

Danske fondsejede virksomheder

Et studie af de problemer, der kan være i forbindelse med en børsnotering af fondsejede virksomheder



Cecillie Krogh Larsen

HD Regnskab og Økonomistyring

CBS

Anslag: 141.052

Vejleder: Jens Kristian Andersen

10 maj 2016

Indholdsfortegnelse

Indholdsfortegnelse.....	3
1. Indledning	5
1.1 Baggrund	5
1.2 Problemstilling	6
1.3 Problemformulering.....	8
1.3.1 Undersøgelsesspørgsmål.....	8
1.4 Formål og målgruppe	8
1.5 Afgrænsning	9
1.6 Metode.....	10
1.6.1 Teori	10
1.6.2 Metodevalg	11
1.6.2.1 Undersøgelsestilgang.....	11
1.6.2.2 Undersøgelsesdesign.....	11
1.6.2.3 Dataindsamling	11
1.6.3 Vurdering af data	12
1.7 Disposition.....	13
2. Teori.....	15
2.1 Principal-agentteori.....	15
2.2. Corporate Governance	17
3. Børsnotering	19
3.1 Fordele ved en børsnotering	19
3.1.1 Økonomiske fordele.....	19
3.1.2 Ikke økonomiske fordele.....	20
3.2 Ulemper ved en børsnotering	22
3.2.1 Økonomiske ulemper.....	22
3.2.2 Ikke økonomiske ulemper.....	24
3.3 Undersøgelser omkring ejerskabets betydning.....	26
3.3.1 Bestyrelsens og ledelsens betydning for virksomheden	26

3.3.2 Ejerskabets betydning for virksomheden	27
3.4 Delkonklusion.....	29
4. Corporate Governance	31
4.1 Governance-mekanismer	32
4.1.1 Bestyrelsen	33
4.1.1.1 Bestyrelsens sammensætning	34
4.1.2 Incitamentsprogrammer	36
4.1.3 Revision	39
4.1.4 Markedet for virksomhedskontrol.....	40
4.1.5. Koncentreret ejerskab	42
4.1.6 Kapitalstruktur	43
4.2 Undersøgelser omkring betydningen af Corporate Governance	43
4.2.1 Betaler god Corporate Governance sig?.....	44
4.3 Delkonklusion.....	46
5. Kan fondsejerskabet klare sig i fremtiden	49
5.1 Hvilke styrker har fondsejerskabet til at kunne klare sig i konkurrencen?	49
5.1.1 Stabilt ejerskab.....	49
5.1.2 Langsigtet fokus	50
5.1.3 Gode stakeholder-relationer	51
5.2 Hvilke svagheder har fondsejerskabet, som kan gøre det svært for de fondsejede virksomheder at klare sig i konkurrencen?	53
5.2.1 Langsommere vækst	53
5.2.2 Finansieringsproblemer.....	55
5.3.3 Risikoaversion.....	58
5.3 Delkonklusion.....	59
6. Konklusion.....	61
7. Bibliografi	64
Bilagsoversigt	69

1. Indledning

1.1 Baggrund

I forhold til andre lande, som Danmark normalt bliver sammenlignet med, så har det udbredte fondsejerskab en stor betydning for det danske erhvervsliv. Der ses også eksempler på fondsejerskab i andre lande, men de har dog ikke ligeså stor en betydning for erhvervslivet, som de har i Danmark.

De erhvervsdrivende fonde udgør nemlig en vigtig rolle i det danske erhvervsliv, da de helt eller delvist ejer nogle af Danmarks største og mest betydningsfulde virksomheder. Her kan virksomheder såsom A.P. Møller – Mærsk, Carlsberg, Novo Nordisk, Falck, Lego, Danfoss, Grundfos blandt andre nævnes.¹ For mange af disse virksomheder har stifteren eller familien bag virksomheden valgt at anbringe aktierne i en fond for derved at sikre ejerskabet i fremtiden. Hertil har nogle af virksomhederne også solgt deres aktier på fondsbørsen for derigennem at rejse kapital til virksomhedens internationale ekspansion.² Der ses dog også eksempler på fondsejede virksomheder, der ikke er børsnoteret, heriblandt Falck, Lego, Danfoss og Grundfos.

At mange af de største virksomheder i Danmark er helt eller delvist ejet af en erhvervsdrivende fond og ikke er børsnoteret gør, at netop dette emne kan blive en interessant diskussion. For vil det være mere eller mindre attraktivt for disse virksomheder at blive børsnoteret i forhold til at forblive i det nuværende ejerskab? Ofte foretager virksomheder en børsnotering for at fremskaffe kapital, men hvis kapital ikke er et problem for virksomheden, hvilke fordele kan der så være ved en børsnotering?

¹ Thomsen, Steen. (2012, 12 februar). "Ny viden om erhvervsdrivende fonde". Berlingske <http://www.b.dk/kommentarer/ny-viden-om-erhvervsdrivende-fonde>

² Lindholm, Mikael. (2011, 10 oktober). "Hvem skal eje Danmark?" http://www.mrlindholm.dk/front_review_show_item.php?id=122

Flere af disse fondsejede virksomheder har enten forsøgt at blive børsnoteret³ eller haft emnet på agendaen.⁴ Hvis de vælger at blive børsnoteret vil det betyde, at ledelsesstrukturen og ejerstrukturen ændres. Dette skyldes, at fondsejerskabet er kendetegnet ved at være selvejende, hvilket betyder, at der ikke er nogen ejerkreds ligesom i andre typer af selskabsformer. En børsnotering af en fondsejet virksomhed vil derfor ændre strukturen i virksomheden, eftersom der kommer flere ejere til virksomheden. Der vil derfor ske en adskillelse mellem ejerskab og ledelse.⁵ Det er netop denne adskillelse, der er det fundamentale problem inden for Corporate Governance og det vil derfor være relevant at inddrage nogle af aspekterne herfra for derigennem at vurdere, hvilken indflydelse disse aspekter vil have på virksomhederne.⁶

Herudover agerer mange af disse fondsejede virksomheder på det internationale marked, hvilket betyder at virksomhederne befinder sig i et marked, hvor konkurrenceintensiteten er høj. Det vil derfor være interessant at se, om de fondsejede virksomheder kan klare sig i den øgede konkurrence ud fra den ejerskabsform, som de har i dag eller om det vil være nødvendigt at ændre denne, for at de kan bibeholde deres position på markedet.

1.2 Problemstilling

Som nævnt er mange af de største danske virksomheder ikke børsnoteret på den Københavnske Fondsbørs, men er derimod ejet af en erhvervsdrivende fond. Dette kan der være forskellige bevæggrunde til. En af de væsentligste grunde kan være, at disse virksomheder ikke har haft problemer med at fremskaffe den nødvendige kapital og har dermed ikke haft et økonomisk incitament til at blive børsnoteret. En anden grund kan være, at ejerne ønsker at bibeholde virksomhederne i familiens hænder.

³ Nyhedsbureauet Direkt. (2010, 7 september). "Selskaber i kø til børsnotering". Børsen, Penge http://penge.borsen.dk/artikel/1/190610/selskaber_i_koe_til_boersnotering.html?hl=YToxOntpOjA7czo1OjBeGNlbCI7fQ

⁴ Vestergaard, Marianne. (2002, 6 november). "Danfoss holder sig til plan om børsnotering". Børsen http://borsen.dk/nyheder/generelt/artikel/1/45992/danfoss_holder_sig_til_plan_om_boersnotering.html

⁵ De Økonomiske Råd. "Dansk økonomi 2010". Kapitel 2, s. 146-148 http://www.dors.dk/files/media/rapporter/1999/f99/f99_kapitel_2.pdf

⁶ Feldthusen, Rasmus Kristian. (2013, marts). "God fondsledelse". Børsen, Ledelse http://ledelse.borsen.dk/article/view/128/god_fondsledelse.html

Selvom de erhvervsdrivende fonde ofte ikke har det økonomiske incitament til at blive børsnoteret, så kan der være andre grunde, der gør det nødvendigt for virksomhederne at revurdere deres ejerstruktur. Her tænkes der på, at virksomhederne agerer i et marked, som er præget af høj konkurrence og der kan derfor forekomme nogle udfordringer, som kan medføre, at virksomhederne er nødsaget til at ændre ejerstruktur eller tilpasse virksomhedens ejerforhold for at kunne bibeholde deres nuværende position på markedet. Der ses eksempelvis en øget tendens til fusioner og opkøb på markedet, hvilket også kan blive en udfordring for de fondsejede virksomheder.⁷ Det vil derfor være næreliggende, at se på om det eventuelt vil være en fordel for virksomhederne at være børsnoteret end at forblive i den nuværende ejerform.

I forhold til en børsnotering følger der en række krav, som de fondsejede virksomheder nøje bør overveje inden de foretager en beslutning omkring en eventuel børsnotering. Der vil blandt andet forekomme et øget informationsbehov fra såvel nuværende som fremtidige investorer, hvilket alt andet end lige vil gøre virksomheden mere sårbar overfor konkurrenterne. Det nuværende ejerskab vil også blive mere eksponeret i forhold til mulige fusioner eller opkøb. Derudover vil virksomhederne også mærke et øget pres fra andre end dem selv, heriblandt aktionærer og andre interessenter, som vil presse på for øget vækst og gode resultater for at opnå værdiforøgelse.

Selve strukturen mellem ejerne, ledelsen og bestyrelsen vil også ændre sig, hvis virksomhederne vælger at blive børsnoteret. Årsagen hertil er, at ledelsen i en fondsejet virksomhed ofte er sammenfaldende med ejerne. Der vil derfor forekomme nogle udfordringer, som vil blive diskuteret gennem afhandlingen.

Det vil derfor være interessant at analysere, hvordan disse mulige udfordringer vil påvirke de danske fondsejede virksomheder.

⁷ Ritzau Finans. (2016, 5 januar). "2015 blev rekordår for fusioner og opkøb". Finans, Erhverv <http://finans.dk/live/erhverv/ECE8345506/2015-blev-rekordaar-for-fusioner-og-opkoeb/?ctxref=ext>

1.3 Problemformulering

På baggrund af ovenstående problemstillinger kan følgende hovedspørgsmål stilles:

Hvilke problemer kan der være i forbindelse med en børsnotering af fondsejede virksomheder?

1.3.1 Undersøgelsesspørgsmål

Ovenstående problemstilling vil blive besvaret ved hjælp af følgende underspørgsmål:

1. Hvilke fordele og ulemper kan der være ved, at fondsejede virksomheder vælger at børsnotere sig?
2. Hvilken betydning har Corporate Governance i forbindelse med en børsnotering?
3. Hvilken påvirkning har den øgede nationale og internationale konkurrence på fondsejerskabets fremtid – kan fondsejerskabet klare sig i fremtiden?
4. Vil det på baggrund af afhandlingens analyser/diskussioner være fordelagtigt for de fondsejede virksomheder at blive børsnoteret?

1.4 Formål og målgruppe

Intentionen med denne afhandling er at belyse de faktorer, der vil have indflydelse på fondsejede virksomheder, hvis de vælger at foretage en børsnotering af selskabet på et tidspunkt. Formålet med undersøgelsen vil dermed være, at afklare hvilke fordele og ulemper, der vil være for fondsejede virksomheder ved at skifte ejerskab via en børsnotering herunder hvilken betydning Corporate Governance vil have i den forbindelse. Dertil vil undersøgelsen også forsøge at belyse, hvilken betydning den fremtidige udvikling på markedet kan have på fondsejerskabet.

Den primære målgruppe for denne afhandling vil således være fondsejede virksomheder, der overvejer at foretage en børsnotering og som gerne vil have kendskab til, hvilke faktorer, der har indflydelse på beslutningen af dette. Den samme problemstilling vil også gøre sig gældende for andre ejerformer, der påtænker at børsnotere sig, herunder kapitalfonde, statslige selskaber med flere og disse kan derfor også drage nytte af dele af problemstillingerne i afhandlingen.

Den sekundære målgruppe er øvrige personer, som ønsker at uddybe deres viden omkring emnet.

1.5 Afgrænsning

Der vil i dette afsnit blive redegjort for de væsentligste afgrænsninger, der har været nødvendige at foretage, for at kunne besvare problemstillingerne indenfor det påkrævede omfang.

Fondsejede virksomheder: Mange af de virksomheder, der er noteret på den Københavnske Fondsbørs er delvist ejet af erhvervsdrivende fonde.⁸ Disse virksomheder vil derfor ikke være fokuspunktet for denne afhandling. Afhandlingen vil i stedet fokusere på de faktorer, der er afgørende for en beslutning om en eventuel børsnotering af de unoterede fondsejede virksomheder. Hermed sagt vil de erhvervsdrivende fonde og fondsejede virksomheder, der bliver brugt i afhandlingen primært omhandle virksomheder, der endnu ikke er blevet noteret på en børs.

Juridiske aspekter ved fondsejerskab: De juridiske aspekter ved fondsejerskab vil ikke blive behandlet i denne afhandling og der er dermed foretaget en afgrænsning fra dette. Det er vurderet, at det i denne afhandling vil være mere relevant at fokusere på andre aspekter.

Principal-agent teorien: I afhandlingen vil der primært blive fokuseret på de principal-agentproblemstillinger, der kan opstå mellem ejerne, bestyrelsen og ledelsen. Derfor vil de principal-agentproblematikker, der kan opstå mellem andre af virksomhedens interessenter, som udgangspunkt ikke blive behandlet. De vil kun blive behandlet, hvis de har en indflydelse på nogle

⁸ Skatteministeriet. (2015 6 maj). "Succession til erhvervsdrivende fonde". s, 2
http://www.skm.dk/media/1209173/succession-til-erhvervsdrivende-fonde_rapport.pdf

af de problemstillinger, der bliver gennemgået i afhandlingen. Denne afgrænsning er foretaget, da de primære principal-agentproblematikker, der kan opstå i forbindelse med en børsnotering er netop mellem ejerne, bestyrelsen og ledelsen, eftersom en børsnotering medfører en adskillelse mellem ejerskab og ledelse.

Corporate Governance: Der findes flere forskellige definitioner af Corporate Governance, hvilket primært skyldes, at de enkelte lande har forskellige lovgivninger, ejerstrukturer, ledelsesmodeller med mere. Derfor vil afhandlingen primært fokusere på Corporate Governance i Danmark, hvilket vil være anbefalingerne fra Nørby-udvalget.

1.6 Metode

Dette afsnit har til formål at belyse afhandlingens indgangsvinkel samt give et overblik over de metodiske overvejelser, der ligger til grund for afhandlingens udformning.

1.6.1 Teori

Dette afsnit vil kort redegøre for de teorier, der vil blive anvendt i afhandlingen og som skal være med til at besvare afhandlingens problemformulering.

Der er som udgangspunkt ikke en specifik teori, der kan belyse, om det vil kunne betale sig for fondsejede virksomheder at blive børsnoteret. Men på trods af dette er der alligevel en række teorier, der kan anvendes med henblik på at belyse de positive og negative forhold ved en børsnotering.

Afhandlingen vil derfor blive baseret på de konkrete fordele og ulemper der er ved at være, eller blive, en børsnoteret virksomhed. Hertil vil det være relevant at diskutere de ændringer, der vil opstå mellem virksomhedens ejere, ledelse og bestyrelse, hvis der foretages en børsnotering af en fondsejet virksomhed. Til diskussionen af dette vil det være oplagt at inddrage Corporate Governance i afhandlingen. Corporate Governance er ikke en teori, men derimod et normsæt, hvor komitéen har fastlagt deres anbefalinger, der skal understøtte god selskabsledelse i

børsnoterede danske selskaber.⁹ Corporate Governance tager udgangspunkt i principal-agentteorien og skal således forsøge at minimere de interessekonflikter, der kan opstå ved, at ledelsen er adskilt fra ejerne.

En nærmere beskrivelse af teorierne kan findes i kapitel 2.

1.6.2 Metodevalg

Dette afsnit vil redegøre for de fremgangsmåder, der vil blive benyttet undervejs i undersøgelsen af problemstillingerne i afhandlingen.

1.6.2.1 Undersøgelsestilgang

Afhandlingen tager udgangspunkt i en induktiv tilgang til at indsamle data, da der gennem empiri vil blive foretaget en generel viden eller sammenhæng omkring de opstillede problemstillinger.¹⁰

1.6.2.2 Undersøgelsesdesign

Afhandlingen vil tage udgangspunkt i undersøgelsesmetoden, et casestudie, som skal være med til at belyse problemstillingerne i afhandlingen. Der vil være tale om et multipelt casestudie, eftersom der vil blive inddraget flere forskellige case-virksomheder i diskussionen af emnet.¹¹ Årsagen til, at der vil blive anvendt et multipelt casestudie er, at det vil give flere vinkler af diskussionen samt mulighed for at sammenligne emnet på tværs af case-virksomhederne.

1.6.2.3 Dataindsamling

Der vil blive taget udgangspunkt i kvalitative sekundære datateknikker gennem afhandlingen. Det vil sige, at der primært vil blive taget udgangspunkt i eksisterende data til at belyse afhandlingens

⁹ Komitéen for god Selskabsledelse. "Anbefalinger for god selskabsledelse".

<https://corporategovernance.dk/anbefalinger-god-selskabsledelse>

¹⁰ Andersen, Ib. (2013). "Den skinbarlige virkelighed". s. 31

¹¹ Andersen, Ib. (2013). "Den skinbarlige virkelighed". s. 109-111

problemstilling.¹² Hermed sagt vil datagrundlaget for selve afhandlingen primært være offentlig tilgængeligt materiale. Fordelen ved at anvende sekundære data er, at data eksisterer på forhånd, hvilket er tidsbesparende for selve afhandlingen. Ulempen kan dog være, at det kan være svært at kontrollere validiteten og pålideligheden af disse data. Det er derfor vigtigt, at man forholder sig objektivt til disse data, hvilket er blevet forsøgt gennem afhandlingen.

Der er også blevet udarbejdet et kvalitativt standardiseret og struktureret interview, hvor interview spørgsmålene kommer i en bestemt rækkefølge, som er blevet fastlagt på forhånd. Til dette er der blevet udarbejdet et postspørgeskema, hvor respondenter selv skal udfylde spørgeskemaet.¹³ Spørgeskemaet er blevet fremsendt til respondenter via e-mail. Intentionen med spørgeskemaet var, at det skulle fremsendes til flere respondenter fra forskellige fondsejede virksomheder for at sammenligne besvarelserne på tværs af virksomhederne. Men det har desværre kun været muligt at komme i kontakt med én enkelt person fra den fondsejede virksomhed Falck. På trods af dette er denne respondents besvarelse alligevel blevet anvendt i afhandlingen, da besvarelsen har været med til at belyse nogle af de problemstillinger, der er blevet diskuteret/analyseret gennem afhandlingen.

1.6.3 Vurdering af data

Dette afsnit vil omhandle en vurdering af de anvendte datas validitet og reliabilitet. For at afhandlingen er valid skal de indsamlede data både være gyldige og relevante.

Der vil gennem afhandlingen blive anvendt eksterne data, da der allerede i forvejen er data tilgængeligt, som underbygger afhandlingens problemstillinger. Der er blevet anvendt undersøgelser/forskningsdokumenter, som er blevet vurderet til at være anvendelige, idet de er blevet udgivet af forskellige institutioner og professorer, der ikke har en forretningsmæssig interesse i undersøgelsens indhold. Der er også blevet anvendt forskellige former for artikler, herunder avisartikler og artikler fra tidsskrifter. Avisartiklerne er blevet vurderet til at være brugbare på trods af, at de kan være påvirket af journalistens egne holdninger, hvilket gør, at der

¹² Andersen, Ib. (2013). "Den skinbarlige virkelighed". s. 144

¹³ Andersen, Ib. (2013). "Den skinbarlige virkelighed". s. 159

kan være usikkerhed om reliabiliteten. Dog er de anvendte avisartikler fra anerkendte aviser såsom Børsen, Politiken mv. der alle lægger stor vægt på professionel kvalitet. De anvendte artikler fra tidsskrifter vurderes ligeledes til at være brugbare, eftersom der sættes krav til artiklernes indhold og oprigtighed. Derudover er der anvendt både lærebøger samt andre fagbøger, der også er blevet vurderet til at være anvendelige, eftersom de er blevet udgivet af anerkendte forfattere og professorer. Herudover er diverse hjemmesider også blevet brugt. Disse kan dog være påvirket af subjektive holdninger, hvorfor der har været et stort fokus på at anvende hjemmesider, der tilhører faglige institutioner og virksomheder.

