



DEN EUROPÆISKE CENTRALBANK

CENTRALBANKERNES TILSYNSROLLE

Indledning

I ti af euroområdet tolv lande har de nationale centralbanker (NCBer) enten det direkte tilsynsmæssige ansvar eller spiller en meget stor tilsynsmæssig rolle. *Dette dokument vil argumentere for, at de nationale centralbanker i euroområdet fortsat skal have en grundlæggende tilsynsrolle.* Der gives først en oversigt over den debat, der føres i nogle af landene i euroområdet (afsnit 1), derefter gennemgås de argumenter, der normalt fremføres for og imod adskillelse af centralbankvirksomhed og tilsyn (afsnit 2), og endelig gennemgås argumenterne ud fra Eurosystemets synsvinkel (afsnit 3).

1. Debatten i euroområdet

Som følge af de ændringer, der er blevet foretaget i Det Forenede Kongerige, er der i flere lande i euroområdet blevet fremsat forslag om oprettelse af et enhedstilsyn med ansvar for alle finansielle virksomheder og markeder. I nogle lande er der for nylig sket en tilpasning af den institutionelle struktur. I andre lande er debatten stadig i gang.

I **Luxembourg** oprettede man i 1998 *Commission de Surveillance du Secteur Financier*, som fik ansvaret for tilsynet med alle finansielle virksomheder og markeder undtaget forsikringsbranchen. Der eksisterer hverken institutionelle forbindelser eller formelle bilaterale samarbejdsordninger med Banque centrale du Luxembourg.

I **Nederlandene** blev de finansielle konglomeraters voksende betydning og udviklingen af hybride finansielle produkter set som en udfordring for et sektoropdelt tilsynssystem bestående af tre myndigheder, der henholdsvis var ansvarlig for tilsynet med banker (De Nederlandsche Bank), børsrådgiverfirmaer og forsikringsselskaber. I juli 1999 blev *Raad van Financiële Toezichthouders* (rådet af finansielle tilsynsmyndigheder) oprettet, som består af de tre ovennævnte myndigheder. Rådet er ikke et separat tilsynsorgan, men det giver mulighed for øget samarbejde om udformningen af politikker vedrørende vigtige aspekter i forbindelse med tilsyn på tværs af sektorerne, såsom spørgsmål vedrørende tilsynet med finansielle konglomerater, offentliggørelse af oplysninger til forbrugerne og integritet, fx kravet om egnethed og hæderlighed ("fit-and-proper"-kravet). I rådet samarbejder de tre sektors myndigheder om at udstede regler eller rådgive ministeren om spørgsmål, der går på tværs af sektorerne. Hvis en ny udvikling inden for finanssektoren kræver handling på tværs af sektorerne, behandler rådet også disse spørgsmål.

I **Portugal** oprettede man i september 2000 *Conselho Nacional de Supervisão Financeira* (CNSF, det nationale finansielle tilsynsråd). Årsagen hertil var først og fremmest de finansielle konglomeraters voksende betydning og det deraf stigende behov for at nå frem til ensartede regelsæt og en ensartet praksis. CNSFs retlige ramme medfører ikke nogen ændring af den kompetence, som de enkelte sektors tilsynsmyndigheder har – dvs. Banco de Portugal, det portugisiske børstilsyn og tilsynsmyndigheden for den portugisiske forsikringsbranche. Formålet med CNSF er at åbne mulighed for en mere regelmæssig informationsudveksling og et udbygget samarbejdet mellem de forskellige sektors tilsynsmyndigheder. CNSF har endvidere til opgave at udvikle regulering og praksis i forbindelse med finansielle konglomerater, udarbejde udkast til regulering af områder, der går på tværs af sektorerne og stille forslag om oprettelse af samarbejds mekanismer med udenlandske lovgivere og organisationer. Centralbankchefen for Banco de Portugal er formand for CNSF på grund af Banco de Portugals rolle i opretholdelsen af det finansielle systems stabilitet.

