

## Regulering: Bankbestyrelsens eller samfundets byrde?

Birkmose, Hanne Søndergaard; Ohnemus, Lars

*Document Version*  
Final published version

*Published in:*  
Finans/Invest

*Publication date:*  
2023

*License*  
Unspecified

*Citation for published version (APA):*  
Birkmose, H. S., & Ohnemus, L. (2023). Regulering: Bankbestyrelsens eller samfundets byrde? *Finans/Invest*, (2), 25-32. <http://finansinvest.dk/product/regulering-bankbestyrelsens-eller-samfundets-byrde/>

[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](mailto:research.lib@cbs.dk)) providing details, and we will remove access to the work immediately and investigate your claim.

Download date: 24. Jan. 2025



# Regulering: Bankbestyrelsens eller samfundets byrde?

Artiklen belyser de oplevede konsekvenser af de regulatoriske tiltag for bestyrelsesarbejdet i pengeinstitutter med inddragelse af resultaterne af to større spørgeskemaundersøgelser gennemført i henholdsvis 2016 og 2022. Der er fokus i denne artikel på tre centrale områder: (1) at få en bedre forståelse af arbejdet i bestyrelseslokalerne i danske pengeinstitutter, (2) at få indsigt i de regulatoriske ændringer, der er foretaget siden 2008 i særdeleshed, og fra en juridisk synsvinkel belyse, hvad de strategiske konsekvenser er for bestyrelsesarbejdet, (3) at analysere indflydelsen af regulering på kunderelation og ikke mindst kreditgivning. Givet at det snart er 15 år siden, finanskrisen blev afsluttet, og man nu kan begynde en reel vurdering af de regulatoriske tiltag, der efterfølgende blev indført, vil der afslutningsvis blive opstillet en række anbefalinger vedrørende bestyrelsesarbejdet i finansielle virksomheder og fremtidig lovgivning inden for dette område.

## AF FORFATTERE



### Hanne Søndergaard Birkmose

Professor, Institutleder Juridisk Institut, SDU  
E-mail: hsb@sam.sdu.dk

Hanne Søndergaard Birkmose beskæftiger sig med selskabsret, corporate governance samt regulering af finansielle virksomheder.



### Lars Ohnemus

Centerleder, Center for Corporate Governance, CBS  
E-mail: lco.ccg@cbs.dk

Lars Ohnemus er direktør for Center for Corporate Governance (CCG) på CBS og fokuserer udover sit arbejde på CCG bl.a. på forskning indenfor den finansielle sektor og bestyrelsesarbejde. Han varetager ved siden af denne funktion en række nationale og internationale bestyrelsesposter.

**Note:** Forfatterne takker en anonym referee for kommentarer til en tidligere udgave af artiklen.

Der var en sjælden politisk konsensus om behovet for en strammere regulering af særligt pengeinstitutternes forhold efter finanskrisen. Den finansielle sektor oplevede derfor en flodbølge af nye lovgivningsmæssige initiativer, som var drevet af lovgivningsmæssige tiltag fra EU og nationalt, da man politisk set ikke ønskede, at en finanskrisen med tilsvarende konsekvenser skulle kunne forekomme igen.

På det tidspunkt var den skærpede regulering berettiget, og selv om der også i dag er behov for omfattende regulering af sektoren for at sikre en robust og ordentlig finansiell sektor (jf. Finanstilsynets Strategi 2025 og Legind, Berg og Mogensens, 2021), har regulering også en række afledte konsekvenser.

En overvejende andel af al ny finansiell lovgivning kommer i dag fra EU (jf. Finanstilsynets EU-lovsamling), som dermed sætter den overordnede strategiske retning for regulering af den danske finansielle sektor. Dermed bliver national lovgivning til særlovgivning, som ultimativt vil definere om den danske finansielle sektor er konkurrencedygtig inden for det indre marked.

Regulering er fra en samfundssynsvinkel ikke gratis og kommer med en meromkostning til alle aktører, da omkostningerne vil skulle dækkes blandt andet gennem gebyrer hos kunderne (borgere, erhvervslivet, det offentlige mv.). Der findes desvær-

re ikke systematiske danske opgørelser over de reelle omkostninger, men der er flere skøn, som indikerer, at 6-7% af alle omkostninger er compliance-relaterede (EU Kommissionen, 2019), mere end 10-12% af alle arbejdspladser i sektoren er compliance-relaterede (Finansforbundets estimat), og disse tal må forventes at stige yderligere, når EU i de kommende år vedtager yderligere regulering inden for bæredygtig finansiering (EU-Kommissionen, 2021).

Alene de ordinære omkostninger til Finanstilsynet er steget fra DKK 240,0 mio. i 2012 til DKK 405,6 mio. i 2021 (jf. Finanstilsynet, årsrapporter), og denne stigning er sket, selv om der de facto har været over en halvering i antallet af pengeinstitutter siden 2008.

Den omfattende regulering af sektoren påvirker pengeinstitutternes daglige drift, relationerne til kunderne, men også bestyrelsens dagsorden og overordnet set det personlige ansvar, som de enkelte bestyrelsesmedlemmer påtager sig. På grund af de omfattende regulatoriske forhold, den konkurrencemæssige situation og risikoen for store sagsanlæg henregnes bestyrelsesarbejde i den finansielle sektor til noget af det mest komplekse og risikofyldte, man kan påtage sig som bestyrelsesmedlem. Blandt andet derfor er der blevet rejst bekymring fra både akademiske kredse og sektoren selv om, hvorvidt man kan tiltrække de fornødne kompetencer i bestyrelserne. Tilsvarende har det været livligt debatteret, om branchen er udsat for et rekrutteringsmiljø, som lider under Rip-Rap-Rup-effekten, underforstået at alle ligner hinanden, og det kun er Tordenskjolds soldater, man kan tiltrække grundet de skærpede "fit & proper"-krav.

Man kan derfor undre sig over den begrænsede debat, der har været om, hvorvidt udviklingen bidrager til at understøtte bestyrelsen i dens arbejde, så den har det rette fokus og sikrer den fornødne tid i bestyrelseslokalet til de store strategiske udfordringer (digitaliseringen, ESG, nye risikomodeller, ændrede efterspørgselsmodeller, lave marginaler), som branchen står overfor i dag og i de kommende år. Eller om den øgede detailregulering resulterer i, at bestyrelserne bruger meget tid på at opfylde nogle tilsyneladende ikke værdiskabende formalia på bekostning af den fornødne tid til strategi og forretningsudvikling. Det kan konstateres, at afkastet i sektoren har været utilfredsstillende i en årrække (bl.a. Nielsen og Ohnemus, 2018), og konsolideringsbølgen fortsætter. Det vil derfor nu, set fra forfatterens synsvinkel, være et passende tidspunkt at analysere

og diskutere, om de mange ændringer af lovgivninger har virket efter hensigten og ikke mindst, om der er behov for tilpasninger, da det først er nu man kan begynde at vurdere, hvad den fulde effekt har været over de seneste 15 år.