Desuden er der anvendt et enkelt primært materiale, som er blevet udarbejdet ud fra egne kvalitative studier og som er blevet udarbejdet specielt til denne afhandlings formål. Dette spørgeskema kan ligeledes være subjektive, men det er alligevel blevet vurderet til at være relevant og brugbart for afhandlingen.

På baggrund af ovenstående gennemgang vurderes det at både validiteten og reliabiliteten er tilstede ved de anvendte data og at denne er forholdsvis høj.

1.7 Disposition

I nedenstående figur 1 er afhandlingens overordnede struktur illustreret, hvilket skal give læseren et bedre overblik over de kapitler, der figurerer i afhandlingen samt deres indbyrdes sammenhænge.

Kapitel 1 består af afhandlingens indledende afsnit, hvor selve problemformuleringen er opstillet samt en beskrivelse af de overvejelser, som der ligger til grund for at kunne besvare problemformuleringen.

Kapitel 2 består af en beskrivelse af de teorier, der vil blive anvendt i afhandlingen, herunder principal-agentteorien og Corporate Governance.

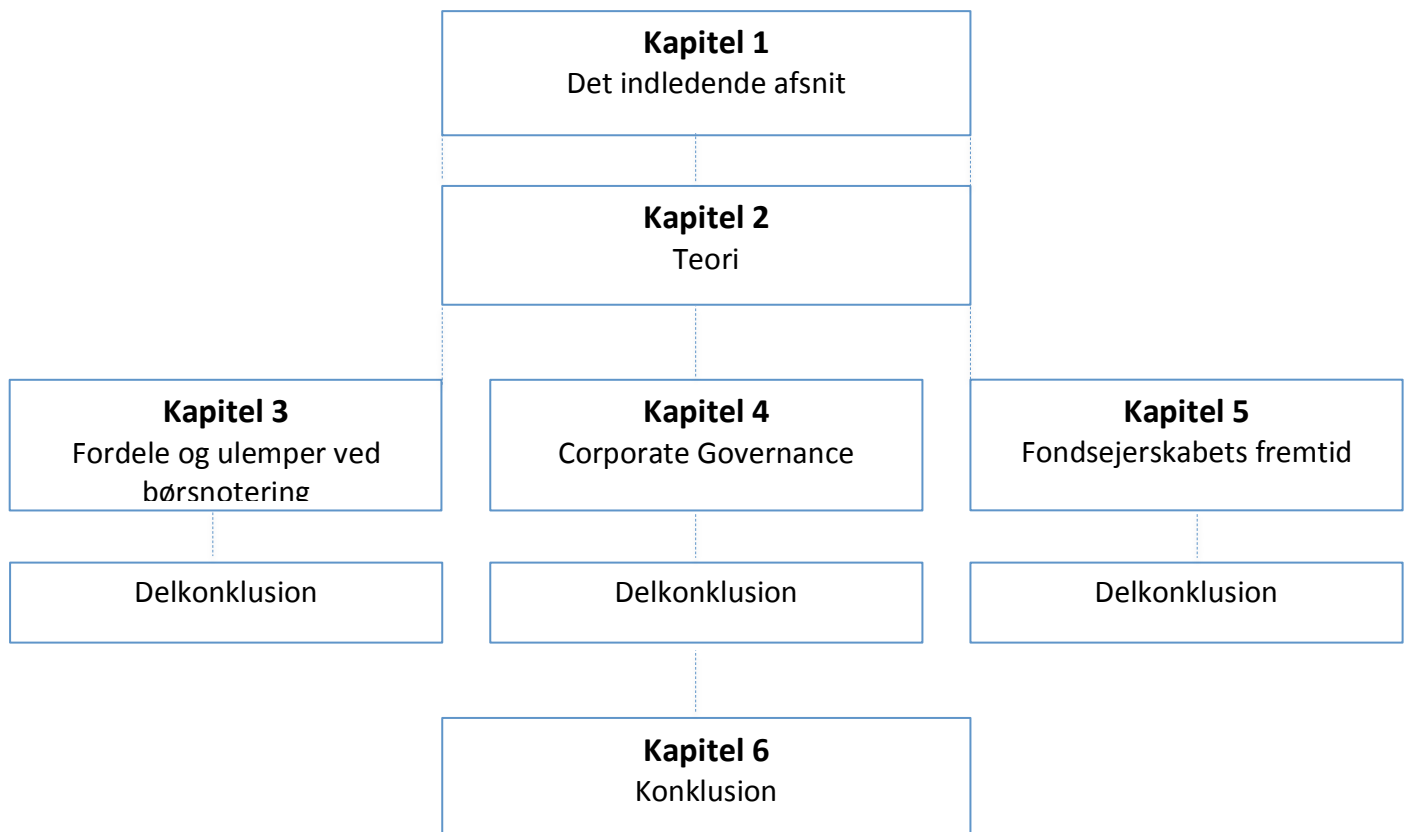
I *Kapitel 3* bliver der foretaget en diskussion af de fordele og ulemper, der er ved at en fondsejet virksomhed bliver børsnoteret.

Kapitel 4 undersøger, hvilken betydning aspekterne i Corporate Governance vil have, hvis der foretages en ændring i virksomhedens ejerstruktur.

Kapitel 5 kigger på de forhold, der kan have indflydelse på de fondsejede virksomheder i den øgede globale konkurrence.

Endelig indeholder *kapitel 6* en konklusion, der skal besvare afhandlingens problemformulering.

Figur 1 – Afhandlingens struktur



Kilde - Egen tilvirkning

2. Teori

2.1 Principal-agentteori

Agentteorien er baseret på de problemstillinger, der opstår i forbindelse med adskillelsen mellem ejerskab og ledelse. Denne adskillelse er en nødvendighed i flere virksomheder, især i de større virksomheder, hvor der er mange aktionærer, hvilket gør det vanskeligt for dem alle at være inddraget i virksomhedens daglige drift. Derfor uddelegerer aktionærerne (principalen) deres beslutningskompetence til ledelsen (agenten), således at ledelsen kan træffe beslutninger på aktionærernes vegne.¹⁴

Som følge heraf kan der opstå nogle interessekonflikter mellem aktionærerne og ledelsen, eftersom de kan have forskellige interesser. Aktionærernes interesse består primært i at maksimere profitten, hvorimod ledelsens interesse består i at maksimere deres løn samt skabe prestige og magt. Der vil derfor opstå nogle interessekonflikter, hvis ledelsen foretager nogle beslutninger for at tilgodese egne interesser fremfor aktionærernes. Det er disse interessekonflikter, som skaber principal-agentproblemerne.¹⁵

Agentomkostninger opstår derfor som en konsekvens af interessekonflikterne mellem aktionærerne og ledelsen. Agentomkostninger er altså de omkostninger, der opstår som følge af, at ledelsen handler imod aktionærernes interesser samt de omkostninger, der vil være forbundet ved overvågning af ledelsen for derigennem at sikre, at ledelsen handler i aktionærernes interesser.¹⁶

Adskillelsen mellem ejerskab og ledelse medfører også nogle problemer omkring tilstedeværelsen af asymmetrisk information. Årsagen hertil er, at ledelsen har en bedre viden omkring, hvad der foregår i virksomheden, da denne dagligt befinder sig i virksomheden i modsætning til aktionærerne. Denne asymmetriske information kan opdeles i to typer af problemer; Adverse

¹⁴ Douma, Sytse & Schreuder, Hein. (2004). "Økonomiske tilgange til organisationer". s. 145-147

¹⁵ Thomsen, Steen, Pedersen, Torben & Strandkov, Jesper. (2004). "Ejerskab og indflydelse i dansk erhvervsliv". s. 15-16

¹⁶ Brealey, Richard A., Myers, Stewart C., & Allen, Franklin. (2011, Tenth Edition). "Principles of Corporate Finance". s. 40-41

selection (skjult information) og Moral hazard (skjult handel/adfærd). Adverse selection er et udtryk for, at eksempelvis ledelsen har adgang til mere information end aktionærene. Det er netop dette udtryk, der skaber den asymmetriske information mellem ledelsen og aktionærene. Moral hazard dækker derimod over det forhold, hvor ledelsen handler imod aktionærernes interesser.¹⁷

Der findes to metoder, der begge forsøger at undgå eller minimere problematikken omkring moral hazard. Den ene metode forsøger at reducere problematikken ved hjælp af øget overvågning af ledelsen. Ved at overvåge ledelsen vil det fremskaffe aktionærene viden om, hvorvidt ledelsens adfærd stemmer overens med aktionærernes interesser. Samtidig kan overvågning forhindre de mest indlysende agentomkostninger, såsom frynsegoder og imperiebyggeri. Selve overvågningen vil dog i de fleste tilfælde være meget omkostningskrævende, hvilket vil medføre et formindsket afkast. Det er dog også vigtigt at pointere, at der vil være nogle agentomkostninger, som ikke kan forhindres, eftersom ejerne ikke med sikkerhed kan vide, hvorvidt ledelsen har taget en beslutning på baggrund af at opnå et imperium eller om beslutningen blot har vist sig at være forkert.¹⁸ Den anden metode forsøger at minimere problematikken ved at motivere ledelsen gennem incitamentsprogrammer. Ved at anvende disse økonomiske incitamentsprogrammer vil det give ledelsen incitament til at arbejde i overensstemmelse med aktionærernes interesser. Formålet med incitamentsprogrammerne er derved at give ledelsen sammenfaldende interesser med aktionærene, hvilket vil være med til at eliminere interessekonflikterne mellem ledelsen og aktionærene.¹⁹ De mest benyttede ledelsesincitament er resultatorienterede bonusordninger, der bliver aktiveret ved opnåelsen af et givent mål samt aktieoptioner.²⁰

Hele denne problematik omkring principal-agentteorien er især relevant at belyse, når man kigger på, hvilke problemer, der kan være for fondsejede virksomheder i forbindelse med en

¹⁷ Thomsen, Steen, Pedersen, Torben & Strandkov, Jesper. (2004). "Ejerskab og indflydelse i dansk erhvervsliv". s. 17

¹⁸ Brealey, Richard A., Myers, Stewart C., & Allen, Franklin. (2011, Tenth Edition). "Principles of Corporate Finance". s. 320-321

¹⁹ Brealey, Richard A., Myers, Stewart C., & Allen, Franklin. (2011, Tenth Edition). "Principles of Corporate Finance". s. 324-326

²⁰ Thomsen, Steen, Pedersen, Torben & Strandkov, Jesper. (2004). "Ejerskab og indflydelse i dansk erhvervsliv". s. 31

børsnotering. Årsagen hertil er, at der i en fondsejet virksomhed ofte vil være et sammenfald mellem ledelsen og aktionærerne, hvilket gør, at der ikke vil opstå nogle interessekonflikter. Men i forbindelse med en børsnotering af en fondsejet virksomhed vil der ske en adskillelse mellem ejerskab og ledelse, hvilket medfører, at disse interessekonflikter kan opstå. Det vil derfor være relevant at inddrage denne teori i diskussionen af problemerne for fondsejede virksomheder i forbindelse med en børsnotering.

2.2. Corporate Governance

Som beskrevet i ovenstående afsnit bygger principal-agentteorien på de asymmetriske informationsforhold samt de interessekonflikter, der kan opstå i forbindelse med adskillelsen af ejerskab og ledelse. Og det er netop disse problemstillinger, der har været med til at præge udviklingen af Corporate Governance.

Corporate Governance tager nemlig sit udgangspunkt i principal-agentteorien, da denne forsøger at dæmme op for de principal-agentproblemer, der kan forekomme i forbindelse med adskillelsen af ejerskab og ledelse i en virksomhed. I forhold til problematikkerne indenfor principal-agentteorien forsøger Corporate Governance at dæmme op for den asymmetriske information ved at anbefale en større grad af åbenhed og gennemsigtighed i virksomheden.²¹ Hertil forsøger Corporate Governance også at forhindre moral hazard ved at sørge for, at ledelsen er tilstrækkelig motiveret til at handle i aktionærernes interesser.²² Problemstillingerne indenfor principal-agentteorien har dermed skabt grundlag for udarbejdelsen af anbefalingerne for Corporate Governance.

Anbefalingerne for Corporate Governance skal altså være med til at øge aktionærernes og andre interessenters tillid til virksomhederne gennem åbenhed og gennemsigtighed. Denne åbenhed og gennemsigtighed skal således sikre, at virksomhedernes aktionærer og øvrige interessenter får

²¹ Nørby-udvalgets Rapport om Corporate Governance i Danmark. (2001). "Anbefalinger for god selskabsledelse i Danmark". s. 15

https://corporategovernance.dk/sites/default/files/sammenfatning_norby_udvalgets_rapport.pdf

²² Nørby-udvalgets Rapport om Corporate Governance i Danmark. (2001). "Anbefalinger for god selskabsledelse i Danmark". s. 21

https://corporategovernance.dk/sites/default/files/sammenfatning_norby_udvalgets_rapport.pdf

den nødvendige information, således at den asymmetriske information mindskes. Helt grundlæggende handler anbefalingerne om, at give aktionærerne og andre interessenter mulighed for at bedømme og vurdere virksomhederne ud fra et transparent grundlag.²³

Det er netop adskillelsen af ejerskab og ledelse, der er det grundlæggende element i anbefalingerne for Corporate Governance. Det er på dette område, at de fondsejede virksomheder adskiller sig, eftersom de er selvejende.²⁴ Derfor er aspekterne indenfor Corporate Governance som udgangspunkt ikke centrale for denne type af ejerform, men vil dog blive det, hvis fondsejede virksomheder vælger at skifte selskabsform via en børsnotering. Anbefalingerne for Corporate Governance henvender sig primært til børsnoterede virksomheder samt virksomheder, der sigter mod en børsnotering.²⁵

²³ Stenderup, Nicholas William Boe. (2014, marts). "Anbefalinger for god selskabsledelse". Børsen, Ledelse http://ledelse.borsen.dk/article/view/127/anbefalinger_for_god_selskabsledelse.html

²⁴ Feldthusen, Rasmus Kristian. (2013, marts). "God fondsledelse". Børsen, Ledelse http://ledelse.borsen.dk/article/view/128/god_fondsledelse.html

²⁵ Nørby-udvalgets Rapport om Corporate Governance i Danmark. (2001). "Anbefalinger for god selskabsledelse". s. 13 https://corporategovernance.dk/sites/default/files/sammenfatning_norby_udvalgets_rapport.pdf

3. Børsnotering

3.1 Fordele ved en børsnotering

Der kan være mange forskellige fordele, der gør, at en virksomhed vælger at foretage en børsnotering. Ofte vil disse fordele agere som motivationsfaktorer for virksomheden, når selve beslutningen om en børsnotering skal tages. Disse fordele vil dog være forskellige fra virksomhed til virksomhed. I nedenstående afsnit vil de væsentligste økonomiske og ikke økonomiske fordele set i forhold til fondsejede virksomheder blive behandlet.

3.1.1 Økonomiske fordele

Den mest udbredte og kendte motivationsfaktor bag en virksomheds beslutning om at foretage en børsnotering er den alternative adgang til risikovillig kapital. Denne adgang til kapital opnås ved, at virksomheden sælger ud af dens ejerskab, ved at lade andre investorer investere i virksomheden. En børsnotering muliggør dermed, at virksomheden kan fremskaffe adgang til risikovillig kapital på en anden måde end gennem optagelse af lån i banken. Denne alternative finansieringsform kan især være tiltalende for virksomheder med store fremtidige investeringer, høj gearing og store vækstrater.²⁶ Årsagen hertil er, at der gennem en børsnotering kan fremskaffes en større mængde kapital end ved et lån i banken. Hertil kan en høj gearing gøre det vanskeligt for virksomheden at optage yderligere lån i banken, og den kan dermed være nødsaget til at skaffe kapital andetsteds, hvilket kunne være gennem en børsnotering. Det at virksomheden kan fremskaffe store mængder af kapital sammenlignet med andre finansieringsformer gør, at mange virksomheder vælger at blive børsnoteret.

En anden fordel er, at virksomheden gennem børsnoteringen tilegner sig en anden finansieringskilde end banken, hvilket medfører en øget konkurrence herimellem. Den øgede konkurrence kan presse banken til at give virksomheden lavere renter på lån, da virksomheden ellers vil fremskaffe den nødvendige kapital på aktiemarkedet. Med andre ord vil en børsnotering

²⁶ Pagano, Marco, Panetta, Fabio & Zingales, Luigi. (1998, februar). "Why do companies go public? An empirical analysis. The Journal of Finance, s. 38-39

<http://faculty.chicagobooth.edu/luigi.zingales/papers/research/comppub.pdf>

øge virksomhedens forhandlingsstyrke overfor de finansielle partere.²⁷ Denne konkurrence er med til at sikre, at bankerne ikke tager overnormale renter i forbindelse med en virksomheds optagelse af lån.

En børsnotering vil ligeledes give de nuværende ejere af virksomheden mulighed for at diversificere sig. De nuværende ejere kan sælge ud af deres ejerandel og derigennem få frigivet kapital, som de dermed kan bruge til at investere i andre aktiver. Diversificeringen vil minimere ejernes risiko, eftersom de vil blive mindre sårbare over for tab eller negative konjunkturer.²⁸ Grunden til dette er, at deres afkast ikke afhænger af en enkelt investering, men derimod af flere, hvilket kan medføre, at resultaterne af investeringerne kan opveje hinanden. Det vil sige, at tab fra en investering kan opvejes af gevinster fra en anden investering. Dette punkt er især en fordel for virksomheder med et koncentreret ejerskab, herunder familie- og fondsejerskab, da disse ofte har en mindre risikospredning end ved spredt ejerskab. De vil igennem en børsnotering opnå en bedre risikospredning.²⁹

3.1.2 Ikke økonomiske fordele

Der vil ikke kun være økonomiske fordele forbundet med en børsnotering, men også fordele, som ikke er af økonomisk karakter.

Hvis en virksomhed bliver børsnoteret vil selve ejerskabet og dermed kontrollen af virksomheden ændre sig. Grunden til dette er, at virksomheden vil gå fra at være ejet af en enkelt eller få ejere, til at være ejet af flere ejere. Med andre ord vil ejerskabet af virksomheden blive spredt ud på flere aktionærer. Denne spredning af ejerskab kan både have en positiv og negativ effekt på virksomheden. Den positive effekt vil være, at virksomheden via en børsnotering kan overdrage

²⁷ Pagano, Marco, Panetta, Fabio & Zingales, Luigi. (1998, februar). "Why do companies go public? An empirical analysis. The Journal of Finance, s. 39
<http://faculty.chicagobooth.edu/luigi.zingales/papers/research/comppub.pdf>

²⁸ Pagano, Marco, Panetta, Fabio & Zingales, Luigi. (1998, februar). "Why do companies go public? An empirical analysis. The Journal of Finance, s. 40
<http://faculty.chicagobooth.edu/luigi.zingales/papers/research/comppub.pdf>

²⁹ De Økonomiske Råd. "Dansk økonomi 2010". Kapitel 2, s. 101
http://www.dors.dk/files/media/rapporter/1999/f99/f99_kapitel_2.pdf

kontrollen af virksomheden til andre hænder. En børsnotering kan derfor være en mulig løsning, hvis virksomhedens nuværende ejere ikke ønsker at have kontrollen med virksomheden længere.

³⁰ På denne måde vil de nuværende ejere få frigivet kapital samt minimeret deres risiko.

Det er tidligere i afhandlingen blevet nævnt, at selve problematikken omkring principal-agentteorien opstår i forbindelse med en børsnotering og at disse problematikker kan være en ulempe for virksomheden. Der kan dog også argumenteres for, at disse problematikker vil være en fordel for virksomheden. Dette skyldes, at en fond ikke har nogen ejerkreds, som kan overvåge og kontrollere ledelsen. De fleste beslutninger træffes af ledelsen, som ikke står til ansvar over for nogle ejere, hvilket kan medføre, at ledelsen ikke sigter efter at drive virksomheden så effektiv som muligt. Det kan betyde en ineffektiv styring af virksomheden. I sådan en situation vil en børsnotering kunne løse problemet, eftersom en børsnotering vil øge presset på virksomhedens ledelse.³¹

Den fondsejede virksomhed Lego er et eksempel på en virksomhed, som har stået i en lignende situation. Tilbage i år 2004 fremlagde virksomheden et stort underskud, som vurderet blandt andet skyldtes dårlig ledelse og dårlig styring af virksomheden. Her var problemet, at ejeren af virksomheden også agerede som administrerende direktør, hvilket resulterede i en ineffektiv styring af virksomheden.³² Denne ineffektive styring af virksomheden kan blandt andet skyldes den stærke ejerfølelse, som mange ejere af fondsejede og familieejede virksomheder har. Hvis Lego derimod havde været børsnoteret, ville presset fra aktionærerne have været medvirkende til at sikre en mere effektiv ledelse. Hermed vil en børsnotering kunne reducere de problemer, der kan opstå i forbindelse med fondskontrol og -ejerskab.