I **Tyskland** er debatten om tilsynsstrukturer taget til på det seneste. Finansministeren har bekendtgjort, at han ønsker en reform, der indebærer, at der på forbundsplan oprettes et enhedstilsyn for bank-, værdipapir- og forsikringssektoren. Selv om planen er ledsaget af et krav om omfattende samarbejde mellem den nye fælles myndighed og Deutsche Bundesbank, er det stadig uklart, om Deutsche Bundesbanks tilsynsrolle bliver påvirket. Deutsche Bundesbank har argumenteret for en udvidelse af sin tilsynsmæssige rolle og har endvidere opfordret til en fuldstændig integration af banktilsynet i NCBen. En sådan integration ville dog nødvendiggøre en mere effektiv og strømlinet organisatorisk og beslutningsmæssig struktur i Deutsche Bundesbank.

I **Belgien** er der for nylig taget et skridt i den modsatte retning. Her har finansministeren nemlig stillet forslag om at integrere Commission Bancaire et Financière/Commissie Voor Bank- en Financiewesen (CBF) i den belgiske centralbank, hvorved den nationale centralbanks tilsynsrolle styrkes. Ifølge forslaget skal CBF forblive en separat juridisk enhed, men de to besluttende organer kommer delvis til at overlappe hinanden, og der vil ske en sammenlægning af såvel menneskelige som øvrige resurser (dette gælder navnlig forskning, internationale aktiviteter og makro-prudentiel analyse). Den institutionelle nærhed vil føre til en situation, der ligner den franske model, bortset fra at centralbankchefen ikke bliver formand for CBF.

I **Irland** offentliggjorde "Implementation Advisory Group on the establishment of a Single Regulatory Authority" i 1999 en rapport, der anbefalede at indføre en ordning, der ligner den, der gælder i Det Forenede Kongerige. Ifølge rapporten skulle der oprettes en ny myndighed med ansvar for hele finanssektoren, mens Bank of Ireland skulle fratages alle sine direkte tilsynsopgaver. Efter en langvarig debat besluttede den irske regering for nylig at oprette et enhedstilsyn inden for rammerne af en omstruktureret Bank of Ireland, hvis mandat vil omfatte både tilsyn og forbrugerbeskyttelsesspørgsmål. Lovgivningen, der skal lade beslutningen træde i kraft, er under udarbejdelse.

I **Finland** er der stillet forslag om oprettelse af et enhedstilsyn med ansvar for tilsynet med alle finansielle institutioner og markeder. Et ad hoc-udvalg har fået til opgave at foretage en mere dybtgående analyse og forventes at fremlægge sine resultater for regeringen til efteråret.

I **Østrig** informerede finansministeren i januar 2001 regeringen om sine planer om at oprette en ny tilsynsmyndighed, som bliver uafhængig af centralbanken, og som får ansvaret for tilsynet med alle finansielle institutioner. Et forslag forventes fremsat i parlamentet i midten af april 2001. Der synes ikke at være politisk enighed om den nye myndigheds institutionelle udformning og især om centralbankens involvering heri.

