



**Copenhagen
Business School**
HANDELSHØJSKOLEN

Tilsynsrådet

- Hvilke effekter har indførslen af den nye ledelsesmodel på stakeholdere?

En selskabsretlig og corporate governance analyse af det nye ledelsesorgan

The Supervisory Board

- How does the new governing model affect stakeholders?

An analysis of the new governing body in relation to company law and corporate governance

Kandidatafhandling

Cand.merc.(jur.)

Terminsdato: August 2012

Antal anslag inkl. figurer: 169.746

Juridisk vejleder: Professor Søren Friis Hansen

Økonomisk Vejleder: Professor mso, dr.merc. Finn Østrup

Af Lasse Schmidt

Executive summary

Along with the modernization of the Danish company law, the new type of board structure was one of the changes. The corporate structure before the modernization was a one-tier system for private limited companies (anpartsselskab) and a semi two-tier board for public limited companies (aktieselskaber). The one-tier system consists of one governing body that manages the every day business and the long-term strategies. The semi two-tier system consists of a board of directors and a general manager, where the board of directors manages the long-term strategy and monitors the general manager, who in turn governs the day-to-day business. Members of the board of directors are also allowed to be general managers with a few restrictions in regards to the chairman and majority. In consequence there exists a possibility for overlap of people and work tasks.

The new option for companies in Denmark is the supervisory board (tilsynsråd). The supervisory board does not have any influence on either the day-to-day business or the long-term strategy. The sole purpose the supervisory board is to monitor the general management. This governance structure is known as a pure two-tier board since the general manager cannot be a member of the supervisory board and vice versa. The supervisory board is then considered an independent governing body since there is no overlap in members or assignments between the general managers or supervisory board members.

The object of this thesis is to clarify the legal content of the new supervisory board in regards to what legal protection it gives the stakeholders including the owners. There will be a comparative analysis with the German company law, in which the supervisory board has existed for a very long time, in regards to how Germany regulates their supervisory board compared to Denmark.

The economical analysis will focus on the governance issue that arises from the usage of a supervisory board in relation to the agency problem. There will also be a discussion of how the corporate governance structure will affect both shareholders and the stakeholders in general including managers, banks etc.

The new corporate structure brings a new level of flexibility for shareholders in Denmark but it also affects stakeholders in a wide extent. It is however widely discussed which of the governance system provides the best shareholder and stakeholder protection.

The object of this thesis is to clarify and explain the problems and advantages that arise with the new governance structure.

Indholdsfortegnelse

Kapitel 1 – Indledning og problemstilling.....	5
1.1 Introduktion til emnet.....	5
1.2 Emne.....	7
1.3 Problem.....	7
1.4 Problemstilling.....	7
1.5 Problemformulering.....	7
1.5.1 Hovedspørgsmål:.....	7
1.5.2 Underspørgsmål:.....	8
1.6 Opgavens struktur.....	8
1.7 Juridisk Metode.....	8
1.8 Økonomiske teori og metode.....	11
1.9 Integreret metode.....	12
1.10 Afgrænsning.....	13
1.11 Synsvinkel.....	13
Kapitel 2 – Juridiske analyse.....	15
2.1 Udviklingen i selskabsretten.....	15
2.2 Forskellen på tilsynsrådet og bestyrelsen.....	16
2.2.1 Tegningsretten i selskabet.....	16
2.2.2 Forbud mod personsammenfald.....	17
2.3 Vedtægterne.....	18
2.4 Regulering af tilsynsrådets opgaver i en forretningsorden.....	19
2.4.2 Ikke-regulerede ansvarsområder.....	25
2.5 Tilsynsrådets erstatningsansvar.....	26
2.5.1 Erstatningsansvar overfor kapitalejerne.....	27
2.5.2 Erstatningsansvar overfor selskabet.....	27
2.5.3 Erstatningsansvar overfor tredjemand.....	28
2.5.4 Sammenfatning af tilsynsrådets erstatningsansvar.....	28
2.6 Komparativ analyse af udenlandsk selskabsret.....	29
2.6.1 Nordisk selskabsret.....	29
2.6.2 Angelsaksisk selskabsret.....	30
2.6.3 Tysk selskabsret.....	31
2.7 Den tyske ledelsesmodel.....	31
2.7.1 Vorstand.....	32
2.7.2 Aufsichtsrat.....	32
2.8 Komparativ analyse af tilsynsrådet og aufsichtsrat.....	34
2.9 Sammenfatning på den retsdogmatiske analyse.....	35
Kapitel 3 – Økonomiske afsnit.....	37
3.1 Corporate governance – en introduktion.....	37
3.1.2 Corporate governance i Danmark.....	38
3.2 Stakeholder value kontra shareholder value.....	41
3.3 Selskabets interessenter.....	43
3.3.1 Direktionen.....	43
3.3.2 Tilsynsrådet i corporate governance øjemed.....	49
3.3.3 Øvrige økonomiske interessenter.....	51
3.3.4 Delkonklusion på øvrige økonomiske interessenter.....	54
3.4 Selskabet drift.....	55
3.4.1 Tegningsretten kan skabe usikkerhed.....	58
3.4.2 Ansvar og løn.....	58
3.4 Sammenfatning af den økonomiske analyse.....	59
Kapitel 4 – Integreret analyse.....	60
4.1 Hvem skal vælge tilsynsråd?.....	60

4.1.1 Selskaber med repræsentantskab.....	60
4.1.2 Selskaber der har modtaget kredit.....	61
4.1.3 Tyske koncerner.....	62
4.1.4 Angelsaksiske koncerner.....	62
4.1.5 Den familiejede virksomhed (den passive bestyrelse).....	64
4.2 Hvad taler for og imod at vælge tilsynsråd.....	65
4.2.1 Tilsynsråd som supplement til direktionen.....	65
4.2.3 Tilsynsråd som alternativ til bestyrelsen.....	66
4.2.4 Kan loven optimeres?.....	68
4.3 Giver tilsynsrådet mere eller mindre sikkerhed?.....	69
4.3.1 Sikkerhed for kapitalejerne.....	70
4.3.2 Sikkerhed for stakeholdere.....	71
Kapitel 5 - Sammenfatning og konklusion.....	72
5.1 Konklusion.....	72
5.2 Perspektivering - ledelsen i fremtiden.....	73
5.2.2 Bestyrelse uden personsammenfald eller tilsynsråd med ledelsesbeføjelser.....	74
5.2.1 Andre retssystemer.....	74
Litteraturliste.....	76

Kapitel 1 – Indledning og problemstilling

1.1 Introduktion til emnet

I 2006 blev den danske selskabslov taget til op til revidering på opfordring fra Økonomi- og Erhvervsministeren med henblik på en modernisering¹. Som konsekvens af denne modernisering er det nu blevet muligt at lave en selskabskonstruktion, hvor der anvendes et tilsynsråd som øverste ledelsesorgan som alternativ til en bestyrelse. Dette betyder at Danmark nu har et reelt to-strengt ledelsessystem, som blandt andet kendes fra Tyskland og de Europæiske SE-selskaber jf. forordningens art. 39 (3)². Den to-strengede ledelsesmodel defineres ud fra den betragtning, at der hverken må være person- eller kompetencesammenfald mellem det øverste og det underliggende ledelsesorgan. Der er derfor tale om rent ledelsesorgan og et tilsynsorgan. Valgfriheden i den danske selskabslov er således udvidet nu til at indeholde tre forskellige ledelsesmodeller.

Opstillet som illustration vil ledelsesmodellerne se således ud:

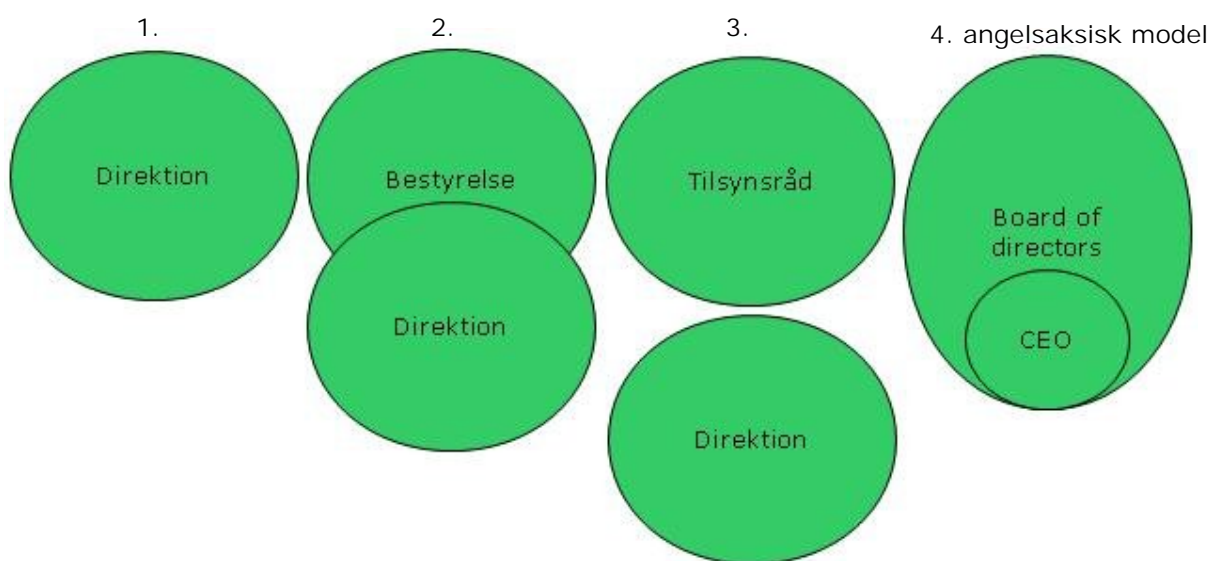


Fig. 1

Den første ledelsesstruktur er rent enstrengt, da direktionen er eneste ledelsesorgan i selskabet. Denne struktur er kun tilladt i anpartsselskaber jf. SL § 111, nr. 2. I den anden struktur ledes selskabet af en bestyrelse samt en direktion. Dette kunne undertiden godt defineres som en to-strengt model, dog gør muligheden for person- og kompetencesammenfald mellem direktion og bestyrelse, at denne model må defineres som "halvandetstrengt" model³. I den tredje model, som er den nye model, hvor selskabet ledes

¹ Betænkning nr. 1498 (2008) s. 17

² Rådets forordning (EF) Nr. 2157/2001 af 8. oktober 2001

³ Betænkning nr. 1498 (2008) s. 287

af et tilsynsråd som øverste ledelsesorgan og dernæst en direktion, hvilket defineres som en ren to-strengt ledelsesmodel, eftersom der er fuldstændig funktionsadskillelse jf. SL § 111, nr. 2, 3. pkt.

Til brug for den senere komparative analyse i afhandlingen af angelsaksisk ret findes den angelsaksiske ledelsesstruktur i den fjerde model, hvor der blandt selskabets øverste ledelsesorgan findes en chief executive officer (CEO), som har ansvaret for den daglige drift i selskabet. Ligeledes kan der udpeges medlemmer som udelukkende har en tilsynsfunktion⁴.

Tilsynsrådets opgaver som defineret i SL § 116 er identisk med opgaverne som pålægges en bestyrelse i hh. til SL § 115 med undtagelsen af, at bestyrelsen ligeledes har ansvaret for at varetage den overordnede og strategiske ledelse og sikre en forsvarlig organisation af kapitalselskabets drift. Tilsynsrådets opgaver udelukkende består i at føre tilsyn med selskabets kapitalberedskab, risikostyring, ledelsen mv.

Kapitalejernes sikres derfor ved rapportering fra selskabets direktion til enten bestyrelsen, tilsynsrådet eller direkte til ejerne alt afhængig af hvilken ledelsesmodel der er valgt.

Eftersom det er bestyrelsen i selskabet, som fastsætter rammerne for direktionens ledelse af selskabet, og der er mulighed for personsammenfald mellem de to organer, må der antages at være et tættere forhold mellem bestyrelsen og direktionen i forhold til anvendelsen af et tilsynsråd. Risikoen for, at informationsstrømmen fra direktionen til bestyrelsen ikke er retvisende eller tilstrækkelig, kan derfor være mindre ved anvendelsen af en bestyrelse på grund af den naturligt tættere relation. Det er derfor essentielt for kapitalejernes sikkerhed, at tilsynsrådets arbejdsopgaver samt direktionens rapportering reguleres grundigt i form af en forretningsorden, direktørkontrakt og gennem selskabets vedtægter.

Risikoen opstår fordi, selskabets forskellige organer herunder kapitalejere, tilsynsråd og direktion anses for at have forskellige interesser i selskabet. Kapitalejerne har mulighed for økonomisk gevinst og tab uden ansvaret for selskabets drift, imens ledelsen har muligheden for at drive en virksomhed uden ansvaret for tilførsel af kapital⁵. Det er derfor vigtigt for begge parter at få afstemt deres interesser således, at kapitalejernes investering sikres og selskabet fortsat har sin drift.

Afhandlingen har til formål at afdække hvilke afledte effekter, der sker i forbindelse med valget af tilsynsrådet. Det skal således undersøges, hvordan stakeholdere, kapitalejere og selskabets drift bliver påvirket af den nye ledelsesmodel både med hensyn til sikkerhed og drift.

⁴ Hansen (2011) s. 405

⁵ Monks (2004) s. 9

1.2 Emne

Afhandlingen tager udgangspunkt i anvendelsen af et tilsynsråd sammen med en direktion som ledelsesstruktur i kapital­selskaber. Da tilsynsrådet udelukkende har til formål at agere som kontrolmyndighed for selskabet, vil der være fokus på den sikkerhed, som et tilsynsråd giver ejer og øvrige stakeholdere i selskabet, samt hvorvidt anvendelsen kan begrænse selskabets frie hænder.

1.3 Problem

Det er ukendt, hvorvidt denne to-strengt ledelsesmodel skaber yderligere sikkerhed for stakeholderne, da kravene til rapporteringen mellem direktionen og tilsynsråd er begrænset formuleret i kapital­selskabsloven, hvorfor det er selskabets egen opgave at sikre effektiv regulering af rapporteringen samt tilsynsrådets opgaver. Denne regulering skal ske under hensyntagen til, at tilsynsrådet ikke har nogen ledelsesmæssig eller strategiske beføjelser, og dermed har en minimeret berøringsflade mellem tilsynsrådet og den daglige ledelse.

Eftersom den to-strengede ledelsesmodel hidtil har været ukendt i Danmark kan der ligeledes stilles spørgsmål ved om selskabet egentlig bliver styrket eller begrænset af denne kontrolmyndighed. Det kan frygtes, at et tilsynsråd, som ikke deltager i strategiske beslutningsprocesser mangler den fornødne information til at kunne føre effektiv kontrol med selskabet og direktionen.

1.4 Problemstilling

Der vil i denne afhandling være en gennemgang af den danske selskabslovs kapital 7 med fokus på tilsynsrådets opgaver og i den forbindelse en sammenligning med bestyrelsens opgaver. Afhandlingen vil samtidig diskutere, hvordan et tilsynsråds opgaver kan reguleres yderligere og optimeres, for at sikre dennes kontrolfunktion giver optimalt udbytte for ejerne og andre interessenter uden at begrænse selskabets direktion. Der vil den forbindelse samtidig ses på hvilke fordele samt ulemper, der kan opstå i forbindelse med corporate governance ved denne ledelsesmodel.

1.5 Problemformulering

Problemformulering inddeles til et hovedspørgsmål og en række underliggende juridiske og økonomiske arbejdsspørgsmål.

1.5.1 Hovedspørgsmål:

- Hvilke effekter⁶ har tilsynsrådet på stakeholdere⁷ i selskabet? Og hvilken sikkerhed giver anvendelsen af tilsynsrådet for stakeholdere sammenlignet med en bestyrelse?

⁶ Effekter indbefatter sikkerheden for stakeholdere, driften af selskabet, konsekvenser for direktionen

⁷ Med stakeholdere forstås samtlige interessenter i selskabet herunder også kapitalejere

1.5.2 Underspørgsmål:

Juridiske

- Hvilken retlig beskyttelse giver tilsynsrådet overfor stakeholdere?
- Hvordan reguleres tilsynsrådets kontrolfunktion bedst muligt?
- Hvordan er den danske lovgivning opbygget i forhold til den tyske?

Økonomiske

- Hvilke fordele og ulemper er der ved indsættelsen af et tilsynsråd i forbindelse med Corporate Governance?
- Hvordan påvirkes stakeholdere af valget af tilsynsrådet?

1.6 Opgavens struktur

Til besvarelsen af problemformuleringen udarbejdes der i afhandlingen et juridisk afsnit med en retsdogmatisk analyse af de juridiske problemstillinger forbundet med anvendelsen af tilsynsrådet. Der vil i den juridiske analyse indgå en komparativ analyse af tysk selskabsret med henblik på en sammenligning af den tyske ledelsesmodel og nye danske ledelsesmodel.

Derefter udarbejdes det økonomiske afsnit med besvarelsen af de økonomiske underspørgsmål, der undersøger, hvordan valget af tilsynsrådet som øverste ledelsesorgan påvirker selskabets stakeholdere. Endeligt afsluttes opgaven med et integreret juridisk og økonomisk afsnit, der anvender den viden, som er opnået i de foregående afsnit til en retsøkonomisk besvarelse af problemstillingen.

Afhandlingen kunne have undladt at være inddelt i tre analyser, således der gennemgående i opgaven var fokus på de økonomiske teorier og tanker til forklaringen af de juridiske principper. Dette er imidlertid undladt for at have en mere læservenlig afhandling, der først fokuserer udelukkende på de juridiske aspekter, opfulgt af de økonomiske effekter og slutteligt den integrerede del, hvor de to discipliner anvendes samlet til løsningen af opgavens hovedspørgsmål.

1.7 Juridisk Metode

Den juridiske analyse anvender hermeneutikken, som først har til formål at forstå loven, dernæst udlægge den og til sidst applikationen af denne⁸. Empirien for afhandlingen vil derfor hovedsagligt udgøres af lovteksten i selskabslovens kapitel 7.

For at løse den juridiske problemstilling anvendes den retsdogmatiske analyse som systematiserer, beskriver, analyserer og fortolker gældende ret⁹. Udtrykket "gældende ret" skal forstås, som det resultat en given domstol vil nå frem til ved anvendelse af nærværende

⁸ Højberg (2004) s. 311

⁹ Tvarnø (2008) s. 28

retskilder og retsdogmatiske analyse¹⁰. Gældende ret skal i denne afhandling udledes fra selskabsloven kapitel 7 om selskabets ledelse med fokus på tilsynsrådet.

Den retsdogmatiske analyse vil tage udgangspunkt i følgende retskilder: regulering (selskabsloven), retspraksis, retssædvaner og forholdets natur. Da betænkningen til den nye selskabsloven medtages som fortolkningsbidrag, vil der i givet fald være tale om en subjektiv fortolkning af retskilden¹¹. Samme subjektive fortolkning anvendes af de Danske domstole¹², hvilket betyder, at afhandlingens analyse giver et retvisende billede af hvad gældende ret er. Forarbejderne er endvidere vigtige, da disse kan ses som selvstændig retskilde¹³. Anvendelsen af forarbejderne som fortolkningsbidrag medvirker til at sikre ensartet fortolkning af lovtæksten samtidig med at det giver en bedre forståelse for lovgivers intentioner.

Afhandlingens retsdogmatiske fortolkning følger den nedenstående rækkefølge:

- Regulering
- Retspraksis
- Retssædvaner
- Forholdets natur

Den retsdogmatiske analyse af reguleringen tilægges stor værdi af afhandling, da der i retskilderne ikke findes retspraksis i forbindelse med tilsynsråd, da organet er helt nyt i selskabsretlig sammenhæng. Dog vil en analyse af alene reguleringen ikke give et retvisende billede, da det er retskilderne tilsammen, som udgør gældende ret¹⁴, hvorfor de øvrige retskilder også er nødvendige.

Det findes endvidere relevant for opgaven at lave en komparativ analyse af dansk og tysk selskabslovgivning. Denne analysemetode sigter mod at sammenligne national ret med udenlandsk ret. Begrundelsen for anvendelsen af denne analysemetode er, at tysk ret har i flere år opereret med den tostrengede ledelsesmodel, hvilket der henvises til gentagne gange i betænkningen til den nye selskabslov. Den komparative analyse vil derfor give et bedre indblik i begrundelsen for indførslen af tilsynsrådet, samt hvilke konsekvenser det kan give. Anvendelsen af den tyske selskabsret som fortolkningsbidrag ved nationale domstole til vurderingen af tilsynsrådets opgaver og ansvar må dog antages at være begrænset. Retshistorien viser, at anvendelsen af udenlandsk ret og retspraksis til afgørelse af nationale retssager er særdeles begrænset¹⁵. Indholdet af tyske retshistorie med hensyn til anvendelsen af tilsynsrådet er ligeledes væsentlig større sammenlignet med den danske. Det findes derfor

¹⁰ Tvarnø (2008) s. 29

¹¹ Tvarnø (2008) s. 83

¹² Tvarnø (2008) s. 83

¹³ Blume (2009) s. 66

¹⁴ Blume (2009) s. 61

¹⁵ Lando (2009) s. 195

relevant for analysen at anvende den komparative analyse, da tilsynsrådets funktion og virke er inspireret af tysk selskabsret.

Den komparative analyse vil ligeledes bidrage til en retspolitisk vurdering af selskabslovens bestemmelser om tilsynsrådet. Den retspolitiske vurdering vil i denne afhandling ikke have til formål at beskrive hvordan loven bør ændres, men blot opfordre til overvejelser om hvordan loven kan optimeres¹⁶.

I den retsdogmatiske analyse af retskilderne vil analysen af reguleringen bære hovedvægten i denne afhandlings juridiske afsnit, da det empiriske data for retspraksis og retssædvaner med hensyn til tilsynsråd er ikke eksisterende. Der vil derfor ikke laves en analyse af retspraksis i forbindelse med tilsynsråd, men retspraksis for bestyrelsens opgaver og ansvar i hh. til SL § 115 vil derfor blive anvendt analogt. Dette skyldes, at bestyrelsens opgaver ligger sig tæt op af tilsynsrådets opgaver bortset fra de ledelsesmæssige og strategiske beføjelser, som ikke findes hos tilsynsrådet.

Eftersom selskabsloven ligger op til, at tilsynsrådets arbejdsopgaver reguleres inter partes, vil forholdets natur have en afgørende effekt. Selskabslovens begrænsede regulering af tilsynsrådets opgaver giver mulighed for selvregulering mellem parterne til fastsættelsen af præventive rammer, således at den bagudrettede tvistløsning kan minimeres.

Når forhold og aftaler reguleres parterne imellem, som i dele af selskabsretten eksempelvis ved direktøraftaler og ejeraftaler, er der tale om et privatretligt formål¹⁷. Selskabsloven karakteriseres ligeledes som tilhørende formueretten og herunder privatretten. Det er dog vigtigt at holde sig for øje, at selskabsretten ligeledes har bestemmelser af offentligretlig karakter, hvorfor den ikke udelukkende kan ses som værende det ene eller andet. Offentligretlige bestemmelser udgør bestemmelser, der pålægger juridiske personer pligter og giver dem rettigheder overfor staten¹⁸. For afhandlingens retsdogmatiske analyse vil der kun tages udgangspunkt i de privatretlige bestemmelser, da der kun ses på det interne forhold mellem ejere, interessenter og ledelsen i et selskab.

Da ovenstående interessenters forhold ikke reguleres udtømmende i selskabsloven og skal reguleres inter partes, vil der endvidere blive set på aftaleretten. Dette skyldes, at selskabsloven foreskriver, at tilsynsrådet i et kapitalselskab, såfremt der er mere end et medlem, skal deres hverv reguleres ved en forretningsorden under hensyntagen til virksomhedens behov jf. §130 stk. 1 og 2, hvilken frit kan kontraheres. En direktør arbejder ligeledes i overensstemmelse med en direktørkontrakt, da direktører ikke er omfattet af

¹⁶ Blume (2009) s. 263

¹⁷ Tvarnø (2008) s. 31

¹⁸ Tvarnø (2008) s. 31

funktionærloven. Det er derfor relevant for opgaven ligeledes at se på den almindelig aftalefrihed samt aftaleloven.

Opgavens juridiske afsnit vil have derfor tage udgangspunkt i den retsdogmatiske analyse af retskilderne samt en komparativ analyse af tysk ret, hvorefter der vil ses på regulering af inter partes forhold til bedst muligt at regulere tilsynsrådets arbejdsopgaver. Slutteligt vil der være en sammenfatning for det juridiske afsnit som svar på opgavens juridiske arbejdsspørgsmål.

I den tyske komparative analyse foreligger der en tendens i tyske ret til at retspraksis ikke udgør en ligeså betydningsfuld retskilde i forhold til dansk ret¹⁹. Tysk retspraksis behandles i denne afhandling i et begrænset omfang, alligevel antages det, at deres værdi som fortolkningsbidrag til forståelsen af tilsynsrådets retsstilling er væsentlig.

1.8 Økonomiske teori og metode

Corporate governance anvendes til at sikre investorernes afkast på deres kapitalindsat i et givent selskab²⁰. Corporate governance anvendes ligeledes til sikring af stakeholdernes interesse i selskabet. Det er netop anvendelsen af god corporate governance, som skal løse den problemstilling, der opstår ved principal-agent teorien imellem de økonomiske interessenter og selskabets ledelse. Der opstår en separation mellem ejerskabet og kontrollen. Essensen i dette problem opstår ved separationen mellem hvem der træffer beslutninger i selskabet og hvem der bærer risikoen, hvilket også påvirker distributionen af den værdi virksomheden skaber²¹. Det er netop vigtigt ved fordelingen af selskabets eventuelle overskud at tage højde for, at kapitalejerne er residualmodtagere i og med, at selskabets overskud først skal dække leverandører, løn til ansatte og øvrige kreditorer, og først derefter kan ejerne få udbetalt udbytte. Corporate governance, som reguleres ved hjælp af juridiske værktøjer i selskabsloven blandt andet, skal således minimere risikoen for at være stakeholder i et selskab.

Afhandlingen tager sit afsæt i den ny institutionelle økonomi, hvor aktører er begrænset rationelle i søgen af maksimering af egen nytte som konsekvens af asymmetrisk information. Denne asymmetriske informations tilstedeværelse er nødvendig for opståelsen af principal-agent problemet, hvilken kan minimeres med god corporate governance.

Der vil i afhandling derfor være en kort introduktion til principal-agent teorien, hvorefter den økonomiske analyses omdrejningspunkt vil være tilsynsrådets corporate governance effekter. Ved effekter menes der; hvordan kapitalejerne sikres, hvordan direktionen og selskabets drift påvirkes, samt hvordan disse effekter er ved anvendelsen af en bestyrelse som ledelsesorgan.

¹⁹ Bergenser (2012) s. 66

²⁰ Schleifer (1997), s. 737

²¹ Blair (1996) s. 19

Til besvarelsen af de økonomiske arbejdsspørgsmål anvendes principperne fra corporate governance, som trækkes ned over denne enkeltstående situation, hvor et selskabs ledelse består af et tilsynsråd samt en direktion. Afhandlingens økonomiske metode vil derfor have en deduktiv tilgang, da der her er taget udgangspunkt i et generelt princip, som anvendes på et enkeltstående tilfælde²².

Principal-agent teorien

Principal-agent problemet opstår i forbindelse med en agent, der agerer på vegne af en principal, hvor agentens opgave er alene at varetage principalens interesser²³. Problemet skyldes, at agenten og principalen har modstridende interesser, hvor agenten kan vælge at tilsidesætte principalens ønsker for dermed at maksimere sin egen nytte.