³⁰ Pagano, Marco, Panetta, Fabio & Zingales, Luigi. (1998, februar). "Why do companies go public? An empirical analysis. The Journal of Finance, s. 41

<http://faculty.chicagobooth.edu/luigi.zingales/papers/research/comppub.pdf>

³¹ De Økonomiske Råd. "Dansk økonomi 2010". Kapitel 2, s.148

http://www.dors.dk/files/media/rapporter/1999/f99/f99_kapitel_2.pdf

³² Hansen, Jens Christian. (2012, 24 maj). "Familien hjælper Lego". Berlingske, Business

<http://www.business.dk/diverse/kommentar-familien-hjaelper-lego> og Lauta, Nikolaj. (2004, 21 oktober).

"Lego venter milliard-underskud – Kirk stopper". Politiken, Økonomi

<http://politiken.dk/oekonomi/ECE97551/lego-venter-milliard-underskud---kirk-stopper/>

3.2 Ulemper ved en børsnotering

Ligesom der kan være mange fordele ved at blive børsnoteret, kan der også være ulemper. Den enkelte virksomhed må derfor veje fordelene op mod ulemperne i forbindelse med dens beslutning om en børsnotering. I nedenstående afsnit vil der ligesom under afsnit 3.1 blive redegjort for de økonomiske og ikke økonomiske ulemper, der kan være ved en børsnotering.

3.2.1 Økonomiske ulemper

En direkte økonomisk ulempe er, at det er meget omkostningskrævende at foretage en børsintroduktion. De mange omkostninger, der er forbundet med en børsintroduktion er omkostninger til assistance fra diverse finansielle rådgivere, advokater og revisorer, der skal hjælpe med at udfærdige virksomhedens prospekt samt andre praktiske opgaver i forbindelse med børsintroduktionen. Dertil kommer omkostninger i form af gebyrer til værdipapircentralen samt den direkte afregning til Fondsbørsen for optagelse af virksomhedens aktier til notering og handel. Hertil vil virksomheden efter børsnoteringen skulle betale årlige omkostninger til Fondsbørsen for at forblive aktiv.³³ Der er altså store omkostninger forbundet med en børsnotering, hvilket gør, at virksomhederne nøje bør overveje, om de er økonomisk robuste til at foretage børsnoteringen.

Adverse selection vil også kunne relateres som en økonomisk ulempe til en børsnotering. Dette skyldes, at der vil være en risiko for, at virksomheden får tilført mindre kapital på grund af adverse selection. Adverse selection handler som tidligere nævnt om, at virksomhedens involverede partere kan have forskellig viden om virksomheden, hvilket skaber asymmetrisk information. I forhold til en børsintroduktion af en fondsejet virksomhed, kan denne asymmetriske information opstå, eftersom fonden vil have en større viden om virksomhedens forhold end de potentielle investorer vil have. Problemet ved dette er, at investorerne dermed bliver tvunget til at betale en lavere pris for virksomhedens aktier, da de vil være sikre på, at de ikke betaler en overpris for

³³ Lett. (2014). "Børsnotering i Danmark". s. 96-98
https://www.lett.dk/media/888681/BoersnoteringiDanmark_lett.pdf

aktien, eftersom de ikke har den samme information som virksomheden selv.³⁴ Dette vil resultere i, at virksomhedens aktier bliver solgt til en lavere pris end, hvad de egentlig er værd.

Denne problematik vil dog anses for at være størst ved mindre og mellemstore virksomheder, eftersom informationsniveauet omkring de store virksomheder er større, hvilket skyldes, at større virksomheder oftest optræder mere i medierne, ligesom de kan være forpligtet til mere information i årsrapporterne qua deres finansielle størrelse. De får dermed mere omtale end de mindre og mellemstore virksomheder. For eksempel får de store fondsejede virksomheder såsom Danfoss, Lego og Falck væsentlig mere medieomtale end de små fondsejede virksomheder.

Den anden type af asymmetrisk information, moral hazard, vil også være en ulempe, der kan opstå i forbindelse med en børsnotering. Årsagen hertil er som tidligere nævnt, at ledelsen kan have et incitament til at forfølge egne interesser og derved maksimere sin egen nytte frem for aktionærernes. Der vil som følge heraf opstå nogle agentomkostninger, hvilket anses som en økonomisk ulempe i forbindelse med en børsnotering. Grundet forskellige interesser hos principalen og agenten, må principalen bruge ressourcer på at overvåge agenten. Disse omkostninger er i litteraturen kaldet "agency cost"³⁵ eller på dansk agentomkostninger. Dette vil altså anses for at være en økonomisk ulempe, der kan opstå, som følge af en børsnotering.

Det er dog værd at nævne, at man forsøger at minimere den asymmetriske information gennem øgede anbefalinger for de børsnoterede virksomheder. Anbefalingerne for Corporate Governance lægger op til mere åbenhed og gennemsigtighed i virksomhederne, hvilket skal sikre, at de involverede parter får den nødvendige information. Aspekterne fra Corporate Governance vil blive gennemgået i afhandlingens kapitel 4.

³⁴ Douma, Sytse & Schreuder, Hein (2004). "Økonomiske tilgange til organisationer". s. 81-84

³⁵ Henry, Anthony E. (2011, second edition). "Understanding Strategic Management". s. 400

3.2.2 Ikke økonomiske ulemper

Som nævnt i afsnit 3.1.2 vil en børsnotering forårsage en spredning af ejerskabet, hvilket både kan have en positiv og negativ effekt på virksomheden. Den negative effekt vil være, at der kan opstå nogle konflikter mellem ledelsen og de nye aktionærer, idet deres interesser samt målsætninger kan afvige fra hinanden. Ledelsen vil sigte efter at optimere egne forhold, hvorimod ejerne vil gå efter at skaffe det højest mulige afkast. Med andre ord vil adskillelsen give nogle styringsmæssige problemer, idet det kan være svært for aktionærene at overvåge og kontrollere, om virksomheden drives med henblik på at skaffe det størst mulige afkast til aktionærene.³⁶ Denne problematik er lille eller muligvis ikke eksisterende i fondsejede virksomheder, da der er få ejere, som alle har mulighed for at overvåge og kontrollere ledelsen.³⁷

Det kan dermed vurderes, at det vil være en stor ulempe for en fondsejet virksomheds nuværende ejere, hvis virksomheden blev børsnoteret, da deres indflydelse og kontrol vil være mindre herefter. En måde hvorpå de nuværende ejere kan sikre fortsat indflydelse og kontrol af virksomheden, hvis den bliver børsnoteret er gennem stemmeretsbegrænsninger. Herigennem kan man opdele aktierne i A- og B-aktier, hvor der vil være forskellige rettigheder tilknyttet.³⁸ Det ses, at mange af de største noterede danske fondsejede virksomheder, heriblandt Carlsberg³⁹ og A.P. Møller - Mærsk⁴⁰, benytter sig af denne opdeling. Det er dog forskelligt fra virksomhed til virksomhed, hvad rettighederne indeholder. Det er i den forbindelse værd at nævne, at Nørby-udvalget i deres rapport om Corporate Governance anbefaler at virksomhederne afskaffer disse stemmeretsbegrænsninger.⁴¹ Hvis stemmeretsbegrænsningerne bliver fjernet, vil børsnoteringen igen blive en ulempe for de fondsejede virksomheder. Grunden til dette er, at fundatsen ofte

³⁶ De Økonomiske Råd. "Dansk økonomi 2010". Kapitel 2, s. 99-100

http://www.dors.dk/files/media/rapporter/1999/f99/f99_kapitel_2.pdf

³⁷ De Økonomiske Råd. "Dansk økonomi 2010". Kapitel 2, s. 119

http://www.dors.dk/files/media/rapporter/1999/f99/f99_kapitel_2.pdf

³⁸ De Økonomiske Råd. "Dansk økonomi 2010". Kapitel 2, s. 114

http://www.dors.dk/files/media/rapporter/1999/f99/f99_kapitel_2.pdf

³⁹ <http://www.carlsbergfondet.dk/da/Om-fondet/Organisation/EjerskabCarlsberg>

⁴⁰ Larsen, Karina B. (2009, 3 september). "Mærsk's A-aktie er billigere og mere værd". Børsen, Penge.

http://penge.borsen.dk/artikel/1/165059/maersks_a-aktie_er_billigere_og_mere_vaerd.html

⁴¹ Nørby-udvalgets Rapport om Corporate Governance i Danmark. (2001). "Anbefalinger for god selskabsledelse i Danmark". s. 54 <https://corporategovernance.dk/sites/default/files/noerby-udvalgets-rapport-fra-2001.pdf>

foreskriver, at fonden skal bevare kontrollen over virksomheden, men hvis aktieklasserne bliver sammenlagt, så skal fonden for at bevare sin kontrol have flere aktier, hvilket nogle af fondene ikke vil være i stand til rent økonomisk.⁴² En anden måde, hvorpå fonden kan sikre deres bestemmende indflydelse, er ved at have et flertal af stemmerne.

Derudover vil adskillelsen af ejerskabet også medføre nogle ændringer i forhold til de nuværende ejers følelsesmæssige relationer til den fondsejede virksomhed. Ofte vil der være tilknyttet en ejer følelse samt stolthed til den fondsejede virksomhed. Dette bunder blandt andet i, at de fleste fondsejede virksomheder typisk er ejet af en familie, hvilket netop giver nogle følelser for virksomheden af personlig karakter.⁴³ Disse følelser vil muligvis blive ændret i forbindelse med en børsnotering, da ejerforholdet til virksomheden vil ændre sig. Et eksempel kunne være Lego, som ikke ønsker at foretage en børsnotering af virksomheden, hvilket blandt andet skyldes, at familien er tæt tilknyttet virksomheden og derfor ønsker at beholde virksomheden på familiens hænder.⁴⁴ Lego er dermed et godt eksempel på en fondsejet virksomhed, der blandt andet fravælger en børsnotering på grund af, at de ikke vil miste deres ejer følelse for virksomheden.

En anden ulempe ved en børsnotering er de mange krav, der stilles til virksomhedens informationsniveau. Hensigten med disse krav er at fremme investorbeskyttelsen, hvilket sker igennem informationssymmetri. Med andre ord er hensigten med disse krav at sørge for, at investorerne har den tilstrækkelige og nødvendige information, således at de kan vurdere selskabet ud fra et korrekt grundlag.⁴⁵ Disse krav vil medføre et tab af fortrolighed, hvilket kan gavne virksomhedens konkurrenter. Det vil dog have forskellige grader af indflydelse alt efter, hvilken type af virksomhed der er tale om. For eksempel vil det have en større effekt på en

⁴² Rose, Caspar. (2005). "Overtagelsesværens indflydelse på ledelsens incitamenter". Ledelse og Erhvervsøkonomi/Handelsvidenskabeligt Tidsskrift/Erhvervsøkonomisk Tidsskrift. s. 190
<https://tidsskrift.dk/index.php/ledelseogerhvervsøkonomi/article/view/30270/58405>

⁴³ Feldthusen, Rasmus Kristian. (2013, marts). "God fondsledelse". Børsen, Ledelse
http://ledelse.borsen.dk/article/view/128/god_fondsledelse.html

⁴⁴ Steensgaard, Nikolai. (2012, 14 april). "LEGO holder sig langt væk fra børsen". JyskeVestkysten, Business
<http://www.jv.dk/artikel/1316182:Business--LEGO-holder-sig-langt-vaek-fra-bOersen>

⁴⁵ Christensen, Jacob. (2013, marts). "Børsnoterede selskabers oplysningsforpligtelser og accessoriske regler". Børsen, Ledelse
http://ledelse.borsen.dk/article/view/130/boersnoterede_selskabers_oplysningsforpligtelser_og_accessoriske_regler.html

innovativ virksomhed, da det vil give konkurrenterne mulighed for at agere hurtigere, hvilket vil minimere den konkurrencemæssige fordel som den nye idé ville have skabt.

En børsnotering vil altså skabe en øget åbenhed omkring virksomheden, hvilket vil være en forholdsvis stor ændring set i forhold til de fondsejede virksomheder, som ofte er meget lukkede omkring forholdene i virksomheden. Det er netop disse krav om informationsniveauet, der blandt andet er årsag til, at den fondsejede virksomhed Grundfos ikke ønsker at foretage en børsnotering, da dette vil reducere deres frihed.⁴⁶ Det er dog værd at nævne, at der i ultimo år 2014 er blevet udviklet nogle anbefalinger om god fondsledelse, som skal medvirke til at skabe øget åbenhed og gennemsigtighed omkring virksomheden.⁴⁷ Disse anbefalinger vil højst sandsynligt være medvirkende til, at der ikke vil være et ligeså stort informationsgab ved en børsnotering, da de fondsejede virksomheder gennem anbefalingerne har åbnet op for flere informationer om virksomheden.

3.3 Undersøgelser omkring ejerskabets betydning

I det følgende afsnit vil de teoretiske aspekter blive sat i relation til nogle af de undersøgelser samt udtalelser, der er blevet foretaget på området om ejerskabets betydning for virksomhedernes performance. Dette gøres for at vurdere, om der er en ejerform, der er bedre end andre til at skabe værdi for virksomheden.

3.3.1 Bestyrelsens og ledelsens betydning for virksomheden

"I de virksomheder, hvor ejeren har en stor indflydelse, har selve bestyrelsesarbejdet en mindre betydning for virksomhedens udvikling, end for de virksomheder med minoritetsejerskab. Med andre ord har bestyrelsen en mindre indflydelse for familie- og fondsejede virksomheder, hvilket

⁴⁶ Ukendt. (2012, 21 maj). "Grundfos afviser børsen". Berlingske, Business. Besøgt 2016, 24 marts <http://www.business.dk/diverse/grundfos-afviser-boersen>

⁴⁷ Komitéen for god fondsledelse. (2014, december). "Anbefalinger for god fondsledelse". <https://godfondsledelse.dk/sites/default/files/anbefalingerforgodfondsledelse.pdf>

tyder på, at bestyrelsen får mindre spillerum i virksomheder, hvor den største ejer er en familie eller en fond.”⁴⁸

Dette citat fra analysen kan underbygges af et eksempel fra det danske erhvervsliv, hvor bestyrelsesarbejdet i det fondsejede Lego ikke havde haft den store indflydelse på virksomhedens performance. Årsagen hertil var netop, at ejeren og den administrerende direktør var den samme person, hvilket gjorde at bestyrelsens arbejde fik mindre betydning.⁴⁹ At bestyrelsens arbejde får mindre betydning i virksomheder, hvor ejeren har en stor indflydelse stemmer overens med agentteorien. Dette skyldes, at agentteorien siger, at bestyrelsens opgave er at varetage ejernes interesser, når ejerne ikke selv leder virksomheden. I dette tilfælde var der et sammenfald mellem ejerskab og ledelse, hvilket netop medfører, at bestyrelsens funktion bliver mindre, idet ejeren også agerede som ledelsen i virksomheden.⁵⁰ Bestyrelsesarbejdet vil altså have en større indflydelse på virksomheden i virksomheder, hvor ejerskabet er spredt. Dette påviser, at der vil være en forskel i bestyrelsens betydning for virksomhedens performance i de forskellige ejerformer.

3.3.2 Ejerskabets betydning for virksomheden

Der er som tidligere nævnt et mindre pres på de fondsejede virksomheder, eftersom fondene ikke har nogen ejerkreds bag sig. Dette giver fondsejerskabet en fordel i forhold til, at de kan fokusere på at skabe langsigtede afkast frem for kortsigtede afkast. Der er dog en del teori, der angiver, at de fondsejede virksomheder præsterer dårligere resultater end virksomheder med spredt ejerskab. Men ifølge en analyse udarbejdet af Steen Thomsen, professor ved Center for Corporate Governance på CBS i København, giver de fondsejede virksomheder faktisk et bedre afkast til ejerne end virksomheder med en anden ejerform.⁵¹ Flere af bestyrelsesformændene bag de største fondsejede virksomheder bekræfter dette og mener, at årsagen hertil skyldes det

⁴⁸ Thomsen, Steen, Pedersen, Torben & Strandskov, Jesper. (2004). "Ejerskab og indflydelse i dansk erhvervsliv". s. 91

⁴⁹ Lunde, Niels. (2012). "Miraklet i LEGO". s. 77

⁵⁰ Thomsen, Steen, Pedersen, Torben & Strandskov, Jesper (2004). "Ejerskab og indflydelse i dansk erhvervsliv". s. 91

⁵¹ Ukendt. (2012, 27 maj). "De fondsejede virksomheder klarer sig bedst". Berlingske, Business <http://www.business.dk/diverse/professor-de-fondsejede-virksomheder-klarar-sig-bedst>

langsigtede fokus på profit fremfor det kortsigtede. Dog mener disse bestyrelsesformænd også, at det ikke kun er selve fondsejerskabet, der giver en større garanti for gode resultater, men at det derimod er virksomhedens bestemmende ejere, der kan påvirke de gode resultater. Derfor kan de gode resultater skabes, hvis virksomheden har nogle kvalificerede ejere. De gode resultater afhænger ifølge dem ikke af ejerformen.⁵²

Det er dog ikke alle investorer, der har et fokus på kortsigtede afkast. Ifølge en udtalelse fra en direktør for verdens største investor, BlackRock, har fokuset på at skabe kortsigtede afkast taget overhånd og virksomhederne bør i stedet fokusere på langsigtede afkast, som kan sikre en robust vækst.⁵³ Denne udtagelse underbygger Steen Thomsen teori om, at årsagen til, at de fondsejede virksomheder klarer sig bedre er på grund af deres langsigtede fokus på afkast. Dette betyder nødvendigvis ikke, at selve ejerskabsformen har en indflydelse på virksomhedernes resultater, men at det derimod er andre forhold, som for eksempel ejerne. Ifølge en aktiechef for investeringsbanken SEB Enskilda og en direktør for en investeringsafdeling i pensionskasserne PKA er det andre forhold end ejerskabet, som skaber værdi for virksomhederne.⁵⁴

⁵² Kronenberg, Kasper. (2005, 24 juni). "De kæmper for familiens ære". Børsen, Executive http://borsen.dk/nyheder/generelt/artikel/1/74755/executive_de_kæmper_for_familiens_aere.html?hl

⁵³ Ukendt. (2016, 21 februar). "Topinvestorer til topchefer: Tænk længere". Mandag Morgen. Besøgt 2016, 24 marts [https://www.mm.dk/topinvestorer-topchefer-\"taenk-laengere\"](https://www.mm.dk/topinvestorer-topchefer-\)

⁵⁴ Ukendt. (2012, 27 maj). "De fondsejede virksomheder klarer sig bedst". Berlingske, Business <http://www.business.dk/diverse/professor-de-fondsejede-virksomheder-klarar-sig-bedst>

3.4 Delkonklusion

Det er i det foregående afsnit blevet diskuteret, hvilke fordele og ulemper, der er for fondsejede virksomheder i forbindelse med en eventuel børsnotering.

Figur 2 – Fordele og ulemper ved børsnotering

Fordele	Ulemper
<ul style="list-style-type: none">• Adgang til risikovillig kapital	<ul style="list-style-type: none">• Omkostningskrævende
<ul style="list-style-type: none">• Øget forhandlingsstyrke overfor finansielle partere	<ul style="list-style-type: none">• Asymmetrisk information → mindre kapitaltilførsel
<ul style="list-style-type: none">• Bedre mulighed for risikospredning for tidligere ejere	<ul style="list-style-type: none">• Spredning af ejerskab
<ul style="list-style-type: none">• Markedskræfterne sørger for nødvendigt kontrolniveau	<ul style="list-style-type: none">• Interessekonflikter mellem principal og agent
<ul style="list-style-type: none">• Øget pres på virksomhedens ledelse, som giver en effektiv styring	<ul style="list-style-type: none">• Øget informationsniveau → åbenhed og gennemsigtighed

Kilde – Egen tilvirkning

Fordelene ved en børsnotering er, at den giver en alternativ mulighed for at fremskaffe risikovillig kapital, hvilket også vil medføre en øget forhandlingsstyrke over for bankerne i forhold til forhandling af renteniveauet. Herudover kan de nuværende ejere gennem en børsnotering få frigivet kapital, hvilket vil give dem mulighed for via diversifikation at sprede deres risiko i deres investeringsportefølje. Samtidig vil en børsnotering indebære, at ejerskabet bliver spredt ud mellem flere ejere, hvilket giver mulighed for at kontrollen af virksomheden kan overdrages til flere. Yderligere vil en børsnotering øge presset på virksomhedens ledelse, da der kommer flere ejere til, hvilket kan bevirke en bedre og mere effektiv styring af virksomheden.

