

Organisering af finansielt tilsyn

Rangvid, Jesper

Document Version
Final published version

Published in:
Finans/Invest

Publication date:
2019

License
Unspecified

Citation for published version (APA):
Rangvid, J. (2019). Organisering af finansielt tilsyn. *Finans/Invest*, (2), 7-13.

[Link to publication in CBS Research Portal](#)

General rights

Copyright and moral rights for the publications made accessible in the public portal are retained by the authors and/or other copyright owners and it is a condition of accessing publications that users recognise and abide by the legal requirements associated with these rights.

Take down policy

If you believe that this document breaches copyright please contact us (research.lib@cbs.dk) providing details, and we will remove access to the work immediately and investigate your claim.

Download date: 20. Jul. 2024



Organisering af finansielt tilsyn

Der pågår aktuelt diskussioner om organiseringen af Finanstilsynet. Denne artikel analyserer forskellige tilsynsmodeller. Formålet er at bidrage til overvejelserne om at optimere tilsynet med den finansielle sektor i Danmark. Artiklens første del refererer konklusioner og diskussioner fra den akademiske litteratur på området. Artiklens anden del perspektiverer og konkluderer med hensyn til organiseringen af det finansielle tilsyn i Danmark. Artiklen foreslår, at robusthedstilsynet med systemisk vigtige finansielle institutioner fremover varetages af Nationalbanken. Fordele og ulemper diskuteres, herunder om yderligere tilsynsopgaver bør varetages af Nationalbanken.

AF FORFATTER



Professor **Jesper Rangvid**,
Institut for Finansiering, CBS
E-mail: jr.fi@cbs.dk

Jesper Rangvid er Professor ved Copenhagen Business School og leder af forskningscenteret PeRCent.

Note: Forfatteren takker redaktøren (Ken L. Bechmann) for gode bemærkninger til artiklen.

To begivenheder har grundlæggende rystet tilliden til den finansielle sektor i Danmark gennem de sidste 10 år: Finanskrisen i 2008-2009 og hvidvaskskandalen i Danske Bank.

I Danmark varetages det finansielle tilsyn i høj grad af Finanstilsynet.¹ Finanstilsynets rolle i forbindelse med finanskrisen i Danmark er behandlet i Rangvid-rapportens kapitel 7, jf. Rangvid m.fl. (2013). Tilsynets rolle i forbindelse med hvidvaskskandalen diskuteres aktuelt.

Forfatteren til denne artikel foreslog i efteråret 2018, at organiseringen af Finanstilsynet tages op til genovervejelse (Rangvid, 2018). Forslaget blev hurtigt en del af debatten, jf. Brahm m.fl. (2018). Jeg foreslog, at tilsynet med robustheden af finansielle institutioner varetages af Nationalbanken, mens tilsynet med adfærden i den finansielle sektor varetages af Finanstilsynet. Jeg foreslog også, at der nedsættes et udvalg, der grundigere gennemanalyserer hensigtsmæssige arbejdsdelinger mellem de to tilsyn.

Denne artikel går et skridt videre og belyser organiseringen af finansielt tilsyn fra et bredere perspektiv. Der præsenteres et overblik over de tilsynsstrukturer, der anvendes i forskellige lande. Dernæst diskuteres indsigter fra den akademiske litteratur om centralbankens rolle i det finansielle tilsyn. Endelig behandles spørgsmålet om uafhængighed i det finansielle tilsyn.

I lyset af konklusionerne fra den akademiske litteratur diskuterer artiklen organiseringen af det finansielle tilsyn i Danmark. Der argumenteres for, at det vil styrke tilsynet med de systemiske risici og adfærden i den finansielle sektor, hvis, i det mindste, tilsynet med robustheden af systemisk vigtige

finansielle institutioner fremover varetages af Nationalbanken. Potentielle ulemper ved et sådan forslag diskuteres også.

Forslaget er konkret, men ikke plug and play. F.eks. skal den præcise fordeling af arbejdsopgaver ml. Nationalbanken og Finanstilsynet specificeres. Det skal også besluttes, hvor langt man vil gå i forhold til fokus på tilsyn med adfærd i den finansielle sektor. Indskydelsen ”i det mindste” i forslaget refererer til, at man kan vælge (i) alene at placere tilsyn med robusthed af systemisk vigtige kreditinstitutioner i Nationalbanken, (ii) placere tilsyn med robusthed i hele den finansielle sektor i Nationalbanken, og derved lade Finanstilsynet have fuld fokus på tilsyn med adfærd i den finansielle sektor eller (iii) en mellemvej, hvor mere end systemiske kreditinstitutioner men ikke alt robusthedstilsyn varetages af Nationalbanken. Der er således en plade at spille på. Den overordnede konklusion er således, at fordelene ved at lade Nationalbanken varetage dele af det finansielle robusthedstilsyn opvejer ulemperne, men hvor langt man præcist vil gå ad denne sti kræver yderligere diskussioner.