Da kapitalejerne først kan iagttage direktionens handlinger efter de er sket, er der tale om en post-kontraktuel problemstilling. Såfremt principalen havde perfekt information og kunne monitorere agenten uden transaktionsomkostninger, ville der ikke opstå noget problem, da principalen ville få maksimal nytte ved minimale omkostninger. I forholdet mellem en direktion og kapitalejer hersker der dog imperfekt information, hvorfor der opstår risiko for post kontraktuel opportuniste. Moral hazard defineres, som en situation, hvor kapitalejere ikke kan monitorere direktionen efficient, således at direktionen til en vis grad kan handle ud for egne interesser. Direktionen kan eksempelvis ønske ikke at arbejde hårdt, da dette vil minimere deres egen nytte, hvorimod kapitalejernes primære fokus er på profit.

Kapitalejerne har muligheder for at mindske denne problemstilling. Det kan blandt andet gøres ved udarbejdelse af incitamentskontrakter for direktionen eller ved indsættelsen af bestyrelse eller tilsynsråd som kontrolorgan. Begge muligheder er corporate governance værktøjer til, hvordan kapitalejerne kan styre direktionen ved hjælp af corporate governance. Dette er afhandlingens økonomiske fokus.

1.9 Integreret metode

Til den integrerede analyse vil resultaterne opnået i den juridiske og økonomiske analyse sammenholdes til give svaret på den overordnede problemstilling. Fælles for den juridiske og økonomiske analyse er den positivistiske og normative tilgang²⁴. Forudsætningen for den økonomiske analyse er, at visse aktørforudsætninger er fastlagt²⁵, hvilke knytter sig til den ny institutionelle økonomi. Modsætningsvis er den juridiske analyse ikke-aktørforudsætningsafhængig²⁶.

²² Andersen (2006) s. 32

²³ Milgrom (1992) s. 170

²⁴ Østergaard (2003) s. 270

²⁵ Østergaard (2003) s. 272

²⁶ Østergaard (2003) s. 274

Analysen sammenfører således den ikke-aktør afhængige juridiske analyse med den aktør baserede økonomiske analyse. Den juridiske analyse betragtes som værende ikke-aktør afhængig, da den objektivt behandler lovens rammer for derved at udlede gældende ret for et givent emne eller problemstilling og ikke ud fra et bestemt marked. Den økonomiske analyse er aktør-baseret, da den tager udgangspunkt i incitamentsafhængig adfærd hos aktører med begrænset rationalitet.

Den integrerede analyse søger at løse den overordnede problemstilling ved at forklare de juridiske rammer med anvendelsen af økonomiske principper indenfor corporate governance. Effekterne af tilsynsrådet vil derved beskrives indenfor de juridiske rammer med en aktør afhængig tilgang og derved besvare afhandlingens hovedspørgsmål.

1.10 Afgrænsning

Opgavens analyse om anvendelse af tilsynsråd vil der ikke blive set på særskilte regulativer for børsnoterede selskaber og finansielle virksomheder. Afhandlingens fokus vil udelukkende ligge på kapitalselskaber, hvorfor interessentskaber, partnerselskaber, enkeltmandsvirksomheder etc. ikke behandles.

I afhandlingen vil ledelsesorganerne blive behandlet som helhed, hvorfor der ikke vil blive set særskilt på formanden for tilsynsrådets eller bestyrelsen. Dette skyldes, at formanden i sig selv ikke udgør et selvstændigt ledelsesorgan, og det findes derfor ikke relevant at behandle formandens rolle separat.

Forskellige typer ejerforhold behandles ikke i den økonomiske analyse. Der kan argumenteres for at forskellige typer af ejerforhold eksempelvis minoritetsejere kontra majoritetsejere, familiejet eller børsnoteret, kan have indvirkning for valget af ledelsesstruktur. Afhandlingen har dog sit fokus på, hvilke effekter valget af tilsynsråd som øverste ledelsesorgan har. Ejerforholdene antages udelukkende at være relevante præ beslutningen af ledelsesmodellen, hvor afhandlingen har sit fokus på en post behandling af valget af ledelsesmodel.

1.11 Synsvinkel

Afhandlingens problemstilling tager sit udspring i effekterne på valget af tilsynsrådet som øverste ledelsesorgan herunder påvirkningen af samtlige stakeholdere i selskabet. Afhandlingens synsvinkel vil derfor ligge hos stakeholderne, hvilket indbefatter kapitalejere, tilsynsrådets medlemmer, direktionen og tredjemandmand. Tredjemand udgør interessenter, der påvirkes af selskabets virksomhed som eksempelvis medarbejdere, banker, lokalsamfund etc. Afhandlingen vil således have en synsvinkel, der ligger tæt på selskabet i modsætning til en samfundsøkonomisk synsvinkel. Illustrativ kan synsvinklen opstilles således:

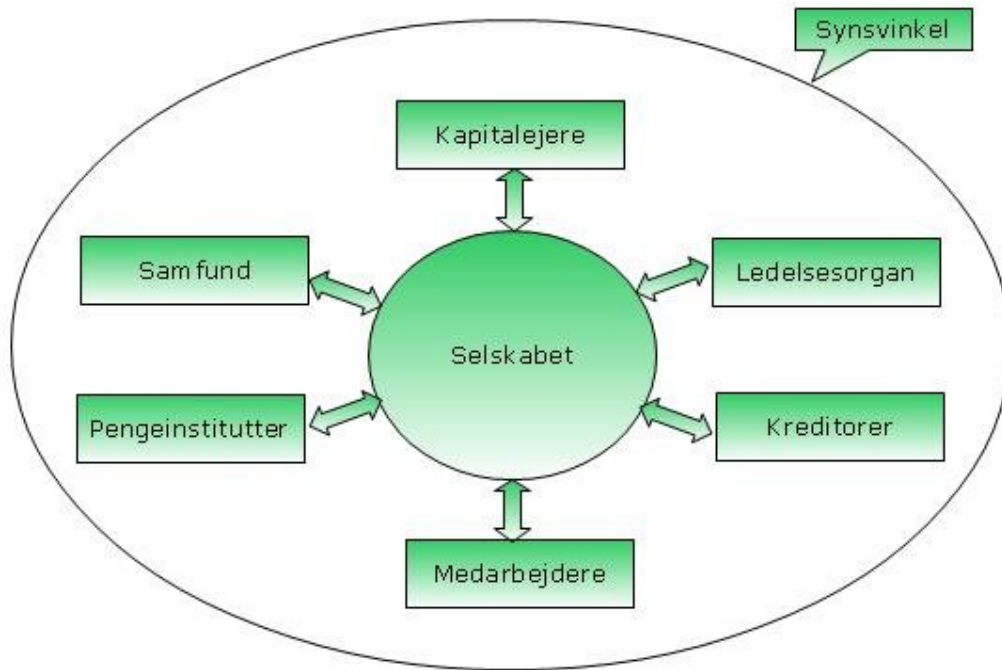


Fig. 2

Kapitel 2 – Juridiske analyse

I dette afsnit udføres den retsdogmatiske analyse af selskabslovens bestemmelser om tilsynsråd. Til denne analyse anvendes betænkningen som fortolkningsbidrag for at tydeliggøre lovgivers intentioner. Endvidere udvides afsnittet med en komparativ analyse af tysk selskabsret samt forordningen om SE-selskabet i forhold til national ret.

Afsnittet indledes først med en kort introduktion til udviklingen i dansk selskabsret.

2.1 Udviklingen i selskabsretten

Den rent to-strengede ledelsesmodel med et ledende organ og et monitorerende organ uden kompetence- og personsammenfald har været på tale tidligere i Danmark. Allerede i starten af 1900-tallet fremlagde aktielovskommissionen idéen om et to-strengt ledelsessystem med vandtætte skodder mellem de to organer, både kompetence- og personmæssigt²⁷. Opdelingen skulle sikre en effektiv kontrol af direktionens arbejde. Dette blev midlertidigt ikke vedtaget og indført i den første aktieselskabslov fra starten af 1900-tallet.

Den senere anpartsselskabslov og aktieselskabslov er nu blevet erstattet med den nye samlede selskabslov pr. 2011²⁸. Den nye selskabslov medførte som noget nyt muligheden for at have en rent to-strengt ledelse, hvoraf det øverste ledelsesorgan kun har monitorerende opgaver og ingen deciderede ledelsesbeføjelser.

Anpartsselskabsloven indeholdt muligheden for, at selskaber kunne ledes af enten en direktion, en bestyrelse eller begge i forening, hvor bestyrelsen udgjorde det øverste ledelsesorgan og direktionen forestod selskabets daglige ledelse jf. APL § 19. Lovgivningen er nu ændret således, at et anpartsselskab altid skal have en direktion, uanset om der også findes en bestyrelse eller et tilsynsråd.

I aktieselskabsloven var kravet, at ledelsen skulle bestå af en bestyrelse som øverste ledelsesorgan jf. ASL § 49 samt en direktion til at forestå den daglige ledelse jf. ASL § 51. Dette har tidligere været den eneste mulige ledelsesstruktur for aktieselskaber. Der eksisterer nu en øget valgfrihed for aktieselskaber, da kapitalejerne nu kan vælge at erstatte bestyrelsen med et tilsynsråd.

Grunden til den øgede valgfrihed findes i betænkningen til den nye selskabslov, som beskriver hvordan den to-strengede ledelsesmodel tolkes forskelligt i de enkelte medlemslande²⁹. Nogle mener, at kravet til en to-strengt ledelse er opfyldt, når der blot findes to forskellige

²⁷ Hansen (2003) s. 81

²⁸ LBK nr 322 af 11/04/2011

²⁹ Betænkning nr. 1498 (2008) s. 284

ledelsesorganer, mens andre mener, at der mellem to ledelsesorganer ikke må være personsammenfald således, at der er tale om en uafhængig to-strengt ledelse. Danmark har udvidet lovgivningen således, at både er muligt for kapitalselskaber at vælge imellem den halvandet-strengede model, hvor der kan være personsammenfald og den rent to-strengede model, hvor personsammenfald ikke er muligt. Anvendelsen af en direktion og bestyrelse kan beskrives som værende et to-strengt system, men set med EU-retlige øjne defineres en to-strengt ledelse med en klar adskillelse mellem ledelsesorgan og tilsynsorgan jf. SEF Artikel 39, stk. 3. Ydermere er der nogle meget væsentlige forskelle på tilsynsrådets og bestyrelsens opgaver.

2.2 Forskellen på tilsynsrådet og bestyrelsen

Bestyrelsens opgaver består i at varetage selskabets overordnede og strategiske ledelse jf. SL § 111, nr. 1³⁰. Bestyrelsen har i forbindelse med deres ledelsesansvar også mulighed for tegne selskabet, overtage ledelsen og løse specifikke opgaver for direktionen. I hjemlen for tilsynsrådet i SL § 111, nr. 2 findes denne ledelsesbeføjelse ikke, hvilket betyder, at selvom et tilsynsråd tituleres som værende selskabets øverste ledelsesorgan, reelt set ikke har indflydelse på ledelsen af selskabet³¹. Dette betyder samtidig, at tilsynsrådet ikke må udstikke retningslinier for direktionen³², selvom tilsynsrådet skal føre tilsyn med direktionen. Forskellen skaber en klar distance mellem de to organers funktion både i forhold til hvordan organerne skal reguleres, deres arbejdsopgaver og deres ansvar. Disse differentierede forhold vil blive gennemgået i de næste afsnit efterfulgt af en gennemgang af hvordan organerne reguleres.

2.2.1 Tegningsretten i selskabet

Et tilsynsråd kan ikke tildeles tegningsret og kan således ikke forpligte selskabet³³, hvilket fremgår af SL § 135, stk. 2. Tegningsretten præciseres i SL § 135, stk. 2 til: *"selskabet kan forpligtes ved det samlede centrale ledelsesorgan, et medlem af bestyrelsen eller af en direktør"*. Tegningsretten kan skærpes yderligere i selskabets vedtægter til kun at tilkomme medlemmerne af de forskellige organer i forening eller noteres enkeltvis på navn af de forskellige medlemmer. Generalforsamlingen kan derved bestemme, at tegningsretten eksempelvis skal tildeles til et individuelt bestyrelsesmedlem.

Selskabets direktion, der fungerer som centralt ledelsesorgan ved anvendelse af et tilsynsråd, har dermed enekompetence til at forestå både den daglige ledelse og den overordnede strategiske ledelse. Tilsynsrådet funktion begrænses i forhold til bestyrelsen og dermed også deres ansvar. Vælger kapitalejerne at erstatte bestyrelsen med et tilsynsråd, flyttes det overordnede strategiske ansvar, der tidligere var forbeholdt bestyrelsen, videre til direktionen. I situationen, hvor der ikke forudgående har været en bestyrelse, sker der ved indsættelsen af

³⁰ Munck (2010) s. 278

³¹ Betænkning nr. 1498 (2008) s. 898

³² Gomard (2011) s. 292

³³ Betænkning nr. 1498 (2008) s. 898

et tilsynsråd som supplement til direktionen, ikke en forskydning i ledelsesbeføjelserne, da direktionen bibeholder denne, som ved den enstrengede ledelsesmodel.

Bestyrelsens kompetencer udgør også, at overtage opgaver fra direktionen i enkeltstående sager, så længe direktionen stadig har ansvaret for selskabet daglige og ordinære ledelse³⁴. Det vil typisk dreje sig om opgaver af usædvanlig art eller der overstiger direktionens kompetence³⁵. Her foreligger der en begrænsning i tilsynsrådets beføjelser, eftersom et tilsynsråd ikke må overtage ledelsesopgaver fra direktionen³⁶. Samme begrænsning findes ligeledes for tilsynsorganer i de europæiske SE-selskaber, jf. forordningens art. 40, hvorfor der i den europæiske selskabsrets terminologi er tale om en "ægte" dualistisk ledelsesform³⁷.

2.2.2 Forbud mod personsammenfald

En anden væsentlig forskel på bestyrelsen og tilsynsrådet er forbuddet mod personsammenfald mellem direktionen og tilsynsrådet jf. SL § 111, (2), stk. 1, 3. pkt. Personsammenfald mellem direktionen og bestyrelsen er tilladt såfremt direktionen ikke udgør et flertal i bestyrelsen og direktionen ikke optager formands- eller næstformandsposten jf. SL § 111. Det er således i selskaber, der opererer med den halvandet-strengede ledelsesmodel, muligt for personer, der forestår selskabets daglige ledelse også at have indflydelse på selskabets overordnede ledelse. Situationen kommenteres blandt andet i Nørby Udvalgets rapport om Corporate Governance i Danmark³⁸, hvor det bemærkes, at sikring af bestyrelsens uafhængighed medfører, at generalforsamlingsvalgte bestyrelsesmedlemmer ikke bør være medlemmer af direktionen samtidig³⁹, men det forbydes ikke. Til grund for denne udtalelse ligger frygten for at en stærk direktion kan påvirke bestyrelsen til i højere grad at varetage andre interesser end de økonomiske interesser. I den økonomiske analyse underbygges dette endvidere med, at direktionens nyttemaksimering ligger i varetagelsen af egne interesser, hvor bestyrelsens opgave, i corporate governance hensyn er, at mindske direktionens incitament til dette. Samtidig er formålet at mindske interessekonflikten mellem kapitalejerne og direktionen.

For tilsynsrådet gælder det som nævnt, at der ikke må være sammenfald mellem direktionen og tilsynsrådet. Lignende bestemmelser findes både for SE- selskabet i forordningens art. 39 (3) og i den tyske selskabslov, hvor der opereres med et Aufsichtsrat (øverste ledelsesorgan) og Vorstand (direktion), hvor der heller ikke må være personsammenfald jf. Aktiengesetz § 105, stk. 1.

³⁴ Munck (2010) s. 281

³⁵ Brandt (2008) s. 117

³⁶ Betænkning nr. 1498 (2008) s. 898

³⁷ Schaumburg-Müller (2011) s. 109

³⁸ Nørby-udvalgets rapport gennemgås i afsnit 3.2.1

³⁹ Nørby (2001) s. 59

Forskellen mellem bestyrelsen og tilsynsrådet er således, at tilsynsrådet udelukkende fungerer som et monitorerende organ uden ledelsesansvar, som fører kontrol med de i SL § 116, nr. 1-5 opstillede områder samtidig, med at der findes en restriktion for personsammenfald mellem ledelsesorganerne. Der tegner sig derfor et billede af hvordan muligheden for indførslen af tilsynsrådet søger mod en homogenisering af dansk og europæisk selskabsret.

Nødvendigtvis må det betragtes som værende uhensigtsmæssigt at være medlem af både det monitorerende organ og det monitorerede organ⁴⁰, eftersom der hersker en klar interessekonflikt, der påvirker objektiviteten.

Da det som nævnt er generalforsamlingen der træffer beslutning om anvendelsen af et tilsynsråd, skal dette indskrives i selskabets vedtægter jf. SL § 28, nr. 5. Vedtægterne har forrang i forhold til en eventuel forretningsorden⁴¹, hvorfor vedtægternes betydning behandles først.

2.3 Vedtægterne

Vedtægterne er nummer to i det selskabsretlige hierarki efter selskabsloven. Et kapitalselskabs vedtægter er offentligt tilgængelige og skal derfor fortolkes objektivt i modsætningen til den almindelige aftaleret, der fokuserer på parternes intentioner⁴². Der følger således et naturligt ønske om at koncipere selskabets vedtægter så præcist som muligt. Begreber som øverste ledelsesorgan og centrale ledelsesorgan skal derfor udspecificeres i vedtægterne til at definere organerne som bestyrelse, tilsynsråd og direktion, for at tredjemandslæsere ikke er i tvivl om, hvilken ledelsesmodel et givent selskab anvender.

I henhold til selskabsloven § 28, nr. 5 skal vedtægterne indeholde oplysning om selskabets ledelsesorganer. Endvidere foreskriver selskabsdirektivet⁴³, at antallet af ledelsesmedlemmer skal oplyses. Antallet af ledelsesmedlemmer kan dog angives som et spænd mellem eksempelvis 3 til 7 medlemmer⁴⁴. Valgperioden skal endvidere tidsfastsættes i vedtægterne jf. SL § 120, stk. 4.

Vedtægterne skal angive om, der er særlige forhold, som gør sig gældende i forhold til den bestemmende magt i det øverste ledelsesorgan. Det er således et krav, at det anføres i vedtægterne om, der er fastsat højere krav til beslutningsdygtigheden, om formandens stemme er udslagsgivende ved stemmelighed og hvordan en formand vælges jf. SL § 120 & § 124, stk. 1. Alle tre emner kan være relevante for tredjemand, hvorfor dette skal indføres i vedtægterne og være offentlig tilgængeligt.

⁴⁰ Andersen (2010) s. 315

⁴¹ Betænkningen (2008) s. 918

⁴² Werlauff A (2010) s. 356

⁴³ 2. selskabsdirektiv, artikel 2, litra D (77/91/EØF)

⁴⁴ Bunch (2010) s. 121

Vedtægterne anvendes til at fastlægge de ydre rammer for tilsynsrådet og for at skabe klarhed overfor tredjemand. Tredjemand kan i den offentligt tilgængelige information se et givent selskabs ledelsesstruktur og derved skabe sig et overblik af selskabet.

En mere specifik regulering af tilsynsrådet findes ikke i vedtægterne, da vedtægterne udgør rammerne for selskabet, hvorimod en forretningsorden udgør rammerne indenfor, hvilke tilsynsrådet opererer.

Tilsynsrådets ansvarsområder skal, såfremt det består af mere end 1 medlem, ligeledes reguleres i en forretningsorden jf. 130, stk. 1, hvilket også gør sig gældende for en bestyrelse.

Det er vigtigt at holde sig for øje, at vedtægterne altid har forrang for forretningsordenen såfremt der opstår uoverensstemmelser⁴⁵. Dette er et gennemgående træk i selskabsloven, hvor selskabets vedtægter har forrang for øvrige selskabsdokumenter, eksempelvis en forretningsorden eller ejerftale⁴⁶. Der er således tale om et klart retshierarki, hvor selskabsloven er øverst, dernæst findes vedtægterne og til sidst øvrige selskabsdokumenter. Det er således ikke tilladt for vedtægternes bestemmelser at stride mod selskabsloven, og de øvrige selskabsdokumenter må hverken stride mod vedtægterne eller selskabsloven. Dette hierarki er nødvendigt for at tydeliggøre, at vedtægterne har selskabsretlig virkning, hvor en ejerftale og forretningsorden udelukkende har aftaleretlig virkning⁴⁷.

2.4 Regulering af tilsynsrådets opgaver i en forretningsorden

Ved bestemmelsen i SL § 130 træder kontraktretten samt de aftaleretlige aspekter i kraft, da forretningsordenen regulerer forholdene for tilsynsrådets arbejdsopgaver inter partes. Denne aftale er kun bindende for tilsynsrådets medlemmer, ikke overfor staten, hvorfor vi ikke længere befinder os i den folkeretlige del af selskabsretten. Bestemmelserne for tilsynsrådets forretningsorden fastsættes af kapitalejerne i og med, at tilsynsrådet ansættes af generalforsamlingen jf. SL § 120, hvilken er selskabets øverste bestemmende organ⁴⁸. Ved privatretlige aftaler er udgangspunktet aftalefrihed⁴⁹, hvilket betyder at parterne selv kan bestemme hvordan forretningsordenen udformes og hvilke elementer aftalen skal indeholde. Bestemmelser i forretningsordenen, der strider mod selskabsloven eller vedtægterne er dog ugyldige jf. det tidligere hierarki.

⁴⁵ Bunch (2010) s. 354

⁴⁶ Betænkningen s. 840

⁴⁷ Werlauff A (2010) s. 355

⁴⁸ Begrebet øverste bestemmende organ, skal ikke forveksles med øverste ledelsesorgan. Det øverste bestemmende organ er blot det organ som fastsætter rammerne for selskabets virke med hensyn til vedtægter og dermed også tilsynsrådet

⁴⁹ Andersen (2006) s. 22

Selskabsloven henviser til en række punkter, som bør overvejes ved udarbejdelsen af tilsynsrådets eller bestyrelsens forretningsorden herunder konstitution, arbejdsdeling, tilsyn med direktionens daglige ledelse, føring af bøger, protokoller m.v., skriftlige og elektroniske møder, tavshedspligt suppleanter, regnskabskontrol, underskrivelse af revisionsprotokol og sikring af tilstedeværelsen af det nødvendige grundlag for revision jf. SL § 130, stk. 2. Dette er blot eksempler på områder, som bør overvejes i kontraheringen af forretningsorden, de skal ikke fortolkes som minimumskrav eller maksimumskrav⁵⁰. Muligheden for at kontrahere en forretningsorden til netop det enkelte selskabsbehov gør, at de økonomiske interessenter i selskabet kan sikre deres investering bedre, i og med at de kan specificere forudsætningerne, som tilsynsrådet skal arbejde under. Såfremt der havde været tale om minimums- eller maksimumskrav i SL § 130, stk. 2, ville nogle kapitalejere og selskaber risikere ikke at få den fornødne sikkerhed samtidig med, at tilsynsrådet var tvunget til at behandle irrelevante emner, hvilket kan medføre øgede transaktionsomkostninger⁵¹.

Selskabslovens formulering om, at selskabets forretningsorden skal tage udgangspunkt i det enkelte selskabs situation, udtrykker samtidig en klar holdning til, at en forretningsorden ikke kan standardiseres, således at den passer til alle selskaber⁵². De i SL § 130, stk. 2 opstillede emner for en forretningsorden er en videreførelse af ASL § 56, stk. 7, der tidligere udgjorde mindstekravene for børsnoterede aktieselskaber. I dag anvendes de til inspiration. Udviklingen med hensyn til friheden i lovtæksten fra ASL til SL underbygger endvidere holdningen til, at forretningsordener ikke kan standardiseres.

Mindstekravene var dog kun obligatoriske for børsnoterede aktieselskaber jf. ASL § 56, stk. 7, 2. pkt., hvorfor der kan argumenteres for, at der kun er sket en lille lempelse af reglerne med den nye selskabslov. Det større spillerum har været et bevidst træk fra udvalgets⁵³ side da minimumskravene bandt selskaberne til den samme stringente opbygning, hvor det er mere hensigtsmæssigt for selskaberne at lade sig inspirere af lovtæksten⁵⁴. Dette giver mulighed for at kontrahere en forretningsorden, som bedst muligt beskytter kapitalejerne, men samtidig ikke skaber unødige omkostninger.

Lovtekstens skift fra at indeholde minimumskrav til at fungere som inspirationskilde til udformningen af en forretningsorden har karakter af, at bestemmelsen er gået fra at have offentligretlige træk til mere privatretlige træk. Dette stemmer endvidere godt overens med

⁵⁰ Munck (2010) s. 287

⁵¹ Milgrom (1992) s. 604 definition af transaction costs

⁵² Schaumburg-Müller (2010) s. 568

⁵³ Udvalget til Modernisering af Selskabsretten

⁵⁴ Betænkningen s. 328

udvalgets⁵⁵ vision om, at forretningsordenen udformes i overensstemmelse med selskabets individuelle behov således, at de masseproducerede⁵⁶ forretningsordener forsvinder.

Det er i forretningsordenen, der fastsættes rammer for, hvor tit et tilsynsråd bør holde møde. Det er ikke bestemt i selskabsloven, hvor ofte tilsynsrådet bør mødes, men ansvaret ligges derimod over på formanden til at vurdere, hvornår et møde er nødvendigt. Dette vil typisk ske i forbindelse med faste årlige frister, eksempelvis aflæggelse af årsrapport, men ligeledes ved ekstraordinære forhold, som skal tages til behandling. Her skal der dog sondres mellem bestyrelsens og tilsynsrådets beføjelser i og med, at bestyrelsen kan indkalde til møde om behandling af strategiske forhold⁵⁷, hvilket ikke gør sig gældende for et tilsynsråd.

Nogle af de anbefalede emner gennemgås i afsnittene nedenfor efter en vurdering af deres relevans i forhold til valget af et tilsynsråd frem for en bestyrelse. De emner, der vil blive gennemgået, begrænser sig således til konstitution, arbejdsdeling, tilsyn med direktionen, tavshedspligt og regnskabskontrol. Det første anbefalede emne til forretningsordenen er tilsynsrådet eller bestyrelsens konstitution.

2.4.1.1 Konstitution

Ved konstitution forstås hvordan det øverste ledelsesorgan skal sammensættes samt hvornår det er beslutningsdygtigt. Beslutningsdygtigheden er defineret i loven som værende en tilstedeværelse på halvdelen af organets medlemmer, men dette quorumkrav kan forhøjes såfremt det anføres i vedtægterne jf. SL § 124, stk. 1. Da en bestyrelse har et ledelsesansvar bør dette emne behandles med større omhu end ved et tilsynsråd. I større børsnoterede selskaber vil det være en god idé med skærpede krav, da større beslutninger bør vurderes af så mange parter som muligt. Betragtningen bag dette er, at konsekvensen af beslutninger i større selskaber påvirker flere stakeholdere, hvorfor øget omhyggelighed iagttages. Der kan ligeledes differentieres mellem quorumkrav alt afhængig af beslutningens karakter⁵⁸.

Sammensætningen af medlemmerne i de to organerne kan være meget forskellig alt afhængig af virksomhedens behov. Ser vi på en stor virksomhed, hvor der er behov for en sparringspartner til de ledelsesmæssige dispositioner, vil der være størst fordel i at have en bestyrelse med diversificerede kompetencer. En virksomhed der kun har brug for et monitorerende organ, kan med fordel vælge et tilsynsråd bestående af medlemmer med erfaring indenfor regnskab, budgettering og ikke mindst risikostyring.