Den første større undersøgelse, som satte fokus på denne udvikling, blev lavet i 2016 og fremlagt i Birkmose, Clausen og Ohnemus (2017). Se hertil Ramlau-Hansen og Bergs replik (2017). I nærværende artikel gennemgår vi udviklingen af de regulatoriske tiltag, der er gennemført, siden finanskrisen sluttede og frem til 2022. Ligeledes diskuteres de oplevede konsekvenser af disse tiltag med udgangspunkt i undersøgelse, og til sidst er der givet en række anbefalinger omkring fremtidig lovgivning inden for dette område.

## Udviklingen i reguleringen af den finansielle sektor og betydningen for bestyrelsens arbejde

Reguleringen af den finansielle sektor er karakteriseret ved, at der i perioden 2009-2014 blev gennemført en række lovændringer, som medførte betydelige stramninger af ledelsens pligter og understøttende governance-regler. Disse var dels resultatet af nationale tiltag, og dels fulgte de af en række centrale EU-lovændringer gennemført i perioden. Perioden herefter har været karakteriseret ved et fokus på det retslige opgør efter finanskrisen men færre betydelige lovændringer. I de følgende afsnit skitseres og kommenteres de væsentligste regelsæt, som særligt bestyrelsen i danske pengeinstitutter er underlagt. Relevant praksis fra Finanstilsynet er inddraget, hvor det er vurderet relevant.

Pengeinstitutter skal som udgangspunkt være organiseret som aktieselskaber, jf. lov om finansiel virksomhed (FIL) § 12, stk. 1, og de skal have en bestyrelse og en direktion, jf. stk. 2. Pengeinstitutterne er derfor underlagt selskabslovens (SL) almindelige regler, herunder kapitel 7 om kapital-selskabets ledelse mv. På en række punkter fraviges – eller suppleres – selskabslovens regler dog til fordel for specialregler i lov om finansiel virksomhed – særligt kapitel 8 om ledelse og indretning af virksomheden (bl.a. Lyng Andersen og Schaumburg-Müller, 2010, og Camphausen, 2011). Mens udviklingen af selskabsloven i stigende grad har været præget af fleksibilitet for så vidt angår ledelsen (Betænkning 1498, 2008), er det modsatte tilfældet i de finansielle virksomheder. Her stilles der i stigende grad detaljerede krav til ledelsen. Den øgede regulering siden 2009 omfatter for det første krav til ledelsens organisering og pligter og for det andet øgede krav til bestyrelsens kompetencer og sammensætning.<sup>1</sup> Endelig er der også sket ændringer i Finanstilsynets tilsynsvirksomhed, som kan have betydning for bestyrelsernes arbejde.

### Krav til pengeinstitutternes styring og indretning

Ved L 579/2010 blev blandt andet kravene til styring og indretning af finansielle virksomheder præciseret. På det tidspunkt var de værste dønninger efter finanskrisen ved at lægge sig, men de forudgående års finansielle turbulens satte i høj grad præg på ændringerne. Særligt tre forhold synes at have været

gældende for de ændringer, der blev gennemført. For det første viste krisen, i hvor høj grad de finansielle virksomheder er indbyrdes forbundne og dermed den betydning, den finansielle sektors velbefindende har for samfundsøkonomien generelt. For det andet var der en stigende mistillid til, at markedskræfterne og -aktørerne kunne udøve en tilstrækkelig egenkontrol med virksomhedernes ledelse, hvorfor tilgangen til regulering blev delvist skærpet. Endelig stillede en række undersøgelser spørgsmålet ved, hvorvidt bestyrelserne i pengeinstitutterne havde ført det fornødne tilsyn med direktionens arbejde, jf. Rangvid-rapporten (2013).

På denne baggrund var det derfor ikke overraskende, at de centrale bestemmelser i FIL omhandlende de finansielle virksomheders styring og indretning i §§ 70 og 71 blev skærpet. Gennemgående for § 70 er fokus på håndteringen af risici, sådan at fastlæggelsen af virksomhedens forretningsmæssige aktiviteter og de hertil knyttede risici i væsentligt omfang bliver styrende for bestyrelsens pligter. Ved siden af skærperne af § 70, stk. 1-4, fik Finanstilsynet hjemmel til at udstede nærmere regler om de forpligtelser, der påhviler bestyrelsen. Det har udmøntet sig i en række branchespecifikke bekendtgørelser om ledelse og styring, herunder bekendtgørelse om ledelse og styring af pengeinstitutter m.fl. (bkg. nr. 1103 af 30/06/2022, ledelsesbekendtgørelsen).

FIL § 71 fastsætter regler for *virksomhedens organisation og indretning*. Med L 579/2010 skete der kun mindre ændringer i udformningen af § 71. Som det væsentligste blev en række af de hidtidige vejledninger udstedt af Finanstilsynet erstattet af ledelsesbekendtgørelsen. Kravene til bestyrelsens pligter blev herved lovhjemlet, men det ses ikke, at der skete en indholdsmæssig skærpelse af bestyrelsens pligter. Efterfølgende er der indført krav om, at et pengeinstitut som led i sin virksomhedsstyring, jf. § 71, stk. 1, skal identificere instituttets nøglepersoner, jf. § 64 c, som blev indsat ved L 552/2019.

FIL § 71 blev ændret igen ved L 268/2014, hvor et nyt stk. 1, nr. 10 (nu nr. 9) blev indsat. Herefter skal en finansiel virksomhed have de personalemæssige og økonomiske ressourcer, der er nødvendige for at sikre tilstrækkelige muligheder for introduktions- og efteruddannelseskurser til medlemmer af bestyrelsen og direktionen. Bestemmelsen har til formål at understøtte bestyrelsens arbejde med at sikre, at bestyrelsens medlemmer samlet set opfylder bestyrelsens kollektive kompetencekrav, som nu findes i § 64 e (se nærmere nedenfor).

FIL § 65 blev også ændret ved L 579/2010. Bestemmelsen fik et nyt stk. 2, hvorefter Finanstilsynet kan fastsætte regler om *forretningsordenens indhold*. Denne hjemmel er også udmøntet ved ledelsesbekendtgørelsen.

### Krav til bestyrelsens egnethed og hæderlighed

L 579/2010 medførte også skærpede krav til bestyrelsen i form af bestemmelser om *bestyrelsesmedlemmernes egnethed og hæderlighed* ("fit and proper") i FIL § 64. Bestemmelsen er efterfølgende ændret flere gange. Reglerne skal sikre, at bestyrelsesmedlemmerne er egnede til at varetage deres stilling, ligesom de skal sikre, at der er tale om hæderlige personer, som ikke med deres adfærd har givet grund til at antage, at de pågældende ikke vil varetage deres hverv eller stilling på betryggende vis. Ifølge forarbejderne til L 579/2010 havde ændringerne til formål at hindre, for det første at samfundet mister tilliden til den

1. Der er tillige indført skærpede regler til ledelsens aflønning. Udviklingen af § 77a og følgende er ikke medtaget i denne fremstilling, da undersøgelsen alene omhandler bestyrelsesarbejdet.

finansielle sektor, og for det andet at finansielle virksomheder bryder sammen med store økonomiske omkostninger til følge for sektoren og samfundet generelt. Senere ændringer har haft til formål blandt andet at præcisere, at Finanstilsynet skal lægge vægt på hensynet til tilliden til den finansielle sektor (Lovforslag 119/2014), og at manglende efterlevelse af regler på hvidvaskområdet skal indgå i egnetheds- og hæderlighedsvurderingen (Lovforslag 184/2018).