Spørgsmålet om organiseringen af det finansielle tilsyn har været diskuteret tidligere, om end ikke så udførligt som i denne artikel.² Der var en kort diskussion i Rangvid-rapporten (2013). Om organiseringen af Finanstilsynet, som er denne artikels emne, konkluderes på side 33: ”Det er udvalgets vurdering, at tilsynsmyndighedernes placering ikke har haft betydning for om, og i givet fald i hvilket omfang, et land blev ramt af den finansielle krise.” Der blev taget initiativ til en grundig analyse af organiseringen af det finansielle tilsyn i forbindelse med det såkaldte Udvalg om Struktur for Finansielt Tilsyn i Danmark. Udgangspunktet for udvalgets arbejde var en formodning om, at det ville styrke det finansielle tilsyn, hvis tilsyn med kreditinstitutioner blev placeret i Nationalbanken. Udvalget fik dog ikke mulighed for at gøre analysearbejdet færdigt. Rangvid-udvalget konkluderer side 33: ”Udvalget har noteret sig, at den tidligere regering nedsatte et udvalg (Udvalg om Struktur for Finansielt Tilsyn i Danmark), der blandt andet skulle se nærmere på spørgsmålet om Finanstilsynets placering, herunder om tilsynet med den finansielle sektor ville blive forbedret, hvis det blev placeret under Nationalbanken. Arbejdet med disse spørgsmål blev imidlertid sat i bero af den nuværende regering, hvorfor der ikke blev afgivet en endelig rapport med en analyse af fordele og ulemper ved Finanstilsynets placering.” Denne artikel tager således initiale skridt til en mere substantiel diskussion af fordele og ulemper ved forskellige tilsynsorganiseringer i Danmark.

1. *Finanstilsynet samarbejder med andre myndigheder (Forbrugerombudsmanden, Konkurrencerådet og ikke mindst Finansiell Stabilitet) om mere specifikke emner. Dertil kommer samarbejdet med Nationalbanken og Det Systemiske Risikoråd. Nationalbankens og Det Systemiske Risikoråds rolle i det finansielle tilsyn adresseres senere i artiklen.*

2. *Bechmann og Raaballe (2008) argumenterede f.eks. kort for at lade Nationalbanken varetage visse tilsynsopgaver.*

Inden selve artiklen påbegyndes, skal to ting slås fast. For det første: Det er altid ledelserne af finansielle virksomheder, der har det endelige ansvar for driften af disse. Både når det går godt, og når det går skidt. På trods heraf giver kriser i det finansielle system anledning til at overveje, om det er muligt at organisere det finansielle tilsyn på en mere hensigtsmæssig måde i lyset af de erfaringer, man kan drage.

For det andet: Artiklens formål er ikke at vurdere Finanstilsynets hidtidige virke i Danske Bank hvidvask sagen eller andre hvidvask-/adfærdssager, der aktuelt debatteres. Der kører diskussioner andetsteds om dette, og denne artikel har intet at bidrage til disse diskussioner. Artiklen tager i stedet som udgangspunkt, at der er bred politisk opbakning, herunder i Finanstilsynet, til, at tilsynet med hvidvask og adfærd/ansvarlighed i den finansielle sektor mere generelt fremover styrkes. Artiklen har således et fremadrettet fokus.

Modeller for organisering af finansielt tilsyn

Dette afsnit er blandt andet inspireret af Calvo m.fl. (2018), der giver en nylig oversigt over strukturen af det finansielle tilsyn i en række lande.

Når organiseringen af det finansielle tilsyn diskuteres, kan det være hensigtsmæssigt at lægge to snit. På den ene side er det hensigtsmæssigt at skelne mellem tre delområder (sektorer) af det finansielle system:

- Kreditsektoren.
- Forsikrings- og pensionssektoren.
- Værdipapirsektoren.

På den anden side er det hensigtsmæssigt at skelne mellem tilsynet med:

- Robustheden af det finansielle system.
- Adfærden.

Med robustheden af den finansielle sektor tænkes på overholdelse af krav, der sikrer, at finansielle virksomheder kan modstå modgang. Dette gælder f.eks. solvens- og likviditetskrav. Med adfærden tænkes ikke mindst på beskyttelse af forbrugere og investorer, samt hvidvasklovgivning og skatteforhold.

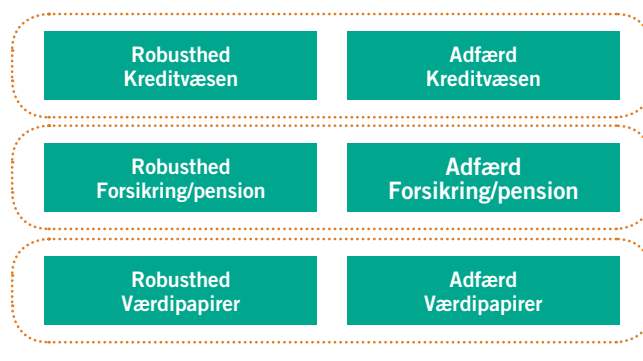
Med disse opdelinger kan man placere forskellige tilsynsorganiseringer inden for tre hovedmodeller: Sektormodellen, Enhedsmodellen og Twin Peaks modellen.

Sektormodellen

I Sektormodellen haves én myndighed, der fører tilsyn med kreditvirksomheder, én myndighed, der fører tilsyn med forsikrings- og pensionsvirksomhed, og én myndighed, der fører tilsyn med værdipapirmarkeder. Hver af disse myndigheder fører tilsyn med både robusthed og adfærd inden for deres respektive sektorer. Figur 1 illustrerer Sektormodellen.