⁵⁵ Udvalget til Modernisering af Selskabsretten

⁵⁶ Formodningen om masseproducerede forretningsordener baseres på den fortolkning, at en minimumsreglen vil medføre at selskaber vil have en tendens til kun at anvende disse emner uden reel overvejelser af selskabets behov

⁵⁷ Bunch (2010) s. 344

⁵⁸ Weraluff 2 (2010) s. 103

Konstitutionen i forretningsordenen udgør derfor et væsentligt skridt til at afdække virksomhedens behov samt fremsætte kompetencekrav til ledelsesorganernes medlemmer til at dække dette behov. Konstitutionen vil som hovedregel altid være en nødvendighed for at tilsynsrådet kan fungere optimalt. Efter fastsættelsen af virksomhedens kompetencebehov ligger der naturligt op til den efterfølgende arbejdsdeling.

2.4.1.2 Arbejdsdeling

Arbejdsdelingen i det øverste ledelsesorgan er vigtig, både når der er tale om tilsynsråd og bestyrelse. Antager vi, at der er repræsentanter fra andre stakeholdere end kapitalejerne i et tilsynsråd eksempelvis medarbejderne, er det vigtigt at definere deres specifikke arbejdsrolle. Medarbejderrepræsentanterne kan således have deres hovedfokus på et arbejdsområde, der påvirker dem som stakeholdere. Med udgangspunkt i kravene til tilsynsrådet i SL § 116, kan risikostyringen og de interne kontroller være elementer, som påvirker medarbejderne i højere grad end bogføringen og regnskabsaflæggelsen, hvor for eksempel et pengeinstitut vil have større fokus.

Stakeholdere fra tredjemand kan således have særlig interesse i nogle arbejdsområder frem for andre, og er måske endda bedre rustet til varetagelsen af disse. Korrekt arbejdsdeling i tilsynsrådet er således med til at sikre gennemsigtighed overfor stakeholderne uden at give dem direkte ledelsesansvar.

2.4.1.3 Tilsyn med direktionens daglige ledelse

Tilsynet med direktionen er et af de vigtigste punkter at få reguleret i en forretningsorden for at sikre de økonomiske interesser. Personsammenfald er ikke tilladt mellem tilsynsråd og direktion. Der foreligger ikke ledelsesbeføjelser hos tilsynsrådet, hvilket kan medvirke til, at der skabes en vis distance mellem de to ledelsesorganer⁵⁹. Rammerne for dette tilsyn er derfor ekstremt vigtige for et tilsynsråd, da direktionen har enekompetence til at foretage økonomiske dispositioner i virksomheden uanset størrelsen. Hvilket reelt set betyder, at direktionen kan varetage deres egne interesser uden at konsultere med tilsynsrådet og derved tilsidesætte kapitalejerne og øvrige stakeholdere.

Tilsynsrådet bærer endvidere en risiko, eftersom medlemmer kan blive erstatningspligtige overfor kapitalejerne og tredjemand ved brud på § 116 jf. § 361⁶⁰. Der indtræder således en erstatningspligt, for eksempel ved manglende tilsyn med direktionen. Det er derfor både i tilsynsrådets og de økonomiske interessenters interesse, at få lavet tilsynet med den daglige ledelse i forretningsordenen, så udtømmende som muligt, for at minimere risikoen for at ifalde erstatningsansvar og samtidig sikre, at stakeholdernes interesser varetages.

⁵⁹ Rose A (2009)

⁶⁰ Werlauff B (2010) s. 19

Tilsynet med direktionen varetages af bestyrelsen i selskaber, der har valgt en bestyrelse som øverste ledelsesorgan. Her har bestyrelsen selv fremlagt de retningslinier direktionen skal følge, hvorimod et tilsynsråd ikke må udstikke retningslinier. Der er således en risiko for, at tilsynet med direktionen er sværere for tilsynsrådet end for bestyrelsen.

Som Andersen⁶¹ skriver, er det bestyrelsens egen opgave at fastsætte et rapporteringssystem, den kan ikke forlade sig på, at direktionen af egen drift informerer bestyrelsen. Samme princip må nødvendigvis også gøre sig gældende for tilsynsrådet.

Monitorering af direktionen er en meget svær balancegang, da en for kraftig overvågning af direktionen kan skade arbejdsmorale i henhold til principperne om monitorering og medføre store transaktionsomkostninger⁶². Samtidig vil et svagt tilsyn med direktionen medføre, at direktionen maksimerer deres egen nytte på bekostning af de økonomiske interessenters. Til at sikre effektiv reguleringen af tilsynet med direktionen skal der indenfor lovens rammer anvendes de corporate governance værktøjer som beskrevet i den økonomiske analyse, hvorfor dette først gennemgås i den integrerede analyse.

I og med at kontakten mellem tilsynsrådet og direktionen er mere distanceret end forholdet mellem direktionen og bestyrelsen, kan der argumenteres for at tilsynet med direktionen bør være grundigere og ske mere hyppigt, når et tilsynsråd anvendes som øverste ledelsesorgan. Ved tilsynet af direktionen fastsættes der ligeledes rammer for direktionens rapportering til tilsynsrådet. Det kan ligeledes bestemmes med hvilken hyppighed og omfang rapportering skal ske.

Det betyder imidlertid, at direktionen i nogle tilfælde kan føle sig overvåget og have en negativ effekt på deres arbejdsindsats samtidig med, at det skaber øgede omkostninger for selskabet.

Lovgivningen fastsætter ingen oplysningspligt for direktionen overfor det øverste ledelsesorgan. Det er således tilsynsrådets opgave selv at fastsætte rammerne for, hvad der skal rapporteres om og hyppigheden. Den tyske selskabsret indeholder en væsentlig paragraf, der omhandler netop Vorstands pligt til at oplyse Aufsichtsrat om finansielle forhold, fremtidige investeringer, rentabilitet etc. jf. AktG § 90. En sådan bestemmelse i dansk ret kunne være væsentlig i forbindelse med indførelsen af tilsynsrådet. Et tilsynsråd vil naturligt se primært på forhold, der har fundet sted eksempelvis ved gennemgang af selskabets årsrapport, og vil derfor have en bagudrettet indgangsvinkel. En bestyrelsens indgangsvinkel er både fremadrettet og bagudrettet, som en naturlig del af deres arbejde med den overordnede strategi og direktionens anvendelse af bestyrelsen som sparringspartner. En fastsættelse af de

⁶¹ Andersen (2010) s. 318

⁶² Principperne om monitorering gennemgås i afsnit 3.3.1.2

oplysninger en direktionen skal videregive til et tilsynsråd, vil derfor medvirke til, at tilsynsrådets sikkerhedsfunktion fungerer mere efficient. En sådan fastlæggelse vil både være i selskabets og stakeholdernes interesse.

2.4.1.4 Tavshedspligt

I selskaber hvor der opereres med et tilsynsråd for at sikre gennemsigtighed overfor stakeholdere, vil tavshedspligten skulle uddybes i forhold til hvilke oplysninger, der må videregives til interessenterne. I selskabsloven findes en generalklausul i § 132, der omhandler tilsynsrådets tavshedspligt, hvor informationer ikke må videregives uden tilladelse.

Generalklausulen er lavet for at sikre selskabet mod spekulation og for at beskytte dets drift og forretningshemmeligheder eksempelvis kundekartotek og produkter. Åbenheden og gennemsigtigheden til stakeholdere kan kun sikres effektivt, hvis informationen tilsynsrådsmedlemmerne modtager videregives til stakeholderne. For en medarbejderrepræsentant kan det eksempelvis være nødvendigt at videregive informationer, der vedrører medarbejderne for at sikre deres interesse bedst muligt.

Reguleringen af tavshedspligten skal derfor ske under hensyntagen til stakeholdernes interesse og varetagelsen af denne. Werlauff⁶³ anbefaler, at en bestyrelse efter hvert møde kan bestemme hvilke emner og drøftelse, der må videregives, og hvem der må videregive dem. Samme princip gør sig gældende for tilsynsrådet, da det er underlagt samme restriktioner. Det kan gøre sig særligt gældende ved anvendelsen af et tilsynsråd, da der er bedre mulighed for indsættelsen af repræsentant fra tredjemand, eftersom der ikke medfølger ledelsesansvar.

2.4.1.5 Regnskabskontrol

Regnskabskontrollen med selskabet føres af tilsynsrådet eller bestyrelsen til sikring af kapitalejernes investering. Årsrapporter, der skal godkendes på den ordinære generalforsamling jf. SL 88, stk. 1, vil således oftest blive gennemgået af tilsynsrådet eller bestyrelsen. Manglen på personsammenfald mellem tilsynsrådet og direktionen, tillagt det manglende strategiske og ledelsesmæssige ansvar hos tilsynsrådet, kan medvirke til, at regnskabet bliver sværere at forstå. Et tilsynsråd vil ikke i samme grad kunne være ligeså opmærksomme på kommende investeringer, store udbetalinger etc., hvorimod en bestyrelse ofte vil have været en del af beslutningen og dermed bedre rustet til at læse regnskabet. En bestyrelse, der derved er tættere på begivenhederne, vil have bedre adgang til informationer, som er nødvendig til løsning af dennes arbejdsopgave⁶⁴. Aflæggelse af regnskab til godkendelse af tilsynsrådet bør fra direktionens side blive tillagt kommentarer fra direktionen til en bedre forståelse af de forskellige poster og fremtidige investeringer. Ydermere kan

⁶³ Werlauff B (2010) s. 49

⁶⁴ Christensen (2011) s. 440-441

tilsynsrådet supplere deres viden bedre ved information om budgettering og udskrivninger af særlig størrelse⁶⁵ forud for aflæggelsen af regnskaber.

2.4.2 Ikke-regulerede ansvarsområder

Selskabslovens anbefalinger til ansvarsområder er en ikke-udtømmende liste, hvilket fremgår af lovtæksten, at der udelukkende er tale om forslag til områder. Man kan forestille sig, at ansvarsområderne varierer alt afhængigt af om det øverste ledelsesorgan er en bestyrelse eller et tilsynsråd. Lovteksten er dog tilnærmelsesvis identisk for begge organer uden hensyntagen til om ledelsesorganet er et tilsynsråd eller en bestyrelse.

2.4.2.1 Ekstern kontrol

Et vigtigt ansvarsområde, som ikke bliver anbefalet i lovgivningen, er monitorering af eksterne faktorer. En virksomheds drift er i dag ofte påvirket af mange eksterne faktorer, såsom miljøhensyn, leverandører, global økonomi, politiske interesser, konkurrenter mv. Det kunne derfor være relevant for selskabet og dets interessenter at monitorere eksternaliteter, som påvirker selskabet og derved udvide horisonten for tilsynsrådets arbejdsopgaver. Endvidere er der kommet fokus på varetagelsen af stakeholderes interesse frem for kapitalejerne både i Nørby-udvalgets rapport⁶⁶, men også den generelle holdning til corporate governance i Europa, hvorfor stakeholdere, som er eksterne faktorer, bør monitoreres.

I bestyrelsens arbejde kommer der en naturlig overvågning af ydre faktorer på grund af deres ansvar for virksomheden overordnede strategiske ledelse. En sikring af virksomhedens fremtid kræver en naturlig opmærksomhed med eksterne faktorer, der kan påvirke selskabets strategiske målsætninger. Opgaven kommer derfor som en naturlig del for bestyrelsen, men ikke nødvendigvis for tilsynsrådet.

Monitoreringen af eksterne faktorer vil for tilsynsrådets vedkommende give medlemmer bedre værktøjer til forståelsen af direktionens beslutninger, hvorfor tilsyn med dette organ bliver mere grundigt. Ydermere vil det give en bedre helhedsforståelse af selskabets finansielle forhold både med henblik på bagudrettet kontrol, men også en fremtidig budgettering etc. kan udføres med større præcision.

Den eksterne kontrol bidrager med en bredere horisont, hvorfor tilsynsrådets rammer for fastsættelsen af risikostyringen i et selskab kan optimeres væsentlig bedre.

⁶⁵ Hvilket gør sig gældende i tysk ret

⁶⁶ Stakeholder orienteringen kan blandt andet ses af Nørby-udvalgets definition af corporate governance

2.4.2.2 Oplysningspligt

Modsat tavshedspligt, der kun vedhandler hvilke oplysninger der må videregives til tredjemand, kan det være relevant for tilsynsrådet at fastsætte på de enkelte møder hvilke oplysninger, der skal videregives til den relevante tredjemand.

Forestiller vi os situationen, hvor en bank har fået et medlem i et tilsynsråd eller et medarbejdervalgt medlem, vil det være relevant til sikring af corporate governance princippet om åbenhed og gennemsigtighed, at relevante oplysninger videregives til tredjemand. Ansvar for, at tilsynsrådet som helhed oplyser til stakeholdere om relevante forhold, pålægges i stedet det enkelte medlem, hvilket giver en bedre mulighed for fastsættelsen af arbejdsdelingen.

2.5 Tilsynsrådets erstatningsansvar

Faren for tilsynsrådet er ved gennemgang af regnskaber, budgettering og det generelle økonomiske tilsyn med kapitalberedskab, at medlemmer i samme grad kan ifalde erstatningsansvar som medlemmerne af en bestyrelse.

Tilsynsrådet har, som nævnt tidligere, et mindre ansvar i forhold til bestyrelsen grundet deres manglende ledelsesbeføjelser. De i selskabsloven nævnte opgaver for tilsynsrådet er sprogligt identiske med bestyrelsens opgaver med undtagelsen af varetagelsen af den overordnede og strategisk ledelse. Det kan derfor antages, at tilsynsrådet kan ifalde samme erstatningsansvar som en bestyrelse ved manglende udførelse af de i SL § 116 opstillede opgaver jf. § 361.

Til forståelsen af tilsynsrådets erstatningsansvar ses der først på bestyrelsens erstatningsansvar i forhold til den ikke længere gældende aktieselskabslov, som antages at være gældende i den nye selskabslov⁶⁷. Udformningen af paragraffen angiver, at ledelsen der ved udførelsen af deres hverv har handlet uagtsomt, eller forsætligt har påført selskabet, kapitalejerne eller tredjemand skade, kan ifalde erstatningsansvar. Brugen af ordene uagtsomt og forsætligt, som er en videreførelse af ASL § 140, henviser til, at vurderingen af hvorvidt ledelsen kan ifalde erstatningspligt skal vurderes ud fra den danske retsprincip almindelige culpastandard⁶⁸.

Tidligere retspraksis har vist, at bestyrelser kan blive erstatningspligtige, hvis de foretager dispositioner, som strider mod selskabets vedtægter⁶⁹. Grundet tilsynsrådet distancerede forhold til direktionen, som har enekompetence til at foretage dispositioner i selskabet, vil der i sagens natur være en vis forsinkelse fra direktionens culpøse handling til, at tilsynsrådet opdager denne⁷⁰. Forsinkelsen af opdagelsen af handlingen kan medføre en mere lempelig behandling af tilsynsrådets erstatningsansvar sammenholdt med bestyrelsens, da bestyrelsen

⁶⁷ Munck (2010) s. 322

⁶⁸ Gomard (2006) s. 470

⁶⁹ Jf. UfR 1966.31H og FED 1995.1531SH

⁷⁰ Bergenser (2012) s. 276

må antages at kunne opdage utilbørlige dispositioner tidligere på grund af det øgede samarbejde. Erstatningsansvaret indtræder ikke kun ved aktive handlinger, men også ved udøvelse af passivitet⁷¹. Erstatningsansvaret begrænser sig endvidere ikke udelukkende til ledelsen som helhed, men kan tilfalde enkelte medlemmer af bestyrelsen og direktionen, hvilket nødvendigvis også må gøre sig gældende for tilsynsrådsmedlemmer⁷². Tilsynsrådet kan ifalde erstatningsansvar for både kapitalejerne, selskabet og tredjemand.

2.5.1 Erstatningsansvar overfor kapitalejerne

Der er som udgangspunkt ikke noget til hinder for en bindende aftale mellem tilsynsrådet og kapitalejerne, det er modsætningsvis heller ikke noget krav. Erstatningsansvaret skal derfor ses i forhold til om, der er tale om et deliktsansvar eller kontraktansvar. Begge skal behandles ud fra en vurdering om, der er handlet culpøst eller groft uagtsomt. Ved kontraktansvaret ses der på kontraktens udformning og, om der er sket brud på denne, hvor der ved deliktsansvar ses på normer, sædvaner og kutyme indenfor området.

Kapitalejernes tab vil endvidere ofte være målbart i form af manglende udbytte, tabt investering eller dårlig aktiekurs. Retspraksis indenfor emnet er på trods af dette svært begrænset⁷³. Den fremtidige mængde af retssager, der anlægges mod et tilsynsråd, kan derfor forventes at være endnu mere begrænset i forhold til en bestyrelse på grund af det mindskede ansvar hos tilsynsrådet⁷⁴.

2.5.2 Erstatningsansvar overfor selskabet

Tilsynsrådets hjemmel skal findes i selskabets vedtægter som fastsat af generalforsamlingen. Bestemmelserne om tilsynsrådets arbejdsopgaver og udøvelsen af disse, findes kun i selskabsloven og en forretningsorden. Der hersker således ingen direkte kontraktuel forbindelse mellem selskabet og tilsynsrådet, hvorfor spørgsmålet om erstatningsansvar skal vurderes ud fra principperne om erstatning udenfor kontrakt⁷⁵. Selskabet som en selvstændig juridisk person kan derved søge erstatning ligeså vel som kapitalejer eller tredjemand såfremt det besluttet af generalforsamlingen jf. SL § 364, stk. 1.

Ledelsesorganernes erstatningspligt indtræder ikke ved selskabets konkurs per se⁷⁶. "The business judgement rule" anvendes til vurderingen af erstatningsansvaret. The business judgement rule er en objektiv vurdering af, hvorvidt ledelsen har opfyldt kravet om et korrekt forretningsmæssigt skøn af beslutningen, før den bliver truffet uanset gunstigheden af denne⁷⁷. Tilsynsrådet kan ikke ifalde erstatningsansvar på baggrund af denne regel, eftersom

⁷¹ Werlauff B (2010) s. 45

⁷² Munck (2010) s. 323

⁷³ Gomard (2006) s. 482

⁷⁴ Bergenser (2012) s. 349

⁷⁵ Bergenser (2012) s. 293

⁷⁶ Munck (2010) s. 325

⁷⁷ Gomard (2006) s. 479

der ikke skal træffes ledelsesmæssige og strategiske beslutninger hos tilsynsrådet⁷⁸, her er det dog vigtigt at i notere at passivitet også falder under business judgement rule. Det kræves således tilsynsrådet er yderst opmærksomme på tilsynet med direktionen for at kunne foretage en korrekt vurdering af direktionens dispositioner.

Selskabets krav mod direktionen anses som værende et direkte krav, hvorimod krav fra kreditorer mod selskabet som konsekvens af ledelsens beslutninger behandles som indirekte krav⁷⁹. Selskabets krav overgår ved selskabets konkurs til konkursboet⁸⁰.

2.5.3 Erstatningsansvar overfor tredjemand

Erstatningskrav overfor tredjemand vil som nævnt oftest rejses mod selskabet selv og dermed vil tredjemand udgøre en indirekte kreditor. Ansvarssituationen kan forstærkes såfremt, der foreligger en direkte aftale mellem tredjemand og et medlem af tilsynsrådet eller organet som helhed.

Situationen, hvor der forekommer en separat aftale mellem et medlem af tilsynsrådet og tredjemand, kan antages at finde sted, hvor et tilsynsråds medlem udøver sit hverv på vegne af tredjemand, som er stakeholder i selskabet. Eksemplet med et pengeinstitut, der ønsker en repræsentant i tilsynsrådet, kan formodes at have en individuel kontraktuel forpligtelse mellem medlemmet og pengeinstituttet. Dette kan for eksempel indskrives i en funktionærkontrakt.

Der kan således være en tilbøjelighed til, at tilsynsråd i højere grad er tillagt kontraktansvar contra deliktsansvar i forbindelse med erstatning overfor tredjemand. Her må afgørelsen om ansvarsbrud bero på en konkret vurdering af den enkelte situation. Da hovedreglen er, at et kapitalselskab er hæftelsesmæssigt begrænset, må en erstatning overfor tredjemand kun sjældent tilfalde ledelsen⁸¹. Situationen vil kun opstå ved ansvarsgennembrud forårsaget af en culpøs handling af tilsynsrådets side.

2.5.4 Sammenfatning af tilsynsrådets erstatningsansvar

Tilsynsrådets erstatningsansvar kan konkluderes til hovedsagligt at udgøre et spørgsmål om culpa-reglen og endvidere vurderingen af deliktansvar defineret ud fra normer, sædvane mv. Når lovteksten beskriver bestyrelsens og tilsynsrådets ansvarsopgaver som grundlæggende ens, kan det forventes at tilsynsrådet i samme grad kan indtræde i erstatningsansvar ved manglende opfyldelse af de i forretningsordenen nedskrevne opgaver. Modsætningsvis er det vigtigt at se forskellen i bestyrelsens rolle som ledelsesorgan og tilsynsrådet som monitorerende organ, i vurderingen af om der er handlet ansvarspådragende.

⁷⁸ Hansen (2010) s. 174

⁷⁹ Bergenser (2012) s. 341

⁸⁰ Munck (2010) s. 326

⁸¹ Bergenser (2012) s. 301

Tilsynsrådets manglende ledelsesansvar må nødvendigvis udgøre en begrænset ansvarsnorm sammenlignet med en bestyrelse, der gennem deres naturlige samarbejde med direktionen er bedre rustet til at varetage deres tilsyns- og kontrolforpligtelser⁸².

2.6 Komparativ analyse af udenlandsk selskabsret

Den komparative analyse findes nødvendig at lave, da betænkningen til selskabsloven selv nævner dens inspiration fra tysk ret. Ydermere findes det relevant af hensyn til en vurdering af, om der generelt er tale om en homogenisering af retssystemerne i forbindelse med selskabsledelse. Den komparative analyse ser først på den nordiske selskabsret og fællestrækkene heri. Horisonten udvides efterfølgende til også at inddrage angelsaksisk selskabsret, da ledelsessystemerne adskiller sig fra Danmark. Sidst fokuseres der på tysk selskabsret, da det tyske Aufsichtsrat har samme funktion som det nyligt indførte tilsynsråd. Fælles for landene er, at uanset om man har anvendt den enstrengede, halvandet-strengede eller to-strengede ledelsesmodel, at de alle har oplevet erhvervsskandaler⁸³.

2.6.1 Nordisk selskabsret

I Norge opereres der med to typer kapitalselskabstyper; Aksjeselskabet og Det Allmene Akjeselskap. Begge har begrænset hæftelse⁸⁴ og kan sammenlignes med henholdsvis det danske anpartsselskab og aktieselskab. Som i Danmark foreligger der i Norge et differentieret kapitalkrav på henholdsvis Nkr. 30.000,00⁸⁵ og Nkr. 1. mio.⁸⁶. Der foreligger yderligere sammenligningsgrundlag for den Norske selskabsret og den danske, blandt andet med hensyn til opbygning af vedtægter, stiftelsesdokument etc. Rent ledelsesmæssigt er der også grund til sammenligning, da begge norske selskabslovgivninger indeholder bestemmelser om to ledelsesorganer i selskaberne. Der er i Norge tale om et styre⁸⁷ og en daglig ledelse⁸⁸, der reguleres i henholdsvis AAKL og AKL kapitel 6.

I det norske Allmene Aksjeselskap er der ikke mulighed for personsammenfald mellem styret og den daglige ledelse jf. AAKL § 3-1, 3. Ligesom ved tilsynsrådet er der her tale om en "ren" to-strengt ledelse. Styret har modsat tilsynsrådet stadig samme ledelsesbeføjelser som en bestyrelse i Danmark. Der hersker således en differentiering mellem den normale halvandet-strengt model til den norske to-strengede model. De øvrige forpligtelser, der binder et styre i Norge er ydermere næsten identisk med dansk ret. Den norske selskabsret iagttager Nørby-udvalgets anbefaling om forbud mod personsammenfald.

⁸² Bergenser (2012) s. 377

⁸³ Hansen (2009) s. 126

⁸⁴ Maitland-Walker (1997) s. 393 (Bjorn Blix)

⁸⁵ Akjeseloven §3-1

⁸⁶ Allmennaksjeloven §3-1

⁸⁷ Tilsvarende en bestyrelse

⁸⁸ Tilsvarende en direktion

Den svenske lovgivning opererer med aktiebolaget, der er hjemlet i den svenske aktiebolagslag. Aktiebolagslagen foreskriver et kapitalkrav på SEK 50.000,00, og har tilnærmelsesvis samme opbygning som den danske og den norske lovgivning. Den svenske lovgivning indeholder bestemmelser om ansættelsen af en styrelse og en direktion jf. ABL kapitel 8 § 1 og § 28. I den svenske lovgivning findes der ingen begrænsning til personsammenfald mellem de to organer med undtagelse af formandsposten i børsnoterede aktieselskaber. Den svenske lovgivning ligger sig i den forstand tæt op ad den danske.

Der synes således at være genkendende elementer blandt de skandinaviske selskabslove. Med hensyn til ledelsesopbygningen hersker der enighed om et to-strengt organ, hvoraf det ene har det overordnede ledelsesansvar og det andet organ forestår den daglige ledelse. Danmark, Sverige og Norge har således tilnærmelsesvis samme opfattelse af hvilke juridiske rammer, der sikrer de økonomiske interessenter og selskabets drift bedst muligt. Norge har undtagelsesvis en inspiration fra tysk og europæisk selskabsret, hvor personsammenfald mellem organerne ikke er muligt.

Hverken Sverige eller Norge har mulighed for indsættelsen af et ledelsesorgan, som udelukkende har til opgave at være monitorerende.

2.6.2 Angelsaksisk selskabsret

Det særlige ved angelsaksisk ret sammenlignet med dansk og nordisk selskabsret er ledelsesmodellen, som udelukkende består af et enkelt organ. Der arbejdes med et board of directors, hvoraf der blandt medlemmerne vælges en executive director til at forestå den daglige ledelse hvilket modsvarer den danske direktion⁸⁹. Der kan ske en opdeling i et Board of Directors, således at nogle ansættes til at forestå den daglige ledelse og non-executive members, der forestår tilsynet med den daglige ledelse⁹⁰. Opdelingen sker indenfor samme organ, hvorfor der således er tale om en enstrengt model.

Den amerikanske lovgivning varierer fra stat til stat, men har en række generelle træk i forbindelse med ledelsesopbygningen. Til demonstration af ordlyden er Washington Revised Code (RCW) anvendt, da Washington må anses som havende en generel indflydelse som hovedstad. Ordlyden i deres lovgivning lyder i 23B.08.010: *"each corporation must have a board of directors"*. En executive director udpeges herefter til at varetage de af den af board of directors fremsatte opgaver jf. RCW 23B.08.400. Tilsvarende bestemmelser findes i den britiske Companies Act fra 2006 art. 154, hvor et private company, svarende til et dansk kapital-selskab, skal have mindst en director. Der er således en sammenhæng mellem den amerikanske og britiske ledelsesmodel.

⁸⁹ Bergenser (2012) s. 37

⁹⁰ Christensen (2011) s. 440

Ingen af de ovennævnte organer er uden ledelsesbeføjelser som det er tilfældet med et tilsynsråd. Endvidere er denne ledelsesform karakteriseret som et monistisk system, hvilket ligger i den anden ende af skalaen i forhold til tilsynsrådet og dens fokus på en ægte to-strengt model.

2.6.3 Tysk selskabsret

Den tyske selskabsret opererer hovedsagligt med to typer af kapitalselskaber. De har et Gesellschaft mit beschränkter Haftung (herefter benævnt GmbH) og et Aktiengesellschaft (herefter AG). Det tyske AG anvendes dog primært til meget store virksomheder med henblik på børsnotering⁹¹, hvilket medfører at AG'er er underlagt strengere lovgivning, ligesom de børsnoterede selskaber i dansk ret. Den tyske selskabslov er således opbygget en smule anderledes i forhold til den danske lovgivning. Den danske har sit fokus på forskellen mellem anpartsselskaber og aktieselskaber, hvor størrelsen ofte vil være den afgørende faktor, hvor springet mellem de to ikke nødvendigvis er specielt stort. Hvorimod den tyske lovgivning primært sondrer mellem ikke-børsnoterede selskaber og børsnoterede selskaber, hvor forskellen unægtelig må være noget større. Kapitalkravene udgør € 25.000,00 for et GmbH jf. GmbHG⁹² § 5, stk. 1 og et AG har et kapitalkrav på € 50.000,00 jf. AktG⁹³ § 7, stk. 1.