2010-ændringerne medførte blandt andet, at medlemmer af bestyrelsen eller direktionen ved deres indtræden i virksomhedens ledelse skal vurderes af Finanstilsynet i forhold til det bestemte hverv/den bestemte stilling i virksomheden, de indtræder i. Kravet om vurdering i forhold til en bestemt position medfører, at en person ikke kan gå fra en stilling/en type virksomhed, hvor vedkommende er vurderet egnet, til en anden, uden at tilsynet konkret tager stilling til, om vedkommende også er egnet til at bestride dette hverv/denne stilling.

Det er Finanstilsynet, der påser, at et ledelsesmedlem opfylder "fit and proper"-kravene, hvilket dels indebærer, at kravene skal være opfyldt på det tidspunkt, hvor den pågældende tiltræder stillingen/hvervet, dels at kravene skal være opfyldt, så længe den pågældende sidder i stillingen/besidder hvervet. Finanstilsynets "fit and proper"-vurdering sker for bestyrelsesmedlemmers vedkommende formelt, efter at de pågældende er valgt af pengeinstitutts aktionærer på en generalforsamling og for direktørers vedkommende efter bestyrelsens beslutning om ansættelse, men i praksis har de finansielle virksomheder mulighed for at få en kandidat forhåndsgodkendt. Finanstilsynet kan påbyde en finansiell virksomhed at afsætte en direktør, hvis denne ikke længere kan anses for at være egnet og hæderlig, ligesom Finanstilsynet kan påbyde et medlem af bestyrelsen at nedlægge sit hverv, hvis denne ikke længere kan bestride hvervet, jf. FIL § 351, stk. 1 og 2. Finanstilsynet har således ikke alene mulighed for at nægte at godkende aktionærernes valg af bestyrelsesmedlemmer men efterfølgende mulighed for at afsætte et bestyrelsesmedlem, som aktionærerne har valgt.

I medfør af den gældende § 64 stk. 1, nr. 1 og 2, skal et ledelsesmedlem til enhver tid have tilstrækkelig viden, faglig kompetence og erfaring til at kunne udøve sit hverv eller varetage sin stilling i den pågældende virksomhed, og for det andet skal den pågældende have et tilstrækkeligt godt omdømme og udvise hæderlighed, integritet og uafhængighed for effektivt at kunne vurdere og anfægte afgørelser truffet af den daglige ledelse. Også visse strafbare forhold og personlige økonomiske forhold kan have betydning for, hvorvidt en person kan anses for kunne varetage stillingen eller hvervet på betryggende vis, jf. stk. 1, nr. 3-6.

Udover de relativt klare tilfælde af manglende erfaring, der findes i Finanstilsynets praksis, findes enkelte eksempler på, hvad der ligger i kravet om tilstrækkelig viden, faglig kompetence og erfaring i mediernes dækning af enkeltsager, hvor Finanstilsynet ikke har godkendt en kandidat (f.eks. Finans, 2018). Dette giver dog ikke et særlig præcist billede af, hvad der ligger i kravet om tilstrækkelig viden, faglig kompetence og erfaring, herunder om generel ledelsesmæssig erfaring er tilstrækkelig, eller der også må stilles krav om erfaring i forhold til finansiell virksomhed og aktivitet.

Ændringen af § 64, stk. 2, nr. 4 ved L 579/2010 påkaldte sig særligt opmærksomhed, idet *hensynet til at opretholde tilliden*

*til den finansielle sektor* herefter skal indgå ved vurderingen af, om et medlem af bestyrelsen eller direktionen udviser eller har udvist en uforsvarlig adfærd. Dette hensyn indgår nu ved vurderingen efter § 64, stk. 1, nr. 2. Det følger af bemærkningerne til bestemmelsen, at tilføjelsen har til hensigt at sikre, at Finanstilsynet kan gribe ind, såfremt tilsynet eksempelvis i forbindelse med en inspektion bliver bekendt med, at en virksomhed drives på en risikopræget og ledelsesmæssig mangelfuld måde. Bestemmelsen er dermed udpræget skønsbaseret, og opfattelsen af, hvad der skal til for at bevare tilliden til den finansielle sektor, er en vurdering, som vil kunne ændre sig i takt med de krav, som samfundet stiller til den finansielle sektor. Sådanne skønsbaserede vurderinger kan medføre større usikkerhed for ledelsesmedlemmerne. Hensynet til at opretholde tilliden til den finansielle sektor synes dog ikke at spille en fremtrædende rolle i Finanstilsynets praksis, uanset at det nævnes i en række afgørelser, jf. bl.a. sager offentliggjort d. 10. december 2013, d. 15. september 2015, d. 15. juli 2016 og d. 1. september 2017.

Set fra branchens perspektiv har den nuværende lovgivning været kritiseret for dels at være uforudsigelig, dels for at kunne begrænse udbuddet af egnede bestyrelseskandidater, som sektoren har så hårdt behov for, og dels at aktionærerne har begrænset indflydelse sammenlignet med andre sektorer. Det forslag til ændring af lov om finansiell virksomhed, der blev fremsat d. 8. februar 2023 (LFF 2023-02-08 nr. 40), indeholder forslag til ændring af § 64, herunder indførelse af en formodningstilgang baseret på Fagudvalgets anbefaling fra 2020, som supplement til den hidtidige helhedsorienterede vurdering, og muligheden for betingede godkendelser. Selv om det er usikkert, om det er tilstrækkeligt til at imødekomme branchens behov, er det positivt, at det samtidig foreslås, at fit og proper-vurderinger undtages fra offentliggørelse. Derved undgår personer, som enten ikke har fået en godkendelse efter § 64, stk. 1, eller som har fået påbud om at nedlægge sit hverv efter § 351, den negative medieomtale, som kan følge heraf.

### Krav til bestyrelsens kompetencer og sammensætning

Den centrale "fit and proper"-bestemmelse i FIL § 64 blev ved L 268/2014, suppleret af et nyt stk. 4 i § 70, hvorefter bestyrelsen for den finansielle virksomhed skal sikre, at dens medlemmer har *tilstrækkelig kollektiv viden, faglig kompetence og erfaring* til at kunne forstå virksomhedens aktiviteter og de hermed forbundne risici. Bestemmelsen er efterfølgende ved L 2110/2020 flyttet til lovens afsnit om "fit & proper"-krav og findes nu i § 64 e.

I modsætning til § 64, som retter sig mod det enkelte bestyrelsesmedlem, er der i § 64 e tale om et krav, som retter sig mod den samlede bestyrelse. Ved vurderingen af behovet for kollektiv viden, faglig kompetence og erfaring skal bestyrelsen tage udgangspunkt i den enkelte virksomheds forretningsmodel. Ud over den fornødne grundviden, som det enkelte bestyrelsesmedlem må antages at besidde, kan der på baggrund af virksomhedens forretningsmodel eller risikoprofil være behov for, at enkelte medlemmer besidder specialviden om bestemte forhold. Bestyrelsen skal løbende vurdere, om der er behov for at supplere bestyrelsen med specialviden. Bestemmelsen skal ses i sammenhæng med FIL § § 64 b om bestyrelsesuddannelse, der har til formål at understøtte bestyrelsens arbejde med at sikre, at bestyrelsens medlemmer samlet set opfylder kravene.