2. Centralbankvirksomhed og tilsyn - en oversigt over de væsentligste emner

Tilsynsvirksomhed omfatter en række opgaver, der kan inddeles i tre kategorier: (i) *investorbeskyttelse*, der fortrinsvis drejer sig om udstedelse og håndhævelse af bestemmelser for forretningsgang og offentliggørelse af oplysninger, (ii) *tilsyn med de enkelte finansielle virksomheder (mikroplan)*, herunder også alle former for ”on-site”- og ”off-site”-overvågning af den enkelte virksomheds sikkerhed og sundhed, som især skal beskytte mindre indskydere, og (iii) *overvågning af systemiske risici (makroplan)*, som omfatter alle de aktiviteter, der har til formål at overvåge og vurdere de systemiske risici, identificere mulige trusler mod den finansielle stabilitet, der skyldes den makroøkonomiske udvikling og udviklingen på finansmarkedet, samt fra markedsstrukturerne. Mens alle centralbanker til en vis grad udfører opgaverne under punkt (iii), hører investorbeskyttelsesaktiviteterne, navnlig på værdipapirmarkederne, kun meget sjældent til deres ansvarsområde. Når det gælder de separate tilsynsmyndigheder, gør det modsatte sig normalt gældende, dvs. at der lægges stor vægt på investorbeskyttelse og tilsvarende mindre vægt på overvågningen af systemiske risici. Det kritiske spørgsmål i diskussionen om de mest effektive institutionelle rammer er tilsynet med de enkelte finansielle virksomheder, som de fleste centralbanker er tilbøjelige til at opfatte som nært forbundet med systemiske risici, og som efter de separate tilsynsmyndigheders opfattelse har til formål at beskytte indskydere og investorer.

2.1 Argumenter for at kombinere centralbankvirksomhed og tilsyn

Argumenterne for at kombinere centralbankvirksomhed og tilsyn kan inddeles i følgende tre overordnede kategorier: (1) *synergi på informationsområdet mellem tilsynsvirksomheden og centralbankernes centrale opgaver*, (2) *fokus på systemisk risiko* og (3) *uafhængighed og teknisk ekspertise*.

Argumentet om **synergi på informationsområdet** betoner den betydning, som fortrolig information, der indsamles i forbindelse med tilsynet, kan have i overvågningen af betalingssystemer og i ”tests” af sikkerheden af andre markedsstrukturer, der er af afgørende betydning for en smidig gennemførelse af pengepolitikken. Centralbankernes adgang til tilsynsinformation, især om virksomheder, der har systemisk relevans, er også meget vigtig for overvågningen af systemiske risici. Analyser af situationen i USA giver en vis empirisk støtte til den opfattelse, at information fra tilsynet med de enkelte finansielle

virksomheder gør det muligt at foretage et mere nøjagtigt skøn over den økonomiske aktivitet og inflationspresset, hvilket bidrager til at fastlægge den rette pengepolitik. I tilfælde af en krise på de finansielle markeder kan det endvidere ikke undgås, at centralbanken bliver involveret. For at begrænse muligheden for ”moral hazard” er det af afgørende betydning, at resultatet af tilsynet kan anvendes, når det skal vurderes om en illikvid bank, der anmoder om likviditetsstøtte, er solvent. Det kan selvfølgelig indvendes, at de relevante oplysninger kunne indhentes fra den separate tilsynsmyndighed. I så fald er det dog muligt, navnlig i tilfælde af stort tidspres, at de relevante oplysninger ikke er umiddelbart tilgængelige eller umiddelbart anvendelige.

Synergien på informationsområdet virker også modsat, idet de oplysninger, centralbankerne får om udviklingen på pengemarkedet og det finansielle marked samt oplysninger fra betalingssystemer og pengepolitiske operationer er yderst værdifulde for udførelsen af tilsynsopgaverne. Det er fx blevet fremhævet af det amerikanske centralbanksystem, at centralbanken på grund af sin rolle som aktiv markedsdeltager har et naturligt samspil med private finansielle institutioner, hvilket er en vigtig informationskilde. Kontakten til større markedsførende virksomheder er nyttig, når der rettidigt skal udarbejdes relevant information om vigtige tendenser og vurderinger inden for det finansielle system, som fx om udviklingen i markedslikviditet og en eventuel usikkerhed hos markedsdeltagerne. Disse oplysninger supplerer de oplysninger, der indsamles i forbindelse med tilsynsvirksomheden. Markedsdeltagerne kan desuden være mere villige til at tale med centralbanken i denne sammenhæng, idet kontakten foregår uden for de formelle tilsynsmæssige undersøgelser.