Langt de fleste lande organiserer deres finansielle tilsyn efter Sektormodellen. Calvo m.fl. (2018) undersøger 79 lande. De finder, at 39 lande benytter sig af Sektormodellen. Sektormodellen var ligeledes den danske model indtil 1988, hvor Bank- og Sparekassetilsynet, Forsikringstilsynet og (lidt senere, i 1990) Realkreditstilsynet blev slået sammen i ét tilsyn. Det er ligeledes Sektormodellen, der bruges på Europæisk plan, hvor de koordinerende tilsynsorganer er henholdsvis EBA for kreditvirksomheder (European Banking Authority), EIOPA for forsikring og pension (European Insurance and Occupational Pension Authority), og ESMA for værdipapirhandel (European Securities and

FIGUR 1: Sektormodellen



Market Authorities). Fordelen ved Sektormodellen er, at ekspertise inden for hvert enkelt funktionsområde udnyttes til fulde, og det derved sikres, at der er fuld fokus på tilsynet med hver af de tre sektorer i det finansielle system. Ulempen kan være, at synergier på tværs af tilsynet med forskellige sektorer ikke udnyttes i fuldt omfang.

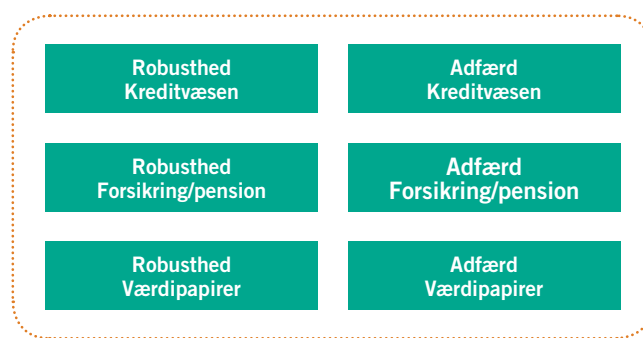
Som en afart af Sektormodellen nævner Calvo m.fl. (2018) To-sektormodellen. I denne haves et fælles tilsyn med kredit-, pensions- og forsikringsvirksomheder, mens tilsyn med værdipapirhandel varetages af en selvstændig myndighed. Denne model benyttes bl.a. i Frankrig og Italien.

Enhedstilsynet

I et Enhedstilsyn holder én myndighed tilsyn med alle sektorer og med både adfærd og robusthed. Figur 2 illustrerer.

Enhedstilsynet blev lanceret i de nordiske lande i slutningen af 1980'erne. Norge startede i 1986, hvorefter Island, Danmark og Sverige introducerede Enhedstilsyn. Danmark som nævnt i 1988. Det er nok ikke tilfældigt, at de nordiske lande førte an i lanceringen af Enhedstilsynet i slut-1980'erne, da slutningen af 1980'erne samtidig så den nordiske bankkrise. Dvs. den nordiske bankkrise gav anledning til gennemtænkning af tilsynsorganiseringen. Danmark var relativt mindre ramt af bankkrisen i slut-1980'erne end de øvrige nordiske lande. Argumentet i Danmark var derfor mere, at det ville være hensigtsmæssigt at samle tilsynet i én enhed, da komplekse finansielle koncerner, der opererede på tværs af alle områder (kredit, forsikring/pension,

FIGUR 2: Enhedsmodellen



og værdipapirhandel), havde set dagens lys. Tankegangen var, at et finansielt tilsyn, der opererer på tværs af de tre sektorer, bedre kan holde tilsyn med finansielle koncerner, der ligeledes opererede på tværs af de tre sektorer.

Enhedstilsyn kan placeres i en selvstændig enhed, som i Danmark, Sverige og Norge eller i centralbanken, som i Irland, og som Island nyligt har besluttet.

Fordelen ved Enhedstilsynet er, at synergier på tværs af sektorer udnyttes. Al ekspertise er så at sige samlet et sted. Dertil kommer, at det kan styrke tilsynets effektivitet, når ét tilsyn holder tilsyn med store koncerner, der har aktiviteter i forskellige dele af det finansielle system, hvilket som nævnt var hovedargumentet bag tilsynssammenlægningen i Danmark i 1988.

Ulempen kan være, som Schoenmaker og Véron (2017) nævner, at der kan opstå interessekonflikter inden for Enhedstilsynet. For eksempel kan hensynet til robustheden i en krisesituation medføre, at adfærdstilsynet bliver negligeret. Schoenmaker og Véron nævner eksemplet, at tilsynet kan tillade lidt længere løbesnor i forhold til f.eks. salg af finansielle produkter, der måske ikke passer helt perfekt til den enkelte kundes behov i situationer, hvor en bank er i knibe. Salg af sådanne produkter styrker indtjeningen i banken og reducerer derved sandsynligheden for solvensproblemer. Men i eksemplet taber tilsynet med adfærden. Omvendt kan der være overdreven fokus på adfærd i den finansielle sektor, når tiderne er gode. Tilsynet med robustheden bliver negligeret. Når de gode tider stopper, er den finansielle sektor ikke tilstrækkelig robust. Der er træk, man til en vis grad kan genkende fra perioden op til og gennem finanskrisen i Danmark (Rangvid-rapporten, 2013).³ Enhedstilsynet medfører således en risiko for, at nogle tilsynsopgaver på nogle tidspunkter kan blive overvægtet på bekostning af andre.