Et medlem af bestyrelsen skal hurtigst muligt, og senest 12 måneder efter indtræden i bestyrelsen, gennemføre et *grundkursus* i de kompetencer, der er nødvendige for at varetage de forpligtelser og funktioner, som kræves af bestyrelsesmedlemmer i den virksomhedstype, som den pågældende er indtrådt i.

Ved L 268/2014 blev der tillige indført en ny bestemmelse i § 70, stk. 1 nr. 4, som pålægger bestyrelsen en pligt til at fastlægge en *politik for mangfoldighed i bestyrelsen*. Bestemmelsen minder om SL § 139 a, men kan ses som mindre indgribende, da FIL § 70, stk. 1, nr. 4 alene stiller krav om, at den finansielle virksomhed udarbejder en mangfoldighedspolitik, mens SL § 139 a også stiller krav om, at det øverste ledelsesorgan i børsnoterede selskaber opstiller måltal for det underrepræsenterede køn. Omvendt har § 70, stk. 1, nr. 4 et bredere fokus, da det ikke alene er kønsfordeling men mangfoldighed, herunder også aldersmæssig spredning, der er omfattet af bestemmelsen.

Selv om § 64 e fastslår, at bestyrelsens sammensætning skal afspejle en tilstrækkelig bred erfaring, skal dette ses i forhold til virksomhedens aktiviteter og de hermed forbundne risici, hvilket afspejler de traditionelle forretningsmodeller. Spørgsmålet er derfor, om reglerne for sammensætningen af bestyrelsen sikrer bestyrelsen de kompetencer, som medfører, at det enkelte pengeinstitut er konkurrencedygtigt i fremtiden. Som tidligere nævnt er det usikkert, om den ændring af lov om finansiel virksomhed, der blev fremsat i februar 2023, er tilstrækkelig til at imødekomme branchens behov for tidssvarende kompetencer.

### Finanstilsynets tilsynsvirksomhed

Efter finanskrisen blev det præciseret med ændringen af § 344, stk. 5, 1. pkt. (L 268/2014) (nu stk. 2, 1. pkt.), at Finanstilsynet skal tilrettelægge dets tilsynsvirksomhed med henblik på at fremme den finansielle stabilitet og tilliden til de finansielle virksomheder og markeder. Videre fremgik det af den nye formulering af § 344, stk. 5, 2. pkt. (nu stk. 2, 2. pkt.), at Finanstilsynet i dets tilsynsvirksomhed skal lægge vægt på holdbarheden af den enkelte finansielle virksomheds forretningsmodel. Dette er med til at fremhæve, at det ikke alene er aktuelle overtrædelser, tilsynet skal gribe ind overfor, men at der også kan/skal gribes ind, hvis tilsynet finder, at der fremadrettet er en risiko forbundet med virksomhedens forretningsmæssige eller driftsmæssige forhold. Tilsvarende medførte ændringen af FIL § 350, stk. 1, nr. 2 (L 579/2010), at Finanstilsynet kan gribe ind overfor en virksomhed tidligere end hidtil. Finanstilsynet fik herved mulighed for at gribe ind overfor en virksomhed, hvor der på grund af virksomhedens indre forhold (alene eller i samspil med ydre forhold, eks. udviklingen i bestemte sektorer) er en ikke uvæsentlig risiko for, at virksomheden på kortere eller længere sigt vil miste sin tilladelse til at drive virksomhed. Sammenholdt med den tidligere ordlyd var der også her lagt op til, at der skulle mindre til, for at Finanstilsynet kan gribe ind. Kun hvor risikoen er uvæsentlig, kan tilsynet undlade at gribe ind. Endelig fik Finanstilsynet hjemmel til at påbyde blandt andet et pengeinstitut at foretage de nødvendige foranstaltninger, blot det er *sandsynligt*, at pengeinstituttet inden for de følgende 12 måneder vil overtræde kravene fastsat i enten lov om finansiel virksomhed eller regler udstedt i medfør af loven eller tilsynsforordningen, jf. FIL § 344 b (indsat ved L 268/2014). Dvs. at Finanstilsynet kan gribe ind, inden der er sket en egentlig overtrædelse.

Finanstilsynet har offentliggjort tre afgørelser baseret på

§ 350, stk. 1 nr. 2. I to af afgørelserne, som er offentliggjort hhv. 9. december 2013 og d. 22. november 2018, vurderede Finanstilsynet, at en høj udlånsvækst medførte en risiko for, at virksomhedens økonomiske stilling ville udvikle sig således, at virksomheden vil miste sin tilladelse, mens det i den tredje afgørelse fra d. 3. marts 2015 var virksomhedens mange store eksponeringer, der efter Finanstilsynets vurdering medførte en betydelig risiko for, at virksomheden ikke kunne overholde minimumskapitalkravet.

Når Finanstilsynets tilsynsbeføjelser og -pligter skærpes, som skitseret ovenfor, stilles der uden tvivl også store krav til Finanstilsynets virksomhed og ikke blot dets juridiske, men også forretningsmæssige kompetencer, herunder også i relation til den udvikling, der foregår inden for stærkt specialiserede områder, som eksempelvis fintech. Det indebærer den risiko, at Finanstilsynet kommer til at balancere mellem tilsynsvirksomhed og indblanding i virksomhedens ledelse. I forlængelse heraf er det uafklaret, hvad den retslige konsekvens er eller bør være, såfremt Finanstilsynets indgriben senere bliver underkendt eksempelvis af Erhvervsankenævnet, eller såfremt tilsynet ikke griber ind, og det senere viser sig, at dette var fejlagtigt med store konsekvenser for eksempelvis et pengeinstituts kunder?

Derudover kan det have vidtrækkende konsekvenser, ikke kun for selskabets aktionærer men også for væksten i samfundet, såfremt det danske tilsyn administrerer reglerne mere stramt end deres europæiske tilsynskolleger, og danske pengeinstitutter dermed ikke kan reagere mod stigende internationale konkurrence. Det er derfor essentielt, at der er et tillidsbaseret system mellem pengeinstitutterne og Finanstilsynet for at sikre, at der kan være den fornødne vidensdeling mellem parterne. Det drejer sig både om det løbende samarbejde og ikke mindst, om man kan have en åben dialog, hvis der er tvivlsspørgsmål, eller der opstår uventede problemer.