Den opdeltede ledelsesmodel er kun tvungen for AG'er, hvorfor AktG er som bedst egnet som basis for en komparativ analyse. Bestemmelserne omkring et Aufsichtsrat med hensyn til arbejdsopgaver, konstitution mv. er ens for både GmbHG og AktG, hvorfor begge bestemmelser kan danne basis for analyse. Referencer til lovgivning vil for nemheds skyld være begrænset til kun AktG, da denne lovgivning har eksisteret længst og dermed dannet grundlag for GmbHG.

2.7 Den tyske ledelsesmodel

I et GmbH hersker, som i et anpartsselskab, valgfrihed til at vælge enten en en-strengt ledelse eller til at opdele ledelsen i et øverst ledelsesorgan og et centralt ledelsesorgan. Den to-strengede ledelsesmodel består af et Aufsichtsrat⁹⁴ og et Vorstand⁹⁵. I de tyske aktiengesellschaft er opdelingen tvungen, hvorfor ledelsesmodellen i et aktiengesellschaft, tilsvarende de danske aktieselskaber. Kapitalkravet samt et krav om en to-delt ledelsesmodel som i Danmark vidner om en stakeholder orienteret lovgivning. I modsætning til angelsaksisk selskabsret, hvor kapitalkravet er betydeligt mindre og der ikke stilles krav til et opdelt organ, med fokus på tilsyn.

⁹¹ Schäfer (2010) s. 202

⁹² Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung

⁹³ Aktiengesetz

⁹⁴ I litteraturen betragtes et aufsichtsrat som værende tilsvarende den danske bestyrelse, selvom det med rette bedre kan sammenlignes med et tilsynsråd

⁹⁵ Svarende til en direktion

Aufsichtsrat beskrives udelukkende som et kontrolorgan for selskabet⁹⁶.

Medlemmer af det tyske aufsichtsrat kan ikke samtidigt være medlem af et vorstand jf. AktG § 105, stk. 1. Ligesom ved det danske tilsynsråd findes der et klart forbud mod personsammenfald. Forbuddet mod personsammenfald sker som en præventiv løsning til at sikre en effektiv kontrol med selskabet⁹⁷.

2.7.1 Vorstand

Vorstand har alene ansvaret for alle selskabets ledelsesmæssige anliggender⁹⁸ jf. AktG § 76 (1). Medlemmer til Vorstand vælges af Aufsichtsrat ligesom det øverste ledelsesorgan i Danmark ansætter det underliggende organ. Vorstandsmedlemmer, der er valgt af Aufsichtsrat, kan højst vælges for fem år ad gangen jf. AktG § 84 (1). Genvælg til vorstandposterne er naturligvis mulig, men dette kan tidligst ske et år inden periodens udløb jf. AktG. § 84 (1). En lignende begrænsning findes ikke i den danske lovgivning. Den tyske lovgivnings krav til en begrænsning i valgperioden kan medvirke til, at Aufsichtsrat oftere gennemgår Vorstandsmedlemmernes kvalifikationer og deres effort i selskabet. En maksimal tidsperiode påkræver, at vorstand på ny ansættes ved beslutning fra Aufsichtsrat, hvilket er medvirkende til, at det øverste ledelsesorgan forholder sig mere kritisk til deres Vorstand end man eller ville gøre.

Vorstand har rapporteringspligt jf. AktG § 90. Denne oplysningspligt findes ikke i den danske selskabslov. Her er det tilsynsrådets pligt at fastsætte rammer for direktionens beretning til tilsynsrådet. Vorstands rapporteringspligt til Aufsichtsrat gør tilsynet med regnskaber og direktionen nemmere, fordi Aufsichtsrat ikke selv skal opsøge informationer.

2.7.2 Aufsichtsrat

Den i afhandlingen anvendte litteratur til den komparative analyse har der gennemgående været fokus på, at forbuddet mod personsammenfald, findes for at sikre Aufsichtsrats uafhængighed og dermed sikre effektiv udførelse af deres tilsyn⁹⁹. Tyske teoretikere mener således, at et personsammenfald mellem organerne hæmmer det øverste ledelsesorgans evne til at fungere objektivt. Rose¹⁰⁰ har dog kritiseret denne opdeling i en blog i Berlingske tidende¹⁰¹. Her skriver han:

"Problemet med den tyske model er, at den i nogle tilfælde kan gøre kontrollen med direktionen illusorisk. Bestyrelsen er fuldstændig afhængig af den information, direktionen

⁹⁶ Schäfer (2010) s. 215

⁹⁷ Schäfer (2010) s. 216

⁹⁸ Eisenhardt (2009) s. 306

⁹⁹ Se bl.a. Eisenhardt (2009) s. 307 & Schäfer (2010) s. 216

¹⁰⁰ Caspar Rose, professor i økonomi, ph.d., Copenhagen Business School

¹⁰¹ <http://dagenssynspunkt.blogs.business.dk/2009/06/15/tilsynsrad-kan-sv%C3%A6kke-kontrollen/>

forsyner bestyrelsen med. Sidder man i et tilsynsråd og har kun en fjern tilknytning til et selskab, er der en risiko for, at kontrollen med direktionen svækkes”

Rose argumenterer for, at den fjerne tilknytning mellem de to organer gør tilsynsrådets kontrolfunktion sværere i modsætning til den tyske litteratur, der er fortalende for, at opdelingen medfører en højere grad af objektivitet. I Roses artikel betragtes tilsynsrådet udelukkende som et alternativ til en bestyrelse, hvis tilsynsrådet derimod betragtes som et supplement til selskaber, hvor der i forvejen kun er en direktion, udvides sikkerhedsforanstaltningerne med det ekstra organ. Dette er en væsentlig pointe at inddrage i debatten, hvilket behandles i den integrerede analyse.

Overordnet set er der både fordele og ulemper ved anvendelse af et rent to-delt ledelsesorgan. Selskabsloven er dog ikke blevet begrænset i forbindelse med indførslen af det nye organ, hvorfor indførslen af det nye organ generelt må betragtes som værende positivt. Selskaber, som ønsker en bestyrelse, kan stadig frit vælge denne ledelsesmodel samtidig med, at selskaber, der ikke føler, at en bestyrelse vil være den rette løsning, kan vælge et tilsynsråd. Ydermere må Tyskland, som Danmarks største samhandelspartner¹⁰², have nemmere ved forståelsen af den danske selskabsret, når lovgivningen ligger tættere op ad deres med hensyn til ledelsesformer og de tilhørende opgaver og ansvar.

Det tyske Aufsichtsrat har følgende opgaver i henhold til lovgivningen:

- Føre tilsyn med selskabsledelsen AktG § 111 (1)
- Føre kontrol med regnskaber, bogføring etc. AktG § 111 (2)
- Indkaldelse til generalforsamling AktG § 111 (3)
- Ansættelse af Vorstandmedlemmer AktG § 84 (1)
- Kontrol af årsrapport AktG § 171

Nogle af de ovenstående opgaver uddybes efterfølgende i lovgivningen med hensyn til begrænsninger og formkrav etc. Det er imidlertid bemærkelsesværdigt, at der ikke findes bestemmelser om forretningsordener for Aufsichtsrattet i den tyske lovgivning. Der findes som supplement til lovgivningen "Deutschen Corporate Governance Kodex", som tilsvarende det Nørby-udvalgets rapport om Corporate Governance i Danmark. Det tyske kodeks har dog væsentlig mere karakter af at være en retskilde¹⁰³ frem for i Danmark, hvor der i højere grad er tale om soft law. Soft law er karakteriseret som en ikke-bindende retskilde, og skal dermed kun anvendes som fortolkningsbidrag til afgørelse af tvister, samt være en anbefalende guide til retningslinierne for det øverste ledelsesorgan.

¹⁰² Kilde: Dansk Industri www.di.dk

¹⁰³ Eisenhardt (2009) s. 312

2.7.3 Erstatningsansvar i Tyskland

Tyskland har en væsentlig bredere erstatningsramme for hvad angår ledelsesansvar og "Haftungsrisiken". Som eksempel herpå kan der ses på generalklausulen i GmbHG § 43, der beskriver Vorstands ansvar som værende at:

"Die Geschäftsführer haben in den Angelegenheiten der Gesellschaft die Sorgfalt eines ordentlichen Geschäftsmannes anzuwenden"

"udvise den omhu, der kan forventes af en samvittighedsfuld erhvervsdrivende"¹⁰⁴

Der opstilles således en forholdsvis bred margin for, hvilket ansvar der tilfalder ledelsen, hvilken naturligvis skal suppleres af øvrige retskilder som retspraksis og soft law. Ydermere indeholder den tyske strafferet en bestemmelse om, at overtrædelse af bogføringspligten medfører forbud om at indtræde som ledelsesmedlem i op til fem år jf. Strafgesetzbuch § 283 B. Desuden ophører tidligere tiltrådte ledelsesposter i forbindelse med overtrædelse af denne bestemmelse.

De hårde bestemmelser efter tysk ret bærer i høj grad karakter af at være præventive bestemmelser for at undgå erhvervsskandaler. De hårde bestemmelser er medvirkende til en strammere regulering af ledelsens opgaver og ansvar, hvilket ikke sker i samme grad i Danmark, jf. den mildere regulering samt manglen på retspraksis.

2.8 Komparativ analyse af tilsynsrådet og aufsichtsrat

Det tyske aufsichtsrat har samme funktioner og begrænsninger som det danske tilsynsråd. Lovgivers bestræbelser på at skabe en sammenlignelig ledelsesmodel med den som findes i Tyskland, er derfor udmundet i juridiske begrænsninger for tilsynsrådet, der er kraftigt inspireret fra tysk ret, hvor arbejdsopgaverne primært stammer fra bestyrelsens arbejdsopgaver i dansk ret. På trods af ensartetheden mellem de to lovgivninger, er der stadig betydelige forskelle mellem organernes virke og rammer.

Den tyske lovgivning fastsætter ingen krav for udarbejdelsen af en forretningsorden eller øvrige dokumenter, der fastsætter arbejdsopgaver mere specifikt end ansvarsområderne angivet i loven. Derimod anvendes det tyske corporate governance kodeks i højere grad som hard law, hvor de danske anbefalinger anses som værende soft law¹⁰⁵, hvorfor kravet om en forretningsorden ikke umiddelbart er nødvendigt efter tysk ret.

Modsat kan der argumenteres for at en forretningsorden og de danske anbefalinger for god selskabsledelse tilsammen udgør et væsentligt fortolkningsbidrag til en eventuel tvist. Ydermere kan forretningsordenen tilpasses det enkelte selskab, hvor det tyske corporate

¹⁰⁴ Frit oversat

¹⁰⁵ Bergenser (2012) s. 95

governance kodeks fastsætter generelle rammer, der gælder for alle selskaber uanset branche, størrelse, etc. Det danske retssystem kan derfor betragtes som værende mere fleksibelt.

Eftersom tilsynsrådet og dets virke er nyt i Danmark, kan denne frihed medføre usikkerhed for stakeholdere. Friheden til at selskaber selv fastsætter en forretningsorden for et tilsynsråd sammenholdt med en meget sparsom behandling af tilsynsrådets opgaver i Nørby-udvalgets rapport, kan medføre to relativt knappe fortolkningsbidrag til fastsættelse af tilsynsrådets ansvar, både i forhold til deres arbejde og ved en eventuel tvist. Man kan derfor forestille sig, at det tyske kodeks og lovgivning anvendes som fortolkningsbidrag til afgørelser af eventuelle tvister, fordi både kodekset og lovgivning er designet til tilsynsråd.

Den tyske lovgivning har endvidere specificeret i hvilket omfang, en vorstand skal rapportere til et tilsynsråd, hvor den danske lovgivning med rette kunne gøre det samme. Det er dog ikke altid at et Aufsichtsrat modtager den fornødne information selvom det foreskrives i lovgivningen¹⁰⁶. Den danske lovgivning behøver ikke at fastsætte en udtømmelig liste, men der kunne laves et forslag til emner og tidsfrister, som der findes for forretningsordenen, hvilken kunne reguleres i en direktørkontrakt.

Selvom det nye tilsynsråd er kraftigt inspireret af det tyske Aufsichtsrat, hersker der således alligevel markante forskelle på, hvordan organerne er reguleret. Den tyske lovgivning har udformet arbejdsopgaverne specifikt til et underliggende ledende organ og et overordnet monitorerende organ. Modsætningsvis er den danske lovgivnings tekst om tilsynsråd en modificeret udgave af bestyrelsens ansvar og opgaver frem for en separat udarbejdet lovtekst.

2.9 Sammenfatning på den retsdogmatiske analyse

Tilføjjelsen af tilsynsrådet som ledelsesorgan har udvidet den danske selskabslov valgfrihed med hensyn til valg af ledelsesmodel. For aktieselskaber var der tidligere kun en mulig model, hvor der nu findes to forskellige ledelsesmodeller, hvorfor der nu favnes bredere i den danske selskabslov. Lovgivningen giver tilstrækkelig valgfrihed med hensyn til sammensætning og reguleringen af det øverste ledelsesorgan, da loven både skal tage højde for små virksomheder samt store børsnoterede virksomheder.

Tilsynsrådets funktion bunder i det tyske Aufsichtsrat, som tilsvarende kun har monitorerende opgaver. Lovgiver har dog ikke valgt at anvende den tyske lovtekst til regulering af tilsynsrådet, men derimod valgt at modificere den allerede kendte tekst for bestyrelsens ansvar og opgaver. Det medfører, at valgfriheden der i forvejen findes for bestyrelsens arbejdsopgaver videreføres til tilsynsrådet, som er et nyt og relativt ukendt organ. Desuden bakkes bestyrelsens ansvar samt arbejdsopgaver op af soft law i form af Nørby-udvalgets

¹⁰⁶ Rose B (2009) s. 101

rapport, hvilken kun sparsomt behandler tilsynsrådets opgaver. Tilsynsrådet kan derfor være betyngt med usikkerhed overfor både lovgivers, kapitalejernes og selskabets side.

Den tyske ledelsesmodel er strammere reguleret, fordi der hersker en supplerende corporate governance anbefaling udarbejdet specifikt til et monitorerende ledelsesorgan samtidig med, at anbefalinger har karakter af hard law. Ydermere suppleres dette af hårde bestemmelser om ledelsesansvar i lovgivningen. Det tyske regulering kan således karakteriseres som værende strammere, men mindre fleksibel, hvilket er en af grundstenene for den nye ledelsesorgan.

Den danske selskabslovgivning differentierer kun arbejdsopgaverne og ansvarsområderne for det øverste ledelsesorgan afhængigt af hvilken ledelsesmodel der vælges. Det kan konkluderes, at det underliggende organ også påvirkes, hvilket bør afspejles i lovgivningen. I den nuværende lovgivning ændres direktionens arbejde kun beskedent i henhold til SL § 117, stk. 2. Her kunne den danske lovgivning med fordel lade sig inspirere af den tyske lovgivning der mere uddybende behandler Vorstandens arbejde samt rapporteringspligt til Aufsichtsrat.

Selskabsloven kunne med små modificeringer blive mere udtømmende og dermed fjerne nogle af de usikre variabler ved valget af en forholdsmæssig ukendt ledelsesmodel. Det overlades til kapitalejere selv at koncipere underliggende kontrakter således, at usikre elementer minimeres. Vedtægterne skaber de ydre rammer for tilsynsrådets hjemmel i selskabet. Fokus bør primært ligge på forretningsordenen til præcis regulering af tilsynsrådets ansvar samt arbejdsområder. Eftersom forretningsordenen er underlagt aftalefrihed, uden at den modstrider selskabsloven eller vedtægterne, kan denne konciperes til selskabets nøjagtige behov og derved mindske unødige omkostninger, der kunne forekomme ved en lovreguleret kontrakt.

Balancen skal således findes mellem valgfriheden for selskaberne til selv at kontrahere en kontrakt for derved til at mindske omkostninger; og minimering af usikkerheden ved valget af den nye ledelsesmodel ved lovbestemt regulering af opgaverne og ansvaret.

Det kunne tænkes, at såfremt der måtte opstå en tvist omkring et tilsynsråds arbejdsopgaver og ansvar, ville den tyske lovtekst samt kodeks for corporate governance kunne anvendes af danske domstole som fortolkningsbidrag. Selvom, det som nævnt i den juridiske metode hører til sjældenhederne at udenlandsk ret anvendes ved nationale retssager. Tilsynsrådet er dog et særligt organ, som er inspireret af den tyske ledelsesmodel, hvorfor tysk ret burde kunne anvendes som fortolkningsbidrag.

Kapitel 3 – Økonomiske afsnit

I dette kapitel udføres opgavens økonomiske analyse for at svare på problemformuleringens økonomiske arbejdsspørgsmål. Der anvendes i analysen corporate governance værktøjer, for således at bestemme, hvordan en kapitalejer bedst muligt sikrer sin investering i et selskab ved indførslen af et tilsynsråd. Ligeledes vil det blive diskuteret hvordan et tilsynsråd påvirker selskabets direktion og drift, herunder sammenlignet med en bestyrelse.

Den økonomiske analyse indledes med en kort introduktion til corporate governance teori, og behandle hvordan corporate governance anvendes på et nationalt plan.

3.1 Corporate governance – en introduktion

Som det gælder indenfor privatretten, betyder ejerskab også kontrol, eksempelvis har en ejer af en bil også ret til at udøve kontrollen med hvem, der bruger bilen. Det samme princip gælder for kapitalselskaber, hvor kapitalejeren har den endelige kontrol over selskab. Det er dog ikke sikkert, at kapitalejeren besidder kompetencerne til at lede driften i selskabet. Endvidere vil det i et selskab med eksempelvis 25 kapitalejere være vanskeligt at drive en efficient forretning, hvis samtlige kapitalejere skulle lede selskabet i alle henseender. Kapitalejerne ansætter derfor en ledelse til at forestå selskabets drift. Kapitalejerne ansætter og afskediger en bestyrelse til at forestå den overordnede og strategiske ledelse samt føre kontrol med selskabets kapitalberedskab mv¹⁰⁷. Bestyrelsen ansætter herefter en direktion. I den nye selskabslov er der mulighed for kapitalejerne at ansætte et tilsynsråd som øverste ledelsesorgan. Tilsynsrådet har reelt intet ledelsesansvar, men skal kun føre kontrol med direktionen og selskabets kapital. Der skabes således en opdeling mellem ejerskab, kontrol og ledelse.

Kapitalejerne har mulighed for økonomisk gevinst uden ledelsesansvar og direktionen har ledelsesansvar uden risiko for at tabe personlig kapital¹⁰⁸. Dette giver mulighed for en gevinst for begge parter samtidig med, at der eksisterer en mulighed for begge parter til at handle opportunistisk på bekostning af den anden part.

Bestyrelsen eller tilsynsrådet fungerer som kapitalejernes betroede og skal sikre, at kapitalejernes interesser varetages af direktionen, og skal således bygge bro mellem dem, som fremskaffer kapitalen og dem som bruger den¹⁰⁹. Selskabets rentabilitet er afhængigt af forholdet mellem kapitalejere og direktion, da selskabet hverken kan fungere uden kapital eller ledelse.

¹⁰⁷ Bestyrelsens specifikke arbejdsområder er defineret i selskabsloven og uddybet i den juridiske analyse

¹⁰⁸ Monks (2004) s. 9

¹⁰⁹ Monks (2004) s. 195

Der findes dog ikke en universalmodel for hvordan man bedst mulig anvender corporate governance i et selskab¹¹⁰. Der skal tages højde for det enkelte lands nationale lovgivning samt traditioner. Der er eksempelvis stor forskel på lovgivningen i Danmark og angelsaksisk ret som nævnt tidligere i afhandlingen.

3.1.2 Corporate governance i Danmark

Definitionen af corporate governance varierer ofte meget fra teoretiker til teoretiker, men også landene imellem. Det tætteste man kan komme på en direkte national definition af corporate governance i Danmark findes i Nørby-udvalgets rapport om corporate governance i Danmark (2001). Baggrunden for, at dette kan kaldes for en generel national definition, ses ud fra den betragtning, at Nørby-udvalgets rapport er lavet på opfordring fra daværende Erhvervsminister Ole Stavad¹¹¹, og må derfor betragtes som officielle retningslinier. I rapporten defineres corporate governance som værende:

”De mål, et selskab styres efter, og de overordnede principper og strukturer, der regulerer sammensillet mellem ledelsesorganerne i selskabet, ejerne samt andre, der direkte berøres af selskabets dispositioner og virksomhed (her kollektivt benævnt selskabets ”interessenter”). Interessenter omfatter bl.a. medarbejdere, kreditorer, leverandører, kunder og lokalsamfund.”¹¹²

Ud fra Nørby-udvalgets definition fremgår det meget tydeligt, at begrebet corporate governance skal fortolkes udvidende, hvorimod andre fortolker begrebet indskrænkende, således at det udelukkende fokuserer, på hvordan kapitalejerne bedst muligt sikrer sig afkast på deres investering¹¹³. Denne forskel er værd at bide mærke i, da den danske version har større fokus på sikring af samtlige økonomiske interessenter, herunder samfundet, hvorfor denne har et mere stakeholder orienteret perspektiv, hvor den indskrænkende definition udelukkende ser på selskabets investorer.

Nørby-udvalgets rapport bygger dog udelukkende på anvendelsen af en bestyrelse, eftersom den blev udfærdiget før muligheden for indførslen af et tilsynsråd blev en mulighed i Danmark. Rapporten anvendes dog stadig i afhandlingen, da bestyrelsens opgaver og ansvar ligger sig tæt op af tilsynsrådets, bortset fra de ledelsesmæssige beføjelser. Endvidere henvender rapporten sig hovedsagligt til børsnoterede aktieselskaber, dog kan små og mellemstore virksomheder også anvende dele af rapporten som referencepunkter¹¹⁴, hvorfor rapporten med rette kan anvendes i denne afhandling.

¹¹⁰ Haisler (2004) s. 13

¹¹¹ Nørby (2001) s. 3

¹¹² Nørby (2001) s. 11

¹¹³ Shleifer (1997) s. 737

¹¹⁴ Nørby (2001) s. 18

Som nævnt tidligere i det juridiske afsnit reguleres ledelsens arbejdsopgaver gennem aftaler, herunder forretningsordener, direktørkontrakter mv. Corporate governance styres således indenfor selskabets egne rammer. Dertil kommer en vis ekstern påvirkning fra lovgivningen i Danmark, hvor selskabsloven stiller forslag om, hvilke arbejdsopgaver der bør reguleres. Corporate governance i Danmark har således manifesteret sig i den nationale lovgivning, hvilket i høj grad udtrykker et ønske fra lovgivers side om beskyttelse af investorerne¹¹⁵. Dette kan forklares ud fra den betragtning, at en bedre beskyttelse af investorerne medfører en øget risikovillighed til at investere kapital. Ydermere kan man argumentere for, at denne hjælpende hånd fra lovgivningen mindsker transaktionsomkostningerne for ejerne i og med, at arbejdsopgaverne, som bør reguleres i et selskab er defineret i lovgivningen¹¹⁶.

Nørby rapporten defineres som værende en "comply or explain" vejledning. Vælger en børsnoteret virksomhed således at se bort fra Nørby-rapporten, skal det kunne sagligt begrundes ved en eventuel tvist.

Som definitionen fra Nørby-udvalgets rapport, hvor økonomiske interessenter udover ejerne betragtes som værende relevante for begrebet corporate governance, vil denne afhandling ligeledes inddrage disse interessenter til besvarelsen af de økonomiske arbejdsspørgsmål om anvendelsen af tilsynsråd.

3.1.3 Risikostyringen i corporate governance

Et af de vigtigste emner indenfor corporate governance er risikostyringen internt i selskabet. Risikostyringen påvirker kapitalejerne såvel som stakeholderne. Selvom corporate governance først for nyligt er begyndt at komme på tale i Danmark, så har debatten eksisteret i udlandet i længere tid. I debatten diskuteres det blandt andet, hvordan man bedst muligt håndterer risikostyring og den generelle håndtering af interne kontroller. Nørby-rapportens princip med "comply or explain" fandtes allerede i Cadbury's Code of Best Practice fra Storbritannien i 1992. Princippet giver virksomheder mulighed for maksimal sikkerhed på egne præmisser dog indenfor de overordnede rammer af Cadbury rapporten¹¹⁷. Idéen med "comply or explain" kom endvidere med i EU's Jaap Winter rapport om corporate governance i Europa¹¹⁸. Både de danske og europæiske anbefalinger for god corporate governance kommer i kølvandet på Enron-skandalen, der fik alvorlige konsekvenser for stakeholdere og kapitalejere. For at undgå lignende skandaler, har det således været nødvendigt med fastsættelse af strammere regler for risikostyring og monitorering. Grundtrækkene i rapporterne fra de forskellige land (USA,

¹¹⁵ Rose (2003) s. 338

¹¹⁶ Hansen (2004) s. 227

¹¹⁷ E&Y (2006) s. 8

¹¹⁸ Jaap (2002) s. 11

Storbritannien, Tyskland, etc) er derfor overvejende identiske med hensyn til risikostyring og intern kontrol¹¹⁹.

Ensartetheden er dog bemærkelsesværdig, når der lovgivningsmæssigt er stor forskel på de forskellige lande. Ikke desto mindre eksisterer der et større udvalg af supplerende vejledninger og rapporter i udlandet i forhold til i Danmark.

Udover, at EU lavede en rapport om corporate governance efter Enron skandalen, udarbejdede USA også selv supplerende materiale til corporate governance. Sarbanes-Oxley kravene i lovens sektion 404, der populært betegnes som SOX 404, er en lovgivning, der udelukkende opstiller krav til ledelsen og revisor om afgivelse af erklæringer for intern kontrol jf. SOX sektion 404, A, nr. 1-3. En lovreguleret fastsættelse til rapportering af intern kontrol findes ikke tilsvarende i den danske lovgivning. Tilsynsrådets virke kan i høj grad drage nytte af netop af sådanne bestemmelser og betragtninger fra den amerikanske lovgivning. Den begrænsede regulering af tilsynsrådet i Nørby-rapporten samt den høje fleksibilitet i lovgivningen, kan medføre en usikkerhed for investorer i forbindelse med definitionen af god corporate governance for tilsynsrådet. Indførslen af SOX 404 har modtaget en del kritik på grund af de medførte ekstraomkostninger for selskaberne¹²⁰. Det konkluderedes alligevel, at implementeringen af den lovbestemte regulering af rapportering som led i corporate governance gav et positivt øget fokus på intern kontrol¹²¹.

De danske anbefalinger indeholder således bestemmelser om fastsættelse af risikostyring, der skal udarbejdes af direktionen på baggrund af identificerede risici, og godkendes af bestyrelsen eller tilsynsrådet¹²², da begge organer har til formål at påse om, der er etableret nødvendige procedurer for risikostyring jf. SL § 115, stk. 1, nr. 2 og § 116, stk. 1 nr. 2.

I England findes der anbefalinger for eksterne bestyrelsesmedlemmers rolle og arbejdsopgaver i Higgs-rapporten. Hvor de eksterne bestyrelsesmedlemmer har samme karakteristika som et tilsynsråd med hensyn til personsammenfald. Der ligger til grund, at en distance og uafhængighed er nødvendig for at kunne se forhold og problemer andre synspunkter¹²³.

Der hersker således en udbredt enighed om en regulering af corporate governance, der skal udfærdiges efter comply or explain princippet med henblik på sikre stakeholdere og shareholdere bedst muligt til de laveste omkostninger.