Ulemperne ved en børsnotering er, at det er en omkostningstung proces grundet de mange omkostninger til professionel assistance samt fondsbørsen. Hertil kan der opstå asymmetrisk information i forbindelse med en børsnotering, hvilket medfører en risiko for, at virksomheden får tilført mindre kapital, eftersom den asymmetriske information tvinger aktionærene til at betale mindre for virksomhedens aktier. Yderligere vil en børsnotering medføre en spredning af

ejerskabet, hvilket gør, at virksomheden mister den fordel som den havde ved fondsejerskabet i forhold til at kontrollere principal-agent problematikkerne. Endelig vil en børsnotering indebære et øget krav vedrørende virksomhedens informationsniveau, hvilket medfører mere åbenhed. Dette kan påvirke virksomhedens konkurrencemæssige position.

Herefter blev der inddraget forskellige undersøgelser samt udtalelser omkring ejerskabets betydning for virksomhedernes performance i diskussionen. En undersøgelse har vist at bestyrelsesarbejdet har en mindre betydning for virksomheder, der er familie- eller fondsejet, eftersom der er et sammenfald mellem ejer og ledelse, hvilket minimerer behovet for bestyrelsen. Hertil er der en del teori, der peger på, at fondsejede virksomheder skaber dårligere resultater end virksomheder med spredt ejerskab. En undersøgelse samt udtagelser fra bestyrelsesmænd i fondsejede virksomheder modbeviser dette og mener, at årsagen til, at de faktisk skaber bedre resultater er på grund af det langsigtede fokus. Samtidig mener bestyrelsesformændene, at de bedre resultater ikke skyldes ejerskabet, men derimod kvalificerede ejere, der ikke kun har profit for øje. Denne holdning bakkes også op af personer fra henholdsvis en investeringsafdeling og en investeringsbank.

Det kan konkluderes, at der er mange fordele og ulemper, der spiller ind i forbindelse med beslutningen om en børsnotering. Det vil altså være op til den enkelte fond at opveje ulemperne op imod fordelene og derigennem træffe en beslutning om, om en børsnotering vil være fordelagtigt for dem. Det er dog værd at holde sig for øje, at virksomhedens performance ikke alene afhænger af ejerskabet, men derimod af forholdet mellem ejerne, bestyrelsen og ledelsen.

4. Corporate Governance

Corporate Governance, eller på dansk god selskabsledelse, er et begreb, der kan tolkes på mange forskellige måder, men det kan bredt forstås som virksomhedernes overordnede styresystem. Det er igennem litteraturen blevet defineret på forskellige måder. Cadbury (1992) definerer det som værende *"det system, hvorigennem virksomhederne ledes og kontrolleres"*.⁵⁵ Denne definition har et fokus på de ledelsessystemer samt kontrolelementer et selskab kan ledes efter. Hvorimod Schleifer & Vishny (1997) definerer det som *"det system, der kan sikre investorerne et tilfredsstillende afkast på deres investerede kapital"*. Ved denne definition er det kontrolelementet og aktionæren, der er i fokus. Endelig blev begrebet også defineret af Nørby-udvalget (2001) som *"de mål, et selskab styres efter og de overordnede principper og strukturer, der regulerer samspillet mellem ledelsesorganerne i selskabet, ejerne samt andre, der direkte berøres af selskabets dispositioner og virksomhed"*.⁵⁶ I deres definition er samspillet mellem selskabets forskellige aktører i fokus.

Det kan ses, at der igennem årene er sket en ændring i Corporate Governance-fokus. Fra at Corporate Governance alene fokuserede på virksomhedens relationer til aktionærerne, så fokuserer Corporate Governance i dag også på relationerne mellem virksomhedens øvrige interessenter.⁵⁷ Herved er både shareholder-perspektivet og stakeholder-perspektivet gennemgående elementer i Corporate Governance. Endvidere har definitionerne af Corporate Governance det til fælles, at de alle fokuserer på, hvordan virksomheden ledes og kontrolleres. I virksomheder, hvor ejerkredsen er stor, herunder især i børsnoterede virksomheder, overdrager ejerne ofte deres beslutningskompetence til ledelsen. Der forekommer derved en adskillelse af ejerskab og ledelse, hvilket medfører de omtalte principal-agentproblemer og det er netop disse problemer som Corporate Governance forsøger at løse. Corporate Governance beskæftiger sig

⁵⁵ Thomsen, Steen, Pedersen, Torben & Strandskov, Jesper. (2004). "Ejerskab og indflydelse i dansk erhvervsliv". s. 14

⁵⁶ Nørby-udvalgets Rapport om Corporate Governance i Danmark (2001). "Anbefalinger for god selskabsledelse i Danmark". s. 11 <https://corporategovernance.dk/sites/default/files/noerby-udvalgets-rapport-fra-2001.pdf>

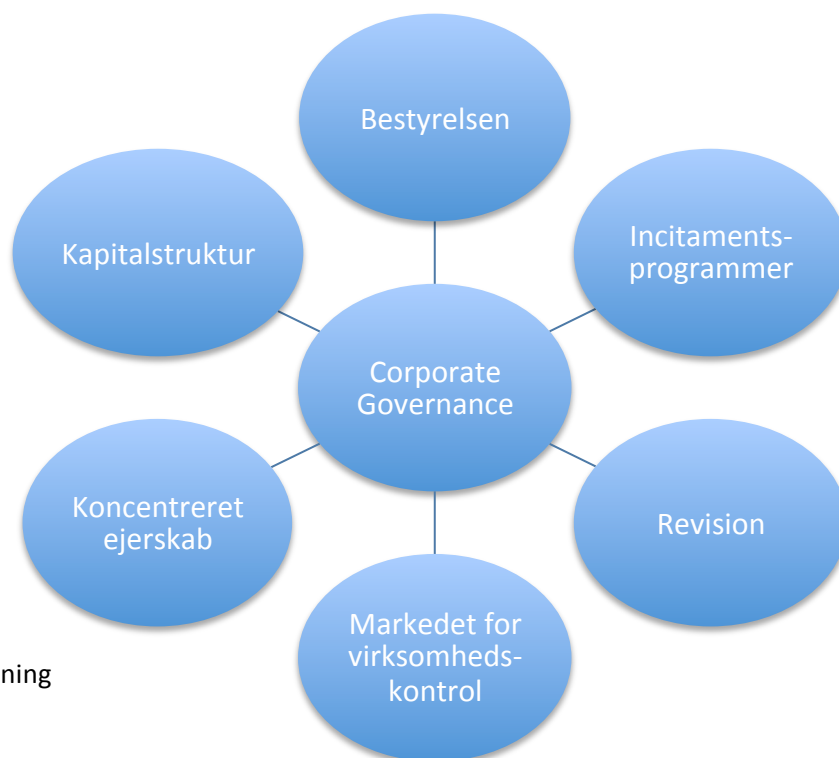
⁵⁷ Nørby-udvalgets Rapport om Corporate Governance i Danmark (2001). "Anbefalinger for god selskabsledelse i Danmark". s. 21 <https://corporategovernance.dk/sites/default/files/noerby-udvalgets-rapport-fra-2001.pdf>

altså med, hvordan virksomhedens ejerkreds kan sikre sig, at virksomheden drives ud fra deres interesser, når selve ansvaret for virksomhedens daglige drift er blevet overdraget til ledelsen.⁵⁸

4.1 Governance-mekanismer

Den primære løsning på principal-agentproblemerne vil være, at ejerne selv varetager ledelsen af virksomheden, således at der ikke opstår en adskillelse af ejerskab og ledelse. Dette vil dog i mange tilfælde ikke være en mulighed, da ejerkredsens størrelse vil gøre det umuligt for samtlige ejere at varetage ledelsen af virksomheden. Da principal-agentproblemerne ikke kan løses ved, at ejerne selv varetager ledelsen, er der en række Corporate Governance-mekanismer, der er medvirkende til at løse problemerne.⁵⁹ Det efterfølgende afsnit vil således belyse, hvilke væsentligste governance-mekanismer, der kan være med til at dæmme op for principal-agentproblemerne.

Figur 3 – Corporate Governance-mekanismer



Kilde - Egen tilvirkning

⁵⁸ Nørby-udvalgets Rapport om Corporate Governance i Danmark (2001). "Anbefalinger for god selskabsledelse i Danmark". s. 23 <https://corporategovernance.dk/sites/default/files/noerby-udvalgets-rapport-fra-2001.pdf>

⁵⁹ Thomsen, Steen. (2008). "An Introduction to Corporate Governance. Mechanisms and Systems". s. 41

4.1.1 Bestyrelsen

Principal-agentproblemerne skaber et behov for, at der bliver tilføjet kontrol med virksomhedens daglige ledelse. Når ejerskabet er spredt, er det meget omkostningsfuldt for alle virksomhedens ejere at foretage kontrol af den daglige ledelse, hvorfor ejerne uddelegerer kontrollen af ledelsen til bestyrelsen.⁶⁰ Bestyrelsen er således ejernes repræsentant, der på ejernes vegne skal overvåge ledelsen, hvilket skal give ledelsen incitament til at handle i ejernes interesser. Bestyrelsens overvågning skal være med til, at ejerne kan føle sig sikre på, at ledelsen træffer de beslutninger, der er bedst for virksomheden. Overvågningen vil altså mindske problemerne omkring moral hazard, som er et af principal-agentproblemerne.

Det er ligeledes bestyrelsen, der har beføjelsen til at afskedige en inkompetent ledelse, hvilket også bør være medvirkende til, at ledelsen udfører sine daglige opgaver efter ejernes interesser. For, hvis ikke de udfører et tilfredsstillende arbejde, så kan der være en risiko for, at de bliver fyret.

Der vil som følge af bestyrelsens overvågning af ledelsen opstå nogle agentomkostninger, hvilket vil mindske virksomhedens overskud. Dog vil disse omkostninger være mindre set i forhold til, hvis alle virksomhedens ejere selv skulle foretage denne overvågning. Samtidig vil bestyrelsens overvågning være med til at reducere de agentomkostninger, der vil opstå på baggrund af, at lederne handler i deres egen interesse fremfor ejernes. Heriblandt omkostninger vedrørende frynsegoder, imperiebyggeri med mere.⁶¹

Det, at bestyrelsen er indsat til at udøve kontrol af ledelsen sikrer ikke nødvendigvis, at principal-agentproblemerne bliver løst. For hvilke instanser sikrer, at bestyrelsen varetager ejernes interesser og ikke blot sine egne interesser? Det, at bestyrelsen kan varetage egne interesser vil dermed fremkalde et nyt principal-agentproblem. Med andre ord er bestyrelsens kontrolfunktion

⁶⁰ Thomsen, Steen, Pedersen, Torben & Strandkov, Jesper. (2004). "Ejerskab og indflydelse i dansk erhvervsliv". s. 26-27

⁶¹ Brealey, Richard A., Myers, Stewart C. & Allen, Franklin. (2011 Tenth Edition). "Principles of Corporate Finance". s. 320

kun en delvis løsning på principal-agentproblemet og dermed ikke en garanti for god Corporate Governance.

4.1.1.1 Bestyrelsens sammensætning

For netop at sikre at bestyrelsen varetager ejernes interesser, fremfor egne, er det ifølge Nørby udvalgets anbefalinger om god Corporate Governance vigtigt, at bestyrelsen er sammensat på en måde, hvorpå den kan handle uafhængigt af særinteresser. Det anbefales derfor, at flertallet af bestyrelsesmedlemmerne er uafhængige. Nørby udvalget definerer de enkelte bestyrelsesmedlemmer som værende uafhængige, hvis de ikke;

- *er eller har været ansat i virksomheden indenfor de seneste fem år*
- *har været medlem af virksomhedens direktion*
- *er professionelle rådgivere for virksomheden, eller har økonomisk interesse i et selskab, der fungerer som rådgiver for virksomheden*
- *har en væsentlig økonomisk interesse i virksomheden andet end som aktionær.*⁶²

Det, at flertallet af bestyrelsesmedlemmerne bør være uafhængige vil altså medføre, at de interessekonflikter, der kan opstå mellem virksomhedens ejere og bestyrelse vil blive mindsket. Hertil vil uafhængigheden medføre en større objektivitet, eftersom der ikke eksisterer et forhold mellem de uafhængige bestyrelsesmedlemmer og den øvrige bestyrelse, ejere eller ledelse. Ifølge Steen Thomsen vil de uafhængige bestyrelsesmedlemmer være med til at effektivisere den øvrige bestyrelse.⁶³

Der er dog også nogle ulemper ved at have uafhængige bestyrelsesmedlemmer. Ifølge Caspar Rose, professor ved Institut for International Økonomi og Virksomhedsledelse på CBS er en af ulemperne, at de uafhængige bestyrelsesmedlemmer ikke har den nødvendige indsigt i

⁶² Nørby-udvalgets Rapport om Corporate Governance i Danmark. (2001). "Anbefalinger for god selskabsledelse i Danmark". s. 58-59

<https://corporategovernance.dk/sites/default/files/noerby-udvalgets-rapport-fra-2001.pdf>

⁶³ Thomsen, Steen. (2008). "An Introduction to Corporate Governance. Mechanisms and Systems". s. 162

virksomheden samt mangler tilstrækkelig baggrundsviden om virksomheden.⁶⁴ Denne ulempe bakkes også op af Wolf-George Ringe, der er professor i International Erhvervsret ved CBS. Han fremhæver nemlig også, at det er sværere for de uafhængige bestyrelsesmedlemmer at forstå virksomheden.⁶⁵ Dog kan det også være en fordel at have uafhængige bestyrelsesmedlemmer, da disse kan have en anden viden samt andre kompetencer, som de afhængige bestyrelsesmedlemmer ikke nødvendigvis besidder.

Der kan på baggrund af Caspar Rose og Wolf-George Ringes udtalelser argumenteres for, at bestyrelsesmedlemmernes kompetencer og information har en afgørende betydning for udførelsen af deres arbejde og eftersom ledelsen oftest har mere information samt en tættere forståelse for virksomheden, vil det være naturligt at indsætte nogle af ledelsesmedlemmerne i bestyrelsen.⁶⁶ Dette vil give bestyrelsen adgang til den merviden som ledelsen har om virksomheden, hvilket er medvirkende til at skabe et bedre informationsgrundlag i bestyrelsen. Herigennem vil den asymmetriske information mellem bestyrelsen og ledelsen blive reduceret. Dog vil den asymmetriske information ikke forsvinde helt, eftersom at ledelsesmedlemmerne af bestyrelsen ikke med sikkerhed videregiver alle relevante informationer. Dette problem bliver forsøgt mindsket gennem Nørby-udvalgets anbefalinger for god Corporate Governance ved, at bestyrelsen skal fastlægge procedurer for ledelsens rapportering til bestyrelsen, således at den får de nødvendige informationer om virksomheden.⁶⁷ Ledelsens månedlige rapportering til bestyrelsen er et vigtigt element for, at bestyrelsen kan varetage sin kontrolfunktion. Det er dog forskelligt fra virksomhed til virksomhed, hvilke informationer månedsrapporten skal indeholde. Ofte vil dette afhænge af bestyrelsens behov.⁶⁸ Samtidig har ledelsen også et ansvar for at kommunikere al relevant information videre til bestyrelsen, således at der ikke sker nogen

⁶⁴ Rose, Caspar. (2012, 28 november). "Både fordele og ulemper ved uafhængighed". Berlingske, Business <http://dagenssynspunkt.blogs.business.dk/2012/11/28/bade-fordele-og-ulemper-ved-uaefaengighed/>

⁶⁵ Rye-Munkbak, Shanta. (2014). "Corporate Governance: Uafhængige bestyrelsesmedlemmer". Nordisk Tidsskrift for selskabsret, nr. 1. s. 48

⁶⁶ Thomsen, Steen, Pedersen, Torben & Strandskov, Jesper. (2004). "Ejerskab og indflydelse i dansk erhvervsliv". s. 29

⁶⁷ Nørby-udvalgets Rapport om Corporate Governance i Danmark. (2001). "Anbefalinger for god selskabsledelse i Danmark". s. 57

<https://corporategovernance.dk/sites/default/files/noerby-udvalgets-rapport-fra-2001.pdf>

⁶⁸ Dragsted, Åge. (2001). "Direktionens samarbejde med bestyrelsen". s. 20
<http://www.dragsteddevelopment.dk/log/filarkiv/BES.10.03.pdf>

tilbageholdelse af relevant information.⁶⁹ Hermed sagt er udvekslingen af informationer mellem virksomhedens ledelse, bestyrelse og aktionærer et vigtigt element i forhold til at mindske den asymmetriske information.

Der er altså både fordele og ulemper ved at have afhængige og uafhængige bestyrelsesmedlemmer. En kombination af disse kan dog betragtes som værende den optimale løsning for virksomheden og dermed den bedste garanti for god Corporate Governance.

Desuden har medarbejdere i Danmark mulighed for at vælge et antal repræsentanter blandt medarbejderne til virksomhedens bestyrelse.⁷⁰ Dette er med til at sikre en af virksomhedens vigtige stakeholders interesse, nemlig medarbejdernes. Samtidig vil medarbejderrepræsentanterne være med til at øge antallet af afhængige medlemmer i bestyrelsen, hvilket både kan være en fordel og ulempe i forhold til bestyrelsens funktion. For mange insidere i virksomhedens bestyrelse kan nemlig have en negativ effekt på kontrollen og overvågningen af ledelsen. Dette skyldes, at virksomhedens repræsentanter vil få mere indflydelse, hvilket vil medføre, at selve tilsynet af ledelsen vil blive foretaget af ledelsen selv. Dette kan give ledelsen større mulighed for at handle i deres egen interesse, hvilket netop er den risiko som bestyrelsen skal sørge for at mindske. Det kan dog som tidligere nævnt også være en fordel, at have flere insidere repræsenteret i bestyrelsen, da det kan styrke informationen mellem ledelsen og bestyrelsen.

4.1.2 Incitamentsprogrammer

En anden governance-mekanisme, der kan bidrage til at dæmme op for principal-agentproblemerne er incitamentsprogrammer, som kan være med til at skabe homogene interesser således, at agenten handler efter principalens interesser.⁷¹

⁶⁹ Dragsted, Åge. (2001). "Direktionens samarbejde med bestyrelsen". s. 23

⁷⁰ Erhvervsstyrelsen. (2014). "Reglerne for medarbejderrepræsentation (selskabs- og koncernrepræsentation) i Danmark". s. 2

https://erhvervsstyrelsen.dk/sites/default/files/media/kort_om_reglerne_for_medarbejderrepraesentation_dec_2014.pdf

⁷¹ Thomsen, Steen, Pedersen, Torben & Strandskov, Jesper. (2004). "Ejerskab og indflydelse i dansk erhvervsliv". s. 31

Ved at udforme en kontrakt mellem ejerne og ledelsen, som sikrer en stor korrelation mellem virksomhedens resultat og ledelsens aflønning skabes der et sammenfald mellem ledelsens incitamenter og ejernes interesser.⁷² Ved at anvende økonomiske incitamenter som en del af ledelsens aflønning kan man altså motivere ledelsen til at varetage ejernes interesser således, at agentomkostningerne og dermed interessekonflikterne mindskes.