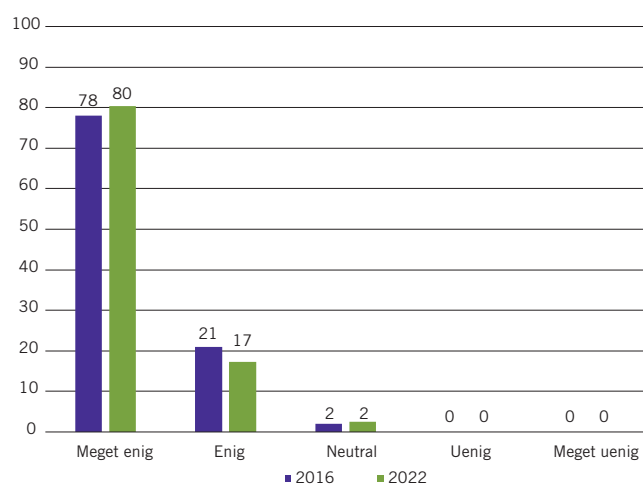
### Undersøgelsesmetode

På baggrund af den skitserede udvikling har Center for Corporate Governance i samarbejde med Finans Danmark, Finansforbundet og Lokale Pengeinstitutter gennemført en spørgeskemaundersøgelse (Regulering i den danske banksektor, i det følgende betegnet ”undersøgelsen”). Undersøgelsen har blandt andet har til formål at sætte fokus på, hvilken indflydelse finansiel regulering generelt set har haft på finanssektoren og især, hvordan samarbejdet har udviklet sig mellem de forskellige interessenter (pengeinstitutter, Finanstilsynet, kunder m.fl.). Et andet centralt formål er at øge forståelsen af både de positive og negative konsekvenser af den øgede regulering for det enkelte bestyrelsesmedlem, herunder samspillet mellem øget regulering, forretningsmodeller og de øgede risici, som knytter sig hertil. Resultater fra undersøgelsen findes på <http://www.nfsg.dk/>.

Den første store undersøgelse blev gennemført i 2016, hvor der var 82 banker og sparekasser i Danmark. Dette tal er faldet til 56 i 2021 (kilde: Finans Danmark), hvilket er ensbetydende med, at tæt på 50% af danske pengeinstitutter er repræsenteret i den nyeste undersøgelse. Konsekvensen af de færre pengeinstitutter er naturligvis, at der er færre personer til at besvare spørgeskemaet, og derfor ses et fald fra 243 i 2016 til 164 besvarelser i 2022. Dette svarer til en svarprocent på lidt over 45%, hvilket anses for at være ganske tilfredsstillende.

Der er for begge spørgeskemaundersøgelser anvendt samme

**FIGUR 1: Svarfordeling for: Den stigende regulering i de seneste år har medført en stigende arbejdsbyrde for bestyrelsen?**



Note: Vægtet gennemsnit: 2016 (1,77), 2022 (1,78)

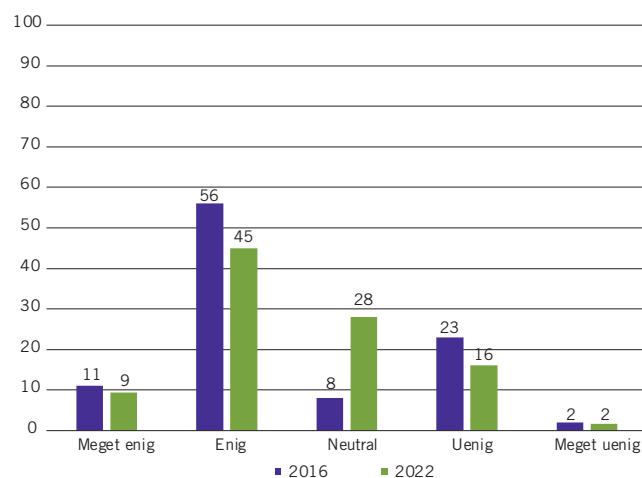
metodiske fremgang: Spørgeskemaer er blevet udsendt til alle direktions- og bestyrelsesmedlemmer i danske pengeinstitutter; spørgsmålene var de samme i begge undersøgelser med nogle mindre justeringer: der er anvendt en Likert-skala med 5 punkter (meget enig, enig, neutral, uenig og meget uenig), der er udregnet de procentvise svar, og svarene er blevet vægtede (fra + 2 til -2) for at give et mere retvisende billede af eventuelle forskydninger.

### Undersøgelsens væsentligste resultat for bestyrelsens arbejde Lovgivning

Det er tankevækkende, at selv om der ikke har været gennemført større ændringer af lovgivningen siden den seneste undersøgelse i 2016, er det fortsat 97% af alle respondenter, der er enten meget enige eller enige i udsagnet "at den stigende regulering i de seneste år har medført en stigende arbejdsbyrde" (Figur 1), hvilket grundlæggende er uændret fra 2016, hvor 99% svarede på samme måde.

I undersøgelsen stilles også de retoriske spørgsmål om "den nuværende lovgivning for pengeinstitutter er passende" set fra en bestyrelsessynsvinkel, og om der er en oplevelse af, at "reguleringen har en stigende indflydelse på bestyrelsesarbejdet". Startende med det første udsagn var 40% meget enige eller enige tilbage i 2016. Dette tal var faldet til kun 25% i 2021. For dette spørgsmål ses en forskydning mod "neutral". Der er dog stadig mange, der er "uenige", omend der er et lille fald i denne andel. Det vægtede gennemsnit gik fra at være -0,13 i 2016 til -0,17 i 2022. For så vidt angår det andet spørgsmål er der ingen tvivl om, at EU-lovgivning i stigende grad er med til at sætte dagsordenen i bestyrelseslokalet, og dette afspejler sig i ledelsesmedlemmernes oplevelse, hvor det vægtede gennemsnit er steget fra 1,18 til 1,53. Den største del af ny regulering på det finansielle område kommer fra EU, selv om Danmark ikke er medlem af Eurozonen eller EU's kapitalmarked, og der har været en tendens til at beskyldte EU for at indføre for meget regulering. Det er derfor påfaldende, at mange deltagere i 2022

**FIGUR 2: Svarfordeling for: Bestyrelsen har den fornødne tid til at beskæftige sig med strategisk arbejde?**



Note: Spørgsmålet blev stillet til bestyrelserne. Vægtet gennemsnit: 2016 (0,51), 2022 (0,44).

samtidig oplever, at de danske myndigheder har benyttet muligheden for at indføre danske særregler. Det er således 100%, der har svaret, at de er enige eller meget enige i, at "EU-regulering af den finansielle sektor er generelt overimplementeret (de danske myndigheder har benyttet muligheden for at indføre danske særregler)". Det er en lille forskydning fra 2016, hvor 91% var enige eller meget enige.

### Bestyrelsesarbejde

Det er centralt for aktionærer, medarbejdere og myndigheder, at danske pengeinstitutter kan tiltrække de fornødne ledelsesmæssige kapaciteter både i direktionen og bestyrelseslokalet for at sikre, at pengeinstitutter bliver drevet på en forsvarlig måde. Her er det positivt, at 95% af bestyrelsesmedlemmerne i 2022 grundlæggende følte, at "bestyrelsesarbejdet er tilfredsstillende". Det er på linje med den tidligere undersøgelse i 2016.