¹¹⁹ E&Y (2006) 14

¹²⁰ E&Y (2006) s. 17

¹²¹ E&Y (2006) s. 22

¹²² E&Y (2006) s. 13

¹²³ E&Y (2006) s. 54

3.2 Stakeholder value kontra shareholder value

Det er vigtigt i forbindelse med vurderingen af tilsynsrådets sikkerhed funktioner at få klargjort, hvem der skal sikres. Det er således nødvendigt med en differenciering mellem stakeholder og shareholder value.

Forskellen på en stakeholder og en shareholder er, at en stakeholder omfatter alle de økonomiske interessenter og at en shareholder udelukkende betegner kapitalejerne. Begrebet stakeholder skal således fortolkes udvidende og modsætningsvis skal shareholder fortolkes indskrænkende. Kapitalejernes interesser varetages som en naturlig del af corporate governance. Investeringen i eksempelvis human capital (medarbejdere) er ligeså vigtig for selskabets drift, hvorfor de som stakeholdere nødvendigvis også må tilgodeses af ledelsen i selskabet. Varetagelsen af medarbejderne som stakeholders bekræftes ligeledes i den danske lovgivning, hvor medarbejderne i en virksomhed kan få en repræsentant med i selskabets bestyrelse eller tilsynsråd¹²⁴. Samme trend findes også i Nørby udvalgets definition af corporate governance, hvor der ligeledes er fokus på samtlige stakeholders frem for kapitalejerne alene. Internationalt set er der i Sydeuropa tradition for, at større virksomheder er delvist statsejet og bestyrelsesmedlemmer bliver udpeget af staten således, at enkelte stakeholders politiske ideologier også varetages¹²⁵.

Spørgsmålet er så, hvordan anvendelsen af tilsynsråd frem for en bestyrelse påvirker varetagelsen af stakeholder kontra shareholder value.

Ser vi på det tyske ledelsessystem, består deres aufsichtsrat af 50 % medarbejdervalgte medlemmer, mens der i angelsaksisk tradition sjældent findes medarbejdere i deres board of directors¹²⁶. Baggrunden for denne forskel kan ligge i beføjelserne, der tilkommer de to forskellige organer. Det tyske aufsichtsrat har, som det danske tilsynsråd, kun en monitorerende rolle, hvor et board of directors fungerer som en bestyrelse med dertil hørende ledelsesbeføjelser. Som kapitalejer i et selskab vil det være naturligt at beskytte sin investering, og derfor vil det være ugunstigt at vælge en bestyrelse, hvori der indgår øvrige stakeholders, da dette kan medføre ledelsesansvar til personer med modstridende interesser. Bestyrelsesmedlemmer, der varetager andres interesser end kapitalejernes, vil sætte dem selv i højeste prioritet. Kapitalejerne mindsker derved deres egen chance for at blive første prioritet, hvis det generelle fokus ligger på stakeholders frem for shareholders alene. Ved anvendelsen af et tilsynsråd giver kapitalejerne ikke ledelsesbeføjelser til repræsentanterne for de øvrige stakeholders, men tildeler dem udelukkende en monitorerende rolle i selskabet, og derved mindsker risikoen for at blive tilsidesat som residualmodtager. Risikoen for at kapitalejerne ikke varetages som første prioritet findes dog stadig, men den er mindsket i

¹²⁴ SL §140 dette kræver en gennemsnitlig bemanding i selskabet på 35 medarbejdere i gennemsnit over 3 år

¹²⁵ Rose (2004) s. 78

¹²⁶ Rose (2004) s. 85

forhold til at have en bestyrelse, da tilsynsrådet udelukkende agerer som et monitorerende organ, og ingen indflydelse har på selskabets strategiske ledelse.

For kapitalejerne hersker der således en væsentlig forskel på de to ledelsesmodeller. Tilsynsråd kan betragtes som mindre risikobetonet sammenlignet med en bestyrelse, når princippet om varetagelsen af stakeholdere genspejles både i lovgivningen og i Nørby-rapporten. Kapitalejerne har en naturlig interesse i at undgå at give medarbejdervalgte ledelsesmedlemmer og øvrige stakeholdere et ledelsesansvar, for at tilgodese deres eget aktiv og dermed bibeholde fokus på shareholder value.

På trods af, at ovenstående giver indtrykket af, at det udelukkende er en fordel for kapitalejerne med indsættelsen af et tilsynsråd, er der også fordele for stakeholderne ved den nye ledelsesform, som uddybes senere i kapitlet.

3.3 Theory of incentives

Efter en vurdering af selskabets corporate governance orientering er det vigtigt med en forståelse af, hvorfor problemer opstår i forbindelse med varetagelsen af stakeholderne. Den asymmetriske information er en afgørende faktor for de opstående problemer ved separationen mellem ejerskabet og kontrollen. På grund af afhandlingens fokus på samtlige stakeholdere vil der blive set på separationen mellem stakeholderne og det monitorerende organ. Som det beskrives af Laffont og Martimort vil agenten være selskabets ledelse og principalen være kapitalejerne¹²⁷. Perfekt information mellem parterne og ingen påvirkning fra eksternaliteter vil resultere i en optimal kontrakt uden påførelsen af unødige omkostninger eller risici. Ifølge Milgrom og Roberts vil denne situation medføre at:

*"Appropriate behavior would be compensated as agreed; inappropriate behavior would go uncompensated and might be penalized"*¹²⁸

Ovenstående er kun muligt uden påvirkning fra eksternaliteter, hvorfor Milgrom & Roberts opstiller tre kilder til tilfældighed.

Den første kilde er de naturlige eksternaliteter såsom markedsefterspørgsel, hvilket er uden for direktionen påvirkning. Næste kilde opstår hvis, der evalueres på selve direktionens performance frem for resultatet af den. Der kan således fra det monitorerendes organ tillægges en grad af subjektivitet til direktionens performance¹²⁹. Det monitorerende organs subjektivitet må i høj grad antages at blive påvirket af ledelsesmodellen i virksomheden. Kapitalejere i et selskab, der ledes af en bestyrelse og direktionen med både person- og

¹²⁷ Laffont (2001) s. 38

¹²⁸ Milgrom (1992) s. 207 "Sources of randomness"

¹²⁹ Milgrom (1992) s. 208

kompetencesammenfald risikerer, at bestyrelsen er mere lempelig ved vurderingen af direktionens performance. Ved anvendelsen af et tilsynsråd, hvor der hersker total adskillelse mellem den monitorerende part og den monitorerede part, har tilsynsrådet en væsentlig mere objektiv tilgang til evalueringen af direktionen. Den mere objektive tilgang mindsker derved denne kilde til tilfældighed og kan derfor være med til at sikre interessenterne bedre. Den sidste kilde er faktorer, som påvirker direktionens mulighed for at arbejde, eksempelvis helbredsproblemer.

Der kan således ved anvendelse af tilsynsrådet ske en minimering af en af de tre kilder til fastsættelsen af en performance afhængig løn, hvorfor kontrakten kan kontraheres mere efficient. Der findes mange interessenter, som påvirker selskabet både internt og eksternt.

3.3 Selskabets interessenter

Der vil i overensstemmelse med ovenstående definition af corporate governance ses på de forskellige interessenter herunder direktionen, tilsynsrådet, kapitalejerne og øvrige økonomiske interessenter, eksempelvis banker. Der vil endvidere blive set på forskellen på tilsynsrådet og bestyrelsen i corporate governance øjemed i korrelation til den juridiske forskel, som blev behandlet i den juridiske analyse.

3.3.1 Direktionen

Direktionens arbejdsopgaver består i henhold til lovgivningen i at varetage selskabets daglige ledelse, hvor den overordnede ledelse overlades til bestyrelsen. Hvis der derimod ikke findes en bestyrelse, men et tilsynsråd tilfalder det også direktionen at forestå den overordnede ledelse. Hvilket også er gældende ved anpartsselskaber, hvor der hverken eksisterer en bestyrelse eller et tilsynsråd. Beslutningen om indsættelsen af et tilsynsråd som erstatning for en bestyrelse medgiver derfor direktionen et større ansvarsområde og i den forstand mere "magt" i selskabet. Direktionen forestår således både den daglige og overordnede ledelse i selskabet.

3.3.1.1 Direktionens magt

Når kapitalejerne vælger at bruge et tilsynsråd og en direktion som ledelsesmodel, bliver det direktionen, der både styrer selskabets overordnede og daglige ledelse samt selskabets strategiske ledelse. Endvidere styrer direktionen hvilken information, der skal gives videre til bestyrelsen og tilsynsrådet, hvilket de i høj grad er afhængig af¹³⁰. Problemet opstår fordi konstant overvågning af direktion er omkostningstungt. God corporate governance er til for at mindske risikoen for, at direktionen misbruger deres magt. Nørby-udvalgets rapport er et forsøg på at kortlægge, hvorledes corporate governance bruges korrekt i forhold til sikring af de økonomiske interessenter. Det fremgår allerede i Nørby-udvalgets rapport, hvor omfattende

¹³⁰ Monks (2004) s. 203

bestyrelsens arbejde kan være, og hvilken administrativ byrde det medfører for selskabet, hvis bestyrelsen skal leve op til retningslinierne.

Den administrative byrde ligger ikke blot i aflønning af bestyrelsesmedlemmer, men omfatter også hvorledes selskabets drift kan blive handicappet idet, større beslutninger, regnskaber, risikostyring etc. skal fastsættes og godkendes af bestyrelsen. Dette er sket i takt med, at bestyrelsens rolle har flyttet sig fra at være et kontrolorgan til i højere grad at være et strategisk organ¹³¹. Ligeledes har bestyrelsestitler tidligere været mere til navn end af gavn, i den forstand at bestyrelsesposter blev anset som en prestigepost uden særligt ansvar eller arbejdsbebyrdende, hvilket er kendetegnet som en passiv bestyrelse. I dag er situationen noget anderledes, hvor bestyrelsesmedlemmer bliver professionelt rekrutteret med overvejelser om personens kompetencer samt virksomhedens behov¹³². Der har således været et skift fra en meget passiv bestyrelse til en mere aktiv bestyrelse. Dette kan være medvirkende til, at beslutningsprocessen i et selskab forlænges, hvor den før i tiden kun skulle varetages af direktionen, og i dag skal den skal varetages af både direktionen og bestyrelsen.

Kapitalejerne kan blive påvirket både negativt og positivt af denne forlængede proces. Negativt set kan der argumenteres for, at nogle beslutninger skal træffes hurtigt for at give størst muligt udbytte og dermed generere både shareholder og stakeholder value. I erhvervsmæssig sammenhæng kan det således være til skade for selskabet, såfremt beslutningsprocessen bliver for langsom, fordi bestyrelsen fra nær og fjern skal samles og diskutere den pågældende beslutning. Endvidere kan det skabe usikkerhed for virksomhedens samarbejdspartnere, at en direktion ikke kan give et entydigt svar på en fremtidig handel af tilstrækkelig stor værdi, da den skal tages op til diskussion hos en bestyrelse. Udfaldet af denne diskussion kan i nogle tilfælde være svær at spå om, hvorfor samarbejdende virksomheder har interesse i at handle med en mere fleksibel virksomhed. Endvidere er det klart en fordel for tredjemand at vide, hvem der leder virksomheden og om personen gør det enerådigt.

Bestyrelsens opgave er som nævnt tidligere at være agenter for kapitalejerne, og skal som deres primære opgave varetage kapitalejernes interesse. Modsætningsvis kan der således argumenteres for, at den øgede aktivitet og grundigere kontrol med direktionen sikrer kapitalejerne bedre end tidligere. Risikoen for, at direktionen tager forhastede beslutninger mindskes ligeledes, hvorfor der kan undgås fejlvurderinger og kreative direktører¹³³. Lovgrundlaget underbygger ligeledes brugen af den aktive bestyrelse frem for den passive.

¹³¹ Nørby (2001) s. 36

¹³² Nørby (2001) s. 37

¹³³ Med udtrykket kreative direktører menes der direktører, som nøje udvælger informationen, der videregives til bestyrelsen for således at varetage egne interesser

Med muligheden for indførelsen af et tilsynsråd gøres der op med den aktive bestyrelse, og der indføres igen muligheden for en enekompetent direktion med et passivt kontrollerende organ over sig. Udadtil sender det et klart signal om, hvem der leder virksomheden, og er beslutningsdygtig. Samarbejdende virksomheder kan således få et klart svar direkte fra direktionen, hvilket medfører at virksomheden kan arbejde mere simplificeret. Tilsynsrådets opgaver indbefatter stadig en monitorering af direktionen, kapitalen samt risikostyringen, hvilket betyder, at de økonomiske interesser stadig varetages. Lovens ændring kan derfor i høj grad tolkes som et opgør med den traditionelle udvikling af corporate governance i Danmark, som har givet bestyrelsen mere magt og gjort bestyrelsen til en sparringspartner frem for et monitorerende objektivt organ.

3.3.1.2 Monitorering af direktionen

Kapitalejere har en naturlig interesse i at monitorere deres investering for at sikre, at deres penge ikke bliver sløset væk af direktionen. Til at sikre dette er det nødvendigt, at en af dem som monitorerer, er en stakeholder i selskabet og derfor deler kapitalejernes interesse¹³⁴. Monitorering er nødvendig, da det med rette kan antages, at direktionens nytte påvirkes negativt af direktionens effort og positivt af lønnen. Direktionens nyttemaksimering vil derfor kræve en minimering af effort, da direktionen ikke kan regulere på sin faste løn. Illustrativt vil det se således ud:

$$U = w - e$$

Fig. 3 Hvor U er direktionens nytte, w udgør lønnen og e er hans effort.

Selskabets performance må ligeledes antages at blive påvirket af direktionens effort, hvorfor kapitalejerne skal søge at maksimere direktionens performance, for dermed at øge selskabets performance og slutteligt maksimere deres egen nytte. Milgrom og Roberts opstiller den lineære funktion for incitamentsaflønnning således:

$$w = a + \beta(e + x + \gamma y)$$

Fig. 4 w udgør lønnen som er sammensat af et basisbeløb a og β er intensiteten af incitamentet, som afhænger af effort e , x de uobserverede eksternaliteter samt vægten γ af de observerede eksternaliteter y ¹³⁵.

Bestyrelsens monitorering af direktionen kommer ofte som et naturligt led i forbindelse med planlægning af strategi og kontrol af, at denne udføres af direktionen løbende. Anderledes er det dog ved anvendelsen af et tilsynsråd. Her findes der ingen naturlig kontrol med direktionens effort, kun med selskabets kapitalberedskab, performance etc.

¹³⁴ Enten som kapitalejer eller anden økonomisk interessent

¹³⁵ Milgrom (1992) s. 216

Monitorering af direktionen er en måde hvorpå man kan sikre, at den arbejder efficient. En anden løsning er incitamentsaflønning af direktionen, hvor dele af direktionens løn afhænger af selskabets performance eller direktionens effort.

3.3.1.3 Incitamentsaflønning af direktionen

Konstant overvågning af direktionen og dens performance kan være meget omkostningstungt især, hvis der er tale om større virksomheder, eksempelvis børsnoterede kapitalselskaber¹³⁶. Kapitalejerne kan derfor tilpasse direktionens incitamenter ved at indføre incitamentsaflønning¹³⁷. Direktionen og kapitalejerne får således strømlinet deres interesser i selskabet, da begge parter ønsker en høj kurs på kapitalandelene samt muligheden for afkast i og med, at begge parter nu er residualmodtagere. Incitamentsaflønningen medfører, at direktionens nytte stiger i takt med selskabets performance og hans egen effort. Selskabets performance påvirkes også af eksterne faktorer, hvorfor direktionens løn ikke alene bør være afhængig af selskabets performance.

Det er ikke muligt at eliminere problemet med diversificerede forventninger og ønsker til selskabet fuldstændigt ved incitamentsaflønning. En incitamentsaflønning medfører, at direktionens løn er variabel, hvorfor denne metodes effektivitet afhænger af direktionens risikoaversion. Den risikoaverse person vil altid vælge den sikre løsning frem for den risikobetonede på trods af chancen for en øget gevinst¹³⁸. På samme måde vil den risikoaverse person foretrække en fast månedlig løn frem for en løn, der til en vis grad er uforudsigelig samt ukontrollerbar, da selskabets performance afhænger af andet end direktionens effort. I modsatte ende af skalaen findes den risikoperverse person, der modsat den risikoaverse vælger den risikable løsning med mulighed for størst pay-off. Denne person vil være mere modtagelig overfor incitamentsaflønningsordninger i forhold til den risikoaverse. Mellem de to yderpunkter findes den risikoneutrale person, der er indifferent i forhold til at modtage en fast løn eller en risikofyldt aflønning med mulighed for samme pay-off¹³⁹.

I denne afhandling antages det, at den gennemsnitlige direktion hovedsagligt er risikoavers. Risikoaversionen hos direktionen skyldes, at direktionens eneste indkomst ligeledes antages at være hans løn. Et selskabs performance kan ikke udelukkende måles på direktionens effort. Eksterne faktorer, såsom den nuværende finanskrise, kan i høj grad påvirke virksomhedens performance. Ved incitamentsaflønning er der således en vis usikkerhed for direktionen. Kapitalejerne må være forberedt på at bære omkostningerne ved denne øgede risiko for direktionen i form af en højere løn, eftersom den risikoaverse person ikke vil acceptere en

¹³⁶ Milgrom (1992) s. 187

¹³⁷ Ved incitamentsaflønning forstås som en aflønningsform, der er afhængig af virksomhedens resultat eksempelvis i form af aktieoptioner eller en variabel løn

¹³⁸ Milgrom (1992) s. 603

¹³⁹ Milgrom (1992) s. 603

risikofyldt kontrakt uden kompensation. Modsætningsvis for kapitalejerne flyttes noget af deres risiko over til direktionen, qua at der ved en god performance udbetales ekstra til direktionen, hvorimod der ved dårlig performance udbetales mindre til direktionen og udgør derved en buffer for kapitalejerne¹⁴⁰.

For den mest optimale løsning, må der derfor skabes balance mellem fast løn og performance-afhængig løn. Denne balance differentierer fra branche til branche alt afhængigt af virksomhedens følsomhed overfor markedet, men også i høj grad fra person til person i forhold til deres risikoaversion.

I Danmark har der været en enorm stigning i antallet af virksomheder der anvender optionslønninger som incitamentsaflønnings. I henhold til Økonomi- og Erhvervsministeriets rapport om optionsordninger¹⁴¹ er antallet af børsnoterede aktieselskaber som anvender optionsaflønninger, steget fra 2 % til 49 % i perioden fra 1995 til 2006¹⁴² ¹⁴³. Dette er et klart udtryk for udviklingen og anvendelsen corporate governance som værktøj til at skabe interessesammenfald mellem kapitalejerne og direktionen. Ligeledes giver det et indblik i, hvordan corporate governance debatten samt erkendelse af principal agent problemet har fået fodfæste i Danmark.

Ved anvendelsen af tilsynsråd som ledelsesorgan udelukkes muligheden for anvendelsen af incitamentsaflønninger ikke på trods af risikoen for et mere distanceret forhold til direktionen sammenlignet med anvendelsen af en bestyrelse. Dette skyldes, at incitamentsaflønninger først udløses efter resultatet af virksomhedens performance, hvor tilsynsrådet opgaver er sammenfaldende med bestyrelsens i henhold til lovgivningen. Der kan dog argumenteres for, at bestyrelsen undervejs har mulighed for at genforhandle direktionens løn i forhold til den monitorerede effort, som et naturligt led i bestyrelsens arbejde.

3.3.1.4 Inter og post monitorering¹⁴⁴

Tilsynsrådet har ingen ledelsesmæssige beføjelser og er således ikke med til at bestemme virksomhedens overordnede strategi. Bestyrelsen, som derimod har ansvaret for virksomhedens strategi, skal derfor have et samarbejde med direktionen for at nå disse mål¹⁴⁵, hvilket medfører en løbende kontrol af direktionens arbejde. Denne løbende kontrol virker både sikrende for bestyrelsen og kapitalejerne, eftersom bestyrelsen kontinuerligt kontrollerer direktionen samtidig med, at større dispositioner skal godkendes af bestyrelsen. Muligheden

¹⁴⁰ Milgrom (1992) s. 188

¹⁴¹ Økonomi- og Erhvervsministeriets rapport om Kortlægning af den aktuelle brug af aktiebaserede incitamentsordninger i børsnoterede selskaber (juni 2007)

¹⁴² Økonomi- og Erhvervsministeriets (2007) s. 4

¹⁴³ Den grafiske illustration fra rapporten er vedlagt som bilag I

¹⁴⁴ Inter og post monitorering skal forstås således, at der er tale om en løbende og afslutningsvis kontrol med direktionens arbejde

¹⁴⁵ Brandi (2008) s. 26

for sammenfald i personkredsen fra direktionen og bestyrelsen tydeliggør, hvordan lovgivningen har sigtet mod at gøre disse ledelsesorganer til samarbejdspartener, hvor der ligeledes kan opstå synergier. Bestyrelsen har også pligt til at gennemse selskabets bogføring, regnskabsaflæggelse samt kapitalberedskab. Bestyrelsen har således både mulighed for inter og post kontrol med direktionens arbejdsindsats samt selskabets performance.

Tilsynsrådet har ikke samme samarbejde med direktionen fordi, der ikke skal ske videreformidling af selskabets strategi fra direktionen til tilsynsrådet og ydermere må der ikke være personsammenfald mellem de to organer, hvorfor der ikke kan opstå samme synergier som ved anvendelsen af en bestyrelse. Således lever tilsynsrådet op til sit navn, da arbejdsopgaverne udelukkende består af tilsyn og monitorering. Tilsynsrådet har som udgangspunkt, grundet det begrænsede samarbejde med direktionen ringere mulighed for at føre en efficient løbende kontrol, men tilnærmelsesvis samme vilkår for evaluering af selskabets performance ved afslutning af et forløb, projekt el.lign.

Hvorvidt et tilsynsråd kan føre en ligeså effektiv kontrol med en direktion og selskabets performance afhænger i høj grad af informationsstrømmen fra direktionen til tilsynsrådet. Der hersker, grundet det distancerede forhold, en vis grad af asymmetrisk information, da direktionen må have et bedre kendskab til selskabets økonomiske situation grundet deres ansvar for daglige ledelse. Bestyrelser har ved et tæt samarbejde mulig for at begrænse den asymmetriske information og derved reducere risikoen for moral hazard, som opstår ved post kontraktuelle forhold.

Det underbygges endvidere ved "rigtige" situationer, hvor det mest aktuelle eksempel i skrivende stund er Dong Energy, hvor direktionen har truffet beslutninger om ansættelsesforhold af medarbejdere, som overskred hans beføjelser uden notifikation til bestyrelsen¹⁴⁶. I dette eksempel har den asymmetriske information mellem direktionen og bestyrelsen medført en sag med enorm negativ mediedækning og fyringer i ledelsen. Alt dette er sket på trods af, at direktionen og bestyrelsen burde have et tilnærmelsesvis nært samarbejde samt klare retningslinier for direktionens beføjelser. I en tilsvarende situation hvor bestyrelsen i stedet havde været et tilsynsråd kan man forestille sig, at den asymmetriske information havde været endnu større og dermed mindsket chancen for at direktionens ledelses misbrug blev opdaget.

3.3.1.5 Delkonklusion på direktionen

Direktionen bliver i høj grad påvirket af ledelsesmodellen, hvor tilsynsrådet står som øverste ledelsesorgan og direktionen som det centrale ledelsesorgan. Direktionen får en øget magt qua den får ansvaret for både den overordnede og daglige ledelse. Endvidere kan direktionen drive

¹⁴⁶ http://img.borsen.dk/img/cms/tuksi4/uploads/img_server_adm.files/999_filename_8462.pdf

virksomheden mere flydende, da større beslutninger ikke skal diskuteres hos bestyrelsen, før den kan blive realiseret. Historisk set kan den øgede magt hos direktionen betragtes som et skridt tilbage i forhold til udviklingen i dansk corporate governance, hvor traditionen har været at give bestyrelsen mere magt og ansvar, samtidig med at der har været fokus på samarbejdet mellem direktionen og bestyrelsen.

Enekompetencen i direktionen til at foretage dispositioner kan endvidere medføre, at transaktioner, som kræver et hurtigt svar kan gennemføres uden bureaukrati.

3.3.2 Tilsynsrådet i corporate governance øjemed

Tilsynsrådet er en pendant til det tyske Aufsichtsrat, hvilket også fremgår af betænkningen til selskabsloven. Tilsynsrådet i Tyskland fungerer som agenter for selskabets stakeholdere, som primært fordeler sig på kapitalejere, medarbejdere og banker. Disse er oftest repræsenteret i et selskabs Aufsichtsrat¹⁴⁷. Alle stakeholderne varetager interessen for en langsigtet levetid for selskabet, hvilket ikke nødvendigvis er en sikring af udbytte til kapitalejernes. Bankerne har interesse i at få sikret deres lån og medarbejderne i at sikre deres fremtidig arbejde, hvorfor deres plads i et Aufsichtsrat kan retfærdiggøres. Set fra et corporate governance synspunkt er tilsynsrådet som monitorerende organ udelukkende med til at sikre åbenhed og gennemsigtighed for samtlige stakeholdere herunder også kapitalejerne.

Aufsichtsratet i Tyskland varetager således både stakeholder value og shareholder value, hvorfor Aufsichtsrat følger den europæiske corporate governance trend..

3.3.2.1 Tilsynsrådets objektivitet

Kravene til god corporate governance er åbenhed og gennemsigtighed¹⁴⁸. Både stakeholders og shareholders har en interesse i disse principper til sikring af deres kapital i virksomheden uanset om der er tale om penge, human capital eller politisk/samfundistisk. Udfordringen ved åbenhed og gennemsigtighed ligger i, at et tilsynsråd eller en bestyrelse er afhængig af informationsstrømmen, som leveres af direktionen, vel vidende at de også tilgodeser egne interesser. Risikoen for at vildledende information fra direktionen er tilstede overfor både en bestyrelse og et tilsynsråd¹⁴⁹. Ved disciplinerne omkring åbenhed og gennemsigtighed giver tilsynsrådet et meget unikt perspektiv i forhold til en bestyrelse. Bestyrelsen har med dens ledelsesbeføjelser en sammenfaldende interesse med direktionen, hvorfor bestyrelsen ikke i corporate governance øjemed er et objektive organ. Endvidere skabes der ved muligheden for personsammenfald mellem bestyrelsen og direktionen større risiko for interessesammensmeltning og derved forhøjet risiko for vildledende information til stakeholderne. Derved kan principperne om åbenhed og gennemsigtighed sløres af personligt

¹⁴⁷ Schmidt (2003) s. 11

¹⁴⁸ Christensen (2004) s. 154

¹⁴⁹ Blair (1995) s. 33

drevne interesser fra bestyrelsen og direktionen. Tilsynsrådet har derimod ingen sammenfaldende interesser med direktionen både, fordi der intet ledelsesansvar er i tilsynsrådet og fordi personsammenfald mellem direktion og tilsynsråd ikke er tilladt i henhold til SL § 111, nr. 2 stk. 1. Derved gøres tilsynsrådet til et rent objektiv og monitorerende organ, der er bedre rustet til at varetage de to ovennævnte principper.

Endvidere tillægges tilsynsrådet ikke ansvar overfor stakeholderne om selskabets drift, da de ikke kan påvirke strategiske beslutninger. Tilsynsrådet vil derfor have meget svært ved at ifalde erstatningsansvar som konsekvens af dårlige beslutninger i virksomheden. For kapitalejerne opstår der dog et problem i forbindelse til aflønning af tilsynsrådets medlemmer.