Argumentet om **systemisk risiko** er knyttet til det nære forhold mellem tilsynsmæssig kontrol af de enkelte virksomheder og risikovurderingen af det finansielle system under ét. Selv i de lande, der har adskilt tilsyn og centralbankvirksomhed, som fx Det Forenede Kongerige, Japan og Canada, anses centralbanken for at have det fulde ansvar for systemisk stabilitet. Centralbankernes fokus på systemisk stabilitet giver dem ikke blot en bedre mulighed for at vurdere sandsynligheden for og den mulige effekt af makroøkonomiske stød og forstyrrende faktorer på de indenlandske og internationale kapitalmarkeder, men også betydningen af fælles faktorer for stabiliteten i grupper af virksomheder. Der er på den anden side større sandsynlighed for, at en separat tilsynsmyndighed med et ansvarsområde, der i højere grad fokuserer på investorbeskyttelse, koncentrerer sin opmærksomhed om forholdet mellem de enkelte virksomheder og deres kunder (ifølge *Financial Services Authority* i Det Forenede Kongerige optager disse aktiviteter ca. 70 pct. af de ansattes arbejdstid). Fordi centralbankerne i deres analyse lægger vægt på de systemiske aspekter, vil de måske være mindre tilbøjelige til at tillade en konkurs af enkelte finansielle virksomheder, hvis der ikke er risiko for en dominoeffekt. Herved begrænses muligheden for ”moral hazard”. Der kan derimod let opstå konflikter, når tilsynet med de enkelte finansielle virksomheder udøves samtidig med investorbeskyttelsesaktiviteterne. Tilsynsmyndigheden kunne fx være fristet til at se bort fra sin rolle i overvågningen af de oplysningers nøjagtighed, der opgives af børsnoterede selskaber, i tilfælde hvor dette ville afsløre en kriseramt virksomheds virkelige situation, i håb om at vinde tid til at håndtere krisen.

Argumentet om **uafhængighed og ekspertise** fremhæver kvaliteten af det bidrag, som centralbankerne kan yde til finansiel stabilitet. For at opnå et effektivt tilsyn er det vigtigt, at tilsynsmyndigheden er uafhængig af politisk indblanding. Det gælder navnlig i nogle af de nye vækstlande, hvor lån ydet efter formelt eller uformelt pres fra de statslige myndigheder, de såkaldte ”policy loans”, stadig er en realitet. Mere generelt kan love og regler komme på tværs af finansielle virksomheders valg af forretninger. I tilfælde hvor virksomhederne får problemer, fordi de har stået over for uhensigtsmæssige incitamenter, kan der opstå et stort pres for at hjælpe dem ud af krisesituationen. Centralbankens uafhængighed kan måske beskytte mod utidig ekstern indblanding samt mindske risikoen for, at de enheder, der er omfattet af tilsyn, får en negativ indflydelse på reguleringsprocessen. Selv om empiriske undersøgelser på området skal tolkes med en vis forsigtighed, tyder det til en vis grad på, at kriser snarere løses ved anvendelse af private midler, når centralbanken er ansvarlig for tilsynet. Behovet for at give tilsynsmyndighederne den nødvendige operationelle uafhængighed understreges også i de centrale principper for effektivt tilsyn med banker, som Banktilsynskomiteen i Basel har udgivet. Uafhængighed bør naturligvis hverken tolkes som en mangel på ansvarlighed eller udelukke regeringernes rolle i en krisesituation, hvor skatteyderes penge er involverede. Et andet argument for at kombinere centralbankvirksomhed og tilsyn er, at den forskning og analyse af banksystemet og det finansielle system, som centralbankerne står for, generelt anses for at være fremragende. De har i tidens løb oparbejdet en meget stor viden om det indenlandske finansielle systems struktur og funktionalitet, som jævnligt ajourføres gennem deres aktive tilstedeværelse på de finansielle markeder.

2.2 Argumenter for adskillelse af centralbankvirksomhed og tilsyn

De tre argumenter, der oftest fremføres for at give en myndighed uden for centralbanken omfattende beføjelser på tilsynsområdet, er følgende: (1) **muligheden for interessekonflikter mellem tilsyn og pengepolitik samt ”moral hazard”**, (2) **tendensen i retning af dannelsen af finansielle konglomerater og en uklar opdeling mellem finansielle produkter og virksomheder** og (3) **behovet for at undgå en overdreven magtkoncentration i centralbanken**.