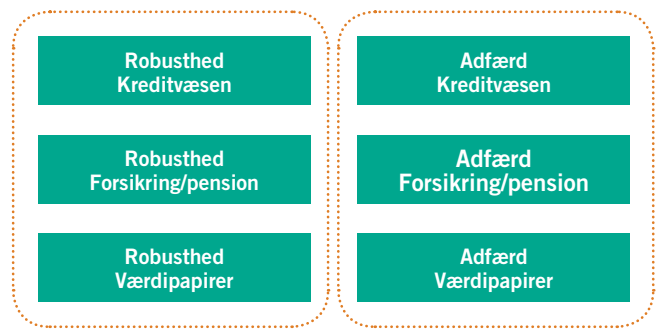
Twin Peaks

Twin Peaks modellen blev først introduceret i Australien i 1997. Efter den finansielle krise er den blevet indført i Storbritannien, Belgien og Holland.

I Twin Peaks modellen varetages tilsynet med robustheden og adfærden af to forskellige myndigheder. Dvs. én myndighed holder tilsyn med robustheden af den finansielle sektor (robusthed af både kredit, pension/forsikring og finansielle markeder) og én med adfærden (adfærd i både bank, pension og markeder). Figur 3 illustrerer.

I forhold til Enhedstilsynet reducerer Twin Peaks modellen interessekonflikterne nævnt ovenfor, da det klargør, hvilken myndighed der har ansvar for hvad. Når Adfærdsmyndigheden har ansvaret for adfærd, vil den holde tilsyn med adfærd uan-

FIGUR 3: Twin Peaks modellen



set om tiderne er gode eller ej. Og Robusthedsmyndigheden vil holde øje med robustheden i den finansielle sektor uanset hvad. Schoenmaker og Véron (2017) argumenterer af disse årsager for indførelsen af Twin Peaks modellen på europæisk plan. Modargumentet er, at ligeså snart man bevæger sig væk fra Enhedstilsynet, kan synergieffekter gå tabt.

Tabel 1 giver en oversigt over organiseringen af det finansielle tilsyn i udvalgte lande. USA inkluderes i tabellen, omend tilsynsstrukturen i USA er lidt speciel på grund af dens decentrale struktur. Selvom den amerikanske tilsynsstruktur således ikke præcist følger Sektormodellen, som afbilledet i Figur 1, passer det amerikanske set-up dog bedre ind under betegnelsen "Sektormodel" end under de andre modeller. I tabellens kolonne med lande med Enhedstilsyn skelnes for nemheds skyld ikke ml. lande, der har Enhedstilsynet placeret i centralbanken eller som selvstændig myndighed.

Centralbankens rolle

I litteraturen om organisering af finansielt tilsyn har centralbankens rolle en fremtrædende placering, især mht. tilsynet med kreditinstitutioner. Masciandaro og Quintyn (2013) giver en god oversigt over problemstillingerne og litteraturen.

Centralbanken er lender of last resort, dvs. centralbanken kan stille likviditet til rådighed for kreditinstitutioner, der har presserende behov herfor. Det faktum, at centralbanken er lender of last resort fremhæves ofte som et selvstændigt argument for, at centralbanken bør føre tilsyn med kreditinstitutioner. Tankegangen er, at centralbanken hurtigere vil opdage udfordringer i de enkelte kreditinstitutioner, når centralbanken har ansvaret

3. Rangvid-udvalget kritiserer pendulregulering-/tilsyn, dvs. at der ikke var tilstrækkelig fokus på at teste kreditinstitutioners holdbarhed inden krisen, mens tilgangen hertil er ændret markant efter krisen. Eksempelvis konkluderes det side 30 i Rangvid-rapporten om perioden inden krisen, at: "Tilsynet med pengeinstitutter i Danmark koncentrerede sig inden krisen mere om at sikre efterlevelse af nye regler og kontrol af forretningsgange end om holdbarheden af institutternes valgte forretningsmodel", mens perioden efter krisen på side 31 beskrives således: "Dette har ændret sig markant efter krisen, hvor både reguleringen af og tilsynet med den finansielle sektor er blevet strammet betydeligt."

TABEL 1: Tilsynsmodeller i udvalgte lande

Sektormodellen	To-sektormodellen	Enhedstilsyn	Twin Peaks
Brasilien	Frankrig	Danmark	Belgien
Chile	Italien	Finland	Holland
EU		Irland	New Zealand
Luxembourg		Island	Storbritannien
Portugal		Norge	
Spanien		Sverige	
USA		Tyskland	

for tilsynet hermed. Dertil kommer, at centralbanken ofte har ansvaret for den finansielle stabilitet, således også i Danmark. Når centralbanken er ansvarlig for den finansielle stabilitet, skal den under alle omstændigheder opbygge ekspertise i vurdering af finansielle institutioners robusthed. Man kan derfor argumentere, at det er inefficiant at opbygge tilsynskompetencer både i centralbanken og hos en separat regulator, hvilket kan tale for at samle tilsynet i centralbanken.