Til spørgsmålet om "bestyrelsen har den fornødne tid til at beskæftige sig med det strategiske arbejde" (Figur 2), er det derimod bekymrende, at vi ser en negativ forskydning (det vægtede gennemsnit falder fra 0,51 til 0,44). Allerede i 2016 var der bekymring for arbejdsbyrden forbundet med det regulatoriske arbejde i bestyrelsen. Man må desværre konstatere, at der gennemsnitligt bliver brugt endnu mere tid på disse emner i 2022 end i 2016, hvilket bør give anledning til eftertanke både politisk og hos Finanstilsynet. Den høje frekvens af bestyrelsesmøder (typisk 10-12 per år) og et relativt højt tidsforbrug kombineret med strukturen på mange af de nuværende bestyrelsesmøder kan give en bekymring om, at der ikke er den fornødne tid til at fokusere på mange af de strategiske udfordringer, som branchen står overfor.

Samtidig kan vi også registrere en negativ forskydning, hvor en stigende gruppe af bestyrelsesmedlemmer ikke føler, der er den rette balance i bestyrelsesarbejdet, da 29% svarede, de var uenige eller meget uenige i udsagnet, "bestyrelsesarbejdet i et pengeinstitut er i forhold til risiko og aflønning anbefalelsesværdigt". Det vægtede gennemsnit går fra at være 0,62 til 0,04, og det kan ses som et udtryk for, at der er en stigende bekym-

ring om, at der ikke er en balanceret incitamentsstruktur givet risikoen.

Det er tankevækkende, når der samtidig er 92%, der svarer, at de er enige eller meget enige i udsagnet om, at ”kompetencekravene har ændret sig i bestyrelsen over de sidste 5 år”, det vil sige, at man oplever, at der stilles større krav til de kompetencer, som kræves. Bestyrelsesmedlemmerne er altså generelt mere enige i dette udsagn. På trods af de stigende kompetencekrav og en oplevet ændring i balancen mellem aflønning og risiko svarede hele 95%, at de er enige eller meget enige i, at ”Bestyrelsesarbejdet er tilfredsstillende set fra en professionel synsvinkel”.

**Kunderelation og markedsforhold**

Den finansielle sektors kernepræmis er baseret på en model omkring tillid i selve kunderelationen af ofte langvarende karakter, da kunderådgivning og långivning typisk løber over en årrække. Det er derfor særdeles påfaldende, at mere end 88% i direktionerne i 2022-undersøgelsen svarede, at de er meget enige eller enige i udsagnet, at ”regulering er blevet et problem i jeres kunderelation” (Figur 3). Det var en stigning på 5%-point fra 2016. Det samme gjorde sig gældende, når spørgsmålet blev rejst over for medarbejderrepræsentanter, hvor over 90% var enige i udsagnet.

Samtidig oplever man også i direktionerne, at reguleringen ”ikke er passende i betragtning af de risici, der er ved moderne bankdrift”, hvor 69% er enige eller meget enige i dette synspunkt. Dette kan tolkes derhen, at et stort flertal mener, der er behov for en tilpasning af reguleringen.

Interessant nok er der grundlæggende kun få af de pengeinstitutter, som deltager i undersøgelsen, der oplever konkurrence fra de grå kapitalmarkeder. Det var kun 19%, der svarede meget enig/enig til spørgsmålet, ”det opleves, at grå kapitalmarkeder (crowdfunding, pensionskasser mv.) er et stigende problem fra en konkurrencemæssig synsvinkel”. Det er et fald på 24%-point fra 2016.

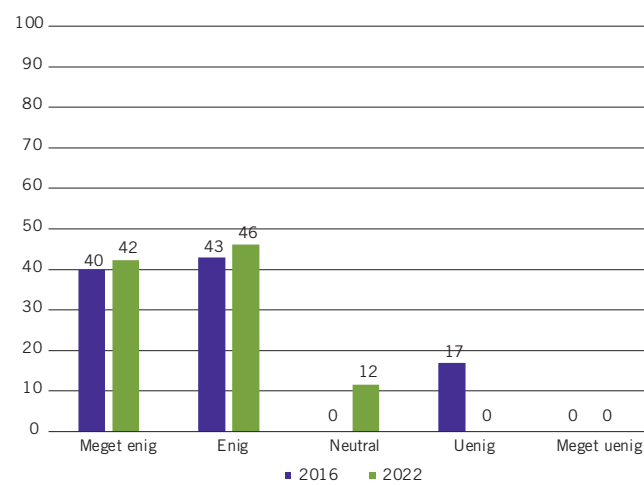
Det danske bankmarked består af en meget differentieret gruppe aktører med både store (Danske Bank, Nordea, Nykredit, Jyske Bank), et bredt mellemlag (bl.a. Sydbank, og Sparekassen Sjælland-Fyn) og en række mindre pengeinstitutter. Der har løbende været en debat i sektoren omkring proportionalitetsprincippet, og om det bør anvendes mere udbredt i Danmark, som det bliver anvendt i en række andre lande. 73% af de adspurgte oplever ikke, at der tages ”tilstrækkeligt hensyn politisk set til pengeinstitutternes forskellighed og størrelse i den nye regulering”. Samtidig mener 77% ikke, at ”myndighederne respekterer proportionalitetsprincippet i ny regulering”. Der er dog i det forslag til ændring af lov om finansiel virksomhed, der blev fremsat i februar 2023, lagt op til, at proportionalitetsprincippet fremover i højere grad skal spille en rolle i forbindelse med fit and proper-vurderingerne.

**Kreditgivning og risici**

Rygraden af dansk erhvervsliv består af små og mellemstore virksomheder, som bidrager med cirka 55% af det danske brutonationalprodukt i den private sektor (Dansk Industri, 2022), og som er centrale i jobskabelsen men er afhængige af adgang til kreditter (Dansk Industri, 2022), Thomas Poulsen og Niels Westegaard-Nielsen (2018).

Det er derfor vigtigt at forstå fordelingen mellem kreditgivningen til små og store virksomheder, og især om der sker

**FIGUR 3: Svarfordeling for: Regulering er blevet et problem i jeres kunderelation?**



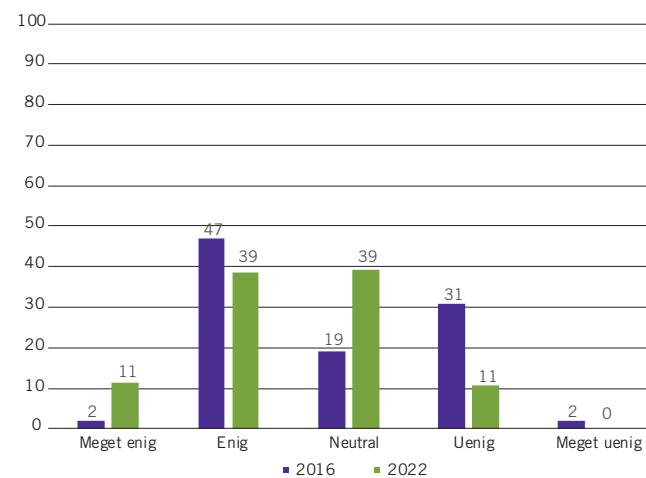
Note: Spørgsmålet blev stillet til direktionerne. Vægtet gennemsnit: 2016 (1,06), 2022 (1,31).

ændringer. Svarene fra 2022 på spørgsmålet ”Fordelingen mellem kreditgivningen til små og store virksomheder er ændret så kreditter til mindre virksomheder er reduceret” viste en positiv udvikling, hvor der var et fald blandt deltagerne på 26%-point fra 2016 til 2022, som enten var meget enige eller enige i dette udsagn.