Interessekonfliktargumentet bygger på, at hensynet til banksystemets svaghed måske vil kunne få centralbanken til at føre en mindre stram pengepolitik, end det er nødvendigt, for at fastholde prisstabilitet. Det grundlæggende argument er, at centralbanken ved at fastholde prisstabilitet automatisk fremmer finansiel stabilitet, og at den udelukkende bør koncentrere sig om målsætningen om prisstabilitet. Herved tager centralbanken kun højde for finansiel ustabilitet, hvis det er relevant for inflationsudsigterne. Argumentet i sin mest rendyrkede form indebærer, at enhver form for eksplicit hensyntagen til finansiel ustabilitet fra centralbankens side blot vil destabilisere økonomien på grund af ”moral hazard”. For at understøtte dette afgrænsede mandat til inflationsbekæmpelse bør centralbanken hverken være eneansvarlig eller delvis ansvarlig for tilsynsvirksomhed. Man kan imidlertid diskutere konfliktens empiriske relevans, idet en udpræget svaghed blandt banker og deres modparter normalt vil opstå i en situation med nedadgående risici for prisstabiliteten, således at konflikten er mere hypotetisk

end reel. Hvis der er en konflikt mellem to politiske opgaver, er det ikke sandsynligt, at den forsvinder, bare fordi de tilknyttes to forskellige myndigheder. Der eksisterer nemlig allerede komplekse koordinerende strukturer, der i sådanne tilfælde samler centralbanken, tilsynsmyndigheden og finansministeren, hvilket måske kunne gøre koordineringen af de to målsætninger endnu mere besværlig. Tilsynsvirksomhed kan også føre til en anden form for konflikt - her tænkes især på en uheldig krisehåndtering - som kunne vise sig yderst skadelig for centralbankernes *omdømme*, og som kunne føre til, at deres troværdighed som monetær myndighed også lider skade.

Det beslægtede ”**moral hazard**”-argument for en adskillelse af centralbankvirksomhed og tilsyn er knyttet til den rolle centralbankerne har i krisehåndteringen, og som stammer fra deres tilsynsforpligtelser. Denne rolle hævdes at skabe et ”moral hazard”-problem (hvor de enheder, der føres tilsyn med, anspores til at løbe en overdreven risiko), idet centralbanken ville komme bankerne til undsætning med likviditetsstøtte (eller ved en favorabel rentefastsættelse) og muligvis også ville forsøge at dække over en mangel i egen tilsynsvirksomhed. Argumentationen svækkes, hvis man erkender, at der fortrinsvis ydes likviditetsstøtte mod tilstrækkelig sikkerhed og til en passende rente (evt. strafrente). Desuden er der en potentielt vigtigere årsag til ”moral hazard” i forbindelse med den måde, hvorpå foranstaltningerne i forbindelse med opløsning og likvidation gennemføres, som normalt ikke hører under centralbankernes ansvarsområde. Ikke desto mindre bliver betydningen af ”moral hazard” somme tider overdrevet, idet fx ledende medarbejdere og indehavere af kapitalandele i institutioner, der misligholder deres forpligtelser, kan idømmes en straf.