Intet er dog sort-hvidt. Goodhart og Schoenmaker (1995) er den klassiske reference, når argumenter for og imod centralbanken som tilsynsmyndighed diskuteres. Dilemmaet er, at argumentet nævnt ovenfor – centralbanken som lender of last resort – skal sættes over for den risiko, at det kan føre til moral hazard hos banker under tilsyn, hvis tilsynsmyndigheden og myndigheden, der har ansvar for likviditetstilførsel, er en og den samme. Problemstillingen er, at det kan være nemmere at overtale centralbanken til at tilføre likviditet i krisesituationer, hvis centralbanken også fører robusthedstilsyn. Ethvert tilsyn vil gerne undgå kritik, men kritik/debat opstår med jævne mellemrum efter bankkriser. Man kan derfor forestille sig, at centralbanken vil strække sig længere for at undgå, at banker kommer i problemer, hvis den samtidig er ansvarlig for tilsynet. Og når banker gennemskuer dette, tager de lidt større risici. De spekulerer i, at de bliver hjulpet, hvis det alligevel skulle gå galt.

Derudover argumenteres det, at det kan true centralbankens muligheder for at føre selvstændig pengepolitik, hvis den også har tilsynet med kreditinstitutioner. Årsagen er tosidig. For det første kan centralbanken blive tilskyndet til at føre en mere ekspansiv pengepolitik, hvis den har ansvaret for tilsyn med kreditinstitutioner. En mere lempelig pengepolitik kan nemlig hjælpe med at overvinde problemer for banker (nemmere for kunder at afdrage deres lån, når renten er lav, mere efterspørgsel efter kredit, når renten er lav osv.). For det andet ender bankproblemer ofte med politisk indblanding. Hvis der kommer politisk indblanding i centralbankens handlemuligheder, som følger af problemer i banker, som centralbanken fører tilsyn med, kan det svække centralbankens uafhængighed og derved dens mulighed for at føre uafhængig pengepolitik. Endelig har der været udtrykt bekymring for, at en myndighed, der både indeholder centralbanken og tilsynsmyndigheden, kan blive en for magtfuld myndighed. Der kan mangle checks and balances, når en myndighed har (for) meget magt. Argumentet er, at når flere myndigheder holder øje med adskilte, men dog relaterede, områder af den finansielle sektor, kommer der flere syn på forholdene i den finansielle sektor.

Den empiriske litteratur på området giver ikke entydige konklusioner. Doumpos m.fl. (2015) finder, at lande, hvor centralbanken er involveret i tilsynet med kreditinstitutioner, klarede finanskrisen bedre. På den anden side finder Eichengreen og Dincer (2011), at i lande, hvor tilsynet med kreditinstitutioner foretages af en selvstændig myndighed uden for centralbanken, har kreditinstitutioner en lavere grad af misligholdte udlån som andel af BNP, og landene har været mindre udsat for bankkriser.

Men måske behøver det ikke at være alt eller intet. Måske behøver det ikke at være et spørgsmål om placering af tilsynet med hele kreditsektoren i centralbanken eller ej. Et relevant alternativ kan være, at centralbanken fører tilsyn med dele af den finansielle sektor. Brunnermeier m.fl. (2009) skelner f.eks. mellem systemiske og ikke-systemiske kreditinstitutioner. De anbefaler,

at centralbanken har direkte supervision med systemiske kreditinstitutioner, da centralbanken typisk har ansvaret for finansiell stabilitet og makroprudentiel regulering (se nedenfor). Brunnermeier m.fl. (2009, s. 58) ender med en anbefaling af en afart af Twin Peaks modellen: “In a sense what we are recommending is a reversion to the prior twin-peaks approach, with one peak being the macro, systemic, economic Central Bank, and the other being the micro, individual, prudential (and conduct of business), legal and accounting FSA.”

Uafhængighed af finansielt tilsyn

Finansielt tilsyn drejer sig i bund og grund om at sikre, at finansielle institutioner og markeder overholder reguleringen, og hvis ikke give henstillinger, påbud og i sidste ende trække tilladelsen. Dette kræver mod og uafhængighed af det politiske system. Et centralt spørgsmål om organiseringen af finansielt tilsyn drejer sig derfor om uafhængighed i tilsynsudførelsen.

Tilsynsmyndigheder har stærke våben til deres disposition. Bruger de dem, vil der ofte komme debat og kritik. Når det drejer sig om store finansielle institutioner, kan der komme politisk indblanding. Dette kan have flere konsekvenser. F.eks. kan man frygte, at tilsynsmyndigheden er tilbageholdende i sin udførelse af tilsynsmyndigheden, hvis den siden kan blive kritiseret politisk. Det kan medføre, at tilsynsmyndigheder ser den anden vej i håb om, at problemerne ikke opstår, før næste direktør sidder i stolen (“I show forbearance. Then it does not happen on my watch, at least”). For at fremme muligheden for at tilsynsmyndigheden kan håndhæve sin tilsynsrolle, er det nødvendigt med uafhængighed i udøvelsen af tilsynsmyndigheden.

Quintyn m.fl. (2007) oplister fire former for uafhængighed: (i) institutionel uafhængighed (hvem ansætter – og ikke mindst afskediger – den øverste ledelse i tilsynsmyndigheden), (ii) regulatorisk uafhængighed (hvem udarbejder relevant regulering), (iii) tilsynsmæssig uafhængighed (er tilsynet uafhængigt i dets tilrettelæggelse af tilsynet – uafhængighed i inspektionsdesign o. lign.), og (iv) budgetmæssig uafhængighed (har tilsynet budgetmæssig uafhængighed).