3.3.2.2 Incitamentsaflønning af tilsynsrådet

Som nævnt i afsnittet om incitamentsaflønningen af direktionen, er dette muligt fordi det kan antages, at selskabets performance til en vis grad afhænger af direktionens effort. Bestyrelsen i en virksomhed kan aflønnes efter samme princip, dog anbefaler Nørby-udvalget at man ikke anvender aktieoptioner som aflønning¹⁵⁰. Aktieoptioner som aflønning kan være skadeligt, da bestyrelsen kan fristes til at varetage egne interesser ved kun at fokusere på optimering af aktiekursen.

Muligheden for incitamentsaflønning er dog væsentlig anderledes ved anvendelsen af tilsynsråd. Selskabets performance må antages at være upåvirket af et passivt monitorerende organ, hvorfor aflønning, der er performanceafhængig, af et tilsynsråd kan være vanskeligt. Tilsynsrådet må anses som værende risikoovers i en endnu højere grad end en direktion, da de ved en incitamentsaflønning ikke kan påvirke deres egen indkomst i forhold til deres effort. Risikopræmien der skal betales til tilsynsrådet for at være modtagelig overfor incitamentsaflønning vil derfor være større end ved en bestyrelse. Bestyrelsen påtager sig dog mere ansvar og har et øget erstatningsansvar, hvorfor bestyrelsesmedlemmernes løn i alt vil overstige tilsynsrådsmedlemmernes.

Modsætningsvis vil der ved en udelukkende fast aflønning ikke skabes interessesammenfald mellem stakeholderne og tilsynsrådet. Ved en fast aflønning vil tilsynsrådet som også nævnt ved direktionen søge at mindske deres effort for at maksimere deres egen nytte. Kapitalejerne skal derfor lave en afvejning af, hvordan et tilsynsråd skal aflønnes, da både incitamentsaflønning samt fast løn kan påvirke residualmodtagerne negativt, som beskrevet ved incitamentsaflønningen af direktionen.

¹⁵⁰ Nørby (2001) s. 61

3.3.2.3 Delkonklusion på tilsynsrådet

Tilsynsrådet har stor effekt på corporate governance i en virksomhed. Det påvirker både shareholdere, stakeholdere og selskabet. Udviklingen i corporate governance har sigtet mod en generel varetagelse af stakeholdere i en bredere forstand end blot varetagelse af kapitalejerne. Således skal et selskabs øverste ledelsesorgan, uanset om det er en bestyrelse eller tilsynsråd, nu koncentrere sig om varetagelsen af kapitalejerne, medarbejderne, kreditorer lokalsamfund etc. Medarbejderne er allerede delvis beskyttet af lovgivningen i form af medarbejdervalgte bestyrelsesmedlemmer. Problemet for kapitalejerne er, at varetagelsen af alle disse interesse påvirker deres egen placering i prioriteringsrækkefølgen. Ligeledes får repræsentanter for disse stakeholdere ledelsesbeføjelser samt ansvar, hvis de indsættes i en bestyrelse, hvilket ikke altid er attraktivt hverken for stakeholderne eller kapitalejerne. Vælger kapitalejerne derimod at anvende et tilsynsråd fjernes ledelsesbeføjelserne og ansvaret, og der er udelukkende de monitorerende opgaver tilbage. Kapitalejerne kan derved give de øvrige stakeholdere mere åbenhed og gennemsigtighed i selskabets drift, uden at give dem ansvar.

Tilsynsrådet står også i kontrast til bestyrelsen i forhold til objektivitet. Mellem tilsynsrådet og direktionen er personsammenfald ikke tilladt, samtidig med at der ved begrænsningen af ledelsesbeføjelser ikke skabes interessesammenfald mellem de to organer. Teoretisk set burde tilsynsrådet således være bedre rustet til at være objektiv i deres arbejdsopgaver og tilgodese stakeholderne interesser.

3.3.3 Øvrige økonomiske interessenter

De øvrige økonomiske interesser defineres i Nørby-udvalgets rapport som: "Alle parter der påvirkes af et selskabs dispositioner"¹⁵¹. Det kan være alt fra medarbejdere til lokalsamfund og kreditorer. Stakeholderne har som kapitalejerne en naturlig lyst til monitorere deres egen interesse i selskabet. Medarbejderne vil sikre deres arbejdsplads, banker deres udlån og lokalsamfund deres indbyggere og miljø. En stakeholders plads i en bestyrelse vil som nævnt ovenfor resultere i både monitorering og ledelse af selskabet. Kapitalejerne vil derfor ikke være tilbøjelig til at indsætte øvrige stakeholdere i ledelsespositioner, hvor de kan foretage dispositioner for kapitalejernes penge. Derimod vil en plads i et tilsynsråd give transperens for stakeholderne, uden at der tilkommer ledelsesbeføjelser.

3.3.3.1 Pengeinstitutter

At starte en virksomhed op fra bunden af, kræver, udover en god idé og arbejdskraft, kapital. Det kan være kapital til produktionsanlæg, dataudstyr, transport eller dækning af løn. For at støtte iværksættere er det i Danmark derfor muligt, at søge et Kom-i-gang-lån gennem Vækstfonden, hvor staten yder en garanti, som dækker op til 75 % af lånet¹⁵². Endvidere kræver den daglige drift og udvikling også kapital, hvorfor der ligeledes er mulighed for at

¹⁵¹ Nørby-udvalget (2001) s. 11

¹⁵² <http://www.vf.dk/For%20virksomheder/Kom-i-gang-laan>

søge om vækstkaution hos Vækstfonden. Begge lån kræver, at en tilknyttet bank accepterer virksomhedens forretningsplan, og derefter yder lånet. Vækstfondens støtte er ikke noget alle iværksættere kan garanteres, hvorfor mange erhvervslån tages direkte hos banken uden kaution fra væksthuset. Det øgede fokus på finanskriser og virksomhedsskandaler har dog gjort banker mere tilbageholdende med at yde lån¹⁵³. Som eksempler på ledelser, der har foretaget utilbørlige dispositioner herunder IT-factory, DONG, Roskilde Bank mv. nævnes. God corporate governance giver selskaber en bedre mulighed for låne større summer end selskaber der ikke har samme fokus på åbenhed og gennemsigtighed¹⁵⁴, på grund af den øgede sikkerhed for stakeholdere.

Man kan forestille sig, at muligheden for et selskabsretligt organ, som udelukkende har til formål at være monitorerende uden ledelsesbeføjelser, ville give banker mulighed for at være repræsenteret i tilsynsrådet. Banker får derved et bedre indblik i virksomhedens økonomi og risikostyring, og kan monitorere virksomhedens betalingsdygtighed til tilbagebetaling af et lån eller kredit. Den øgede sikkerhed samt bedre gennemsigtighed for banken kunne potentielt medføre, at banker bliver mere villige til at udlåne kapital eller stille en kredit til rådighed. Administrativt vil der naturligvis være omkostninger forbundet med en repræsentant fra banken i et tilsynsråd i forhold til løn, tidsforbrug etc. Det kan diskuteres hvorvidt omkostningerne overstiger nytten for banken og især selskabet, som nødvendigvis må bære omkostningerne enten i form af betaling af løn til tilsynsrådet eller en forhøjet rente hos pengeinstituttet. Et pengeinstitut vil have en naturlig interesse, når det har stillet kapital til rådighed, i at monitorere sin investering. Tilsynsrådet er derfor en oplagt ledelsesform for iværksætter, som skal låne penge i en bank, og banken ønsker at monitorere selskabets performance og kapitalberedskab.

Det er ikke kun pengeinstitutter der kan ønske at monitorere deres investering som stakeholder. Andre større kreditorer i et selskab kan ligeledes ønske at have samme indsigt i selskabets betalingsevne.

3.3.3.2 Kreditorer

Store kreditorer til en virksomhed vil, ligesom banker, gerne have indsigt i en debtors betalingsevne. Samtidig er det de færreste debitorer, der ønsker at en kreditor skal få nogen som helst form for bestemmende magt i selskabet. I nogle tilfælde vil en kreditor gøres til en kapitalejer i form af en kapitalforhøjelse ved en gældskonvertering. Dog bør der ved god corporate governance være et "framework" som sikrer efficient beskyttelse af kreditorers rettigheder som stakeholdere¹⁵⁵. Lovgivningsmæssigt er der dog ingen corporate governance-mæssig beskyttelse af kreditorerne, som der er af medarbejderne i form af

¹⁵³ <http://www.business.dk/finans/danske-bank-er-forsigtig-med-udlaan>

¹⁵⁴ OECD (2004) s. 48

¹⁵⁵ OECD (2004) s. 48

medarbejderrepræsentation i det øverste ledelsesorgan. Kreditorerne søges dog beskyttet i form af en minimums kapital for anpartsselskaber og aktieselskaber. Selvom dette ikke er en corporate governance beskyttelse, er der tale om en stakeholder orientering fra lovgivers side.

3.3.3.3 Medarbejdere

Virksomhedens medarbejdere er en stakeholder i virksomheden og har en stor interesse i selskabets velbefindende og fremtidig drift, hvorfor den tidligere nævnte lovbestemmelse i SL § 140 giver ret til medarbejderrepræsentation i det øverste ledelsesorgan. På trods af medarbejdernes rolle som stakeholder og Nørby-rapportens fokus på netop stakeholdere, omtales medarbejdervalgte bestyrelsesmedlemmer meget sparsomt i rapporten. Det er uvist om hvorvidt den sparsomme behandling af medarbejdervalgte bestyrelsesmedlemmer i rapporten skyldes en negativ holdning til fænomenet¹⁵⁶.

Formålet med medarbejderrepræsentation er at styrke medarbejdernes indflydelse, at informere medarbejdere om dispositioner, der påvirker deres arbejdsgang samt give dem mulighed for at gøre indsigelser herimod¹⁵⁷. Medarbejdere bør ligeledes have mulighed for frit at viderekommunikere utilbørlig dispositioner foretaget af ledelsen internt¹⁵⁸.

Medarbejderrepræsentanten er derfor godt beskyttet mod afskedigelse i samme grad som en tillidsrepræsentant, hvorfor en opsigelse kræver tvingende omstændigheder. Baggrunden for dette er, at medarbejderne som stakeholdere skal beskyttes.

Medarbejdere, der beskæftiger sig med den daglige drift frem for den overordnede ledelse, har et udvidet kendskab til andre stakeholdere i virksomheden, der bliver påvirket af ledelsens beslutninger. Medarbejderne kan have bedre kendskab til kreditorer, lokalsamfund etc. Medarbejdervalgte bestyrelsesmedlemmer udvider derfor det øverste ledelsesorgans horisont til at varetage andre stakeholders end blot kapitalejerne¹⁵⁹. Varetagelsen af stakeholdere frem for shareholders er som allerede nævnt en vigtig pointe i Nørby-rapporten, hvorfor det kan forsvares at medarbejderne tildeles retten til en repræsentant i bestyrelsen set i corporate governance sammenhæng. Modsætningsvis er der, som nævnt i det juridiske kapitel, ikke krav om medarbejderrepræsentation i den angelsaksiske virksomhedskultur, ligeledes er der heller ikke kutyme for det. Den primære årsag til dette skyldes, at den angelsaksiske definition på corporate governance har fokus på shareholders, og sikring af deres investering samt afkast heraf, hvilket benævnes som shareholder doktrinen¹⁶⁰. Ser vi på det tyske aufsichtsrat er det halvdelen af dets medlemmer, som er medarbejdervalgte, hvilket i endnu højere grad viser et fokus på stakeholder value frem for shareholder value i forhold til Danmark, hvor de medarbejdervalgte medlemmer kun udgør en tredjedel. Hertil skal det dog nævnes, at antallet

¹⁵⁶ Kvist (2006) s. 3

¹⁵⁷ Rose (2005) s. 34

¹⁵⁸ OECD (2004) s. 21

¹⁵⁹ Rose (2005) s. 34-35

¹⁶⁰ Kvist (2006) s. 55

af børsnoterede selskaber i Tyskland er forholdsvis lav i forhold til størrelsen af deres økonomi. Dette forklarer Roe (1992)¹⁶¹ med en modvillighed hos kapitalejerne til at dele magten med medarbejderne.

Tilvalget af et tilsynsråd fjerner ledelsesbeføjelserne hos de medarbejdervalgte repræsentanter, hvilket også påvirker stakeholder og shareholder value forholdet. Medarbejderne vil altid varetage deres egen interesse som stakeholdere, og derudover vil de fokusere på øvrige stakeholdere, som påvirker deres hverdag frem for kapitalejerne. En bestyrelse med medarbejderrepræsentanter vil derfor være mindre attraktivt for ejerne at vælge, da kapitalejerne som residualmodtagere vil blive tilsidesat, hvilket kan medføre en reduktion af deres afkast. Set med angelsaksiske øjne kan valget af et tilsynsråd betyde, at shareholder doktrinen bedre kan opretholdes, hvilket kan gøre det mere attraktivt for engelske og amerikanske koncerner at oprette selskaber i Danmark.

Muligheden for at vælge et tilsynsråd som ledelsesorgan sammen med kravet om en tredjedel medarbejderrepræsentation kan ydermere medvirke til, at tyske virksomheder ser det danske marked som fordelagtigt i forhold til deres eget. Den danske juridiske rammer for corporate governance kan derfor for kapitalejere i Tyskland, som følger shareholder doktrinen, betragtes som fordelagtigt.

Modsætningsvis, set fra et samfundsøkonomisk perspektiv, er medarbejderne ringere stillet i og med, at de kun har en repræsentation som udgør en tredjedel, hvorfor deres bestemmende ret i en bestyrelse er relativt begrænset. Beslutninger, der træffes i en bestyrelse afgøres ved simpelt majoritet, hvilket er medvirkende til, at medarbejderrepræsentationen kan anskues som blot at være til orientering af medarbejderne om forhold, der vedrører dem. Ved udelukkelsen af bestemmende indflydelse i en bestyrelse medfører, at medarbejderrepræsentationen får karakter af et tilsynsråd, hvor det udelukkende er til for at monitorere selskabet og direktionens performance. En medarbejderrepræsentant kan give et vist modspil til den øvrige bestyrelse samt direktionen, hvilket kan medvirke til en sund dialog mod stakeholder orientering¹⁶². Valget af et tilsynsråd frem for en bestyrelse er derfor ikke anbefalelsesværdig set fra medarbejderne side. Hvis man derimod anskuer tilsynsrådet som tillæg til anpartsselskaber, der ellers kun opererer med en direktion, vil det monitorerende organ give og signalere åbenhed og gennemsigtighed overfor medarbejderne.

3.3.4 Delkonklusion på øvrige økonomiske interesser

Det øgede fokus på stakeholder orientering medvirker til, at bestyrelsen skal udvide deres fokus fra udelukkende at varetage kapitalejerne til også at varetage de øvrige økonomiske interesser. Både lovgivningen og Nørby-rapporten genspejler dette. Lovgivningen viser

¹⁶¹ Roe (1992)

¹⁶² Kvist (2006) s. 5

stakeholder orienteringen gennem minimumskapitalkravet og medarbejderrepræsentationen og Nørby-rapporten gør det igennem deres definition af corporate governance. Kapitalejerne vil som oftest ikke være interesseret i deltagelse af repræsentanter fra øvrige økonomiske interessenter i et ledelsesorgan, da det medfører en risiko for dem som residualmodtagere. Ligeledes kan bestyrelsens efficiens formindskes, hvis der opstår interessekonflikt mellem de forskellige interessenter og ultimo skade selskabets drift.

Tilsynsrådet giver mulighed for indsættelse af økonomiske interessenter i øverste ledelsesorgan uden de får ledelsesbeføjelser. Åbenheden og gennemsigtigheden overfor stakeholdere styrkes derved uden kapitalejerne nedprioriteres i en lige så høj grad. En plads i et tilsynsråd kan derfor medvirke til, at et pengeinstitut er mere villig til at foretage udlån til selskabet, da de kan monitorere deres investering og samtidig fastsætte rammer for risikostyringen. Selskabet og pengeinstituttet får begge gavn af denne løsning.

Ved indførslen af et tilsynsråd har kapitalejerne mulighed for skabe mere gennemsigtighed overfor stakeholdere, uden at der gives ledelsesbeføjelser til interessenterne. Endvidere får interessenterne mulighed for at monitorere deres "stake"¹⁶³ med en meget begrænset risiko for at ifalde erstatningsansvar overfor kapitalejerne. Optimal udnyttelse af denne mulighed kræver, at informationsstrømmen fra direktionen er retvisende. Det begrænsede samarbejde mellem tilsynsrådet og en direktion skaber en distance mellem de to organer, hvorfor tilsynsrådets kontrol med direktionen samt arbejdsgang i nogle tilfælde kræver grundigere arbejde sammenlignet med en bestyrelse. En misvisende information fra direktionen til tilsynsrådet er til skade både for de økonomiske interessenter og kapitalejerne, hvorfor direktionens ene-kompetence til at foretage ledelsesmæssige dispositioner kan være farlig.

Tilsynsrådet set som alternativ til en bestyrelse er af samme grund ikke altid fordelagtig for kapitalejerne. Hvis alternativet er en ledelse som kun består af en direktion, kan tilsynsrådet være et kærkomment tiltag, som styrker princippet om åbenhed og gennemsigtighed for de øvrige økonomiske interessenter.

3.4 Selskabet drift

En interessekonflikt mellem kapitalejere, stakeholdere og direktionen skader selskabets drift fordi en virksomhed ikke kan drive forretning uden samarbejde fra alle parter. Et selskabet kan ikke fungere uden ledelse, kapital, medarbejder etc. Interessen for selskabets drift og velbefindende ligger primært hos stakeholderne, eftersom de er afhængige af dets fremtid, og sikring af deres egen investering i virksomhed, der ikke nødvendigvis er kapital. Kapitalejerne derimod ser udelukkende på afkast til dem selv i forhold til virksomhedens risikoprofil¹⁶⁴. En

¹⁶³ Med stake forstås både investeringen human capital, banklån, kredit, samfundsmæssig investering etc.

¹⁶⁴ Singh (2005) s. 79

kapitalejer har ingen interesse i at investere i et selskab uden af få et vist afkast. Spørgsmålet er således, hvilken ledelsesform er mest efficient for selskabets drift.

Et endegyldigt svar som passer på alle virksomheder findes desværre ikke. Det afhænger af en masse forskellige variabler. Er virksomheden en børsnoteret medicinal virksomhed, en mellemstor butikskæde eller den lokale slagter. En illustrativ måde at komme svaret tættere på er vist i figur 5¹⁶⁵, som er med til at give en forklaring af sammenhængen mellem virksomhedens størrelse og ledelsesform.

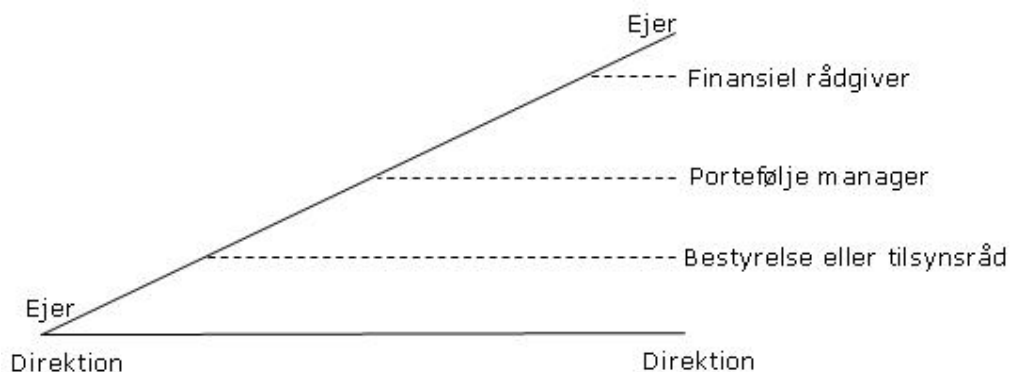


Fig. 5

I situationen længst til venstre ser vi, at afstanden mellem ejer og direktion er minimal og i mange tilfælde vil ejeren og direktøren være den samme person. Her vil der for eksempel være tale om den lokale slagter, der er drevet af den samme person, som ejer det. Jo længere vi bevæger os mod højre jo flere led kræver det i selskabets governance. Det næste skridt er indsættelsen af en bestyrelse eller et tilsynsråd, fordi der sker en separation mellem ejerskabet og direktionen. Denne situation opstår ofte, fordi ejeren ikke længere er i stand til at drive virksomheden enten på grund af manglende ekspertise, eller fordi der er kommet flere investorer, som ikke alle kan være medlem af direktionen. Til sidst ender vi helt til højre i figuren, hvor ejerne bliver rådgivet til at investere deres kapital, hvorefter portefølje manageren vælger et selskab og skaber kontakt til bestyrelsen, der fastsætter strategien, som direktionen udlever. I denne situation vil direktionen typisk ikke have nogen relation til ejerne. Lignende situation kendes fra børsnoterede selskaber, hvor direktionen og investorerne typisk ingen direkte kontakt har til hinanden.

I den første situation, hvor der er sammenfald mellem ejerskab og direktionen, vil indsættelsen af en bestyrelse eller et tilsynsråd unægtelig besværliggøre selskabets drift, da virksomheden i højere grad har brug for en flad ledelsesstruktur til at træffe beslutninger. Endvidere vil de administrative omkostninger og transaktionsomkostninger forbundet med at

¹⁶⁵ Figuren er udarbejdet af Professor Williams Pounds fra MIT Sloan School of Management

have en bestyrelse eller tilsynsråd ofte overstige virksomhedens indtjening. Det ekstra ledelsesorgan er først nødvendigt, når der opstår en separation mellem ejerne og direktionen, fordi der skabes en interessekonflikt mellem kapitalejerne og direktionen. Indsættes der et ledelsesorgan mellem direktionen og ejerne før virksomheden er "moden" til det, påvirkes selskabets efficiens negativt. Tilsynsråd og bestyrelse skal derfor først overvejes når virksomheden er klar til det.

Tilsynsrådet, som et værktøj til at skabe åbenhed og gennemsigtighed for stakeholderne, kan åbne muligheder for virksomheden, da pengeinstitutter eksempelvis, kan monitorere selskabet hvis de giver en kredit eller udlån til selskabet. Pengeinstituttets mulighed for at indtage en monitorerende rolle i form af et tilsynsråd kan medvirke til, at selskabet fortsat har mulighed for at vokse. Relevansen i at anvende et tilsynsråd kommer derfor til sin ret i virksomheder, hvor der ikke er brug for sparring mellem ledelsesorganerne, men kun monitorering af direktionen. Den monitorerende rolle har grundet den manglende ledelsesbeføjelse en begrænset effekt på selskabets drift og direktionens arbejde, men det skaber derimod sikkerhed for stakeholdere i selskabet.

Direktionen i større børsnoterede selskaber kan i højere grad have brug for en sparringspartner i form af en bestyrelse, der er sammensat af medlemmer med forskellige ledelsesmæssige kompetencer, som også anbefalet i Nørby-udvalgets rapport samt diverse anden litteratur¹⁶⁶.

Et tilsynsråd fungerer mest optimalt i virksomheder før det bliver brugt for en bestyrelse som sparringspartner, svarende til et sted cirka midt på figur 5. Alle virksomheder har sit udgangspunkt i starten af skalaen og i takt med, at de vokser stiger kravet til selskabets governance. Når der sker separationen mellem ejerskabet og direktionen samtidig med, at der kommer flere økonomiske interessenter, vil det således være fornuftigt med valget af et tilsynsråd. Tilsynsrådet begrænser ikke direktionens råderum, men de monitorerer dog direktionen for at sikre gennemsigtighed overfor interessenterne, inklusiv ejerne. Direktionens upåvirkede magt på trods af virksomhedens øgede indtægt, kan skabe øget risiko for modstridende interesser og dermed risikoen for moral hazard, medmindre andre forholdsregler bliver fastsat, såsom incitamentsafslønning.

Valget af tilsynsråd kan anskues som værende fordelagtigt for selskabets drift og mulighed for at vokse frem til et vist punkt, hvor en sparringspartner samt styrende mellemed mellem direktionen og kapitalejerne er nødvendig til sikring af kapitalejernes interesse. Direktionen fratages ved indsættelsen af bestyrelsen ligeledes deres eneret til at tegne selskabet.

¹⁶⁶ Dragsted (1999) s. 227, Brandi (2008) s. 30 etc.

3.4.1 Tegningsretten kan skabe usikkerhed

En bestyrelse kan altid samlet tegne et selskab, hvilket fremgår af SL § 135, stk. 1-3. Hvorimod et tilsynsråd aldrig kan tegne selskabet jf. SL § 135, stk. 2, 2. pkt. Vælger kapitalejerne derfor at indsætte en bestyrelse i deres selskab, betyder det at tegningsretten udvides eller fjernes fra direktionen og føres videre til bestyrelsen. Teoretisk set kan det skabe en vis usikkerhed for ejerne da direktionen, som hidtil har drevet selskabet med den tilknyttede eneret til at tegne selskabet, skal overgive sin tegningsret til flere personer. For kapitalejerne medfører det, at flere organer nu kan tegne selskabet og foretage dispositioner, som tidligere kun kunne udføres af den af kapitalejerne valgte direktion. Usikkerheden består derfor i, at klarheden om hvem der leder selskabet og kan underskrive på dets vegne deles ud til flere personer, hvorfor kapitalejerne kan føle en vis usikkerhed.

Usikkerheden er dog ikke ensidig. Antages det, at der skal vælges repræsentanter fra medarbejderne til bestyrelsen, tilkommer der også dem en delt tegningsret. Tegningsretten medfører, som også nævnt i den juridiske analyse, en øget risiko for at ifalde erstatningsansvar overfor kapitalejerne. En risikoavers medarbejder vil derfor være tilbageholdende med at påtage sig stillingen i en bestyrelse. For kapitalejerne betyder det endvidere, at der tildeles tegningsret til personer, som ikke er valgt af generalforsamlingen. Betydningen af det ekstra ansvar skal ligeledes afspejle sig i bestyrelsens løn, hvilket er en ekstra omkostning for kapitalejerne i sidste instans.

Tegningsretten forbliver hos direktionen hvis det øverste ledelsesorgan er et tilsynsråd. For kapitalejerne giver det en klar gennemsigtighed til, hvem der kan træffe beslutninger samt hvem der bærer ansvaret for dem.

3.4.2 Ansvar og løn

Ledelsens løn og ansvar bør hænge sammen¹⁶⁷. En bestyrelse og direktion bør aflønnes i forhold til det ansvar de påtager sig og den dermed forbundne risiko. Som nævnt tidligere vil aflønningen af selskabets centrale ledelse ofte udgøre en fast sats samt en incitamentsaflønning, som afhænger af selskabets performance. Incitamentsaflønning skaber både interessesammenfald mellem kapitalejerne og ledelsen samtidig med, at kapitalejernes omkostninger ved et dårligt resultat minimeres, da ledelsen nu bærer nogle af omkostningerne. Kapitalejerne ønsker at ledelsens løn i høj grad skal afhænge af performance for at mindske deres egen risiko, og omvendt ønsker ledelsen maksimal sikkerhed til deres løn¹⁶⁸. Der opstår således en interessekonflikt om hvem, der skal bære risikoen for dårlig performance

¹⁶⁷ Monks (2004) s. 262

¹⁶⁸ Monks (2004) s. 264

Tilsynsrådets ansvar falder ene og alene på monitorering af selskabet. Deres ansvar berører således ikke selskabets performance i samme grad som en bestyrelse. Aflønningen af tilsynsrådet vil derfor ikke være performance-afhængig i samme stil som en bestyrelse. Grundet dette får kapitalejerne ikke flyttet risikoen fra dem selv til ledelsesorganet ved dårlig performance. Modsætningsvis får kapitalejerne alene gevinsten ved en god performance.

Set i situationen hvor øvrige stakeholdere har plads i tilsynsrådet, er dette også den korrekte løsning, da de udelukkende er medlemmer af rådet for at monitorere deres "stake" og ikke for at høste overskuddet. Eksemplet fra tidligere med en bank, der har ydet et lån til en virksomhed, hvor en repræsentant fra banken indsættes i et tilsynsråd, besidder ikke sin plads med henblik på økonomisk gevinst, men derimod som sikkerhed for tilbagebetaling af lånet.