Incitamentsprogrammerne er en variabel del af lønpakken, som både kan bestå af bonusordninger og aktiebaserede incitamenter. Bonusaflønningen vil ofte være baseret på finansielle præstationsmål herunder regnskabsinformationer, hvilket skal motivere ledelsen til at skabe gode regnskabstal.⁷³ Hvorimod aktiebaserede incitamenter er relateret til kursudviklingen af virksomhedens aktier, hvilket medfører at ledelsen bliver medejer af virksomheden og får dermed en interesse i kursudviklingen, hvilket skaber et incitament til at agere i ejernes interesser.⁷⁴ Herudover er incitamentsprogrammerne ifølge Nørby-udvalgets anbefalinger for god Corporate Governance en forudsætning for, at virksomheden kan tiltrække og fastholde en kompetent ledelse.⁷⁵ Dette bakkes op af Kim Domdal fra Deloitte, der mener, at bonus er blevet mere almindeligt, hvilket netop skyldes virksomhedernes kamp om at tiltrække de bedste medarbejdere til virksomheden. Dette er også en af grundene til, at bonusordninger er en del af medarbejdernes incitamentsordning i den fondsejede virksomhed Lego. Og det andet formål med disse incitamentsordninger er at få medarbejderne til at yde deres bedste.⁷⁶

Der er dog også nogle ulemper forbundet med incitamentsprogrammerne. Ifølge en analyse udarbejdet af Caspar Rose kan tildelingen af aktiebaserede vederlag medvirke til, at ledelsen bliver

⁷² De Økonomiske Råd. "Dansk økonomi 2010". Kapitel 2, s. 156

http://www.dors.dk/files/media/rapporter/1999/f99/f99_kapitel_2.pdf

⁷³ Petersen, Christian Viborg. (2011, oktober). "Regnskabsbaseret bonusaflønning". Børsen, Ledelse.

http://ledelse.borsen.dk/article/view/511/regnskabsbaseret_bonusafloenning.html

⁷⁴ De Økonomiske Råd. "Dansk økonomi 2010". Kapitel 2, s. 157

http://www.dors.dk/files/media/rapporter/1999/f99/f99_kapitel_2.pdf

⁷⁵ Nørby-udvalgets Rapport om Corporate Governance i Danmark. (2001). "Anbefalinger for god selskabsledelse i Danmark.". s. 61

<https://corporategovernance.dk/sites/default/files/noerby-udvalgets-rapport-fra-2001.pdf>

⁷⁶ Seerup, Thomas Jørgen. (2016, 18 marts). "Nu får Legos ansatte den største lønbonus nogensinde". TV2, Penge <http://nyheder.tv2.dk/penge/2016-03-18-nu-faar-legos-ansatte-den-stoerste-loenbonus-nogensinde>

mere risikovillig end ellers.⁷⁷ Årsagen hertil er, at for eksempel en aktieoption har en fuld upside, men ingen downside, hvilket vil sige, at ledelsen ikke vil tabe noget ved et negativt udfald.⁷⁸ Dette kan dermed medføre, at ledelsen træffer nogle valg, som ikke matcher ejernes interesser. Hertil kan tildelingen af aktiebaserede vederlag til ledelsen medføre misundelse hos de øvrige ansatte, hvilke kan have en negativ indflydelse på deres produktivitet. Derfor ser man ofte, at virksomhederne i forbindelse med et incitamentsprogram til ledelsen også udsteder medarbejderaktier til de øvrige ansatte.⁷⁹ Disse medarbejderaktier har samme formål, nemlig at øge motivationen og mindske mulige interessekonflikter mellem de ansatte og ejerne. Et eksempel herpå er Falck, som i forbindelse med deres forsøg på en børsnotering i år 2010 tildelte aktiebaserede incitamentsprogrammer til ledelsen og samtidig med udstedte medarbejderaktier. Dette var netop for at sikre, at alle virksomhedens medarbejdere ville arbejde hen imod ejernes interesser.⁸⁰ I dette tilfælde bliver medarbejderne medejer af Falck ved at modtage aktier som en form for aflønning, hvorimod medarbejderne i andre virksomheder kan blive medejer ved at købe aktier for egne midler. Et eksempel herpå er den statsejede virksomhed DONG Energy, der i forbindelse med deres forberedelser til en børsnotering tilbød alle virksomhedens medarbejdere at købe aktier i virksomheden og derigennem blive medejer.⁸¹ Ved at købe aktier gennem egne midler, vil medarbejderne blive mindre risikovillige i forhold til, hvis de modtag aktierne af virksomheden, eftersom de har placeret en del af deres private formue i virksomheden.

Det kan altså være svært at styre, hvilke effekter incitamentsprogrammerne kan have på ledelsen. De kan både være med til at reducere interessekonflikterne, men kan også være med til at skabe nye interessekonflikter.

Det er også i denne sammenhæng værd at nævne bestyrelsens aflønning. Bestyrelsen bliver som udgangspunkt aflønnet med et fast honorar, men deres vederlag kan dog også blive suppleret med

⁷⁷ Rose, Caspar. (2002). "Aktiemarkedets reaktion på indførelsen af incitamentsprogrammer". s. 4 http://openarchive.cbs.dk/bitstream/handle/10398/7199/rose_aktiemarkedet.pdf?sequence=1

⁷⁸ Brealey, Richard A., Myers, Stewart C. & Allen, Franklin. (2011 Tenth Edition). "Principles of Corporate Finance". s. 325

⁷⁹ Rose, Caspar. (2002). "Aktiemarkedets reaktion på indførelsen af incitamentsprogrammer". s. 4 http://openarchive.cbs.dk/bitstream/handle/10398/7199/rose_aktiemarkedet.pdf?sequence=1

⁸⁰ Interview med Michael Dubgaard Hansen, Falck. Bilag 1

⁸¹ Dong Energy årsrapport 2015. s. 73

økonomiske incitamenter. Bestyrelsen kan altså ligesom virksomhedens ledelse også blive motiveret gennem bonusordninger og aktier til markedskurs.⁸² Incitamentsprogrammerne for bestyrelsen har det samme formål som for ledelsen, nemlig at skabe sammenfaldende interesser med ejerne.

4.1.3 Revision

En virksomheds eksterne revisorer udgør også en vigtig rolle i Corporate Governance.⁸³ De skal nemlig kontrollere og revidere virksomhedens regnskab, således at dette giver et retvisende billede af virksomhedens finansielle situation. De er derved med til at sikre, at den information, der bliver kommunikeret ud til virksomhedens interessenter og omverden er troværdig.

De eksterne revisorer bliver udvalgt af virksomhedens ejere på generalforsamlingen⁸⁴ og skal således fungere som agenter for ejerne. Revisorerne skal altså på ejernes vegne føre kontrol med virksomhedens ledelse for at sikre, at ledelsen ikke skjuler relevant økonomisk information for virksomhedens interessenter. Det vil nemlig ofte være ledelsen, der har det bedste informationsniveau, og der kan dermed være en risiko for, at de skjuler relevant økonomisk information for ejerne og andre interessenter. Derfor skal revisorerne sikre, at informationen udjævnes mellem disse parter.

Revisorerne spiller således en vigtig rolle i forhold til at reducere den asymmetriske information, der både kan opstå mellem virksomhedens ejere og ledelse samt mellem virksomhedens andre interessenter og ledelse. De er således med til at dæmme op for principal-agentproblemerne. Herudover er revisorerne også med til at øge gennemsigtigheden af virksomhedens finansielle oplysninger, hvilket ligeledes er en vigtig del af Corporate Governance.

⁸² Nørby-udvalgets Rapport om Corporate Governance i Danmark. (2001). "Anbefalinger for god selskabsledelse i Danmark". s. 61 <https://corporategovernance.dk/sites/default/files/noerby-udvalgets-rapport-fra-2001.pdf>

⁸³ Nørby-udvalgets Rapport om Corporate Governance i Danmark. (2001). "Anbefalinger for god selskabsledelse i Danmark". s. 129 <https://corporategovernance.dk/sites/default/files/noerby-udvalgets-rapport-fra-2001.pdf>

⁸⁴ Foreningen af Statsautoriserede Revisorer. (2004) "God selskabsledelse – i mindre og mellemstore virksomheder". s. 38

Men hvad sikrer, at de eksterne revisorer udfører deres kontrol og revision af virksomheden ud fra et objektivt synspunkt? Dette sikres ved, at de eksterne revisorer ligesom bestyrelsen skal være uafhængige af den virksomhed, som de kontrollerer.⁸⁵ Uafhængigheden vil altså medføre en større objektivitet i revisorerne kontrol og revidering, hvilket skyldes, at revisorerne ikke har nogle relationer til virksomhedens, ejere, ledelse eller andre interessenter.

Pointen er, at de eksterne revisorer udgør en vigtig rolle i forhold til at dæmme op for den asymmetriske information, der eksisterer blandt virksomhedens interessenter. Det er dog vigtigt at huske, at revisorerne kun kontrollerer virksomhedens økonomiske situation og det vil dermed kun være den asymmetriske information i forhold til virksomhedens økonomi, som revisorerne kan være medvirkende til at dæmme op for.

4.1.4 Markedet for virksomhedskontrol

Markedet for virksomhedskontrol er det overordnede begreb, der bruges i forbindelse med markedet for virksomhedsovertagelser og er ligeledes en vigtig governance-mekanisme, der kan være medvirkende til at disciplinere ledelsen. Truslen om at blive overtaget kan give ledelsen incitamenter til at varetage aktionærernes interesser og øge værdien til de nuværende ejere. Hvis en virksomhed bliver dårlig ledet, så vil effekten heraf afspejle sig i virksomhedens aktiekurs, hvilket netop kan føre til en virksomhedsovertagelse og dermed en afskedigelse af den nuværende ledelse.⁸⁶ Markedet for virksomhedsovertagelser kan derfor være med til at skabe sammenfaldende interesser mellem ledelsen og ejerne.

Det ses dog at markedet for virksomhedskontrol ikke er ligeså velfungerende i Danmark, som i andre lande. Dette skyldes, at mange af de danske børsnoterede virksomheder er beskyttet af forskellige overtagelsesværn, som ofte står anført i virksomhedens vedtægter. De mest benyttede overtagelsesværn er aktier med differentieret stemmeret (A og B aktier) og fondskontrol (over

⁸⁵ Foreningen af Statsautoriserede Revisorer. (2004). "God selskabsledelse – i mindre og mellemstore virksomheder". s. 39

⁸⁶ Rose, Caspar. (2001). "Danske børsnoterede selskabers værn mod overtagelse – i et corporate governance perspektiv". Nordisk Tidsskrift for selskabsret, nr. 2. s. 187-188

50% af stemmerne). Disse værn er således med til at sikre, at virksomhedens ejere fortsat kan bevare kontrollen over virksomheden efter en børsnotering. Det er ofte fonde, der ejer de stemmetunge A-aktier, mens de stemmesvage B-aktierne ejes af andre investorer – de er således frit omsættelige for alle.⁸⁷

Anvendelsen af disse overtagelsesværn er dog blevet kritiseret i takt med det øgede fokus på Corporate Governance i Danmark. Derfor anbefaler Nørby-udvalget i deres rapport om Corporate Governance, at virksomhederne ikke bør benytte sig af stemmedifferentierede aktier for netop at fremme markedet for virksomhedskontrol.⁸⁸ Dette bakkes op af andre modstandere, der mener, at ledelsen vil blive mindre aktive, eftersom risikoen for at blive fyret er mindre, når virksomheden er beskyttet mod overtagelse. Og når virksomheden ikke bliver drevet på den mest effektive måde, så kan virksomhedsovertagelser netop være fordelagtige. Samtidig vil beskyttelsen medføre en større risiko for, at ledelsen handler imod ejernes interesser. Fortalerne mener derimod, at ledelsen i de ubeskyttede virksomheder vil få et kortsigtet fokus.⁸⁹ Dette er blot en masse holdninger, men hvilken påvirkning har disse overtagelsesværn egentlig på ledelsen?

En undersøgelse foretaget af Caspar Rose viser, at virksomheder der anvender disse overtagelsesværn ikke foretager mere langsigtede investeringer end de virksomheder, der ikke er beskyttede. Modsat er de ubeskyttede virksomheder heller ikke mere kortsigtede end de beskyttede. Hertil viser undersøgelsen også, at beskyttelsen mod overtagelse ikke medfører, at ledelsen handler ud fra egne interesser.⁹⁰ Dette kan muligvis skyldes, at der er andre governance-mekanismer tilstede, der disciplinerer ledelsen til at handle efter ejernes interesser. Det kan dog formodes, at hvis tilstedeværelsen af andre governance-mekanismer mangler, så kan beskyttelsen muligvis medføre at ledelsen handler ud fra egne interesser. Med andre ord kan dette resultat

⁸⁷ Rose, Caspar. (2001). "Danske børsnoterede selskabers værn mod overtagelse – i et corporate governance perspektiv". Nordisk Tidsskrift for selskabsret, nr. 2. s. 188-192

⁸⁸ Nørby-udvalgets Rapport om Corporate Governance i Danmark. (2001). "Anbefalinger for god selskabsledelse i Danmark". s. 54
<https://corporategovernance.dk/sites/default/files/noerby-udvalgets-rapport-fra-2001.pdf>

⁸⁹ Rose, Caspar. (2001). "Danske børsnoterede selskabers værn mod overtagelse – i et corporate governance perspektiv". Nordisk Tidsskrift for selskabsret, nr. 2. s. 189

⁹⁰ Rose, Caspar. (2005). "Overtagelsesværns indflydelse på ledelsens incitamenter". Ledelse og Erhvervsøkonomi/Handelsvidenskabeligt Tidsskrift/Erhvervsøkonomisk Tidsskrift. s. 195-198
<https://tidsskrift.dk/index.php/ledelseogerhvervsøkonomi/article/view/30270/58405>

være forskelligt fra virksomhed til virksomhed, da resultatet vil afhænge af virksomhedens anvendelse af andre governance-mekanismer. Markedet for virksomhedskontrol er derfor en governance-mekanisme, der vil have forskellige effekter alt efter, hvilken virksomhed der er tale om.

4.1.5. Koncentreret ejerskab

Det koncentrerede ejerskab, som betyder at virksomheden er ejet af nogle få storaktionærer, som har den bestemmende indflydelse er også en governance-mekanisme, der kan være medvirkende til at minimere problemerne omkring moral hazard. Grunden hertil er, at storaktionærerne har et bedre incitament til at udøve kontrol med virksomhedens ledelse, som følge af deres høje ejerandel.⁹¹ Dette skyldes, at storaktionærerne har en større ejerandel og dermed en større risiko forbundet i virksomheden, hvilket øger deres incitament til at kontrollere og overvåge virksomhedens ledelse. De omkostninger, der er forbundet herved vil således blive afholdt af storaktionærerne. Der vil som følge heraf opstå et såkaldt free-rider-problem, eftersom at storaktionærerne påtager sig de omkostninger, der opstår i forbindelse med kontrollen af ledelsen, mens småaktionærerne kan nyde godt af storaktionærernes arbejde.⁹² Der kan endvidere på baggrund heraf opstå interessekonflikter mellem storaktionærerne og småaktionærerne, da storaktionærerne gennem deres kontrol vil varetage deres egne interesser, fremfor småaktionærernes.⁹³

Det koncentrerede ejerskab kan således være en fordel i forhold til at løse interessekonflikterne mellem virksomhedens ejere og ledelse, men vil samtidig være med til at skabe en ny interessekonflikt mellem virksomhedens ejere.

⁹¹ Rose, Caspar. (2003). "Aktier med differentieret stemmeret (A- og B-aktier) – en retsøkonomisk analyse". Samfundsøkonomen, nr. 5. s. 9

<https://www.djoef.dk/Blade/Samfundsoekonomen/Samfundsoekonomen2003/~//media/Documents/Djoef/S/Samfundsoekonomenr52003.ashx>

⁹² Møller, Michael & Nielsen, Niels Christian. (2004) "Den kapitalmarkedsstyrede virksomhed". s. 68-69

⁹³ Neville, Mette & Sørensen, Karsten Engsig. (2010 1. Edition). "Company Law and SMEs". s. 84

4.1.6 Kapitalstruktur

Endnu en governance-mekanisme, der kan være med til at disciplinere ledelsen er virksomhedens kapitalstruktur. Ifølge Michael Jensen (1989) risikerer virksomheder med store cash flow (FCF – free cash flow), at ledelsen slækker på virksomheden. Dette vil ske i form af, at ledelsen forsøger at maksimere sin egen nytte ved at spendere virksomhedens cash flow på urentable investeringer blot for at vokse, hvilket vil give ledelsen en større prestige, som kan føre til en større løn. Et stort cash flow kan altså være med til at forværre virksomhedens agentomkostninger. Dog kan dette problem løses ved at reducere virksomhedens cash flow. Dette kan gøres ved at øge udbetalingen af udbytte til ejerne, ved at opkøbe egne aktier (tilbagekøbsprogram) eller ved at øge gældsandelen og dermed rentebetalingerne. Herved vil virksomhedens cash flow blive reduceret og der vil som følge heraf være mindre cash tilgængeligt som virksomhedens ledelse kan bruge af.⁹⁴ Det mindre tilgængelige cash flow vil således være medvirkende til at styrke ledelsens incitament til at maksimere virksomhedens indtjening for at undgå konkurs.⁹⁵ Med andre ord vil det mindre cash flow medføre at ledelsen handler i ejernes interesse, som netop er at maksimere virksomhedens indtjening. Dog vil en øget gældsandel medføre, at virksomheden bliver mere sårbar overfor økonomiske kriser.

4.2 Undersøgelser omkring betydningen af Corporate Governance

Det er i forrige afsnit blevet belyst, hvilket væsentligste governance-mekanismer, der kan være medvirkende til at løse de principal-agentproblemer, der kan opstå i forbindelse med adskillelsen af ejerskab og ledelse, som en børsnotering forårsager. Disse governance-mekanismer er med til at sikre en god Corporate Governance i virksomheden. Men eftersom virksomhederne ikke er forpligtede til at følge anbefalingerne for Corporate Governance⁹⁶, vil det være relevant at se på om en god Corporate Governance kan betale sig.

⁹⁴ Brealey, Richard A., Myers, Stewart C. & Allen, Franklin. (2011 Tenth Edition). "Principles of Corporate Finance". s. 492

⁹⁵ Thomsen, Steen, Pedersen, Torben & Strandskov, Jesper. (2004). "Ejerskab og indflydelse i dansk erhvervsliv". s. 32

⁹⁶ Komitéen for god Selskabsledelse. "Gældende anbefalinger for god selskabsledelse".

<https://corporategovernance.dk/gaeldende-anbefalinger-god-selskabsledelse>

4.2.1 Betaler god Corporate Governance sig?

Dette spørgsmål omhandler, hvorvidt det kan betale sig for en virksomhed at følge anbefalingerne om Corporate Governance i forhold til virksomheden, dens investorer og dens omverden.

En undersøgelse foretaget af McKinsey & Company viser, at over 80% af de institutionelle investorer er villige til at betale mellem 18% og 27% mere for aktier i virksomheder, der har en god Corporate Governance.⁹⁷ Det kan deraf konkluderes, at de virksomheder, der har en god Corporate Governance struktur vil blive belønnet af investorerne i form af en højere pris for virksomhedens aktier. Dette skyldes blandt andet, at de institutionelle investorer mener, at et øget fokus på Corporate Governance medfører et højere informationsniveau samt en større gennemsigtighed, hvilket netop skaber en bedre prisfastsættelse af virksomhedens aktier.⁹⁸ En god Corporate Governance struktur vil altså ifølge McKinsey & Companys undersøgelse medføre, at virksomheden får tilført mere kapital, hvilket skyldes den øgede gennemsigtighed. Dette bakkes også op af danske undersøgelser, som viser, at en virksomheds manglende gennemsigtighed resulterer i lavere aktiepriser.⁹⁹ De lavere aktiepriser var netop også en af de økonomiske ulemper, der kunne være i forbindelse med en børsnotering og denne ulempe vil således blive reduceret, hvis virksomhederne har en god Corporate Governance struktur. Det kan derfor på baggrund af undersøgelserne vurderes, at denne økonomiske ulempe vil blive reduceret, hvis virksomheden har en god Corporate Governance. Grunden hertil er, at aktiekursen vil afspejle sig i virksomhedens Corporate Governance struktur.

Ifølge de institutionelle investorer medfører et øget fokus på Corporate Governance også en større tillid til virksomheden og dens ledelse. Den øgede tillid er også medvirkende til, at investorerne tilfører mere kapital til virksomheden, hvilket vil medføre lavere

⁹⁷ McKinsey & Company. (2000, juni). "Investor Opinion Survey". s. 1

<https://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/1922101.pdf>

⁹⁸ Nørby udvalgets Rapport om Corporate Governance i Danmark. (2001). "Anbefalinger for god selskabsledelse i Danmark". s. 40

<https://corporategovernance.dk/sites/default/files/noerby-udvalgets-rapport-fra-2001.pdf>

⁹⁹ Nørby-udvalgets Rapport om Corporate Governance i Danmark. (2001). "Anbefalinger for god selskabsledelse i Danmark". s. 40

<https://corporategovernance.dk/sites/default/files/noerby-udvalgets-rapport-fra-2001.pdf>

kapitalomkostninger.¹⁰⁰ Det kan således også på denne baggrund vurderes, at en god Corporate Governance struktur medfører mere tilgængelig kapital, hvilket også har en stor betydning for virksomhedens konkurrenceevne. Det, at virksomhederne bliver belønnet af investorerne for deres øgede åbenhed og gennemsigtighed er vigtigt, da virksomhederne derigennem opnår en fordel ved at følge anbefalingerne for Corporate Governance. For hvis de ikke blev belønnet, så ville ulempen ved dette muligvis være for stor set i forhold til, at den øgede åbenhed og gennemsigtighed kan gavne virksomhedens konkurrenter.