Diskussionen om uafhængighed i tilsynet fører naturligt tilbage til diskussionen om centralbankens rolle i tilsynsvirksomhed. Akademisk forskning op gennem 1990’erne påviste vigtigheden af uafhængige centralbanker. Alex Cukierman skrev en hel bog om emnet (Cukierman, 1992). Centralbankdirektøren er politisk udpeget, og målsætningen (inflation, valutakurs) er politisk bestemt, men herefter hører den politiske indflydelse op. Centralbanken er måske den mest uafhængige statslige institution, der findes. Et ønske om udstrakt grad af uafhængighed kan derfor imødekommes ved at placere tilsynet i centralbanken.

På den anden side kan der være en frygt for, at tilsyn med kreditvirksomheder kan influere på centralbankens uafhængighed. Dette kan være via et incitament for centralbanken til at tage beslutninger om rente o. lign., der påvirker robustheden i den finansielle sektor, som nævnt ovenfor. Det kan også være, at en politisk diskussion om en centralbanks udøvelse af finansielt tilsyn kan medføre politisk indblanding. En hård indgriben mod en stor finansiell institution vil f.eks. som nævnt ovenfor ofte pådrage sig politisk interesse. Dette kan kompromittere centralbankens mulighed for at forfølge dens pengepolitiske målsætning.

Hvordan ser det ud med uafhængigheden i Danmark? Det

ser pænt ud, men Danmark ligger nok ikke højest på institutionel uafhængighed, da den relevante minister ansætter og afskediger den øverste ledelse, og heller ikke på budgetmæssig uafhængighed, da tilsynets budget besluttet af ministeriet. Omvendt ligger Danmark højt på regulatorisk uafhængighed og på tilsynsmæssig uafhængighed. Dette er i store træk, hvad den seneste Financial Sector Assessment Program fra IMF om uafhængighed i tilsynet i Danmark (IMF, 2014) konkluderer. IMF finder, at der er rum for forbedring med hensyn til den institutionelle og budgetmæssige uafhængighed af tilsynet i Danmark. Dertil kommer, at Finanstilsynet i høj grad betjener Erhvervsministeriet, når love og bekendtgørelser på det finansielle område skal udarbejdes.

Ændringer efter finanskrisen

Finanskrisen har medført to vigtige ændringer i tilsynsstrukturen globalt set, og således også i Danmark. Traditionelt har finansiel regulering fokuseret på mikroprudential regulering, dvs. at de enkelte finansielle institutioner var robuste. Finanskrisen afslørede et behov for fokus på de samlede risici i den finansielle sektor, de såkaldte systemiske risici. Derudover afslørede krisen et behov for troværdige afviklingsmekanismer for finansielle institutioner.

Makroprudentielt tilsyn

De fleste lande har siden finanskrisen udvidet tilsynsstrukturen til eksplicit at indarbejde en myndighed/et organ, der har fokus på overvågningen af systemiske risici i den finansielle sektor. I Danmark er dette implementeret via Det Systemiske Risikoråd. Rådet bliver sekretariatsbetjent af Nationalbanken, og Nationalbankdirektøren er formand. Nationalbanken har således et afgørende ord i Det Systemiske Risikoråd.

Det Systemiske Risikoråd kan opfordre andre myndigheder, f.eks. Finanstilsynet, til tiltag. Risikorådet skal også give hensigtninger til ministeren om størrelsen af den kontracykliske kapitalbuffer. Det er dog Erhvervsministeren, der træffer afgørelse om bufferens størrelse.⁴ Det Systemiske Risikoråd har således ingen selvstændige instrumenter til sin rådighed.

Afviklingsmyndighed

Finanskrisen afslørede et behov for at styrke afviklings- og restruktureringsmulighederne i kreditinstitutioner. Årsagen var, at stater i høj grad på den ene eller den anden måde følte sig tvunget til at understøtte finansielle institutioner under finanskrisen. Dette havde statsfinansielle konsekvenser. Dertil kommer, at det kan have u hensigtsmæssige implikationer for risikoopfattelsen i finansielle institutioner (moral hazard), hvis staten kommer til redning, når problemer opstår. Den finansielle regulering efter krisen har derfor blandt andet haft fokus på ny regulering om afvikling af kreditinstitutioner. I Danmark har behovet for en selvstændig myndighed til at varetage afvikling og restrukturering ført til oprettelsen af Finansiell Stabilitet.

Hvad kan konkluderes fra litteraturen om organiseringen af finansielt tilsyn? Implikationer for organisering af dansk finansielt tilsyn

Baseret på den akademiske litteratur har de foregående afsnit præsenteret overvejelser og dilemmaer omkring strukturen for finansielt tilsyn. Som så ofte i økonomi er intet sort-hvidt. Der er fordele og ulemper ved hver af de forskellige måder at indrette finansielt tilsyn på. Nogle af de centrale dilemmaer er:

Ét samlet tilsyn vs. flere tilsynsmyndigheder er en afvejning af fordele og ulemper ved at samle al ekspertise ét sted vs. manglende checks and balances og risiko for, at visse tilsynsområder til tider bliver negligeret i en stor organisation.