3.4 Sammenfatning af den økonomiske analyse

Det kan konkluderes ud fra den økonomiske analyse, at et tilsynsråd påvirker mange forskellige elementer i et selskabs drift og dets interessenter. Tilsynsrådet åbner op for nye muligheder til varetagelse af stakeholdere, som ikke kan lade sig gøre ved en bestyrelse eller direktion alene, eksempelvis ved indsættelsen af stakeholdere i ledelsesorganet. Signalværdien overfor tredjemand er således styrket uden, at der tilkommen tredjemand ledelsesbeføjelser.

Ligeledes har tilsynsrådet nogle begrænsninger i forhold til en bestyrelse, eksempelvis kan tilsynsrådet ikke anvendes som sparringspartner for direktionen og foretage ledelsesmæssige beslutninger. Det er således vigtigt for kapitalejerne at se på virksomhedens nuværende situation for at kunne vælge den mest effektive ledelsesform. I den forbindelse skal de vurdere om stakeholdere har brug for åbenhed og gennemsigtighed uden at udvide tegningsretten. Har direktionen brug for en sparringspartner og en overordnet ledelse, kommer tilsynsrådet til kort i forhold til en bestyrelse.

Til vurdering af tilsynsrådets påvirkning på et selskab, skal det ikke kun betragtes som et alternativ til bestyrelse, men også som supplement til selskaber, hvor der kun findes en direktion. Økonomiske interessenter kan finde det meget betryggende med en plads i tilsynsrådet, både på grund af signalværdigheden om god corporate governance og muligheden for at monitorere selskabet. Stakeholdernes incitament til at yde lån, investere arbejdskraft mv. kan derfor højnes, hvilket slutteligt gavner kapitalejerne.

Kapitel 4 – Integreret analyse

Den integrerede analyse tager sit udspring i de forudgående analyser af de juridiske rammer samt de økonomiske aspekter af tilsynsrådet som ledelsesmodel. Formålet med den integrerede analyse er at besvare hovedspørgsmålet i afhandlingens problemstilling.

4.1 Hvem skal vælge tilsynsråd?

Tilsynsrådet har sine fordele og ulemper, hvilket medvirker til at den to-strengede ledelsesmodel ikke er relevant for alle selskaber.

Efter udførelsen af de juridiske og økonomiske analyser kan der laves en vurdering af hvilke selskaber, som kan finde tilsynsrådet relevant som ledelsesmodel. Det skal understreges, at tilsynsrådet ikke nødvendigvis er den mest optimale løsning for alle de nedenfor nævnte selskaber, men der er særligt interessant for disse selskaber at overveje denne ledelsesmodel.

4.1.1 Selskaber med repræsentantskab

I ASL § 59 fandtes der mulighed for at oprette et repræsentantskab. Muligheden for at oprette et sådant organ er dog ophævet med den nye selskabslov. Repræsentantskabets opgave var at føre tilsyn med bestyrelsen og direktionens forvaltninger jf. ASL § 59, stk. 3. Der herskede yderligere forbud med personsammenfald mellem bestyrelsen og repræsentantskabet og ligeledes for direktionen. Repræsentantskabet minder derfor til en vis grad om tilsynsrådet. Gomard lufter endvidere tanken om medlemmer af det politiske liv som potentielle medlemmer til et repræsentantskab i et selskab eller personer med særlig tilknytning til ledelsen¹⁶⁹. Tilsynsrådets ansvarsområder og funktion fungerer som et repræsentantskab med udvidede beføjelser og ansvar. Repræsentantskabet kunne endvidere tillægges ansvaret for ansættelsen af bestyrelsen, hvilket er tilsvarende for tilsynsrådet, der også forestår ansættelsen af underliggende ledelsesorganer.

Selskaber der tidligere har opereret med et repræsentantskab, kan derfor overveje om tilsynsrådet, vil være en relevant ledelsesmodel. Repræsentantskabet vil få udvidet deres beføjelser, men samtidig vil bestyrelsen kunne fjernes, hvorfor der vil kunne spares vederlag til bestyrelsesmedlemmerne. I henhold til aktieselskabsloven var det altid lovpligtig for aktieselskaber at have en bestyrelse uanset om et repræsentantskab var tilstrækkeligt til selskabets behov.

I bestemmelserne om et repræsentantskab fandtes endvidere en meget relevant paragraf om oplysningspligt hos ledelsesorganerne. ASL § 59, stk. 3, 2. pkt. foreskrev:

¹⁶⁹ Gomard (2006) s. 282

“Vedtægterne kan bestemme, at bestyrelsen så vidt muligt på forhånd skal gøre repræsentantskabet bekendt med visse nærmere angivne foranstaltninger, der ikke omfattes af den daglige ledelse”

Loven foreslår ved denne bestemmelse, at der fastsættes rammer for bestyrelsens oplysningspligt over for repræsentantskabet. I den nye selskabslov fastsættes der ikke rammer for oplysningspligten for direktionen til tilsynsrådet eller anbefaling til hvordan det kan reguleres, som i aktieselskabsloven med indskrivning i selskabets vedtægter. Formulering kunne med rette indskrives i den nye selskabslov til klargøring af oplysningspligten, hvilket vil komme tsakeholderne til gode ved en eventuel tvist.

Repræsentantskabet har kun været udnyttet i et begrænset¹⁷⁰ omfang på grund af det tidligere nævnte free-rider problem¹⁷¹. Tilsynsrådet vil mindske dette free-rider problem, hvorfor tilsynsrådet er mere anvendeligt i forhold til repræsentantskabet.

Man kunne forestille sig, at bestemmelserne om repræsentantskabet kan, på trods af at de ikke længere er gyldige, anvendes som fortolkningsbidrag. Hensigten med indførslen af repræsentantskabet må antages at have en sammenligningsværdi i forhold til tilsynsrådet.

4.1.2 Selskaber der har modtaget kredit

Næsten alle selskaber har brug for en startkapital til at erhverve det første produktionsanlæg, køretøj, lokaler eller andre aktiver. Ligeledes kan ekstra kapital blive relevant for allerede startede virksomheder til at fortsætte deres vækst. Hvis personen, der ønsker at starte virksomheden, ikke selv har den fornødne kapital eller selskabet ikke kan finde investorer, kan selskabet søge om et lån eller få kredit i et pengeinstitut eventuel med hjælp fra Vækstfonden.

Pengeinstitutter kan ved medlemskab i et tilsynsråd overvåge selskabets regnskaber, budgetter og øvrige økonomiske forhold, og derved bedre sikre deres udlån. Såfremt der havde været tale om medlemskab i en bestyrelse ville det medføre et ledelsesansvar for bankens repræsentant, hvilket ikke er tillukkende for hverken banken eller selskabets kapitalejere. Bankens repræsentant vil have en øget risiko for at ifalde erstatningsansvar, samtidig med at direktionens arbejdsgang og selskabets strategi skal fastsættes af et potentielt ukvalificeret bestyrelsesmedlem.

Muligheden for at monitorere sit udlån uden at påtage sig ledelsesansvar kan derfor være med til at øge pengeinstitutters villighed til at udlåne kapital. Selskabet vil endvidere modtage en gennemgang af deres økonomiske forhold af et objektivt organ¹⁷².

¹⁷⁰ Rose B (2009) s. 102-103, Andersen (2010) s. 299, Christensen (2009) s. 487

¹⁷¹ Rose B (2009) s. 102-103

¹⁷² Objektivt organ skal forstås som hverken at have tilslutning til kapitalejerne eller den øvrige ledelse

4.1.3 Tyske koncerner

Tilsynsrådet, som forklaret i den juridiske analyse, er et ledelsesorgan, der udspringer af det tyske Aufsichtsrat. Det vil derfor være nærliggende for tyske selskaber, der opretter en filial, datterselskab eller lignende i Danmark, at vælge den rent to-strengede ledelsesmodel, hvilken de kender fra deres eget retssystem. Valget af tilsynsrådet som øverste ledelsesorgan vil medføre en ensartethed blandt koncernens virksomhed¹⁷³. Ensartetheden medvirker til en minimering af transaktionsomkostninger, der ellers ville opstå ved anvendelsen af en ukendt ledelsesmodel. Den hidtidige mulighed for kun at kunne anvende en bestyrelse som øverste ledelsesorganer, kan have ageret som en barriere for tyske virksomheder, der vil oprette selskaber i Danmark. Både fordi lovgivningen om bestyrelsen kræver tid og kapital at forstå samtidig med, at den er forbundet med et vist usikkerhedsniveau med hensyn til opgaver og ansvar ved en eventuel tvist, som skal afgøres ved en dansk domstol i forhold til den kendte model fra Tyskland. Tilsynsrådet er en optimal løsning for tyske selskaber der vil etablere sig i Danmark, da den er baseret på den tyske ledelsesmodel, hvilket giver en stor genkendelsesværdi for kapitalejerne.

Corporate governance princippet om åbenhed og gennemsigtighed videregives også til øvrige stakeholdere i Tyskland, der er bekendt med et tilsynsråd som øverste ledelsesorgan. Det kan således, betragtet både fra et shareholder og stakeholder perspektiv, være fordelagtig for tyske selskaber at vælge en, for dem, kendt ledelsesmodel.

Ved anvendelsen af den tyske lovgivning som fortolkningsbidrag ved danske domstole til afgørelsen af en eventuel tvist kan skabe yderligere sikkerhed for tyske virksomheder. Da det danske retssystem tilnærmelsesvis vil behandle tilsynsrådets ansvar og opgaver, som en tysk domstol vil behandle et Aufsichtsrat.

Lovgivningen i Danmark er dog bygget op omkring en ledelsesmodel, der består af en bestyrelse samt en direktion, hvor den er modificeret til også at rumme et tilsynsråd. Den tyske lovgivning er modsat specifikt bygget op til håndteringen af et ægte to-strengt system med et monitorerende organ. Forskellen kan, selvom den umiddelbart virker ubetydelig, være ret essentiel i nogle tilfælde, eksempelvis ved direktionens rapporteringspligt, der er behandlet i den tyske lovgivning, men overladt til selskabet selv at regulere i Danmark.

4.1.4 Angelsaksiske koncerner

Ser vi på de europæiske anbefalinger for corporate governance sammenlignet med de angelsaksiske, findes der en klar tendens i Europa for varetagelsen af stakeholder value, mens der er shareholder orientering i angelsaksisk corporate governance. Teorikerne Shleifer og

¹⁷³ Werlauff A (2010) s. 386

Vishnys har endvidere i deres omfattende artikel om corporate governance¹⁷⁴, lagt fokus på shareholder value, og hvordan man sikrer en forsvarlig forvaltning af deres indskudte kapital. Begge teoretikere har deres viden fra amerikanske universiteter, hvorfor den angelsaksiske tankegang følger deres artikel. Litteraturen i øvrigt om corporate governance fra angelsaksiske lande følger samme prioritering af kapitalejernes interesse som residualmodtagere.

Den angelsaksiske lovgivning opererer med en en-streget ledelsesmodel, hvilket fører til en reducere af afstanden mellem kapitalejerne og ledelsen i selskabet. I det angelsaksiske juridiske framework findes der endvidere "the business judgement rule"¹⁷⁵, hvor der blandt andet ligger vægt på loyalitetspligten overfor kapitalejerne. Ledelsen er således tvunget til at varetage kapitalejernes interesse frem for egne og andres. Ligeledes findes der i angelsaksisk ret intet krav om medarbejdervalgte ledelsesmedlemmer, hvilket også peger i retningen af en shareholder orienteret norm. Angelsaksiske selskaber vælger i nogle tilfælde at nedsætte en audit committee eller supervisory board til at varetage monitorerende roller¹⁷⁶. Dette er udelukkende reguleret i selskabet internt, hvorfor der ikke findes lovgivning, der forbyder personsammenfald mellem board of directors og et supervisory board eller audit committee.

Valget af et tilsynsråd har en fordel i selskaber, der fokuserer på shareholder value i og med at den reelle ledelsesmagt forbliver hos et organ, som ved angelsaksiske selskaber. Tilsynsrådet kan betragtes som en form for supervisory board, der monitorerer selskabets kapitalberedskab. Optimalt set skal en virksomhed, der vil praktisere efter angelsaksisk lignende forhold vælge et anpartsselskab, og dermed nøjes med en direktion, hvilket kan sammenlignes med den en-strengede model efter angelsaksisk ret. En bestyrelse med personsammenfald med direktionen kan ligeledes sammenlignes med den amerikanske model. Ved anvendelsen af en bestyrelse risikere kapitalejerne dog at medarbejdere tildeles bestyrelsesposter og dermed ledelsesansvar, hvilket er foreneligt med shareholder doktrinen. Valget af et tilsynsråd fører ikke til medarbejdervalgte ledelsesmedlemmer med ledelsesbeføjelser.

En angelsaksisk virksomhed kan betragte en bestyrelse som værende det tætteste beslægtet til deres egen ledelsesstruktur med et board of directors. Et board of directors vælger et executive medlem til at forestå den daglige ledelse af selskabet. På samme måde kan en bestyrelse vælge et medlem til at forestå den daglige ledelse og dermed blive ansat som direktør, samtidig med at medlemmet optager en plads i bestyrelsen dog med visse restriktioner jf. § 111, stk. 1, nr. 1. Den nuværende halvandet-strengede model er derfor til en vis grad sammenlignelig med den angelsaksiske model, selvom den en-strengede model som udelukkende består af en direktion har et væsentlig bedre sammenligningsgrundlag. Valget af

¹⁷⁴ Shleifer, Andrei & Vishny, Robert W. (juni 1997) *The Journal of Finance*, Vol. 52, no. 2: *A Survey of Corporate governance*

¹⁷⁵ Monks (2004) s. 200

¹⁷⁶ Singh (2005) s. 180

en bestyrelse medfører dog at eksempelvis medarbejdervalgte bestyrelsesmedlemmer får ledelsesbeføjelser, hvilket i høj grad strider mod den angelsaksiske tankegang.

Tilsynsrådet kan på grund af den manglende ledelsesbeføjelse betragtes som værende en form for "passiv bestyrelse", hvis arbejde består i ratificeringen af direktionens beslutninger. Samme form for board of directors med en passiv rolle er den mest udbredte og traditionelle i angelsaksiske selskaber¹⁷⁷.

Et tilsynsråd kan derfor i visse tilfælde være at foretrække frem for en bestyrelse for selskaber med angelsaksiske rødder, der har sit primære fokus på maksimeringen af shareholder value. Samtidig med en forudgående forståelse for tilsynsrådets passive rolle, hvorimod en bestyrelse opfordres til en aktiv rolle jf. principperne i Nørby-udvalgets rapport, der udgør soft law i Danmark.

4.1.5 Den familiejede virksomhed (den passive bestyrelse)

Den passive bestyrelse er et begreb som primært var aktivt før 1990'erne. Begrebet den passive bestyrelse skal forstås som værende bestyrelsesmedlemmer, hvis arbejde består i at godkende direktionens arbejde uden at stille spørgsmålstejn ved direktionens handlinger. Ydermere var bestyrelsesposten i nogle tilfælde betragtet som værende uforpligtende¹⁷⁸. Opgøret med denne passive bestyrelse har taget sit udspring i erhvervsskandaler samt den manglende brug af bestyrelse som sparringspartner og kompetenceorgan.

Der kan for nogle selskabers vedkommende være et ønske om at bibeholde den passive bestyrelse, ikke som uforpligtende organ, men derimod som monitorerende organ uden ledelsesbeføjelser. Det passive ledelsesorgan vil i særdeleshed være attraktivt i familieejede selskaber. Hvis et familiemedlem alene driver virksomheden i sin rolle som direktør, kan det være attraktivt for de øvrige familiemedlemmer at påtage sig en rolle i tilsynsrådet, med ønsket om en passiv kontrol af deres formue.

Situationen kan ligeledes forekomme, hvis der er tale om et selskab, hvor der kun er en kapitalejer som samtidig er direktør. I situationen som vises i figur 5, længst ude til venstre kan det antages, at kapitalejeren ønsker en "second opinion" på regnskaber, budgetter etc. fordi personen selv mangler disse kompetencer, fordi de primære ressourcer ligger i driften af virksomheden. Ved inddragelsen af kompetente tilsynsrådsmedlemmer godkendes regnskabet af en ekstern part samtidig med, at en del af ansvaret for regnskabs validitet, risikostyringen etc. flyttes fra direktionsmedlemmet over på tilsynsrådet. Tidligere ville ønsket om samme sikkerhed nødvendiggøre brugen af en bestyrelse, hvilket medførte ledelsesansvar til potentielt uønskede og ukompetente parter. Ledelsesansvaret medfører endvidere et udvidet

¹⁷⁷ Nadler (2004) s. 2

¹⁷⁸ Reckweg (1981)

erstatningsansvar for bestyrelsesmedlemmerne, hvilket kræver en højere aflønning af ledelsesmedlemmet jf. sammenhængen mellem ansvaret og løn, hvilket er behandlet i den økonomiske analyse.

Den passive monitorering kan medvirke til, at der ikke skabes over- og underordningsforhold internt i en familie, og derved skabe negativ værdi for samtlige stakeholdere.

Hovedargumentet for at vælge et tilsynsråd i en familieejet virksomhed er således tilsynsrådet neutralitet.

Tilsynsrådet kan derfor være en fordelagtig ledelsesmodel for selskaber, der ønsker en passiv bestyrelse og magten ikke forskydes mellem organerne. Der vil således være tale om en delvis tilbagegang i forhold til det øverste ledelsesorgans rolle sammenlignet med den udvikling, der har været i de seneste år.

4.2 Hvad taler for og imod at vælge tilsynsråd

Tilsynsrådet har sine fordele og ulemper som ledelsesorgan, men i sidste ende afhænger det af selskabets og kapitalejernes behov. Vurderingen afhænger desuden af hvordan tilsynsrådet betragtes. Det kan anskues til både at være et alternativ til en bestyrelse, men også et supplement til direktion, såfremt der er tale om et anpartsselskab. Der findes derfor ikke noget konkret resultat på hvilken ledelsesmodel, der fungerer bedst, da både tilsynsrådet og bestyrelsen har sine fordele.

4.2.1 Tilsynsråd som supplement til direktionen

En direktion kan i nogle situationer opleve at organet mangler kompetencer til at påtage sig visse opgaver, såfremt de opnår en vis størrelse. Eksempelvis kan en direktion godt varetage sin eget regnskabsmonitorering og selv fastsætte risikostyringen i mindre selskaber, men når opgaven eller selskabet vokser, og tallene og risiciene bliver større, kan det være relevant at indsætte et ekstra organ, som kun monitorerer selskabets økonomi eller direktionens opgaver. Ligeledes kan man forestille sig, at opgaverne bliver for tidskrævende og hæmmer direktionens varetagelse af den daglige ledelse.

Direktionen får ved indsættelsen af et tilsynsråd både en objektiv vurdering af situationen samtidig med at ansvaret fordeles ud på begge organer frem for, at direktionen alene er ansvarshavende. Direktionen får også frigivet tid til hovedsagligt at forestå opgaver, der udelukkende handler om ledelse, hvilket man kan antage er området, hvor direktionens primære kompetencer findes. For direktionen kan det derfor være attraktivt med tilføjelsen af tilsynsrådet som øverste ledelsesorgan. Direktionen mister ved indsættelsen af tilsynsrådet heller ikke ansvaret for nogle af deres opgaver, hvilket vil være tilfældet ved anvendelsen af en bestyrelse. Såfremt det fremmer direktionens evne til at arbejde mere effektivt, vil det skabe vækst for selskabet, og dermed også kapitalejerne som residualmodtagere.

Kapitalejerne får endvidere ved indførslen af tilsynsrådet en objektiv gennemgang af økonomiske forhold i modsætning til direktionen, som må antages at have en subjektiv tilgang til kontrollen. Tilsynsrådet kan ligeledes ansættes ud fra specifikke kompetencer indenfor regnskabsføring og risikostyring, hvorfor kontrollen kan optimeres til at sikre stakeholdere bedre. Indførslen af tilsynsrådet er naturligvis forbundet med visse transaktionsomkostninger både med hensyn til vederlag og tidsforbrug til at finde de rette medlemmer, hvilket ikke må overstige værdien af den sikkerhed stakeholderne modtager.

En monitorering af selskabets direktion kan ligeledes føre til en større arbejdsindsats, såfremt tilsynsrådet monitorering af direktionen sammenholdt med selskabets økonomiske situation kan gøre aflønningen af direktionens medlemmer mere afhængig af deres arbejdsindsats. Direktionen gives derved incitament til at øge arbejdsindsatsen og skabe mere værdi for kapitalejerne og selskabet. En koncentreret monitorering kan modsat medføre for store transaktionsomkostninger samt en negativ påvirkning af direktionen, hvilket i sidste ende kan skade selskabet.

Set fra selskabets synspunkt giver indførslen af tilsynsrådet en stor signalværdi overfor tredjemand. Tilsynsrådet signalerer, at selskabet har fokus på monitorering af selskabets kapitalberedskab etc., samt et forbud mod persons- og kompetencesammenfald, hvilket gør selskabet mere attraktiv for investorer, samarbejdspartnere og øvrige stakeholdere. Der findes derfor en signalværdi i anvendelsen af tilsynsrådet.

4.2.3 Tilsynsråd som alternativ til bestyrelsen

Kapitalejerne kan med indsættelsen af tilsynsrådet få et ekstra kontrolorgan på deres investering i selskabet, hvilket også gælder for selskabets øvrige stakeholdere. Tilsynsrådets objektive tilgang til kontrolfunktionen betragtes efter tysk ret, som værende en nødvendighed for en effektiv udførelse af arbejdsopgaverne. Modargumentet, som blandt andet fremstillet af Caspar Rose, om en øget distance mellem organerne, kan føre til "vildledende" oplysninger fra direktionen, som har enemandat i beslutningsprocessen¹⁷⁹. Der er, som nævnt i modsvaret af Jens Valdemar Krenchel & Søren Friis Hansen¹⁸⁰, allerede selskaber som arbejde med en separation mellem de to organer, hvilket også anbefales af Nørby-udvalget.

Begge synspunkter leder op til en diskussion om hvorvidt personsammenfaldet eller forbuddet herimod skaber en øget sikkerhed for kapitalejerne og stakeholderne. Personsammenfaldet kan give muligheden for en stærk direktør at influere selskabets bestyrelse til at godkende beslutninger eller regnskaber dispositioner etc. Tilsynsrådet vil med deres post monitorering af direktionen først opdage problemet, når skaden er sket, da beslutninger kan træffes af

¹⁷⁹ Rose A (2009)

¹⁸⁰ Krenchel (2009)

direktionen alene. I begge tilfælde kan direktøren vælge at tilbageholde eller give vildledende informationer til overliggende organer for egen vindings skyld. Både med og uden personsammenfald kan en direktør, som vil snyde gøre det jf. både dansk og udenlandsk retspraksis.

Udenlandske selskaber har, uanset om de anvender den en-strengede model som i angelsaksisk ret eller den rene to-strengede som i Tyskland, oplevet erhvervsskandaler og snyd, fordi enkelte personer har vildledt øvrige ledelsesmedlemmer. Det er således ikke personsammenfaldet, der er den afgørende faktor, for kapitalejernes og stakeholdernes sikkerhed.

Bestyrelser fungerer som sparringspartnere for direktionen og har kompetencer indenfor strategi og ledelse. En direktion kan have samme kompetencer, men i takt med at en virksomhed vokser udvides ledelsesansvaret og opgaven. Det kan derfor være hensigtsmæssigt at have et organ til den daglige ledelse og et organ til den overordnede ledelse. Direktionen kan således få frigivet tid til udelukkende at varetage den daglige ledelse, og en bestyrelse kan koncentrere sig om den overordnede ledelse. Organerne kan derved specialisere sig bedre i deres ene område, hvilket medfører en effektiviseret ledelse af selskabet. Bestyrelsen har måske en bredere markedsviden eller kompetencer indenfor udvikling af selskaber, hvilket ikke nødvendigvis er relevant for den daglige ledelse. Direktionen kan fokusere sin arbejdsdag på håndtering af ansatte, produktion, kundefølgelse etc. Bestyrelsen som sparringspartner for en direktion med forstand på selskabets daglige situation vil sammen kunne drage nytte af deres synergi til skabe højere afkast for kapitalejerne og sikre virksomhedens fremtidige drift.

I aktieselskaber, hvor der hidtil kun har været mulighed for en ledelsesmodel, er der nu større valgfrihed for kapitalejerne. Aktieselskaber, der ikke har haft brug for en bestyrelse med ledelsesansvar og sparringspartner, eller ønsker at betale en tilsvarende løn for ansvaret, kan med rette vælge at erstatte bestyrelsen med tilsynsrådet. Tilsynsrådet kan spare virksomheden for nogle af de transaktionsomkostninger, der forekommer ved en bestyrelse. Lønnen til tilsynsrådet vil oftest være lavere end til en bestyrelse. Direktionen skal ikke bringe større dispositioner for tilsynsrådet, før de kan føres ud i livet, og kapitalejerne kan stadig opnå en forsvarlig monitorering af deres investering såfremt tilsynsrådets opgaver og ansvar reguleres korrekt i en forretningsorden, vedtægter eller fra lovgivers side.

4.2.4 Ansættelsen af direktionen

I den traditionelle selskabslov vil bestyrelsen i et selskab udstikke en overordnet strategi for selskabet og skabe overblik for kapitalejerne over, hvilke mål, der skal nås. Efterfølgende vil en eller flere direktører ansættes af bestyrelsen jf. SL § 111, stk. 1, nr. 1, 2. pkt. med henblik

på udførelsen af strategien og de af bestyrelsen fastsatte mål. Rækkefølgen virker således naturlig og bestyrelsen bør være rustet til korrekt udvælgelse af direktionen.

Tilsynsrådet har ligeledes til opgave at ansætte direktionen jf. SL § 111, stk. 2 nr. 2, 2. pkt. Tilsynsrådet er dog ikke ansvarlig for selskabets strategi og er nødvendigvis ikke rustet til udførelsen af denne. Tilsynsrådets ansættelse af en direktion kan således ikke bero på en vurdering af direktionens kompetence til udførelsen af en bestemt strategi eller mål, uden tilsynsrådets overtræder deres kompetenceafgrænsning. Rækkefølgen for ansættelsesforholdene, ved anvendelsen af et tilsynsråd, kan derfor være utilstrækkelig til sikring af virksomhedens effektive drift. Tilsynsrådsmedlemmer fra tredjemand kan yderligere skade processen, da tredjemands fokus ikke nødvendigvis vil ligge på selskabets velbefindende og drift, men derimod varetagelse af egne interesser.

Ansættelsesrækkefølgen i aktieselskaber er fastlagt i henhold til selskabsloven, hvorimod den for anpartsselskaber kan varieres. I anpartsselskaber kan der ved stiftelsen ansættes en af generalforsamlingen¹⁸¹ valgt direktion med henblik på udførelsen af deres ønsker for virksomheden, siden her kan der suppleres med et tilsynsråd, som kan monitorere direktionens adfærd etc.

Anvendelsen af en bestyrelse i et aktieselskab udelukker ikke en omdannelse af bestyrelsen til et tilsynsråd, hvis bestyrelsen udelukkende har til formål at ansætte direktionen på baggrund af en af dem udstukket strategi.

Der kan derfor diskuteres, om tilsynsrådet er kompetent til ansættelsen af en direktion. Ligeledes om, der er tale om en kompetencebrud, hvis tilsynsrådet ansætter direktionen på baggrund af evnen til at udføre en på forhånd udstukket strategi.