En stor del af ansvaret for de større kreditter ligger hos bestyrelsen. Til spørgsmålet om ”Der er tilstrækkelig fokus på risikostyring under bestyrelsesmøderne”, er der bred konsensus om, at dette er tilfældet, idet 96% svarede, at de var meget enige eller enige i dette udsagn (konsensusindekset er 0,88, og det vægtede gennemsnit er 1,34). Dette er en stærk indikation på, at bestyrelserne er deres ansvar bevidst, og at man har opnået den ønskede effekt med den nye lovgivning.

Om udvælgelse af bestyrelsesmedlemmer var spørgsmålet i 2016 ”Man kan relativt nemt finde ledende bestyrelsesmedlemmer med de fornødne kompetencer inden for dette område” (kreditgivning og risici). I 2022 var det ”Man kan finde bestyrelsesmedlemmer med de fornødne kompetencer inden for dette område”. Man har altså fjernet relativt nemt. Det vægtede gennemsnit går fra 1,74 i 2016 til 1,88 i 2022, hvilket er overraskende givet den ovennævnte betragtning omkring risiko og aflønning men kan dog måske delvist forklares med ændringen i ordlyden af spørgsmålet.

Ændringen af ordlyden af § 70 efter finanskrisen og det øgede fokus på risici – i kombination med andre lovgivningsmæssige tiltag – rejste en række principielle problemstillinger, herunder hvordan bestyrelsen skal forholde sig til forskellige risici og ikke mindst, hvordan de skal fortolkes. I 2016 viste undersøgelsen, at der var stor uenighed blandt respondenterne om, ”hvorvidt Finanstilsynet var en sparringspartner for risikostyring” med 32% enige, 28% neutrale og 34% uenige. Der er dog sket en tydelig holdningsændring i forhold til spørgsmålet, da 30% fortsat er enige, mens 50% er neutral, og kun 17% er uenige. Tilsvarende er der sket en forskydning i spørgsmålet om, hvorvidt ”Finanstilsynet er fair i sin evaluering af bankens risici”. Her var 47% enige eller meget enige i 2016. Dette er fortsat højt, nemlig 45%. Derimod er andelen, der angiver at

**FIGUR 4: Svarfordeling for: Bestyrelsen kan have en åben dialog med Finanstilsynet omkring væsentlige forhold?**

Note: Vægtet gennemsnit: 2016 (0,16), 2022 (0,51)

være neutrale øget til 39% mod 19% i 2016, mens andelen, der er uenige, er faldet fra 33% til 15% i dag.

Samtidig ser vi, at der har været markante forbedringer i relationen mellem Finanstilsynet og de respektive bestyrelser og direktionens medlemmer, når man sammenligner fra 2016 til 2022. I spørgsmålet om ”Hvorvidt man kan have en åben dialog med Finanstilsynet omkring væsentlige forhold”, har der været en positiv forskydning. Jf. Figur 4. De vægtede positive gennemsnit er således steget fra 0,16 i 2016 til 0,51 i 2022, hvilket er en signifikant stigning.

Samtidig føler en stigende gruppe af bestyrelsesmedlemmer, at de ”reelt set har mulighed for at gøre indsigelse over for en tilsynsreaktion fra Finanstilsynet”. Der er dog fortsat en betydelig andel (26%) af de adspurgte i undersøgelsen, der er uenige heri. Sammenholdt med spørgsmålet om ”Finanstilsynet er fair i sin evaluering af bankernes reelle risici”, tyder det dog på, at den generelle relation mellem pengeinstitutterne og Finanstilsynet er blevet forbedret siden 2016 og ikke mindst opleves som mindre konfrontatorisk. Disse (positive) svar kan også afspejle, at sektoren var under mindre pres i 2022 end i 2016.

## Diskussion og konklusion

Denne artikel, som følger op på en artikel fra 2017 (Birkmose, Jul Clausen og Ohnemus), viser, at der fortsat er usædvanlig meget detaillovgivning, som påvirker bestyrelsesarbejdet i den finansielle sektor sammenlignet med andre sektorer, og at det opleves som både mere byrdefuldt, risikofyldt og ansvarspådragende. Siden den første undersøgelse i 2016 er der ikke sket en opblødning i de lovgivningsmæssige rammer, hvorfor resultatet ikke er overraskende. Givet at der nu er gået mere end 10 år siden den regulatoriske opstramning efter finanskrisen, og at der nu burde være et omfattende overblik over, i hvilket omfang reguleringen er værdiskabende, er det tid til at diskutere, om der er regler, der bør tilpasses eller fjernes. Dette er imidlertid ikke en let øvelse, da størstedelen af reglerne er EU-baserede.

Det er samtidig positivt, at undersøgelsen også viser, at samarbejdet med Finanstilsynet opleves som værende blevet mere dialog- og tillidsbaseret, og bestyrelserne i pengeinstitutterne

oplever i stigende grad, at Finanstilsynet kan anvendes som en sparringspartner for risikostyring. Selve bestyrelsesarbejdet bliver overordnet oplevet som tilfredsstillende, men en del oplever fortsat, at der er for lidt tid til det strategiske arbejde, og en stigende andel oplever, at der ikke er den rette balance i forholdet mellem risiko og aflønning. Bestyrelserne oplever på trods af dette, at det er muligt at finde de rette kompetenceprofiler inden for kerneområderne kreditgivning og risici.

Så hvordan bør fremtiden se ud for regulering af den finansielle sektor i Danmark? Grundlæggende bør denne debat have fokus på en række centrale områder:

- Er der grundlag for at enten reducere, ændre eller fjerne dele af den regulering, som er kommet fra EU? Det bør være i alle parter interesse, at man nu 15 år efter finanskrisen har en kritisk gennemgang og revidering af lovgivningen inden for dette område. Dette vil kræve en dialog med bl.a. EU-Kommissionen, hvor de nordiske lande kunne spille en central rolle.
- Er der behov for danske særregler og i givet fald, hvordan påvirker det konkurrencen i det danske marked, herunder om det giver udenlandske aktører en konkurrencefordel?
- Skal man indbygge en udløbsdato i finansiell lovgivning (sunset clause), som man kender f.eks. fra amerikansk lovgivning for at sikre, at der er en løbende debat, om lovgivningen er værdiskabende og ikke bliver forældet?
- Kan man gå i retning af en mere værdi- eller risikobaseret tilgang, som man i stigende grad prøver at anvende i andre lande (bl.a. UK), og som man også lægger op til i den nye EU-lovgivning inden for hvidvask?
- Har reguleringen generelt og særligt de regler, der har fokus på de finansielle virksomheders governance, den tilsigtede virkning, og bidrager de til at sikre stabiliteten i den finansielle sektor? Eller kunne man opnå samme effekt ved de øgede egenkapitalkrav, som kom efter 2008, hvorved regulering reelt set ikke har nogen indflydelse på finansiell stabilitet?
- Virker øget regulering som en barriere for innovation, der skubber de mindre aktører ud, sikrer de traditionelle aktørers forretningsmodeller, og dermed er med til at beskytte dem mod konkurrence?
- Er omkostningerne ved regulering for blevet for høje for samfundet og andre interessenter med det resultat, at sektoren er blevet for ineffektiv?