Centralbanken som tilsynsmyndighed er ikke mindst et spørgsmål om lender-of-last-resort rollen og rollen som ansvarlig for systemiske risici over for vigtigheden af, at pengepolitikken kan fastsættes uafhængigt af politiske interesser.

Uafhængighed i myndighedsudøvelsen er et spørgsmål om en naturlig politisk interesse i vigtige samfundsmæssige beslutninger over for vigtigheden af at kunne udføre uafhængigt tilsyn af finansielle virksomheder og markeder.

Når der er fordele og ulemper ved de forskellige hensyn, der må tages i indretningen af det finansielle tilsyn, bliver en naturlig konklusion, at der ikke er én optimal tilsynsorganisering, der passer på alle lande til alle tider. Forskellige forhold kan trække i forskellige retninger, og forskellige lande vil derfor indrette sig med forskellige tilsynsstrukturer.

Det faktum, at der er fordele og ulemper ved forskellige modeller, betyder dog ikke, at man ikke kan veje disse fordele og ulemper op mod hinanden. Faktisk er man nødt til det, når beslutninger skal træffes i den virkelige verden. Vi kan akademisk diskutere fordele og ulemper – og det er vigtigt – men på et tidspunkt, når beslutninger skal træffes, må vi gøre vores stilling op. Der viser sig da også at være en rimelig grad af enighed om visse konklusioner i den nyere akademiske litteratur. Jeg vil her fremhæve to konklusioner.

For det første synes der at være konsensus om konklusionen, at en vis funktionsadskillelse i det finansielle tilsyn er fornuftig. Når tilsynsområder til en vis grad er delt mellem forskellige myndigheder, opnås i højere grad checks and balances, og det sikres, at ansvarsområderne for de forskellige myndigheder bliver klare. Opdeling af finansielt tilsyn medvirker således til at sikre, at der ikke sker en negligering af enkelte ansvarsområder inden for en ellers stor organisation. Dette taler imod et Enhedstilsyn. Som nævnt skal dette holdes op over for omkostningen, at al ekspertise ikke er samlet ét sted, og synergier derved ikke udnyttes til fulde. Når økonomer laver denne afvejning, kommer mange dog til konklusionen, at det er vigtigt med en vis opdeling af tilsynsmyndigheden. I den nyere litteratur fremføres dette argument f.eks. af Brunnermeier m.fl. (2009), Masciandaro og Quintyn (2012), Masciandaro m.fl. (2011), og Schoenmaker og Véron (2017).

For det andet fremhæves det som en vigtig lærdom af den finansielle krise, at makroprudentiel og systemisk tilsyn bør varetages af centralbanken, se f.eks. Brunnermeier m.fl. (2009) og Masciandaro og Quintyn (2012).

Derved er vi fremme ved hovedbudskabet i denne artikel: *På basis af konklusionerne om, at det er hensigtsmæssigt, at ikke al tilsynsaktivitet er samlet ét sted, at centralbanken har tilsynet med systemiske risici, og at Nationalbanken i den nu-*

4. Bechmann (2017) har en kort diskussion af denne problemstilling.

værende tilsynsstruktur har begrænsede muligheder for direkte at påvirke systemiske risici, foreslås, at robusthedstilsynet (ikke adfærdstilsynet) med i det mindste systemisk vigtige kreditinstitutioner, muligvis flere, fremover varetages af Nationalbanken.

Fordele ved placering af robusthedstilsyn i Nationalbanken

Der vil være tre umiddelbare fordele ved at lade Nationalbanken være ansvarlig for robusthedstilsyn med systemiske kreditinstitutioner. For det første vil det styrke tilsynet med de systemiske risici i Danmark, da Nationalbanken (der jo har ansvar for den finansielle stabilitet) vil få mulighed for direkte at holde tilsyn med og derved influere på finansielle institutioner, som i sig selv direkte påvirker den finansielle stabilitet. For det andet vil det sikre en højere grad af checks og balances, når tilsynet er delt mellem flere myndigheder. Når forskellige myndigheder har ansvar for relaterede, men forskellige, dele af den finansielle sektor, vil der komme flere syn på forholdene i den finansielle sektor. For det tredje vil det sikre, at Nationalbanken som lender of last resort får større indsigt i risikooopbygningen i de systemisk vigtige finansielle institutioner.

I tillæg til disse umiddelbare fordele vil forslaget styrke tilsynet med adfærd og ansvarlighed i den finansielle sektor, som der aktuelt er stort fokus på. Ved at flytte robusthedstilsynet af systemisk vigtige finansielle institutioner til Nationalbanken vil Finanstilsynet få én krævende tilsynsopgave mindre. Dette vil alt andet lige øge Finanstilsynets relative fokus på tilsynet med ansvarlighed. Dette adresserer dermed problemstillingen, at der i et stort Enhedstilsyn er risiko for, at visse tilsynsområder til tider falder lidt uden for radaren, mens andre tilsynsområder er i fokus. Hvis forskellige myndigheder er ansvarlige for forskellige bolde, sikrer man kontinuerlig opmærksomhed på hver af boldene.