Det er ikke kun investorerne, der bliver tiltrukket af en virksomheds gode Corporate Governance struktur. Det samme gør sig også gældende for virksomhedens andre interessenter. Der ses nemlig en tendens til, at Corporate Governance er blevet et konkurrencemæssigt parameter, hvor selskaber gennem god Corporate Governance forsøger at tiltrække de bedste investorer, medarbejdere, leverandører med videre.¹⁰¹ Det er især virksomhedens samfundsmæssige ansvar, der er med til at styrke virksomhedens image og dermed tiltrække de bedste medarbejdere. Det kan dermed vurderes, at stakeholder-perspektivet også bør spille en stor rolle i en virksomheds Corporate Governance, hvis virksomheden ønsker at tiltrække de bedste interessenter til virksomheden.

Ifølge Nørby-udvalgets anbefalinger om Corporate Governance skal bestyrelsesmedlemmerne være uafhængige. Men performer virksomhederne bedre ved at overholde denne anbefaling om uafhængighed? Ifølge en undersøgelse udarbejdet af Caspar Rose, er der ikke nogen sammenhæng mellem andelen af uafhængige bestyrelsesmedlemmer og hvordan virksomheden klarer sig økonomisk. En mulig forklaring herpå kan være, at uafhængighed er en ulempe i forbindelse med bestyrelsens strategiarbejde, eftersom de uafhængige bestyrelsesmedlemmer ikke altid har den samme indsigt i virksomheden, hvilket dermed kan gøre det sværere at formulere en god strategi for virksomheden. Ligesom det kan være svært at vurdere, hvornår et bestyrelsesmedlem er uafhængigt. Caspar Rose mener derfor, at kravene om uafhængighed i

¹⁰⁰ Nørby-udvalgets Rapport om Corporate Governance i Danmark. (2001). "Anbefalinger for god selskabsledelse i Danmark". s. 40

<https://corporategovernance.dk/sites/default/files/noerby-udvalgets-rapport-fra-2001.pdf>

¹⁰¹ Rye-Munkbak, Shanta. (2014). "Corporate Governance: Uafhængige bestyrelsesmedlemmer". Nordisk Tidsskrift for selskabsret nr. 1. s. 55

bedste fald ikke har nogen positiv økonomisk effekt og i værste fald kan give en falsk tryghed for omverdenen. Desuden er det samme resultat blevet påvist af flere amerikanske og engelske undersøgelser.¹⁰² En forklaring på, hvorfor det kan være svært at finde en sammenhæng mellem virksomhedens performance og bestyrelsens sammensætning kan være, at bestyrelsens rolle ikke har den store effekt under normale forhold. Men at bestyrelsens rolle og sammensætning derimod kan være afgørende, når virksomheden befinder sig i vanskelige situationer.¹⁰³

Det kan dermed vurderes, at en god Corporate Governance struktur kan betale sig i forhold til at fremskaffe kapital og til at tiltrække de bedste interessenter til virksomheden. Men det er ikke blevet påvist, at en god Corporate Governance struktur skaber en positiv økonomisk effekt for virksomheden. Dog vil en god Corporate Governance være en form for blåstempling af virksomheden, da det vil give et positiv indtryk udadtil.

4.3 Delkonklusion

En af de væsentligste ulemper, der kan opstå i forbindelse med en børsnotering af en fondsejet virksomhed er principal-agentproblemerne, som opstår på grund af adskillelsen af ejerskab og ledelse. Det er netop disse problemer, som Corporate Governance forsøger at dæmme op for og derfor kan Corporate Governance udgøre en vigtig rolle for fondsejede virksomheder i forbindelse med en børsnotering.

De væsentligste Corporate Governance-mekanismer, der kan være medvirkende til at reducere principal-agentproblemerne er bestyrelsen, incitamentsordninger, revisionen, markedet for virksomhedskontrol, koncentreret ejerskab og virksomhedens kapitalstruktur.

Bestyrelsen skal gennem kontrol sikre, at ledelsen handler uden egeninteresse og i ejernes interesse. Ifølge Nørby-udvalgets anbefalinger skal bestyrelsessammensætningen bestå af et

¹⁰² Rose, Caspar. (2012, 28 november). "Både fordele og ulemper ved uafhængighed". Berlingske, Business <http://dagenssynspunkt.blogs.business.dk/2012/11/28/bade-fordele-og-ulemper-ved-uafhaengighed/>

¹⁰³ Rose, Caspar. (2004) "Bestyrelsessammensætning og finansiell performance i danske børsnoterede virksomheder – Er Nørbyrapportens anbefalinger til gavn for aktionærerne?". s. 27-28 http://openarchive.cbs.dk/bitstream/handle/10398/7138/endeligt_wp_2004_2.pdf?sequence=1

flertal af uafhængige bestyrelsesmedlemmer for netop at sikre, at bestyrelsen varetager ejernes interesser frem for egne. Der er dog både fordele og ulemper ved dette. Ifølge flere professorer er fordelene, at de uafhængige bestyrelsesmedlemmer er mere objektive, hvorimod ulempen er deres manglende kendskab til virksomheden.

Incitamentsprogrammer er ligeledes en vigtig governance-mekanisme, der skal forsøge at skabe ensartede interesser, således at agenten handler efter principalens interesser. Disse incitamentsprogrammer skal altså være medvirkende til at reducere interessekonflikterne. Dog kan de også være medvirkende til, at der opstår nye interessekonflikter, således at de ikke understøtter det ønskede mål.

Revisorerne er også en vigtig governance-mekanisme, der er medvirkende til at reducere den asymmetriske information, der både kan opstå mellem virksomhedens ejere, ledelse og øvrige interessenter. Revisorerne skal således kontrollere, at ledelsen ikke skjuler relevant økonomisk information for ejerne og andre interessenter. Revisorerne skal ligesom bestyrelsesmedlemmerne være uafhængige således, at der opnås den bedste objektivitet og at årsrapporten giver et retvisende billede af selskabets økonomiske situation.

Markedet for virksomhedskontrol udgør ligeledes en vigtig rolle i Corporate Governance, eftersom at frygten for at blive overtaget kan motivere ledelsen til at varetage ejernes interesser og dermed øge fokuset på at skabe værdi til ejerne. Dog spiller markedet for virksomhedskontrol ikke den samme rolle i Danmark, hvilket skyldes, at mange af de danske børsnoterede selskaber er beskyttet fra virksomhedsovertagelser som følge af deres anvendelse af forskellige overtagelsesværn. Om disse overtagelsesværn bør blive begrænset, således at markedet for virksomhedskontrol kan fungere i Danmark, er der forskellige holdninger til. Empiriske undersøgelser giver heller ikke noget entydigt svar på dette, da det afhænger af virksomhedens og dens brug af andre governance-mekanismer.

Det koncentrerede ejerskab er også en governance-mekanisme, der kan være med til at minimere de interessekonflikter, der kan opstå mellem virksomhedens ejere og ledelse. Dette skyldes, at

storaktionærerne har et incitament til at kontrollere og overvåge ledelsen som følge af deres store ejerandel i virksomheden. Deres kontrol og overvågning vil bevirke, at ledelsen handler i ejernes interesser. Ved, at de fondsejede virksomheder via børsnoteringen bevarer deres ejerskab ved enten at have over 50% af stemmerne eller gennem differentieret stemmetret, så kan de opnå en fordel i forhold til at overvåge og kontrollere ledelsen.

Endnu en governance-mekanisme, der kan disciplinere ledelsen til at handle efter ejernes interesser er virksomhedens kapitalstruktur. Hvis virksomheden har et stort cash flow kan dette friste ledelsen til at handle efter egne interesser. Derfor bør virksomheden reducere sit cash flow, således at der er mindre cash til rådighed for ledelsen. Dette vil således påvirke ledelsen til at maksimere indtjeningen for at undgå konkurs. Dette er netop ejernes interesse og derved skabes der et sammenfald mellem deres interesser.

Corporate Governance dækker således over de redskaber, der kan være medvirkende til at sikre en gennemsigtig ledelse af virksomheden. De mange governance-mekanismer kan ligeledes være med til at reducere de væsentligste ulemper, der kan være ved en børsnotering af en fondsejet virksomhed. Samtidig har flere undersøgelser vist, at en god Corporate Governance belønnes af investorerne samt andre interessenter, dog medfører en god Corporate Governance ikke et bedre økonomisk resultat for virksomheden.

5. Kan fondsejerskabet klare sig i fremtiden

Det er i de to forrige afsnit blevet gennemgået, hvilke fordele og ulemper, der kan være ved at børsnotere en fondsejet virksomhed samt, hvilken betydning Corporate Governance vil have derpå. Det vil i den forbindelse være relevant at undersøge, om de fondsejede virksomheder vil kunne klare sig i konkurrencen, hvis de fastholder fondsejerskabet eller om det netop vil være nødvendigt at ændre dette? Derfor vil dette afsnit sætte fokus på, hvilke styrker samt svagheder fondsejerskabet giver for virksomhederne i den øgede globalisering og skærpede konkurrence.

5.1 Hvilke styrker har fondsejerskabet til at kunne klare sig i konkurrencen?

Et forskningsprojekt udarbejdet af Steen Thomsen på CBS viser, at de store fondsejede virksomheder økonomisk set klarer sig lige så godt, som virksomheder med en anden ejerskabsform.¹⁰⁴ Dette skyldes blandt andet, at fondsejerskabet besidder styrker såsom stabilt ejerskab, et langsigtet fokus samt gode stakeholder-relationer.¹⁰⁵

5.1.1 Stabilt ejerskab

At fondsejerskabet er stabilt, så vi i forbindelse med finanskrisen, hvor de fondsejede virksomheder kom bedre igennem krisen end andre virksomheder - tabet for de fondsejede virksomheder var 10% mindre end tabet hos de andre virksomhedstyper. Dette skyldtes blandt andet, at de fondsejede virksomheder havde en mere solid kapitalstruktur med mindre gæld end andre virksomhedsformer samt en mere stabil bestyrelse og ledelse, da disse ikke udskiftes lige så ofte som i andre virksomheder.¹⁰⁶ En anden grund var også, at de fondsejede virksomheder som følge af deres store ejerandel kunne udøve et aktivt ejerskab, hvor de kontrollerede og overvågede virksomhedens ledelse. Dette kan som tidligere nævnt være svært at gøre af alle

¹⁰⁴ Copenhagen Business School. (2015, 6 februar). "Erhvervsfondene lever evigt".

<http://www.cbs.dk/cbs-news-da/109/erhvervsfondene-lever-evigt>

¹⁰⁵ Thomsen, Steen, Børsting, Christa, Kúhn Johan & Poulsen, Thomas. (2014). "The Performance of Danish Foundation-Owned Companies". s. 4-5

<http://www.tifp.dk/wp-content/uploads/2014/04/The-Performance-of-Danish-Foundation-Owned-Companies.pdf>

¹⁰⁶ Eriksen, Anna Fenger. (2013, 10 april). "Fondsejede virksomheder klarer krisen bedst". Mandag Morgen <http://www.tifp.dk/wp-content/uploads/2011/11/Fondsejede-virksomheder-klarar-krisen-bedst-Mandag-Morgen-2013-April.pdf>

ejere, når virksomhedens ejerskab er spredt ud mellem mange små ejere. Det er også derfor, at Lars Rohde tidligere direktør hos ATP mener, at virksomheder med spredt ejerskab klarede sig dårligere gennem krisen end de fondsejede virksomheder, eftersom de havde en masse investorer, men ikke nogen egentlig ejer – altså en storaktionær – som påtog sig ansvaret for at overvåge og kontrollere ledelsen. Der var altså ingen ejere, der udøvede et modspil og derfor blev virksomhederne overtaget af ledelsen og de risikovillige investorer.¹⁰⁷

Der kan dermed på denne baggrund argumenteres for, at der er flere forhold, som er medvirkende til at gøre fondsejerskabet til et stabilt ejerskab. Det stabile ejerskab er således med til at stille de fondsejede virksomheder stærkere i den globale konkurrence og de kan netop på grund af deres stabilitet klare sig bedre igennem krisetider. Dette må vurderes til at være en stor fordel, som gør det muligt for de fondsejede virksomheder at klare sig godt i konkurrencen.

5.1.2 Langsigtet fokus

Fondsejerskabets langsigtede fokus er ligeledes en styrke, som er medvirkende til at skabe en stabil drift, hvilket forskningsprojektet beviser ved, at der er et mindre udsving i de fondsejede virksomheders omsætning og resultat. Det kan blandt andet ses, at de fondsejede virksomheders afkast svinger 25% mindre end afkastet hos de andre virksomheder.¹⁰⁸ Årsagen hertil er netop, at de fondsejede virksomheder har et større fokus på langsigtede afkast, hvilket netop er med til at skabe en større stabilitet i afkastene. Deres langsigtede fokus kan være en fordel, da dette sikrer virksomhederne stabile afkast, hvilket vil øge deres egenkapital og dermed gøre dem til nogle solide og velfunderede spillere i den nationale og internationale konkurrence. Så at de fondsejede virksomheder klarer sig godt kan ligeledes ses som et resultat af, at de har en mere stabil drift end andre virksomheder.

¹⁰⁷ Ritzau Finans. (2012, 13 december). "Svigtende ejerskab truer børsnoterede selskaber". Finanswatch <http://finanswatch.dk/Finansnyt/article4947647.ece>

¹⁰⁸ Copenhagen Business School. (2015, 6 februar). "Erhvervsfondene lever evigt". <http://www.cbs.dk/cbs-news-da/109/erhvervsfondene-lever-evigt>

5.1.3 Gode stakeholder-relationer

Desuden viser resultaterne fra forskningsprojektet, at de fondsejede virksomheder har gode stakeholder-relationer, hvilket også er en af styrkerne ved fondsejerskabet. De fondsejede virksomheder er nemlig i stand til at skabe langsigtede relationer med sine interessenter, idet deres primære fokus ikke nødvendigvis er på at maksimere virksomhedens profit og dermed tilgodese shareholderernes interesser.¹⁰⁹ Da de ikke har det samme incitament til at profitmaksimere på kortsigt som virksomheder med spredt ejerskab, kan de som følge heraf opnå nogle produktfordele ved eksempelvis at differentiere sig fra konkurrenterne på kvalitet frem for kvantitet. Et fokus på kvalitet fremfor kvantitet kan medføre, at mange stakeholdere finder det mere attraktivt at indgå kontrakter – handle – med de fondsejede virksomheder, eftersom de har et mindre incitament til at reducere virksomhedens omkostninger, hvilket netop gør, at de ikke behøver at gå på kompromis med kvaliteten. Det, at de fondsejede virksomheder ikke behøver at gå på kompromis med deres forretningsprincipper for at tilgodese ejernes interesser er en konkurrencemæssig styrke. De fondsejede virksomheder kan drage konkurrencemæssige fordele af denne styrke, især, hvis de befinder sig på et konkurrencepræget marked. For ved at fokusere på kvalitet, kan de fondsejede virksomheder hæve markedets adgangsbarrierer, hvilket vil gøre det sværere for de profitmaksimerende konkurrenter at operere i markedet. De fondsejede virksomheder kan altså opnå nogle konkurrencemæssige fordele ved at have et mindre fokus på kortsigtet profitmaksimering.

Når de fondsejede virksomheder tilgodeser deres stakeholdere skabes der en større tillid til virksomheden, hvilket medfører, at virksomheden opnår et bedre omdømme.¹¹⁰ Dette kan også være med til at skabe en bedre konkurrencevæne for de fondsejede virksomheder, eftersom et godt omdømme vil tiltrække flere kunder, samarbejdspartnere og bedre medarbejdere. Den større tillid kan også opstå som følge af, at de fondsejede virksomheder har et mindre profitmotiv, hvilket gør, at de har et mindre incitament til at bryde en kontrakt med en samarbejdspartner, hvis

¹⁰⁹ Thomsen, Steen, Børsting, Christa, Kúhn, Johan & Poulsen, Thomas. (2014). "The Performance of Danish Foundation-Owned Companies". s. 5 <http://www.tifp.dk/wp-content/uploads/2014/04/The-Performance-of-Danish-Foundation-Owned-Companies.pdf>

¹¹⁰ Thomsen, Steen, Børsting, Christa, Kúhn, Johan & Poulsen, Thomas. (2014). "The Performance of Danish Foundation-Owned Companies". s. 5 <http://www.tifp.dk/wp-content/uploads/2014/04/The-Performance-of-Danish-Foundation-Owned-Companies.pdf>

denne er blevet for dyr, idet profit ikke er lige så givtig for dem som for kortsigtede profitmaksimerende virksomheder. Dette skaber en større tillid til de fondsejede virksomheder, som vil medføre, at en samarbejdspartner vil foretrække at samarbejde med en fondsejet virksomhed fremfor en profitmaksimerede virksomhed. De fondsejede virksomheder kan altså drage fordele af deres bedre omdømme, hvilket på længere sigt kan give virksomhederne en bedre profit.

Det er dog i denne sammenhæng værd at nævne, at når virksomheden tilgodeser stakeholderperspektivet, så sker det på bekostning af virksomhedens profitmaksimering, hvilket på længere sigt kan skade virksomhedens vækst og dermed deres konkurrenceevne. Hvorimod, når virksomheden tilgodeser shareholder-perspektivet, så sker det på bekostning af virksomhedens omdømme, hvilket i sidste ende også vil påvirke virksomhedens profit negativt.¹¹¹ Derfor bør virksomhederne forsøge at finde løsninger, der tilgodeser begge perspektiver. Dette bakkes op af de to strategiprofessorer, Michael E. Porter og Mark R. Kramer, der mener at virksomhederne bør stræbe efter at skabe værdi for en større kreds af stakeholdere for netop at kunne være konkurrencedygtige på markedet. Det er netop det, som de fleste fondsejede virksomheder gør, eftersom de fokuserer på en bred kreds af stakeholdere samtidig med, at en del af deres overskud også går til almennyttige formål.¹¹² Dette er igen med til at bekræfte, at en af deres konkurrencemæssige styrker er deres fokus på at skabe værdi for flere interessenter end blot ejerne.

¹¹¹ Henry, Anthony E. (2011 second edition). "Understanding Strategic Management". s. 158-164

¹¹² Ukendt. (2012, 26 februar). "Fonde kan styrke konkurrenceevnen". Mandag Morgen
<https://www.mm.dk/fonde-kan-styrke-konkurrenceevnen>

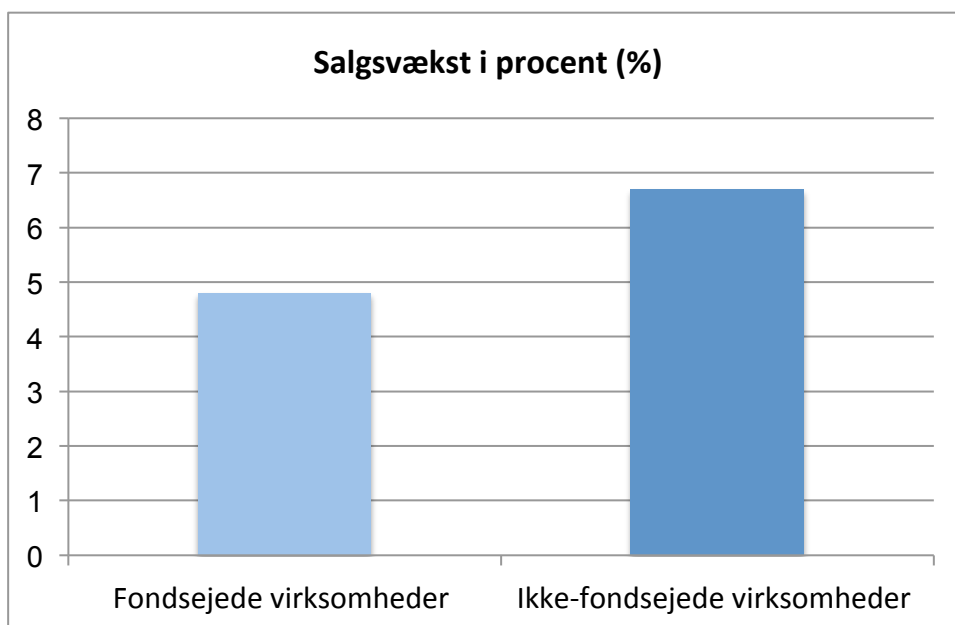
5.2 Hvilke svagheder har fondsejerskabet, som kan gøre det svært for de fondsejede virksomheder at klare sig i konkurrencen?