4.2.4 Kan loven optimeres?

Tilsynsrådet reguleres gennem selskabsloven, forretningsordenen og vedtægterne. Forretningsordenen kan og bør tilpasses til det enkelte selskabs behov og stakeholderne behov. Vedtægterne kan også frit konciperes ud fra, hvordan de ydre rammer skal være for selskabet. Selskabsloven opfordrer endvidere til anvendelsen af den frie aftaleret til mest effektiv regulering af tilsynsrådet. Tilsynsrådet, er som nævnt tidligere, et nyt selskabsretligt organ, og ledelsesmodellen er anderledes fra den vi tidligere har haft. Den meget frie regulering kan derfor medføre en forvirring af kapitalejerne og derved afholde dem fra at anvende denne ledelsesmodel.

¹⁸¹ Kapitalejerne

En mere fast regulering af tilsynsrådets opgaver samt en tilsvarende fast regulering for direktionens rolle ved anvendelsen af den to-strengede model vil give kapitalejerne mere klarhed, og derved øge villigheden til anvendelsen af tilsynsrådet. Endvidere findes der soft-law til anvendelsen af en bestyrelse, hvilket også vil være anbefalelsesværdig for et tilsynsråd. Nørby-udvalget anbefaler eksempelvis, at bestyrelsen fastlægger procedurer for rapporteringen fra direktionen¹⁸². Samme princip gør sig gældende for tilsynsrådet og måske endda i højere grad, hvilket der bør informeres om i enten Nørby-udvalgets rapport eller selskabsloven. En fastere regulering af informationsstrømmen vil udelukke noget af den usikkerhed, som Caspar Rose giver udtryk for i sin kritik af tilsynsrådet.

Lovgivningen og soft law bør have en meget informativ tilgang til reguleringen af tilsynsrådets opgaver og ansvar. Dette gør sig især gældende, når den i forvejen kendte retspraksis på bestyrelsesansvar er minimal. Når tilsynsrådet bliver et mere alment kendt ledelsesorgan, vil loven naturligvis kunne blive mere liberal, til måske samme grad som reguleringen af bestyrelsen.

4.3 Giver tilsynsrådet mere eller mindre sikkerhed?

Der er ikke noget endegyldigt svar på om tilsynsrådet giver en øget eller nedsat sikkerhed. Vurderingen beror på det enkelt selskabs situation. Lovens formulering af tilsynsrådets monitorerende opgave er identisk i forhold til bestyrelsens, hvorfor der set fra lovgivers perspektiv ikke er forskel i de to ledelsesorganernes sikkerheds funktion. Tilsynsrådet bør derfor give samme sikkerhed som en bestyrelse.

Sammenholdt med den økonomiske analyse, der viser et naturlig skift i arbejdsbalancen, som medfører en øget magt hos direktionen samt et reduceret samarbejde mellem det øverste ledelsesorgan og direktionen, kan den anføres, at tilsynsrådet ikke kan udføre sit hverv med samme grundighed som bestyrelsen. Samtidig kan tilsynsrådets post tilgang til monitoreringen medføre, at problemet først opdages for sent. Desuden kan vederlaget være svært at beregne, da tilsynsrådet arbejde og efficiens kun påvirker selskabets drift i et begrænset omfang. Sammenføring af kapitalejernes og tilsynsrådsmedlemmernes interesse ved en incitamentsafslønning er begrænset, hvilket kan påvirke tilsynsrådets arbejdsindsats.

Tilsynsrådet, som supplement til en direktion, vil dog medføre en øget sikkerhed, da tilsynsrådets medlemmer kan vælges ud fra særlige regnskabsmæssige- og risikostyringskompetencer, hvor direktionen oftest vil have en spidskompetence indenfor selskabsledelse. Tilsynsrådets gennemgang af kapitalberedskab etc. kan således gøres af mere kompetente personer, hvilket skaber en større sikkerhed. Endvidere kan tilsynsrådet fjerne noget af ansvaret fra direktionen og dermed gøre selskabet mere strømlinet, hvilket kan skabe

¹⁸² Nørby (2001) s. 57

større afkast for kapitalejerne. Tilsynsrådet kan spare virksomheden for nogle af de omkostninger, der findes ved en bestyrelse i forbindelse med det udvidet ansvar samt forlængelsen i beslutningsprocessen i større dispositioner. Selskabets drift kan derved optimeres.

Til en vurdering af tilsynsrådets sikkerhedsmæssige værdi, er det vigtigt at bestemme hvorvidt man bevæger sig indenfor en shareholder eller stakeholder orientering.

4.3.1 Sikkerhed for kapitalejerne

Tilsynsrådet kan skabe en sikkerhed for kapitalejerne ved at monitorere deres investering. Kapitalejerne får den øgede sikkerhed gennem tilsynsrådet, der som objektivt organ vurderer selskabets kapitalmæssige forhold, samtidig med at de fører tilsyn med direktionens arbejde. Kapitalejerne får en øget sikkerhed når tilsynsrådet anvendes som supplement til en direktion. Tegningsretten forbliver hos direktionen, hvorfor der udelukkende er tale om en ekstra sikkerhedsforanstaltning for kapitalejerne. Tilsynsrådet, som et supplement til direktionen giver derfor en øget sikkerhed for kapitalejerne i majoriteten af tilfældene. I nogle tilfælde kan man forestille sig at tilsynsrådet kan være en hæmsko for selskabets drift, hvis tilsynsrådet har repræsentanter fra tredjemand, der modsætter sig dispositioner og tilgodeser andre parter end dem selv. Denne tænkte situation er dog ikke en, som antages at ville forekomme ofte på grund af den begrænsede bestemmende indflydelse.

Kapitalejernes sikkerhed ved anvendelsen af tilsynsråd som alternativ til en bestyrelse er derimod ikke nem at fastslå. Bestyrelsen og tilsynsrådet har lovmæssigt samme forpligtelser til monitorering af selskabet og direktionen. Derimod klargøres der en tydelig distance til den underliggende direktion, hvorfor informationsstrømmen fra direktionen til tilsynsrådet, der slutteligt ender hos kapitalejerne, kan forvrænges til fordel for direktionen. Sikkerheden kan således formindskes selvom den lovmæssigt burde være ens. Endvidere er den liberale lovgivning samt manglen på soft law for tilsynsrådets arbejde medvirkende til, at kapitalejere ikke kun regulerer tilsynsrådets arbejde effektivt og derved ikke opnår den ønskede sikkerhed. Fordelen ved tilsynsrådet er dets objektivitet på grund af forbuddet mod personsammenfaldet. Denne pointe nævnes i artiklen af Jens Valdemar Krenchel & Søren Friis Hansen om selskabet IT Factory, hvor direktøren udnyttede hans samtidige hverv som bestyrelsesmedlem til at manipulere øvrige bestyrelsesmedlemmer¹⁸³.

Om situationen i IT Factory kunne være undgået, såfremt der var anvendt et tilsynsråd eller herskede personadskillelse mellem de to organer er umuligt at sige. Tilsynsrådet kunne dog have bidraget med en mere objektiv og måske kritisk tilgang til den fremlagte information.

¹⁸³ Krenchel (2009)

4.3.2 Sikkerhed for stakeholdere

Stakeholdere kan som kapitalejere både stilles værre og bedre ved indførslen af et tilsynsråd. Tilsynsrådet som supplement til en direktion sender et signal om omtanke for god corporate governance og principperne om åbenhed og gennemsigtighed. Stakeholdere sikres ved et kontrolorgan, der gennemgår økonomiske forhold i selskabet, hvor de har en interesse eller påvirkes af selskabet på samme måde som kapitalejerne. Ligeledes kan stakeholdere ved tildeling af medlemskab i tilsynsrådet selv monitorere deres stake i selskabet, hvorfor de kan sikres endnu bedre, da informationsstrømmen leveres direkte til egne repræsentanter.

Repræsentanter for tredjemand i det øverste ledelsesorgan, såfremt dette sker, vil hovedsagligt opstå i selskaber med et tilsynsråd. Kapitalejerne undgår således at give en bestemmende rolle til tredjemand, ligeledes undtages tredjemand for erstatningsansvar ved dårlige ledelsesbeslutninger. Stakeholdere vil derfor kunne sikres langt bedre ved anvendelsen af et tilsynsråd frem for en direktion alene. Ligeledes vil anvendelsen af et tilsynsråd muliggøre, at tredjemand får bedre kendskab til selskabets økonomiske forhold, hvorfor stakeholdere kan betragtes som værende bedre sikret ved anvendelsen af tilsynsrådet.

Erstatter tilsynsrådet en bestyrelse stilles medarbejdervalgte ledelsesmedlemmer dog værre i forhold til en bestyrelse, såfremt der er tale om et selskab med krav om medarbejdervalgte ledelsesmedlemmer i henhold til SL § 140. Ved anvendelsen af en bestyrelse modtager medarbejdere en bestemmende magt og dermed ledelsesmæssig magt over deres interesse i selskabet. Som medarbejdervalgt medlem i et tilsynsråd er der ikke samme bestemmende magt, hvorfor medarbejdere som stakeholdere stilles dårligere end ved en bestyrelse. Kapitalejere er dog bedre sikret eftersom medarbejdere, der umiddelbart ikke besidder ledelsesmæssige og strategiske kompetencer, kun tildeles en monitorerende rolle.

Rent spilteoretisk vil der i denne situation være tale om en Kaldor-Hicks optimering, da den samlede nytte er uændret såfremt kapitalejerne øgede nytte er lig med eller overstiger den af medarbejderne formindskede nytte. Hvis nytten hos enten kapitalejerne eller medarbejderne kunne øges uden et tab hos den ene part, ville det have medført en Pareto optimering¹⁸⁴.

¹⁸⁴ Milgrom (1992) s. 23

Kapitel 5 - Sammenfatning og konklusion

I dette afsnit sammenfattes og konkluderes der på de tre analyser. Formålet med den juridiske analyse var at skabe et overblik over den gældende ret for tilsynsrådet i Danmark og Tyskland for således at foretage en retsdogmatisk analyse af den danske selskabslov samt en komparativ analyse med den tyske selskabsret.

Den økonomiske analyse havde til formål at klarlægge effekterne af valget af tilsynsrådet på samtlige stakeholdere, samt hvilke muligheder den nye ledelsesstruktur åbnede set fra et corporate governance perspektiv.

Slutteligt udarbejdedes den integrerede analyse med henblik på besvarelse af afhandlingsproblemstilling ud fra de foregående analysers resultater.

5.1 Konklusion

Tilsynsrådet medfører en stor ændring i den danske ledelsesmodel. Den udvider fleksibiliteten i selskabsloven, og stiller Danmark bedre rent konkurrencemæssigt i forhold til omverdenen. Enhver, der vil opstarte selskab i Danmark, kan vælge mellem den enstrengede model, som er kendt fra angelsaksisk ret, den halvandetstrengede model, som er den dominerende ledelsesform i Skandinavien eller den rent tostrengede model, som kendes fra Tyskland. Der er ikke foretaget noget begrænsning i den gældende lovgivning med hensyn til ledelsesform, hvorfor alle stadig frit kan vælge at beholde deres gamle model. Der er således udelukkende tale om en udvidelse af selskabsretten.

Anvendelsen af tilsynsrådet kan både medføre risiko for en reducere i sikringen af stakeholderne, men der er også chance for en forøgelse af sikkerheden. Ses der på incitamentsteorien i den økonomiske analyse vil direktionen maksimere sin egen nytte ved at handle opportunistisk, hvilket skader stakeholdere i virksomheden. En monitorering af direktionen og et incitamentsprogram er derfor nødvendigt til reguleringen af direktionens performance. Det øverste ledelsesorgan, uanset om det er en bestyrelse eller et tilsynsråd har til opgave at monitorere direktionen samt at ansætte denne.

Berøringsfladen mellem tilsynsrådet og direktionen er dog mindre i forhold til en bestyrelse og en direktion. Det er en naturlig følge af tilsynsrådets begrænsning med hensyn til person- og kompetencesammenfald. Den øgede afstand mellem de to organer øger direktionens mulighed for at handle opportunistisk, da samtlige økonomiske dispositioner ligger hos direktionen, samtidig med at tilsynsrådet har en bagudrettet tilgang til monitoreringen af direktionen og kapitalberedskabet. En bestyrelse vil nødvendigvis have et tættere samarbejde med bestyrelsen og derved være mere bekendt med direktionens performance og fremtidige beslutninger, der kan påvirke økonomien i selskabet.

Omvendt er tilsynsrådet uden sammenfaldende personer og opgaver med direktionen, hvorfor tilsynsrådet i sagens natur er bedre rustet til at handle objektivt. Stakeholdere og kapitalejere kan således være bedre sikret med henblik på kritisk monitorering af direktionen. En bestyrelse, hvor der er sammenfald mellem personer og opgaver, vil have en subjektiv tilgang til monitorering af direktionen. Bestyrelsen har endvidere selv mulighed for at handle opportunistisk på grund af ledelsesansvaret, der tilkommer stillingen. Tilsynsrådets forbud mod sammenfald af kompetencer og personer kan derfor give et mere retvisende billede af selskabet overfor stakeholdere.

Tilsynsrådet som supplement til en direktion er udelukkende medvirkende til at øge sikkerheden for kapitalejerne, da direktionens ansvar og magt ikke berøres, men bliver nu monitoreret af et objektivt organ.

Tilsynsrådets kompetence til ansættelsen af en direktion kan ikke baseres på direktionens evne til udførelsen af en given strategi, eftersom tilsynsrådets kompetence begrænser sig til kontrol og monitorering. Bestyrelsen vil derfor i den traditionelle forstand være bedre rustet til ansættelsen af en direktion, såfremt den skal baseres på udøvelsen af en fastlagt strategi.

Tilsynsrådet åbner endvidere op for muligheden af indsættelse af tredjemand i ledelsesorganet. Da tilsynsrådet udelukkende er til for at monitorere direktionen og kapitalberedskabet, kan repræsentanter for øvrige stakeholdere indsættes i tilsynsrådet uden, at det medfører ledelsesansvar, hvilket er positivt for kapitalejerne. Samtidig risikerer repræsentanterne for tredjemand i et tilsynsråd heller ikke at ifalde erstatningsansvar ved ledelsesbeslutninger, hvilket kan risikeres ved indsættelsen i en bestyrelse.

Den danske selskabslov og supplerende soft law er udsprunget af en ledelseskonstruktion, som består af en bestyrelse samt en direktion. Både den angelsaksiske og tyske lovgivning er blevet suppleret med en strengere regulering af deres ledelsessystemer med henblik på en effektiv sikring af stakeholdere i virksomhederne. Den nye danske lovgivning bør derfor således også suppleres med anbefalinger for tilsynsrådet til at sikre en effektiv beskyttelse samt en konkurrencedygtig corporate governance regulering.

5.2 Perspektivering - ledelsen i fremtiden

Den nuværende fokus på corporate governance debatten i verden i takt med finanskrisen og erhvervsskandaler giver brændstof til diskussion, om hvorvidt lignende situationer kan opstå. Korrekt corporate governance kan være med til en minimering af risikoen for kapitalejere og stakeholder, da den søger at løse den generelle principal-agent problemstilling. I Danmark har vi blandt andet set det ved Nørby-udvalgets rapport, hvortil der findes pendanter i næsten alle andre I-lande. En stram lovmæssig regulering af et ledelsesorgans opgaver er praktisk talt umulig, eftersom hvert selskab, branche og kutymer varierer. Man kan derfor forestille sig, at

der kommer en mere liberal regulering af ledelsesopgaver og ansvar suppleret af en grundigere soft law. Soft law er nødvendig, når retspraksis er så beskeden som i Danmark, hvorfor rapporter som Nørby-udvalgets kan anvendes som fortolkningsbidrag til løsning af en tvist. Man kan endvidere forestille sig at rapporten skifter karakter fra soft law til hard law, som det blandt andet ses fra tysk ret.

Såfremt der opstår flere erhvervsmæssige problemer om ledelsesansvar vil retspraksis blive udvidet og forståelsen af sædvane og kutyme, vil i højere grad præge Nørby-udvalgets rapport, der i sin nuværende form har karakter af en bonus pater fortolkning af ledelsesansvaret. Man kan således forestille sig, at ledelsesopgaven med monitorering af kapitalberedskab og direktionen i særdeleshed bliver en større del af ledelsesarbejdet især efter indførelsen af tilsynsrådet. Direktionens oplysningspligt til øverste ledelsesorgan, om det være sig bestyrelse eller tilsynsråd, må nødvendigvis også modtage omtale enten i lovgivningen eller i soft law.

5.2.2 Bestyrelse uden personsammenfald eller tilsynsråd med ledelsesbeføjelser
Situationerne i titlen er funktionelt ens. I begge tilfælde vil der være det øverste ledelsesorgan, som har ansvaret for den overordnede strategiske og et forbud mod personsammenfald. Berøringsfladen mellem de to organer udvides i forhold til et tilsynsråd samtidig med, at de vandtætte skodder fra tilsynsrådet beholdes. Der er således kun tale om et kompetencesammenfald.

Ideen om en bestyrelse med forbud mod personsammenfald foreslås på baggrund af anbefalingen fra Nørby-udvalgets rapport. Adskillelsen medfører, at bestyrelsens kontrolfunktion, som er magen til tilsynsrådets, opnår samme objektivitet. Den tyske lovgivers argument for, at tilsynshvervet kun kan udføres af neutrale medlemmer opfyldes således. Endvidere kan direktionen stadig anvende bestyrelsen som sparringspartner til strategiske beslutninger.

Det kan naturligvis internt reguleres i et selskab, at direktionen ikke må være medlemmer af bestyrelsen, men en retlig regulering i stedet for en soft-law anbefaling, vil gøre en væsentlig forskel.

5.2.1 Andre retssystemer

Ser vi på tilføjelsen af tilsynsrådet udelukkende som en service til tyske virksomheder således, at Danmarks største eksportmarked har en bedre mulighed for at oprette selskaber i Danmark, kan man overveje om andre ledelsesmodeller bør overvejes af samme grund.

Vil den voksende økonomi i Kina og Danmarks interesse for markedet i Asien på sigt også kunne påvirke den danske selskabsret? Det vil kunne resultere i, at man i Danmark også

kunne vælge Kinas trestrengede ledelsesmodel med et board of directors, en manager og et supervisory board.

Der findes uden tvivl mange variationer af ledelsesmodeller og en lovgivning kan kun rumme et begrænset antal.

Litteraturliste

Bøger

- Andersen Ib. 2005. *Den skinbarlige virkelighed*. Forlaget Samfundslitteratur.
- Andersen, Lennart Lyng & Madsen, Palle Bo (2006). *Aftaler og Mellemmænd*. Forlaget Thomson.
- Andersen, Paul Krüger. 2010. *Aktie- og anpartsselskabsret – Kapitalselskaber*. Jurist- og Økonomforbundets Forlag.
- Blair, Margaret M.. 1995. *Ownership and Control – Rethinking Corporate Governance for the Twenty-first Century*. The Brookings Institution.
- Bergenser, Søren. 2012. *Tilsynsrådets erstatningsansvar*. Karnov Group Danmark.
- Blume, Peter. 2009. *Juridisk metodelære*. Jurist- og Økonomforbundets Forlag.
- Brandt, Søren, Hildebrandt, Steen & Christiansen, Tommy V. 2008. *Bestyrelsen*. Børsens forlag.
- Bunch, Lars & Rosenberg, Ida. 2010. *Selskabsloven med kommentarer*. Thomson Reuters.
- Christensen, Jan Schans. 2004. *God selskabsledelse – dansk corporate governance set i sammenhæng*. Forlaget Thomson.
- Christensen, Jan Schans. 2011. *Kapitalselskaber – Aktie- og anpartsselskabsret*. Thomson Reuters.
- Dragsted, Åge & Kjær, Jens Otto. 1999 *Bestyrelse for fremtiden*. Jyllands-Postens Erhvervsbøger.
- Eisenhardt, Ulrich. 2009. *Gesellschaftsrecht*. C. H. Beck.
- Gomard, Bernhard. 2006. *Aktieselskaber & anpartsselskaber*. Jurist- og Økonomforbundets Forlag.
- Gomard, Bernhard & Schaumburg-Müller, Peer. 2011. *Kapitalselskaber – Aktie- og anpartsselskaber*. Jurist- og Økonomforbundets Forlag.
- Hansen, Søren Friis. 2010. *Introduktion til dansk selskabsret I*. Thomson Reuters.
- Hansen, Søren Friis. 2011. *Danske Selskabsret 2 – Kapitalselskaber*. Thomson Reuters
- Hansen, Jørgen Valther; Hansen, Lars; Johansen, Thomas Riise; Holmark, Henrik; Johansen, Christian Schwenn. 2006. *Risikostyring i et corporate governance perspektiv*. Ernst & Young. Henvises til som E&Y (2006)
- Højberg, Henriette. 2004. *Hermeneutik - Forståelse fortolkning i samfundsvidenskaberne*.

- Iversen, Bent. 2003. *Juridiske emner ved Syddansk Universitet 2003*. Jurist- og Økonomforbundets Forlag
- Juridisk Institut. 2003. *Julebog 2003*. Jurist- og Økonomforbundets Forlag
- Kvist, Hans Kurt & Rose, Caspar. 2006. *Medarbejdervalgte bestyrelsesmedlemmer – En udfordring for dansk selskabsledelse*. Handelshøjskolens Forlag.
- Lando, Ole. 2009. *Kort indføring i komparativ ret*. Jurist- og Økonomforbundets Forlag.
- Maitland-Walker, Julian. 1997. *Guide To European Company Law*. Sweet & Maxwell.
- Milgrom, Paul & Roberts, John. 1992. *Economics, organization & management*. Prentice-Hall.
- Monks, Robert A. G. & Minow, Nell (2004). *Corporate Governance*. Blackwell Publishing.
- Munck, Noe & Kristensen, Lars Hedegaard. 2010. *Selskabsformerne – lærebog i selskabsret*. Jurist- og Økonomforbundets Forlag.
- Neville, Mette & Sørensen, Karsten Engsig. 2009. *Den nye selskabslov*. Jurist- og Økonomforbundets Forlag.
- Pedersen, Hans Viggo Godsk. 2009. *Juridiske emner ved Syddansk Universitet 2009*. Jurist- og Økonomforbundets Forlag
- Schaumburg-Müller, Peer & Werlauff, Erik. 2011. *SE-selskabet – Det europæiske aktieselskab*. Jurist- og Økonomforbundets Forlag.
- Schaumburg-Müller, Peer & Werlauff, Erik. 2010. *Selskabsloven med kommentarer*.
- Schäfer, Carsten. 2010. *Gesellschaftsrecht – Lehrbuch*. C. H. Beck.
- Singh, Dr. S. 2005. *Corporate Governance – Global Concepts and Practices*. Excel Books.
- Tvarnø, Christina D. & Nielsen, Ruth. 2008. *Retskilder og retsteorier*. Jurist- og Økonomforbundets Forlag.
- Werlauff, Erik. 2010. *Selskabsret*. Thomson Reuters. (Henvises som Werlauff A (2010))
- Werlauff, Erik. 2010. *Bestyrelsens arbejde og ansvar*. Gjellerup. (Henvises som Werlauff B (2010))

Artikler

- Haisler, Peter. 2004. *Corporate Governance og Corporate Social Responsibility anno 2004*. Christensen, Jan Schans (red.): *God selskabsledelse – dansk corporate governance set i sammenhæng*.

- Wivel, Teddy. 2004. *Måling og rapportering*. Christensen, Jan Schans (red.): *God selskabsledelse – dansk corporate governance set i sammenhæng*.
- Shleifer, Andrei & Vishny, Robert W. Juni 1997. *A Survey of Corporate Governance*. The Journal of Finance. Vol. 52, no. 2.
- Rose, Caspar & Mejer, Carsten. Oktober 2003. *The Danish Corporate Governance System: from a stakeholder orientation towards shareholder value*. The Danish Corporate Governance system. Vol. 11 no. 4.
- Hansen, Jesper Lau. 2004. *So many options, so few choices: The Danish Corporate Governance Debate*. Christensen, Jan Schans (red.): *God selskabsledelse – dansk corporate governance set i sammenhæng*.
- Reinhard H. Schmidt. August 2003. *Corporate Governance in Germany: An Economic Perspective*. Center for Financial Studies.
- Rose, Caspar. 2004. *Stakeholder orientation vs. Shareholder Value – A Matter of Contractual Failures*. European Journal of Law and Economics.
- Rose, Caspar. 2005. *Medarbejdervalgte bestyrelsesmedlemmer – Konsekvenser for corporate governance og stakeholder teori*. Tidsskrift for arbejdsliv. Årgang 7, nr. 3.
- Roe, Mark J.. 1998. *German Codetermination and German Securities Markets*. Columbia Business Law review. 1998 nr. 167.
- Reckweg, Knud. 1981. *Nu fældes de formelle og passive bestyrelser*. Ledelse og Erhvervsøkonomi/Handelsvidenskabeligt Tidsskrift/Erhvervsøkonomisk Tidsskrift. 1981 Bind 45, 2.
- Nadler, David A. 2004. *Building Better Boards*. Harvard Business review. Maj 2004.
- Hansen, Søren Friis. 2003) *Ledelsesstrukturen i danske SE-selskaber*. Iversen, Bent (red.) Juridiske emner ved Syddansk Universitet 2003.
- Hansen, Søren Friis. 2009. *Ledelsesstrukturen i danske aktieselskaber efter 2009-reformen af aktie- og anpartsselskabsloven I*: Iversen, Bent (red.) Juridiske emner ved Syddansk Universitet 2003.
- Rose, Caspar. 2009. *Ledelsesstruktur*. Neville, Mette & Sørensen, Karsten Engsig (2009) *Den nye selskabslov* (Henvises til som Rose B (2009))
- Laffont, Jean-Jacques & Martimort, David. 6. februar 2001. *The theory of incentives 1 - The principle-agent model*

Blogs

- Rose, Caspar. 15. juni 2009. *Tilsynsråd kan svække kontrollen*. Berlingske Tidende. <http://dagenssynspunkt.blogs.business.dk/2009/06/15/tilsynsråd-kan-sv%C3%A6kke-kontrollen/> (Henvises til som Rose A (2009))

- Krenchel, Jens Valdemar & Friis, Søren. 22. juni 2009. *Tilsynsrådet kan styrke kontrollen*. Berlingske Tidende.
<http://dagenssynspunkt.blogs.business.dk/2009/06/22/tilsynsrad-kan-styrke-kontrollen/>

Rapporter

- Nørby-udvalgets rapport om Corporate Governance i Danmark. 2001.
- Økonomi- og Erhvervsministeriets rapport om Kortlægning af den aktuelle brug af aktiebaserede incitamentsordninger i børsnoterede selskaber. juni 2007.
- OECD Principles of Corporate Governance. 2004.
- Report of high level group of company law experts on a modern regulatory framework for company law in Europe. 2002. (Henvises til som Jaap(2002))

Hjemmesider

- www.vf.dk
- www.business.dk
- <http://dagenssynspunkt.blogs.business.dk/>
- www.retsinfo.dk

Regulering

- 2005 Washington Revised Code RCW 23B.08.010
- Aksjeloven (AKL)
- Aktiebolagslagen (ABL)
- Aktiengesetz (AktG)
- Aktieselskabsloven (ASL)
- Allmenaksjeloven (AAKL)
- Anpartsselskabsloven (APL)
- British Companies Act
- Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung (GmbHG)
- Rådets andet direktiv (77/91/EØF) henvises til som selskabsdirektivet
- Rådets forordning (EF) Nr. 2157/2001 (forordningen)
- Selskabsloven (SL)
- Strafgesetzbuch

Betænkninger

- Betænkningen nr. 1498 (2008). Moderniseringen af selskabsretten

Domme

- UfR 1966.31H (Heimdal, bestyrelsen handlet imod selskabet formål)

- FED 1995.1531SH (Opførelse af teatersal blev godkendt jf. vedtægtsændring på generalforsamling)

Bilag I

Andel med optionsafløbning