I det konkrete forslag foreslås robusthedstilsyn med SIFI kreditinstitutioner placeret i Nationalbanken. Forslaget lægger op til overvejelse, om man derudover skal placere robusthedstilsyn for andre finansielle institutioner i Nationalbanken. Der er således to poler. I den ene ende af skalaen bliver robusthedstilsyn med SIFIER varetaget af Nationalbanken, i den anden bliver robusthedstilsyn med alle finansielle aktører (herunder robusthedstilsyn af finansielle markeder) varetaget af Nationalbanken. Den sidste version er Twin Peaks modellen. Imellem Twin Peaks modellen og Nationalbankens varetagelse af tilsyn med SIFI kreditinstitutioner ligger således modeller, hvor tilsyn med alle kreditinstitutioner varetages af Nationalbanken, hvor der skelnes mellem SIFI og ikke-SIFI pensionskasser (og tilsyn med SIFI pensionskasser varetages af Nationalbanken – se nedenfor) og så videre. Nærmere analyser må afgrænse de præcise snitflader. Overordnet kan man sige, at jo stærkere fokus der ønskes på adfærd, jo mere robusthedstilsyn bør varetages af Nationalbanken. Varetages alt robusthedstilsyn af Nationalbanken, styrkes Finanstilsynets mulighed for at koncentrere sig om adfærdstilsynet maksimalt (Twin Peaks). I efteråret foreslog jeg direkte overgang til Twin Peaks modellen. I denne artikel modereres dette forslag en smule, da jeg foreslår, at man som minimum lader Nationalbanken varetage robusthedstilsyn med SIFI kreditinstitutioner, men at man samtidig overvejer, om man vil gå længere mod en Twin Peaks model.

Ville det ligefrem have hjulpet i hvidvaskensagen, hvis tilsynet

med robustheden havde været varetaget af Nationalbanken? At det kunne have forhindret hvidvaskskandalen, vil nok være en lige lovlig frisk konklusion. Men havde en myndighed været eksplicit ansvarlig for tilsynet med adfærd i den finansielle sektor, havde der nok alt andet lige været mere fokus herpå. I perioden efter finanskrisen – dvs. perioden hvor hvidvaskens skete – var tilsynsfokus i Danmark på at genoprette solvensen og likviditeten i pengeinstitutsektoren. Der er meget godt at sige om de øgede krav til robusthed i kreditsektoren, men det markante fokus på genopretningen af kreditsektoren kan have medført, at der ikke har været tilstrækkelig fokus på adfærd. Ved at gøre adfærdstilsyn til et eksplicit fokusområde, styrkes tilsynet hermed.

Potentielle ulemper

Man må imødesee, at Nationalbankens beslutninger vil få større politisk bevågenhed, hvis det har ansvaret for tilsynet med SIFIER. Om dette er skidt eller godt, kan man have forskellige holdninger til. Generelt er der dog som nævnt en risiko for, at en centralbanks tilsyn med SIFIER kan påvirke udførelsen af pengepolitikken. I det lys er det betryggende, at pengepolitikken i Danmark er nem og transparent: Hold valutakursen fast. Det vil således i Danmark være mindre problematisk at opretholde pengepolitikken i forhold til andre lande, hvor transmissionsmekanismen mellem de pengepolitiske instrumenter og mål er mere kompliceret.

Hvis robusthedstilsyn med SIFIER placeres i Nationalbanken og tilsyn med ikke-SIFIER i Finanstilsynet, skal man være opmærksom på, at der ikke sker en for forskellig behandling af institutioner under tilsyn af Finanstilsynet hhv. Nationalbanken. Proportionalitetsprincippet må ikke ændres ift. situationen i dag.

Endelig er der en ressourcendimension af forslaget. Som tidligere nævnt foregår der allerede i dag et arbejde i Nationalbanken med at overvåge den finansielle sektor. Om forslaget vil øge eller sænke de samlede omkostninger forbundet med varetagelse af det finansielle tilsyn i Danmark, er derfor ikke entydigt. Dette skal naturligvis beregnes, hvis forslaget skal konkretiseres.

Andre forhold af betydning

En central bemærkning til forslaget er, at hvis Danmark beslutter sig for at deltage i bankunionen, vil forslaget i store træk blive gennemført uanset hvad. Ved deltagelse i bankunionen vil ansvar for tilsyn med SIFIERs robusthed overgå til Den Fælles Tilsynsmyndighed i bankunionen. Denne er underlagt Den Europæiske Centralbank. Med andre ord vil robusthedstilsyn med SIFIER overgå til centralbanken ved deltagelse i bankunionen. Det er præcist, hvad jeg foreslår. Mit forslag er dog baseret på det faktum, at Danmark i dag ikke er medlem af bankunionen. Og så længe Danmark ikke er medlem af bankunionen, er den relevante centralbank Nationalbanken. Derfor formuleringen af forslaget, som det ligger. Dette medfører også, at et argument om, at et Enhedstilsyn bedre kan løse opgaven med at føre tilsyn med SIFIER i Danmark, end hvis Nationalbanken varetager dette tilsyn, implicit er et argument om, at tilsynet med SIFIER bliver forværret, hvis Danmark går med i bankunionen. Omvendt kan forslaget om at lade Nationalbanken føre tilsyn med SIFIER ikke ses som et argument for (eller imod) bankunionen. Uanset om vi går med i bankunionen eller ej, er min vurdering, at tilsynet med