_reports/](http://www.cnb.cz/en/financial_market_supervision/fms_reports/) (20. 1. 2015.)
- <http://www.fome.hu/hfsa/> (15. 1. 2015.)
- <http://www.hnb.hr> (20. 1. 2015.)

<https://www.knf.gov.pl/en/index.html> (20. 1. 2015.)

Prohaska, Z., Olgic Drazenovic, B. (2004) „Consolidated supervision of financial institutions and financial market in the Republic of Croatia“, *Zbornik radova Ekonomskog fakulteta u Rijeci*, časopis za ekonomsku teoriju i praksu, 22 (22), p. 25-40.

Schröder, M. (2001) „*The new capital markets in Central and Eastern Europe*“, ECMI, Berlin.

Taylor, M. (1995) „*Twinpeaks; A regulatory structure for the new century*“, Centre for the Study of Financial Institutions, London.

Van der Zwet, A. (2003) *The Blurring of Distinctions between Financial Sectors: Fact or Fiction?*, De Nederlandsche Bank, Occasional Studies, 1 (2) [http://www.dnb.nl/en/binaries/os2\\_tcm47-146638.pdf](http://www.dnb.nl/en/binaries/os2_tcm47-146638.pdf) (20. 11. 2014.)

## THE MODELS OF FINANCIAL SUPERVISION AND REGULATION IN THE EU COUNTRIES<sup>13</sup>

### ABSTRACT

*Financial supervision and regulation are some of the most important components of the financial stability in a national economy. The application of the appropriate infrastructure supervisory framework is of crucial importance for the financial system stability together with methods and instruments used. The first question when choosing a model or a combination of various structures refers to the decision on integrated supervision or the traditional concept of sectoral regulation. Since the traditional approach cannot respond to the growing trend towards financial system conglomerisation, supervisory bodies integration becomes a dominant infrastructural model of financial regulation. The development of financial regulation in the EU countries also followed the same pattern – institutional consolidation. This study hypothesizes that models of supervision that are applied in the new EU member states, including Croatia, effectively respond to the challenges of their financial systems that are predominantly influenced by financial conglomerates. The conflict between the relative underdevelopment of their financial systems and simultaneously high level of their networking and complexity of their financial institutions, poses significant challenges and requires constant search for new solutions.*

**Key words:** financial system, financial institutions, supervision and regulation, EU

---

<sup>12</sup> PhD, Assistant Professor, University of Rijeka, Ekonomski fakultet, Ivana Filipovića 4, Rijeka, Croatia, E-mail: [bolgic@inet.hr](mailto:bolgic@inet.hr)

<sup>13</sup> Received: 9. 3. 2015.; Accepted: 7. 4. 2015.