Argumentet om **de finansielle konglomerater** er ofte blevet brugt i den senere tids debat. Det bygger på den gradvise tættere sammenknytning af banker, børsrådgivningsvirksomheder, formueforvaltere og forsikringsselskaber, der har kunnet iagttages på det seneste, samtidig med at den traditionelle skelnen mellem forskellige finansielle produkter er ved at blive udvisket, således at forskellige typer af virksomheder reelt konkurrerer på de samme markeder. I en sådan situation kan sektoropdelte tilsynsmyndigheder måske vise sig at være mindre effektive til at overvåge den samlede risikoeksponering i store og komplekse finanskoncerner, og forskellige bestemmelser og forskellig praksis i de enkelte sektorer kunne måske virke konkurrenceforvridende. Værktøjer til samordning af tilsynsmyndighederne for de forskellige sektorer, som fx udvalg, aftalememoranda og deltagelse af repræsentanter for de andre sektorer i myndighedernes ledelse, kan måske til dels løse problemet og har vist sig at være en god ide i mange lande. Argumentet er dog ofte forbundet med målsætningen om at nå frem til mere effektive tilsynsstrukturer og en begrænsning af den byrde, som lovgivningen pålægger virksomhederne. Finanskoncerner med mange forretningsområder ville undgå at skulle indberette og betale til forskellige tilsynsmyndigheder, hvorved omkostningerne i forbindelse med opfyldelsen af lovgivningens krav (og måske i forbindelse med lobbyaktiviteter) ville reduceres, og risikoen for modstridende tilsynsresultater minimeres. Det kan derfor ikke undre, at finanssektoren ofte støtter reformer, der fører til oprettelsen af en enkelt tilsynsmyndighed. Hvis tilsynet med hele finanssektoren skal udføres af en enkelt myndighed, er centralbanken ikke den mest oplagte kandidat. Centralbanker

deltager traditionelt i banktilsynet, fx overvågningen af modparter, der indgår som en vigtig komponent i den pengepolitiske transmissionsmekanisme. Deres "naturlige jurisdiktion" omfatter dog sjældent børsrådgiverfirmaer og næsten aldrig forsikringselskaber.

Argumentet om **magtkoncentration** er tæt forbundet med førnævnte argumenter. Hvis en uafhængig centralbank tildeles regulerings- og tilsynsopgaver, kunne det måske, især hvis det drejer sig om opgaver, der omfatter hele den finansielle sektor, opfattes som skadelig for den magtdeling ("checks and balances"-systemet), som de fleste demokratier bygger på for at forhindre et eventuelt magtmisbrug i forbindelse med udførelsen af offentlige hverv.

2.3 Samlet vurdering

Selv om der ikke eksisterer nogen anerkendt metode til at vurdere disse fordele og ulemper eller til at nå frem til ukontroversielle konklusioner, har erfaringerne vist, at den bekostelige proces, det er at forandre tilsynsstrukturen, normalt er blevet foretaget, når der har været tegn på, at den eksisterende struktur ikke fungerer efter hensigten. De erfaringer, der hidtil er høstet i euroområdet og USA, viser, at centralbankerne udfører deres tilsynsopgaver effektivt. Samtidig er erfaringerne med Det Forenede Kongeriges model for enhedstilsyn endnu ret begrænsede.

3. Eurosystemets synsvinkel

Hvis de institutionelle rammer, der er opstået som et resultat af indførelsen af euroen, tages i betragtning, **ændrer argumenternes vægt sig meget**. Argumenterne for at adskille tilsyn og centralbankvirksomhed bliver mindre indlysende, mens argumenterne for at kombinere tilsyn og centralbankvirksomhed bliver mere indlysende. Især synes en institutionel ramme, hvor Eurosystemets ansvar for pengepolitikken i euroområdet sammenkøbes med en omfattende tilsynsvirksomhed fra NCBERnes side på de indenlandske markeder og med et styrket multilateralt samarbejde inden for euroområdet at være den rette ramme til at klare de ændringer, som indførelsen af euroen vil medføre.