Selvom at forskningsprojektet på CBS viser, at fondsejerskabet klarer sig godt, så indeholder det ligesom andre ejerformer også nogle svagheder, som muligvis kan forringe deres konkurrenceevne. Disse svagheder er blandt andet, at de fondsejede virksomheder vokser langsommere, de er mere risikoaverse¹¹³ og så kan de komme i finansieringsproblemer.¹¹⁴

5.2.1 Langsommere vækst

Resultaterne fra forskningsprojektet viser, at de fondsejede virksomheder vokser langsommere end andre virksomhedstyper – de fondsejede virksomheders omsætning vokser kun med 4,8%, hvorimod andre virksomheders omsætning vokser med 6,7%.

Figur 4 – Salgsvækst



Kilde – Egen tilvirkning

¹¹³ Thomsen, Steen, Børsting, Christa, Kúhn, Johan & Poulsen, Thomas. (2014). "The Performance of Danish Foundation-Owned Companies". s. 6 <http://www.tifp.dk/wp-content/uploads/2014/04/The-Performance-of-Danish-Foundation-Owned-Companies.pdf>

¹¹⁴ Thomsen, Steen, Pedersen, Torben & Strandskov, Jesper. (2004). "Ejerskab og indflydelse i dansk erhvervsliv". s. 25

De fondsejede virksomheder vokser altså to procentpoint mindre end virksomheder med andre ejerskabsformer. Dette skyldes blandt andet, at de fondsejede virksomheder er mindre aktive med fusioner og virksomhedsovertagelser.¹¹⁵ Mange af de fondsejede virksomheder er nemlig via fondens vedtægter forhindret i at indgå i strategiske samarbejdsaftaler, fusionere med eller opkøbe andre virksomheder.¹¹⁶ Grunden hertil er, at det ofte fremgår af vedtægterne, at fonden skal bevare det fulde ejerskab af virksomheden eller bevare den bestemmende indflydelse over virksomheden.¹¹⁷ Med andre ord står fondens vedtægter altså i vejen for, at de fondsejede virksomheder kan vokse gennem alliancer, fusioner eller opkøb. Dette kan således være en stor ulempe, der ud over en langsommere økonomisk vækst også kan føre til en dårligere konkurrencemæssig position set i forhold til de fondsejede virksomheders konkurrenter, som har disse muligheder. Konkurrenterne kan derigennem opnå større markedsandele, hvilket netop vil forbedre deres konkurrencemæssige position, idet de vil komme til at stå stærkere i konkurrencen end de fondsejede virksomheder.

For at de fondsejede virksomheder netop kan forblive konkurrencedygtige, er der flere af dem, der igennem tiden har fået ændret fondens vedtægter, således at de kan være en del af markedets alliancer, fusioner og opkøb.¹¹⁸ For eksempel har Bitten og Mads Clausens Fond – fonden bag Danfoss koncernen – fået ændret vedtægterne i fundatsen således, at fonden blot har en væsentlig indflydelse i stedet for den bestemmende indflydelse.¹¹⁹ Denne vedtægtsændring er netop foretaget for at virksomheden ikke kommer ud i en situation, hvor den bliver svækket af konkurrenterne, fordi fondens vedtægter forhindrede virksomheden i at foretage et opkøb af en

¹¹⁵ Thomsen, Steen, Børsting, Christa, Kúhn, Johan & Poulsen, Thomas. (2014). "The Performance of Danish Foundation-Owned Companies". s. 12 <http://www.tifp.dk/wp-content/uploads/2014/04/The-Performance-of-Danish-Foundation-Owned-Companies.pdf>

¹¹⁶ Rosenbak, Steen & Holmstad, Dag. (2003, 27 juli). "Rapport afliver myte om fondseje". Finans <http://finans.dk/artikel/ECE4197454/Rapport-afliver-myte-om-fondseje/?ctxref=ext>

¹¹⁷ Rosenbak, Steen & Holmstad, Dag. (2003, 27 juli). "Rapport afliver myte om fondseje". Finans <http://finans.dk/artikel/ECE4197454/Rapport-afliver-myte-om-fondseje/?ctxref=ext>

¹¹⁸ Rosenbak, Steen & Holmstad, Dag. (2003, 27 juli). "Rapport afliver myte om fondseje". Finans <http://finans.dk/artikel/ECE4197454/Rapport-afliver-myte-om-fondseje/?ctxref=ext>

¹¹⁹ Bech-Bruun. (2011, april). "Fonde". s. 2 <http://www.bechbruun.com/~media/Files/Videncenter/Nyhedsbreve/Corporate/2011/2011+-+Fonde+-+april.pdf>

strategisk vigtig virksomhed.¹²⁰ Danfoss har altså fået ændret deres vedtægter, så de hurtigt kan reagere på de mulige udfordringer, der kan opstå, som følge af den øgede konkurrence samt vækstmulighederne på markedet. Med andre ord har Danfoss sørget for, at de er klar til at forsvare og styrke deres position på markedet, når eller hvis dette skulle blive nødvendigt.

Det kan dermed vurderes, at den øgede konkurrence er med til at sætte fondsejerskabet i et dilemma. For, hvis de vil fortsætte med at være selvstændige og dermed bevare ejerkontrollen, så vil det, som belyst i forskningsprojektet, medføre en lavere vækst og en dårligere konkurrencemæssig position. Dette kan betyde, at de fondsejede virksomheder må gøre op med deres nuværende strategi om at have en dominerende position på markedet, og i stedet nøjes med at være en mindre aktør på markedet, for derved at kunne bevare deres selvstændighed og ejerkontrol. Hvis de derimod vil fortsætte med at være en dominerende aktør på markedet, og dermed have en bedre konkurrencemæssig position, så kan konkurrencen fra andre aktører presse fonden til at ændre dens vedtægter, hvilket netop vil betyde, at fonden må give slip på dens ejerkontrol. Det vil derfor være forskelligt fra virksomhed til virksomhed, om dette vil være en ulempe for dem, da det vil afhænge af den enkelte virksomheds ønske om dens konkurrencemæssige position på markedet.

5.2.2 Finansieringsproblemer

Øget konkurrence, sætter også fondsejerskabet under pres, da de fondsejede virksomheder kan komme til at mangle kapital, hvis de skal indgå i strategiske alliancer, fusioner eller opkøb for at sikre deres konkurrencemæssige position på markedet. Den øgede nationale og internationale konkurrence medfører altså et øget finansieringsbehov, hvilket kan betyde, at selv velhavende fondsejede virksomheder kan komme i finansieringsproblemer.

Dette finansieringsproblem er også en af årsagerne til, at mange fonde ændrer deres vedtægter omkring ejerkontrol. Ved, at ændre vedtægterne, kan udefrakommende investorer blive medejer af de fondsejede virksomheder, hvilket netop vil bringe kapital til virksomhederne. Denne kapital

¹²⁰ Rasmussen, Jens Erik. (2000, 31 oktober). "Danfoss gør klar til børsnotering". Finans <http://finans.dk/artikel/ECE5008505/Danfoss-gør-klar-til-børsnotering/?ctxref=ext>

kan de dermed bruge på at opkøbe eller fusionere med andre virksomheder.¹²¹ For eksempel har Carlsbergfondet – fonden bag Carlsberg – fået ændret dens vedtægter omkring ejerkontrol, og dette er faktisk gjort flere gange. I år 2007 fik Carlsbergfondet tilladelse til at ændre vedtægterne fra at Carlsbergfondet skulle eje 51% af Carlsbergs aktiekapital til, at fondet skulle eje 51% af stemmerne og minimum 25% af aktiekapitalen.¹²² I år 2013 fik Carlsbergfondet igen tilladelse til at ændre vedtægterne, og denne gang blev det ændret til, at fondet ikke længere skulle eje minimum 25% af aktiekapitalen.¹²³ Årsagen til disse vedtægtsændringer var, at Carlsberg netop skulle styrke sit kapitalgrundlag, så de kunne fortsætte deres internationale konsolidering, og dermed være klar til eventuelle opkøb.¹²⁴ For ved at Carlsbergfondet frigiver en procentdel af sin aktiekapital åbnes der op for, at udefrakommende investorer kan købe aktier, hvilket netop bringer kapital til virksomheden og dermed bliver virksomhedens kapitalgrundlag øget.

Det kan altså igen vurderes, at den øgede nationale og internationale konkurrence sætter fondsejerskabet under pres, da fondene kan blive tvunget til at ændre deres vedtægter omkring ejerkontrol, for at de fondsejede virksomheder fortsat kan være konkurrencedygtige. Dette kan i værste fald betyde, at fondene på et tidspunkt kan blive nødt til at slække på deres ejerkontrol, hvis virksomhederne skal bevare deres konkurrencemæssige position. Det er dog værd at nævne, at selve behovet for at ændre vedtægterne kommer an på den enkelte virksomheds situation. For eksempel ønsker Kirkbi fonden – fonden bag Lego – og Poul Due Jensens fond – fonden bag Grundfos - ikke at ændre deres vedtægter, således at ejerforholdene bliver lempet. Lego har faktisk gjort det modsatte ved, at lade yderligere 25% af aktierne i Lego overgå til Kirkbi fonden, således at Kirkbi Fonden ejer 75% af Lego. Hverken Lego eller Grundfos har haft behov for yderligere kapital, hvilket er en af årsagerne til, at det ikke har været nødvendigt at ændre

¹²¹ Bech-Bruun. (2011, april). "Fonde". s. 2

<http://www.bechbruun.com/~media/Files/Videncenter/Nyhedsbreve/Corporate/2011/2011+-+Fonde+-+april.pdf>

¹²² Pedersen, Troels. (2007, 27 april). "Carlsberg vil ændre vedtægter – klar til mega opkøb". Børsen, Penge http://penge.borsen.dk/artikel/1/108448/carlsberg_vil_aendre_vedtaegter_-_klar_til_megaopkoeb.html

¹²³ Ritzau Finans. (2013, 11 november). "Carlsbergs opkøbsriffel sender investorer i skjul". Børsen, Penge http://penge.borsen.dk/artikel/1/270147/carlsbergs_opkoebsriffel_sender_investorer_i_skjul.html

¹²⁴ Pedersen, Troels. (2007, 27 april). "Carlsberg vil ændre vedtægter – klar til mega opkøb". Børsen, Penge http://penge.borsen.dk/artikel/1/108448/carlsberg_vil_aendre_vedtaegter_-_klar_til_megaopkoeb.html

vedtægterne.¹²⁵ Dette illustrerer at vedtægtsændringerne netop afhænger af den enkelte virksomheds situation.

Der er desuden også andre måder, som de fondsejede virksomheder benytter sig af, når de skal fremskaffe kapital til eventuelle opkøb. Ifølge et interview med Sales Manager Michael Dubgaard Hansen fra Falck har de igennem tiden benyttet sig af sale and lease back metoden. Her har de blandt andet solgt deres falck-stationer og falck-biler til et leasingselskab, hvor de efterfølgende har leaset stationerne og bilerne tilbage, hvilket har frigivet en hel del kapital, som de så har brugt på opkøb.¹²⁶ De har altså optimeret deres egen kapitalstruktur ved at reducere den bundne kapital i deres bygninger samt driftsmidler, og har derigennem fået frigjort kapital. De har via denne metode fremskaffe den kapital, som de har haft behov for, for at kunne foretage deres opkøb. Mens det for andre virksomheder kan være nødvendigt at benytte sig af andre finansieringsmåder, hvis de skal bruge mere kapital end en optimering af virksomhedens kapitalstruktur vil kunne tilvejebringe.

Det kan altså ud fra diskussionen vurderes, at de fondsejede virksomheders finansieringsproblem kan blive løst på forskellige måder, alt afhængigt af den enkelte virksomheds situation. Det er klart, at når den enkelte virksomheds finansieringsproblem bliver løst ved at ændre fondens vedtægter omkring ejerkontrol, så får det indflydelse på fondsejerskabet, eftersom det vil gå udover virksomhedens selvstændighed. Det vil som nævnt ofte være virksomheder, som befinder sig på et marked med hård konkurrence, hvor fusioner og opkøb kan være nødvendige, at ændringer af fondens ejerforhold kan være en nødvendig løsning på finansieringsproblemet. Konkurrencen udfordrer dermed fondsejerskabet og fondsejerskabet kan altså være en svaghed for virksomhedernes udvikling i konkurrencen. I de situationer, hvor de fondsejede virksomheder kan fremskaffe den nødvendige kapital uden at ændre fondens ejerforhold, vil fondsejerskabet altså ikke være en svaghed for virksomhedernes udvikling i konkurrencen. Så alt i alt kommer det an på den enkelte virksomheds situation, om finansieringsproblemet vil svække fondsejerskabet.

¹²⁵ Rasmussen, Jens Erik & Kongstad, Jesper. (2000, 31 oktober). "Fondsejerskaber under stigende pres". Finans http://finans.dk/artikel/ECE4206318/fondsejerskaber_under_stigende_pres/?ctxref=ext

¹²⁶ Interview med Michael Dubgaard Hansen, Falck. Bilag 1

5.3.3 Risikoaversion

En anden svaghed er, at de fondsejede virksomheder ofte er mere risikoaverse end virksomheder med spredt ejerskab. Dette skyldes, at der som førnævnt i de fleste fondes vedtægter står, at fondene skal bevare det kontrollerende ejerskab, hvilket begrænser dem i at sprede deres ejerskab og dermed risiko. Dette medfører, at de fondsejede virksomheder bliver mere risikoaverse sammenlignet med andre virksomheder.¹²⁷ Deres mindre risikovillighed kan medføre, at de ikke foretager lige så risikable investeringer som andre virksomheder og de går dermed glip af det større afkast som risikable investeringer ofte medfører, hvis de altså går godt.

Det, at de fondsejede virksomheder ofte har en højere risikoaversion kan også være årsag til, at de er mindre aktive med at opkøbe og fusionere med andre virksomheder. For både opkøb og fusioner kan være forbundet med store risici, hvilket netop strider imod de fondsejede virksomheders risikoprofil. Men det er samtidig også opkøb og fusioner, der kan give virksomhederne hurtig adgang til nye markeder, ressourcer og kompetencer, hvilket kan øge deres markedsandele, og dermed, alt andet lige, indbringe et større afkast til virksomhederne.¹²⁸ Derfor kan deres mindre risikovillighed også være årsag til, at de fondsejede virksomheder vokser langsommere end andre virksomheder. Den langsommere vækst er altså en følge af, at de fondsejede virksomheder er mindre risikovillige, samt at deres primære fokus er på organisk vækst, frem for vækst gennem alliancer, fusioner og opkøb. Der er nemlig færre økonomiske risici forbundet med at vokse gennem organisk vækst¹²⁹, hvilket netop er i overensstemmelse med de fondsejede virksomheders risikoprofil. Men samtidig er ulempen, at denne vækstmetode er langsommere, hvilket også stemmer overens med at de fondsejede virksomheder netop vokser langsommere. Derfor kan deres mindre risikovillighed også være en ulempe, der kan føre til en dårligere konkurrencemæssig position.

Det kan dog også være en fordel, at de fondsejede virksomheder typisk er mindre risikovillige. Deres mindre risikovillighed kan nemlig være årsag til, at de fondsejede virksomheder som

¹²⁷ Thomsen, Steen, Børsting, Christa, Kúhn, Johan & Poulsen, Thomas. (2014). "The Performance of Danish Foundation-Owned Companies". s. 6 <http://www.tifp.dk/wp-content/uploads/2014/04/The-Performance-of-Danish-Foundation-Owned-Companies.pdf>

¹²⁸ Henry, Anthony E. (2011, second edition). "Understanding Strategic Management". s. 237

¹²⁹ Henry, Anthony E. (2011, second edition). "Understanding Strategic Management". s. 242

førnævnt ofte har en mere konservativ kapitalstruktur med mindre gæld end andre virksomheder. Samtidig kan deres høje risikoaversion også være årsag til, at de typisk har større egenkapitalandele sammenlignet med andre virksomheder.¹³⁰ Dette kan netop være en fordel, idet de fondsejede virksomheder vil være mere robuste og dermed mindre sårbare i økonomiske kriser eller over for en mulig konkurs. Det kan formodes, at der er en sammenhæng mellem ejerandel og risiko, eftersom en høj ejerandel – som er det fondsejerskabet har - medfører en større risikoaversion.

Der er altså både fordele og ulemper ved, at de fondsejede virksomheder er mindre risikovillige. Det kan dog være forskelligt fra virksomhed til virksomhed, hvorvidt risikoaversionen er en ulempe eller en fordel, da dette typisk vil afhænge af den enkelte virksomheds situation og rivaliseringen i den branche som den pågældende virksomhed befinder sig i.

5.3 Delkonklusion

Det kan konkluderes, at de fondsejede virksomheder har et stabilt ejerskab og en stabil drift, der gør dem til modstandsdygtige aktører i den globale konkurrence. De har ligeledes gode stakeholder-relationer og et godt omdømme, hvoraf de kan opnå nogle konkurrencemæssige fordele, som på lang sigt kan forbedre virksomhedernes konkurrenceevne og afgive en højere profit. Disse styrker kan være med til at sikre, at de fondsejede virksomheder kan klare sig godt over for deres konkurrenter i rivaliseringen.

De fondsejede virksomheder har dog også nogle svagheder, der kan påvirke deres muligheder for at være konkurrencedygtige. Dette er nemlig fondens vedtægter omkring ejerkontrol, som begrænser de fondsejede virksomheders konkurrence- og vækstmuligheder. Denne begrænsning kan medføre, at de fondsejede virksomheder bliver overhalet af deres konkurrenter, eftersom de ikke har samme begrænsning, og konkurrenterne kan derfor erobre markedsandele fra de fondsejede virksomheder gennem alliancer, fusioner og opkøb. De fondsejede virksomheder bliver

¹³⁰ Thomsen, Steen, Kúhn, Johan & Poulsen, Thomas. (2015). "The Economic Impact of Industrial Foundations". s. 16 <http://www.tifp.dk/wp-content/uploads/2011/11/Foundation-ownership-and-Externalities1.pdf>

derfor presset af den øgede konkurrence til at genoverveje deres vedtægter omkring ejerkontrol. Dette er netop årsagen til, at flere og flere fonde får tilpasset deres vedtægter omkring ejerkontrol, således at disse ikke længere forhindrer de fondsejede virksomheder i at bevare og udvikle deres nuværende position som konkurrencedygtige virksomheder. Efter denne tilpasning vil der umiddelbart ikke være nogle forhold, der forhindrer de fondsejede virksomheder i at overleve i det konkurrence- og vækstprægede globale marked. Den øgede nationale og internationale konkurrence kan dog på længere sigt påvirke fondsejerskabet i en sådan grad, at fondene kan være tvunget til at mindske deres ejerkontrol, for netop at sikre deres dattervirksomheders konkurrenceevne- og -udvikling. Dette vil dog afhænge af konkurrenceintensiteten i den enkelte branche.

De fondsejede virksomheder kan altså uden de store udfordringer sagtens klare sig godt i den øgede nationale og internationale konkurrence. Grunden hertil er netop, at fondsejerskabets svaghed kan blive justeret, således at dette ikke forhindrer de fondsejede virksomheder i at agere i konkurrencen. Selvom deres ejerkontrol bliver lempet, kan fondene stadig bevare deres ejerkontrol. Men som nævnt kan deres ejerkontrol blive udfordret ved en meget stærk konkurrence på markedet.

6. Konklusion

Det kan på baggrund af afhandlingens analyser og diskussioner konkluderes, at der kan være en hel del ulemper for de fondsejede virksomheder ved at blive børsnoteret. Men det er samtidig også blevet belyst, at der er en hel del mekanismer, der kan være medvirkende til at dæmme op for disse ulemper. Ligesom at fondsejerskabets svagheder faktisk kan blive reduceret, hvis de foretager en børsnotering.

En af de væsentligste ulemper ved en børsnotering er de principal-agentproblemer, herunder asymmetrisk information og interessekonflikter, der kan opstå, når der forekommer en adskillelse mellem ejerskab og ledelse i virksomheden. Der eksisterer dog mange forskellige governance-mekanismer, der alle forsøger at minimere disse problemer. De fondsejede virksomheder kan ved at anvende de forskellige governance-mekanismer reducere principal-agentproblemerne og ulempen vil derfor få en begrænset betydning for virksomhederne. Men selvom de fondsejede virksomheder etablerer en god Corporate Governance struktur i forbindelse med en børsnotering, kan det være vanskeligt at eliminere problemerne fuldstændigt.