Det skal således overvejes, at den juridiske vinkel måske ikke altid er den optimale løsning til at sikre stabilitet i sektoren. Reguleringen er blevet særdeles omfattende, og den sikrer stadigvæk ikke, at skandaler kan undgås i alle tilfælde. Dette rejser spørgsmålet, og især givet de samfundsmæssige omkostninger ved regulering, hvorfor der ikke er lavet uafhængig forskning, som kan dokumentere, om reguleringen er effektiv og ikke mindst, hvad den faktiske makro- og mikroøkonomiske omkostning er ved at bibeholde den i dens nuværende form.

## Litteraturoversigt

- Andersen, Lennart Lynge og Peer Schaumburg-Müller, 2010: *Finansselskabsret*. Jurist- og Økonomforbundets Forlag.
- Betænkning nr. 1498/2008: *Modernisering af selskabsretten*.
- Birkmose, Hanne Søndergaard, 2011: *Ledelsen af finansielle*



- virksomheder i Danmark – status quo eller skærpede krav? *Nordisk Tidsskrift for Selskabsret*, 1, s. 47-69.
- Birkmose, Hanne Søndergaard, Nis Jul Clausen og Lars Ohnemus, 2017: Bankbestyrelsens byrder – jura, risikostyring eller forretningsudvikling? *Finans/Invest*, 1/17, s. 6-13.
- Camphausen, Michael, 2011: *Pengeinstitutter: Tilladelse, eneret og virksomhedsområde*. Karnov Group.
- Dansk Industri, 2022: SMV'ernes investeringsefterslæb voksede under coronakrisens første år.
- Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) 575/2013 af 26. juni 2013 om tilsynsmæssige krav til kreditinstitutter og investeringsselskaber (tilsynsforordningen).
- EU Commission, 2019: *Study on the costs of compliance for the financial sector*.
- EU-Kommissionen, 2021: Meddelelse fra Kommissionen til Europa-Parlamentet, Rådet, Det Europæiske Økonomiske og Sociale Udvalg og Regionsudvalget.
- EU-Kommissionen, 2021: Strategi for finansiering af omstillingen til en bæredygtig økonomi. COM(2021) 390 final.
- Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2013/36/EU om adgang til at udøve virksomhed som kreditinstitut og om tilsyn med kreditinstitutter og investeringsselskaber, om ændring af direktiv 2002/87/EF og om ophævelse af direktiv 2006/48/EF og 2006/49/EF (CRD IV).
- Finanstilsynet, 2020: *Strategi 2025*.
- Forslag til lov om ændring af lov om finansiel virksomhed m.fl., LFF nr. 175 af 26. marts 2010.
- Forslag til ændring af lov om finansiel virksomhed, m.fl. LFF nr. 119 af 29. januar 2014.
- Forslag til lov om ændring af lov om finansiel virksomhed m.fl. LFF nr. 133 af 7. marts 2014.
- Forslag til ændring af lov om finansiel virksomhed, m.fl. LFF nr. 184 af 18. marts 2018.
- Forslag til ændring af lov om finansiel virksomhed, m.fl. LFF nr. nr. 40 af 8. februar 2023.
- Finans, 2018: Jacob Aarup-Andersen vraget som topchef i Danske Bank. 17. oktober 2018.
- Legind, Nina Dietz, Jesper Berg og Ulrik Hyrup Mogensen, 2021: En robust og ordentlig finansiel sektor. *Finans/Invest*, 3/21, s. 18-22.
- Nielsen, Caren Yinxia og Lars Ohnemus, 2018: Etablering af mål for egenkapitalforrentning hos banker: Hvad kan aktionærerne forvente som afkast? *Finans /Invest*, 6/18
- Poulsen, Thomas og Niels Westergaard-Nielsen, 2018. *Credit Constraints and Job Destructors*. Working Paper NFGS.
- Ramlau-Hansen, Henrik og Jesper Berg, 2017: Bankbestyrelsens byrder – en replik. *Finans/Invest*, 1/17, s. 14-16.
- Rangvid-rapporten, 2013: *Den Finansielle Krise i Danmark*.
- [https://www.finanstilsynet.dk/Lovgivning/Ny\\_EU\\_lovsamling](https://www.finanstilsynet.dk/Lovgivning/Ny_EU_lovsamling). ■

EN DISKUSSION AF ALTERNATIVE INVESTERINGER ► FORTSAT FRA SIDE 24

- Axelson, Ulf, Tim Jenkinson, Per Strømberg og Michael S. Weisbach, 2013: Borrow Cheap, Buy High? The Determinants of Leverage and Pricing in Buyouts. *The Journal of Finance*, 68, s. 2223-2267.
- Brinkman, Marcel og Vijay Sarma, 2022: *Infrastructure investing will never be the same*. www.mckinsey.com, August 2022.
- CalPERS, 2021: *CalPERS Board Selects New Asset Allocation for Investment Portfolio*. Pressemeddelelse, November 15, 2021. www.calpers.ca.gov.
- de Jong, Frank og Joost Driessen, 2015: Can large long-term investors capture illiquidity premiums. *Bankers, Markets and Investors*, 134, s. 34-60.
- Euroinvestor, 2022: *Investeringsdirektør: Denne dag i 2022 var en af de værste dage i mit professionelle liv*. 28. december 2022. www.euroinvestor.dk.
- Financial Times, 2021: *Credit Suisse to raise \$1.9bn of capital as it reels from Archegos losses*. www.ft.com, 22. april 2021.
- Finansministeriet, 2019: *Selskabsskat i Danmark*. Økonomisk Analyse nr. 38, januar 2019.
- Finanstilsynet, 2013: *Alternative Investeringer*. Rapport baseret på branchens svar jf. julebrev 2012.
- Finanstilsynet, 2019: *Temainspektion i livsforsikringsselskaber og tværgående pensionskasser om investeringer i infrastruktur*. 24. januar 2019.
- Finanstilsynet, 2020: *Løbende værdiansættelse af alternative investeringer i 2020*.
- Finanstilsynet, 2021: *Markedsudvikling i 2020 for livsforsikringsselskaber og tværgående pensionskasser*. 3. november 2021.
- Finanstilsynet, 2022: *Markedsudvikling i 2021 for livsforsikringsselskaber og tværgående pensionskasser*. 6. december 2022.
- Ljungqvist, Alexander og Matthew Richardson, 2003: *The Cash Flow, Return, and Risk Characteristics of Private Equity*. NBER working paper #9495, January 2003.
- Nationalbanken, 2021: *Pensionssektorens alternative investeringer*. Analyse nr. 22, 15. september 2021.
- Phalippou, Ludovic og Oliver Gottschalg, 2009: The Performance of Private Equity Funds. *The Review of Financial Studies*, 22, s.1747-1776.
- Rådet for Afkastforventninger, 2022. *Forventninger til langsigtede afkast fra likvide og illikvide aktiver*. Oktober 2022.
- SEC, 2020: *SEC Updates Regulatory Framework for Fund of Funds Arrangements*. Press-release nr. 2020-247. 7 Oktober 2020. ■