Det systemiske fokus bliver stadig mere relevant. Den Økonomiske og Monetære Union (ØMU) har ændret de systemiske risici karakter og omfang. Sammenlægningen af infrastrukturer til store pengeoverførsler og omstruktureringen af interbankaktiviteterne har allerede ændret de traditionelle kanaler for spredning af en krise via pengemarkedet. Omstruktureringen af større bank- og finanskoncerner og deres voksende involvering i et stadig mere integreret europæisk værdipapirmarked øger også sandsynligheden for, at forstyrrelser, der stammer fra eller kanaliseres gennem kapitalmarkederne, får indflydelse uden for de nationale grænser. NCBERne kan drage fordel af deres traditionelle fokus på systemisk risiko og især af den viden om udviklingen på penge- og værdipapirmarkeder samt udviklingen i markedsstrukturen i hele euroområdet, som de har fået, fordi de indgår i Eurosystemet. Dette giver NCBERne en fordel, når det gælder overvågningen af de risici, som de enkelte institutioner løber, og navnlig korrelationerne mellem disse institutioners risikoprofiler. NCBERnes sammensatte karakter – de er på samme tid en del af en EU-organisation og en national institution – kan vise sig at være en fordel ved udøvelsen af opgaver af grænseoverskridende karakter, eller som berører hele

euroområdet, i forbindelse med opgaver af national karakter. Nationale tilsynsmyndigheder uden tilknytning til centralbanken har udelukkende et indenlandsk mandat og har generelt meget nære formelle eller uformelle forbindelser til finans- eller økonomiministeriet. I tilfælde af problemer vil de være tilbøjelige til at tillægge den grænseoverskridende effekt mindre betydning og primært prøve at koordinere deres indsats med den nationale regering. NCBERne, der også har et EU-mandat, vil være mere tilbøjelige til at sammenkoble det nødvendige samarbejde med de nationale myndigheder med et netværk af kontakter inden for Eurosystemet, hvorved der opnås en mere koordineret bekæmpelse af systemiske forstyrrelser med grænseoverskridende afsmittning.

Interessekonflikter og magtkoncentration er ikke et vægtigt hensyn. Indførelsen af euroen har medført en institutionel adskillelse af den pengepolitiske jurisdiktion (euroområdet) og den tilsynsmæssige jurisdiktion (indenlandske institutioner og markeder). Derfor kan NCBERne ikke længere selvstændigt kontrollere pengeskabelsen. Et omfattende engagement på tilsynsområdet ville derfor ikke være i nævneværdig konflikt med de pengepolitiske opgaver, idet de relevante besluttende organer for de to opgaveområder ikke længere er sammenfaldende. Da de pengepolitiske beslutninger ikke træffes af NCBERne, men af Eurosystemet, kan betænkelighederne vedrørende en for stor magtkoncentration afvises med den samme argumentation. I visse lande er de nationale centralbankers særlige institutionelle karakter - på samme tid uafhængige enheder og dele af Eurosystemet - imidlertid blevet opfattet som et problem i forhold til deres ansvar over for nationale organer. Men der er ingen grund til, at NCBERne i deres tilsynsvirksomhed ikke skal stå fuldt og åbent til ansvar over for de relevante nationale myndigheder, herunder navnlig parlamentet.

Der er behov for en reformulering af argumenterne om de finansielle konglomerater. Tendensen i retning af dannelsen af konglomerater og konkurrence på tværs af sektorerne er helt sikkert det mest tungtvejende argument for en enkelt tilsynsmyndighed. Hvis dette punkt behandles på den rette måde, er der også i denne forbindelse aspekter, der peger i retning af, at NCBERne bør have en grundlæggende rolle i tilsynet.

For det første bevirker tendensen i retning af dannelsen af konglomerater, at overvågningen af store og komplekse multinationale institutioner bliver mere kompleks. Det skaber i sig selv betænkeligheder inden for centralbankernes ansvarsområde, idet der er sandsynlighed for, at store og komplekse finanskoncerner skaber systemiske risici. I modsætning til en national centralbank vil en separat tilsynsmyndighed sandsynligvis ikke være i stand til hurtigt og effektivt at vurdere muligheden for en systemisk krise, idet den primære fokus på den enkelte virksomhed (mikroaspekterne) ikke tillader en evaluering af konsekvenserne for betalings- og afviklingssystemer eller, som det var tilfældet i LTCM-sagen (Long-Term Capital Management fund), den virkning, som afviklingen af positioner kunne få på priserne på aktiver og efterfølgende på andre finansielle institutioners sundhed. Det er ikke uden grund, at den lovgivning om finansielle holdingselskaber, der for nylig blev vedtaget i USA, nu lader disse selskaber indgå direkte under det amerikanske centralbanksystems ansvarsområde. Når opmærksomheden rettes