Desuden vil separationen af ejerskab og ledelse også være en ulempe for de fondsejede virksomheders nuværende ejere, eftersom deres indflydelse og kontrol vil blive mindre efter noteringen. Der er dog også nogle forholdsregler, der kan dæmme op for denne ulempe, således at de fondsejede virksomheder fortsat kan bevare deres ejerkontrol efter børsnoteringen. Dette kan de sikre ved at benytte forskellige overtagelsesværn, herunder aktier med differentieret stemmeret, eller ved at have over 50% af stemmerne. Dog anbefaler Nørby-udvalget, at disse værn bliver afskaffet, da de er med til at dæmpe den effekt som governance-mekanismen, markedet for virksomhedskontrol, har i forhold til overtagelser af ineffektive virksomheder. Hvis disse overtagelsesværn på et tidspunkt bliver afskaffet, vil det påvirke fondsejerskabet, eftersom fondene derved skal købe flere aktier, for at opnå den samme ejerkontrol, som de havde førhen. Dette kan for nogle virksomheder være økonomisk umuligt, hvorfor en børsnotering ikke vil være at foretrække. Samtidig er der mange fondsejede virksomheder, der, som følge af den øgede globale konkurrence, får ændret deres vedtægter omkring ejerkontrol. De får herigennem reduceret ejerandelen af aktiekapitalen, således at de kan få styrket deres kapitalgrundlag, og

indgå i markedets alliancer, fusioner og opkøb, hvilket kan være nødvendigt, for at de kan bevare deres konkurrencemæssige position. Hvis de skal købe flere aktier, for at bevare den samme ejerkontrol, vil deres ejerandel af aktiekapitalen blive større, og de kan dermed ikke få den nødvendige kapital til at indgå i markedets konsolidering. De fondsejede virksomheder har altså på nuværende tidspunkt mulighed for at benytte sig af forskellige overtagelsesværn, som vil beskytte deres ejerskab i forbindelse med en børsnotering. Dog kan denne mulighed muligvis blive ændret med tiden, hvis Nørby-udvalget får deres anbefalinger gjort til lov.

Endnu en ulempe er de større informationskrav, som de fondsejede virksomheder vil blive underlagt, hvis de bliver børsnoteret. Dette er netop en af de væsentligste grunde til, at mange af de fondsejede virksomheder ikke ønsker at blive børsnoteret, da det vil "reducere deres frihed", eller i hvert fald skabe et større offentligt indblik i virksomheden. Der er dog i ultimo år 2014 blevet udviklet et sæt anbefalinger om god fondsledelse, der skal være medvirkende til skabe mere åbenhed omkring de fondsejede virksomheder. Dette kan minimere informationsgab mellem en unoteret og noteret virksomhed. Når de alligevel, gennem disse anbefalinger, åbner op for flere informationer, kan en børsnotering måske være at foretrække, da denne også giver adgang til andre fordele og muligheder.

En af fondsejerskabets svagheder er, at fondene, på trods af at være velhavende, også kan komme i finansieringsproblemer, hvis deres dattervirksomheder fortsat skal kunne indgå i markedets konsolidering. Mange af fondene imødekommer denne svaghed ved at ændre vedtægterne omkring ejerkontrol, således at udefrakommende investorer kan blive medejere og dermed tilføre kapital til virksomhederne. Da de fondsejede virksomheder alligevel får tilpasset deres vedtægter, så de kan få en kapitaltilførsel, hvorfor så ikke vælge at blive børsnoteret, hvor de netop kan få adgang til en masse risikovillig kapital?

En anden svaghed ved fondsejerskabet er, at de fondsejede virksomheder ofte er mindre risikovillige, eftersom fondenes vedtægter ofte begrænser dem i at diversificere deres ejerskab og dermed deres risiko. Deres mindre risikovillighed kan derfor være årsag til, at de fondsejede virksomheder vokser to procentpoint langsommere end andre virksomheder, idet de ikke

foretager lige så risikobetonede investeringer. En børsnotering vil netop afhjælpe denne svaghed, da fordelene herved er, at de kan sprede deres ejerskab ud på flere hænder, hvilket dermed minimerer deres risiko. Dette kan ligeledes være til gavn for deres vækst. Men samtidig er fordelene ved deres mindre risikovillighed også, at de er mere robuste og vil dermed være mindre udsat over for økonomiske kriser.

Når man ser på alle de mekanismer, der kan afhjælpe de ulemper og svagheder, der kan være ved henholdsvis en børsnotering og et fondsejerskab, kan man måske undre sig over, hvorfor nogle af de fondsejede virksomheder fravælger en børsnotering. De fondsejede virksomheder skal dog gøre noget aktivt for at disse mekanismer kan udnyttes, og dermed afhjælpe ulemperne og svaghederne. Denne aktive handling kan for nogle virksomheder være en ulempe i sig selv. Men det er samtidig blevet belyst, at der er mange fordele for de fondsejede virksomheder ved ikke at blive børsnoteret. Derfor kan der ikke gives et entydigt svar på, om det vil være fordelagtigt for de fondsejede virksomheder at blive børsnoteret. Det vil være et individuelt spørgsmål og kommer an på den enkelte virksomheds situation. Det må derfor være op til virksomheden selv at analysere deres situation, og at opveje fordelene og ulemperne.

7. Bibliografi

Bøger

Andersen, I. (2013). *Den skinbarlige virkelighed - Vidensproduktion i samfundsvidenskaberne*. 5. udgave. Frederiksberg: Samfundslitteratur.

Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2011). *Principles of Corporate Finance*. Tenth edition. New York: McGraw-Hill/Irwin.

Foreningen af Statsautoriserede Revisorer. *God selskabsledelse - i mindre og mellemstore virksomheder*. Karnov Group Denmark.

Henry, A. E. (2011). *Understanding Strategic Management*. Second edition. New York: Oxford University Press.

Lunde, N. (2012). *Miraklet i LEGO*. København: Jyllands-postens forlag.

Møller, M., & Nielsen, N. C. (2004). *Den kapitalmarkedsstyrede virksomhed*. København: Handelshøjskolens forlag.

Neville, M., & Sørensen, K. E. (2010). *Company Law and SMEs*. Thomson Reuters.

Schreuder, S. D. (2004). *Økonomiske tilgange til organisationer*. København: Akademisk Forlag.
Seerup, T. J. (18. marts 2016).

Thomsen, S. (2008). *An Introduction to Corporate Governance. Mechanisms and Systems*. København: Djøf Publishing.

Thomsen, S., Pedersen, T., & Strandskov, J. (2004). *Ejerskab og indflydelse i dansk erhvervsliv*. Aarhus: Magtudredningen.

Tidsskrifter

Rose, C. (2003). *Aktier med differentieret stemmeret (A- og B-aktier) - en retsøkonomisk analyse*. Samfundsøkonomen (5).

Rose, C. (2001). *Danske børsnoterede selskabers værn mod overtagelse*. Nordisk Tidsskrift for selskabsret (2).

Rye-Munkbak, S. (2014). *Corporate Governance: Uafhængige bestyrelsesmedlemmer*. Nordisk Tidsskrift for selskabsret (1).

Rose, C. (2005). *Overtagelsesværns indflydelse på ledelsens incitamenter - i et corporate governance perspektiv*. Ledelse og Erhvervsøkonomi/Handelsvidenskabeligt Tidsskrift/Erhvervsøkonomisk Tidsskrift.

<https://tidsskrift.dk/index.php/ledelseogerhvervsøkonomi/article/view/30270/58405>

Årsrapporter

DONG Energy A/S. (2015). *DONG Energys årsrapport 2015*.

Elektroniske kilder

Bech-Bruun. (april 2011). *Fonde*. Hentede 24. april 2016:

<http://www.bechbruun.com/~media/Files/Videncenter/Nyhedsbreve/Corporate/2011/2011+-+Fonde+-+april.pdf>

Carlsbergfondet. *Ejerskab Carlsberg*. Hentede 20. marts 2016.:

<http://www.carlsbergfondet.dk/da/Om-fondet/Organisation/EjerskabCarlsberg>

Christensen, J. (marts 2013). *Børsnoterede selskabers oplysningsforpligtelser accessoriske regler*. Børsen, Ledelse. Hentede 20. marts 2016:

http://ledelse.borsen.dk/article/view/130/boersnoterede_selskabers_oplysningsforpligtelser_og_accessoriske_regler.html

Copenhagen Business School. (6. februar 2015). *Erhvervsfondene lever evigt*. Hentede april-maj 2016: <http://www.cbs.dk/cbs-news-da/109/erhvervsfondene-lever-evigt>

De Økonomiske Råd. *Dansk økonomi 2010*. Hentede marts-april 2016:

http://www.dors.dk/files/media/rapporter/1999/f99/f99_kapitel_2.pdf

Dragsted, Å. (2001). *Direktionens samarbejde med bestyrelsen*. Hentede 11. april 2016:

<http://www.dragsteddevelopment.dk/log/filarkiv/BES.10.03.pdf>

Erhvervsstyrelsen. (2014). *Regler for medarbejderrepræsentation (selskabs- og koncernrepræsentation) i Danmark*. Hentede 11. april 2016:

https://erhvervsstyrelsen.dk/sites/default/files/media/kort_om_reglerne_for_medarbejderrepraesentation_dec_2014.pdf

Eriksen, A. F. (10. april 2013). *Fondsejede virksomheder klarer krisen bedst*. Mandag Morgen.

Hentede 19. april 2016: <http://www.tifp.dk/wp-content/uploads/2011/11/Fondsejede-virksomheder-klarere-krisen-bedst-Mandag-Morgen-2013-April.pdf>

Feldthusen, R. K. (marts 2013). *God fondsledelse*. Børsen, Ledelse. Hentede marts 2016:

http://ledelse.borsen.dk/article/view/128/god_fondsledelse.html

Hansen, J. C. (24. maj 2012). *Familien hjælper Lego*. Berlingske, Business. Hentede 19. marts 2016:

<http://www.business.dk/diverse/kommentar-familien-hjaelper-lego>

Komitéen for god fondsledning. (december 2014). *Anbefalinger for god fondsledning*. Hentede 25. marts 2016: <https://godfondsledning.dk/sites/default/files/anbefalingerforgodfondsledning.pdf>

Komitéen for god Selskabsledning. *Gældende anbefalinger for god selskabsledning*. Hentede 16. april 2016: <https://corporategovernance.dk/gældende-anbefalinger-god-selskabsledning>

Komitéen for god Selskabsledning. *Anbefalinger for god selskabsledning*. Hentede 28. februar 2016: <https://corporategovernance.dk/anbefalinger-god-selskabsledning>

Kronenberg, K. (24. juni 2005). *De kæmper for familiens ære*. Børsen, Executive. Hentede 27. marts 2016: http://borsen.dk/nyheder/generelt/artikel/1/74755/executive_de_kæmper_for_familiens_ære.html?hl

Larsen, K. B. (3. september 2009). *Mærsk A-aktie er billigere og mere værd*. Børsen, Penge. Hentede 19. marts 2016: http://penge.borsen.dk/artikel/1/165059/maersks_a-aktie_er_billigere_og_mere_værd.html

Lauta, N. (21. oktober 2004). *Lego venter milliard-underskud - Kirk stopper*. Politiken, Økonomi. Hentede 18. marts 2016: <http://politiken.dk/oekonomi/ECE97551/lego-venter-milliard-underskud---kirk-stopper/>

Lett. (2014). *Børsnotering i Danmark*. Hentede 19. marts 2016: https://www.lett.dk/media/888681/BoersnoteringiDanmark_lett.pdf

Lindholm, M. (10. oktober 2011). *Hvem skal eje Danmark?*. Hentede 5. marts 2016: http://www.mrlindholm.dk/front_review_show_item.php?id=122

McKinsey & Company. (juni 2000). *Investor Opinion Survey*. Hentede 16. april 2016: <https://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/1922101.pdf>

Nørby-udvalgets Rapport om Corporate Governance i Danmark. (2001). *Anbefalinger for god selskabsledning i Danmark*. Hentede marts-maj 2016: https://corporategovernance.dk/sites/default/files/sammenfatning_norby_udvalgets_rapport.pdf

Nyhedsbureauet Direkt. (7. september 2010). *Selskaber i kø til børsnotering*. Børsen, Penge. Hentede 6. marts 2016: http://penge.borsen.dk/artikel/1/190610/selskaber_i_koe_til_boersnotering.html?hl=YToxOntpOjA7czo1OiJBcGNlbnCI7fQ

Pagano, M., Panetta, F., & Zingales, L. (februar 1998). *Why do companies go public? An empirical analysis*. *The Journal of Finance*. Hentede marts 2016: <http://faculty.chicagobooth.edu/luigi.zingales/papers/research/comppub.pdf>

Pedersen, T. (27. april 2007). *Carlsberg vil ændre vedtægter - klar til mega opkøb*. Børsen, Penge. Hentede 25. april 2016:

[http://penge.borsen.dk/artikel/1/108448/carlsberg_vil_aendre_vedtægter - klar til megaopkoeb.html](http://penge.borsen.dk/artikel/1/108448/carlsberg_vil_aendre_vedtægter_-_klar_til_megaopkoeb.html)

Petersen, C. V. (oktober 2011). *Regnskabsbaseret bonusaflønnning*. Børsen, Ledelse. Hentede 12. april 2016: http://ledelse.borsen.dk/article/view/511/regnskabsbaseret_bonusafloenning.html

Rasmussen, J. E. (31. oktober 2000). *Danfoss gør klar til børsnotering*. Finans. Hentede 24. april 2016: <http://finans.dk/artikel/ECE5008505/Danfoss-gør-klar-til-børsnotering/?ctxref=ext>

Rasmussen, J. E., & Kongstad, J. (31. oktober 2000). *Fondsejerskaber under stigende pres*. Finans. Hentede 26. april 2016:

http://finans.dk/artikel/ECE4206318/fondsejerskaber_under_stigende_pres/?ctxref=ext

Revisorer, F. a. (2004). *God selskabsledelse - i mindre og mellemstore virksomheder*. Hentede 13. april 2016: http://www.cbs.dk/files/cbs.dk/fsr_kodeks1.pdf

Ritzau Finans. (11. november 2013). *Carlsbergs opkøbsriffel sætter investorer i skjul*. Børsen, Penge. Hentede 25. april 2016:

http://penge.borsen.dk/artikel/1/270147/carlsbergs_opkoebsriffel_sender_investorer_i_skul.html

Ritzau Finans. (5. januar 2016). *2015 blev rekordår for fusioner og opkøb*. Finans, Erhverv. Hentede 6. marts 2016: <http://finans.dk/live/erhverv/ECE8345506/2015-blev-rekordaar-for-fusioner-og-opkoeb/?ctxref=ext>

Ritzau Finans. (13. december 2012). *Svigtende ejerskab truer børsnoterede selskaber*. Finanswatch. Hentede 19. april 2016: <http://finanswatch.dk/Finansnyt/article4947647.ece>

Rose, C. (2002). *Aktiemarkedets reaktion på indførelsen af incitamentsprogrammer*. Hentede 12. april 2016:

http://openarchive.cbs.dk/bitstream/handle/10398/7199/rose_aktiemarkedet.pdf?sequence=1

Rose, C. (2004). *Bestyrelsessammensætning og finansiell performance i danske børsnoterede virksomheder - Er Nørbyrapportens anbefalinger til gavn for aktionærene?*. Hentede 17. april 2016:

http://openarchive.cbs.dk/bitstream/handle/10398/7138/endeligt_wp_2004_2.pdf?sequence=1

Rose, C. (28. november 2012). *Både fordele og ulemper ved uafhængighed*. Berlingske, Business. Hentede april 2016: <http://dagenssynspunkt.blogs.business.dk/2012/11/28/bade-fordele-og-ulemper-ved-uafhaengighed/>

Rosenbak, S., & Holmstad, D. (27. juli 2003). *Rapport afliver myte om fondseje*. Finans. Hentede 23. april 2016: <http://finans.dk/artikel/ECE4197454/Rapport-afliver-myte-om-fondseje/?ctxref=ext>

- Seerup, T. J. (18. marts 2016). *Nu får Legos ansatte den største lønbonus nogensinde*. TV2, Penge Hentede 12. april 2016: <http://nyheder.tv2.dk/penge/2016-03-18-nu-faar-legos-ansatte-den-stoerste-loenbonus-nogensinde>
- Skatteministeriet. (6. maj 2015). *Succession til erhvervsdrivende fonde*. Hentede 12. marts 2016: http://www.skm.dk/media/1209173/succession-til-erhvervsdrivende-fonde_rapport.pdf
- Steensgaard, N. (14. april 2012). *LEGO holder sig langt væk fra børsen*. JydskeVestkysten, Business. Hentede 19. marts 2016: <http://www.jv.dk/artikel/1316182:Business--LEGO-holder-sig-langt-vaek-fra-bOersen>
- Stenderup, N. W. (marts 2014). *Anbefalinger for god selskabsledelse*. Børsen, Ledelse. Hentede 12. marts 2016: http://ledelse.borsen.dk/article/view/127/anbefalinger_for_god_selskabsledelse.html
- Thomsen, S. (12. februar 2012). *Ny viden om erhvervsdrivende fonde*. Berlingske. Hentede 5. marts 2016: <http://www.b.dk/kommentarer/ny-viden-om-erhvervsdrivende-fonde>
- Thomsen, S., Børsting, C., Kúhn, J., & Poulsen, T. (2014). *The Performance of Danish Foundation-Owned Companies*. Hentede april 2016: <http://www.tifp.dk/wp-content/uploads/2014/04/The-Performance-of-Danish-Foundation-Owned-Companies.pdf>
- Thomsen, S., Kúhn, J., & Poulsen, T. (2015). *The Economic Impact of Industrial Foundations*. Hentede 28. april 2016: <http://www.tifp.dk/wp-content/uploads/2011/11/Foundation-ownership-and-Externalities1.pdf>
- Ukendt. (21. maj 2012). *Grundfos afviser børsen*. Berlingske, Business. Hentede 24. marts 2016: <http://www.business.dk/diverse/grundfos-afviser-boersen>
- Ukendt. (27. maj 2012). *De fondsejede virksomheder klarer sig bedst*. Berlingske, Business. Hentede 26. marts 2016: <http://www.business.dk/diverse/professor-de-fondsejede-virksomheder-klarere-sig-bedst>
- Ukendt. (26. februar 2012). *Fonde kan styrke konkurrenceevnen*. Mandag Morgen. Hentede 22. april 2016: <https://www.mm.dk/fonde-kan-styrke-konkurrenceevnen>
- Ukendt. (21. februar 2016). *Topinvestorer til topchefer: Tænk længere*. Mandag Morgen. Hentede 27. marts 2016: <https://www.mm.dk/topinvestorer-topchefer-”taenk-laengere”>
- Vestergaard, M. (6. november 2002). *Danfoss holder sig til plan om børsnotering*. Børsen. Hentede 6. marts 2016: http://borsen.dk/nyheder/generelt/artikel/1/45992/danfoss_holder_sig_til_plan_om_boersnotering.html

Bilagsoversigt

Bilag 1:

Interview pr. e-mail med Sales Manager, Michael Dubgaard Hansen, Falck.

Spørgsmål 1: I år 2011 forsøgte Falck at foretage en børsnotering, men dette blev udskudt. Havde I forinden da iværksat nogle tiltag, der skulle være med til at minimere de interessekonflikter, der kan opstå i forbindelse med en børsnotering mellem ejerne og ledelsen?

Alle medarbejdere og ledere, der havde været anset i mere end ét år, og som ikke havde en fratrædelsesaftale fik tildelt et fast antal aktier.

Spørgsmål 2: Vil en børsnotering være en fremtidig mulighed for Falck eller foretrækker Falck at bibeholde sit nuværende ejerskab?

Det kan aldrig udelukkes, men med den nuværende selskabsform og ejerkreds ses det ikke som en sandsynlig mulighed inden for den nærmeste fremtid.

Spørgsmål 3: I har gennem de seneste par år foretaget opkøb af andre ambulanceselskaber og uddannelsescentre inden for offshore aktiviteter. Hvordan har I skaffet kapital til disse opkøb?

Falck har gennem mange års erfaring en solid og effektiv drift, der har kunne selvfinansiere de opkøb, der har været. Falck har især benyttet sig af sale and lease back, hvor en stor del af den frigivet kapital er kommet fra den bygningsmasse som Falck har ejet.

Venlig hilsen / Kind regards

Michael Dubgaard Hansen

Product / Sales Manager - Technical Sales

Falck Danmark A/S
Falck Teknik
Meterbuen 14-16
2740 DK-Skovlunde

Tel: [+45 44 92 33 44](tel:+4544923344)

Mob: [+45 40 29 69 21](tel:+4540296921)

Mail: mih@falck.dk