mod systemiske betænkeligheder på den rigtige måde, står det klart, at euroområdetets synsvinkel bliver så meget desto mere relevant, idet disse store og komplekse finanskoncerner meget vel vil kunne påvirke såvel penge- og kapitalmarkeder som betalings- og afviklingssystemer langt ud over de indenlandske grænser. Derfor kan der argumenteres for en stærk involvering fra NCBERnes side i overvågningen af disse koncerner.

For det andet rejser de udviskede grænser mellem finansielle virksomheder spørgsmålet om lige konkurrencevilkår. Dette ofte stillede spørgsmål synes dog ikke særlig relevant i tilsynsdebatten. De nye kapitaldækningsregler, der vil blive offentliggjort af Baselkomiteen, skaber en ordning, der er mere følsom over for de risici, som de enkelte virksomheder løber. Princippet om, at virksomheder med forskellig risikoprofil ikke skal opfylde de samme tilsynsmæssige krav, vil i høj grad medvirke til at skabe lige konkurrencevilkår, hvis det også anvendes på andre finansielle virksomheder.

For det tredje rejser tendensen i retning af dannelsen af konglomerater også spørgsmålet om en ensartet beskyttelse af investorer, der modtager den samme form for tjenesteydelse fra forskellige former for institutioner eller fra institutioner, hvis komplekse karakter kan give anledning til interessekonflikter. Sådanne implikationer ligger helt klart uden for traditionel centralbankvirksomhed. I denne forbindelse er Euroområdetets synsvinkel dog også mindre relevant, idet EUs lovgivningsmæssige rammer fastsætter, at disse betænkeligheder i højere grad er relevante for "hjemlandet", i det mindste for så vidt angår de små investorer. Derfor kan der eventuelt om nødvendigt findes en institutionel løsning, der giver separate myndigheder ansvaret for investorbeskyttelse, samtidig med at NCBERne tildes en større tilsynsmæssig rolle. I lande, der traditionelt har haft en mindre klar opdeling mellem tilsynet med de enkelte finansielle virksomheder og investorbeskyttelse, kunne den nationale centralbank under alle omstændigheder gives et særligt mandat til at forfølge disse målsætninger.

Alle disse betragtninger taler for, at det *set ud fra Eurosystemets synsvinkel sandsynligvis vil vise sig at være gavnligt, hvis NCBERne fik omfattende tilsynsforpligtelser (dvs. tilsyn på både makro- og mikroplan)*. På denne måde kunne tilsynsmyndighedernes netværk inden for Eurosystemet udnyttes og føre til en forbedret overvågning af truslerne mod finansiell stabilitet i valutaområdet og en bedre koordinering med de centralbankfunktioner, der udføres på Eurosystem-niveau. NCBERnes engagement kunne måske også udvides til at omfatte mere end banksektoren, idet systemiske risici i stadig højere grad synes at være forbundet med oprettelsen af store koncerner, der arbejder på tværs af sektorerne. Hvis nogle af argumenterne for adskillelse af centralbankvirksomhed og tilsyn stadig anses for at have en vis relevans inden for de nationale institutionelle rammer, kunne andre løsninger end en egentlig tildeling af forpligtelser til NCBERne også vise sig at være ret effektiv, forudsat at NCBERne får en vidtrækkende operationel tilsynsrolle. I sådanne tilfælde kan det anbefales at forbinde NCBERne med andre myndigheder via fælles besluttende organer, foretage en sammenlægning af menneskelige og andre resurser samt indføre andre effektive samarbejds- og informationsudvekslingsordninger.