



**"BESLUTNINGSVAKUUM": EN RETSPOLITISK ANALYSE AF EN SÆRLIG FØLGE AF INHABILITET I  
LEDELSEN I KAPITALSELSKABER**

**"DECISION VACUUM": AN ANALYSIS OF A PARTICULAR CONSEQUENCE OF INCAPACITY IN THE MANAGEMENT  
OF LIMITED LIABILITY COMPANIES**

Thor Halmind

Kandidatafhandling på cand.merc.(jur.)  
4. maj 2016

Vejledere:  
Rasmus Mehl  
Henrik Klem Lassen

Samlet antal anslag: 179.610  
Samlet antal normalsider: 78,95

## Indholdsfortegnelse

|                                                                                                                                                                                                      |    |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| Executive Summary.....                                                                                                                                                                               | 4  |
| 1 Indledning.....                                                                                                                                                                                    | 5  |
| 1.1 Problemstilling.....                                                                                                                                                                             | 5  |
| 1.1.1 Problemstillingens grundlæggende forudsætninger.....                                                                                                                                           | 5  |
| 1.1.2 Praktisk illustration af problemstillingen .....                                                                                                                                               | 9  |
| 1.2 Problemformulering.....                                                                                                                                                                          | 10 |
| 1.3 Afhandlingens perspektiv.....                                                                                                                                                                    | 10 |
| 1.4 Afgrænsning.....                                                                                                                                                                                 | 11 |
| 1.4.1 Juridisk afgrænsning .....                                                                                                                                                                     | 11 |
| 1.4.2 Økonomisk afgrænsning.....                                                                                                                                                                     | 12 |
| 1.5 Afhandlingens struktur .....                                                                                                                                                                     | 12 |
| 2 Metode .....                                                                                                                                                                                       | 13 |
| 2.1 Juridisk metode.....                                                                                                                                                                             | 13 |
| 2.1.1 Gældende (dansk) ret .....                                                                                                                                                                     | 15 |
| 2.2 Erhvervsjuridisk metode .....                                                                                                                                                                    | 17 |
| 2.3 Økonomisk metode .....                                                                                                                                                                           | 18 |
| 2.3.1 Nyinstitutionel økonomi (NIE) .....                                                                                                                                                            | 18 |
| 2.3.2 Alternativ til PA-teorien: Agency-teorien.....                                                                                                                                                 | 23 |
| 3 Juridisk analyse .....                                                                                                                                                                             | 25 |
| 3.1 KSL § 131.....                                                                                                                                                                                   | 25 |
| 3.1.1 Retspraksis.....                                                                                                                                                                               | 26 |
| 3.1.2 "Et medlem af ledelsen..." .....                                                                                                                                                               | 26 |
| 3.1.3 "... må ikke deltage i behandlingen..." .....                                                                                                                                                  | 28 |
| 3.1.4 "... af spørgsmål om aftaler..." .....                                                                                                                                                         | 31 |
| 3.1.5 "... mellem kapitalselskabet og den pågældende selv..." .....                                                                                                                                  | 32 |
| 3.1.6 "... eller om søgsmål mod den pågældende selv..." .....                                                                                                                                        | 34 |
| 3.1.7 "... eller om aftale mellem kapitalselskabet og tredjemand eller søgsmål mod tredjemand, hvis vedkommende har en væsentlig interesse deri, der kan være stridende mod kapitalselskabets" ..... | 34 |
| 3.2 Retsvirkninger af KSL § 131 .....                                                                                                                                                                | 37 |
| 3.2.1 Quorumkravet.....                                                                                                                                                                              | 37 |

|                                                                         |    |
|-------------------------------------------------------------------------|----|
| 3.2.2 Beslutningers ugyldighed.....                                     | 37 |
| 3.3 Sammenfatning af den juridiske analyse .....                        | 38 |
| 4 Økonomisk analyse.....                                                | 41 |
| 4.1 PA-relation.....                                                    | 41 |
| 4.2 Adverse selection .....                                             | 43 |
| 4.2.1 The "Lemons" Market .....                                         | 43 |
| 4.2.2 Screening.....                                                    | 44 |
| 4.2.3 Signaling .....                                                   | 45 |
| 4.2.4 Self-Selection .....                                              | 45 |
| 4.3 Moral Hazard .....                                                  | 45 |
| 4.3.1 Adfærdsbaseret aflønning.....                                     | 46 |
| 4.3.2 Resultatbaseret aflønning.....                                    | 46 |
| 4.4 Sammenfatning af den økonomiske analyse.....                        | 47 |
| 5 Interdisciplinær analyse.....                                         | 49 |
| 5.1 Indledning.....                                                     | 49 |
| 5.2 Habilitetsbestemmelsen og adverse selection.....                    | 49 |
| 5.2.1 Generelle habilitetskrav og screeningsdimensioner .....           | 49 |
| 5.3 Habilitetsbestemmelsen og moral hazard.....                         | 51 |
| 5.3.1 Resultatbaseret aflønning .....                                   | 52 |
| 5.3.2 Adfærdsbaseret aflønning.....                                     | 58 |
| 6 Konklusion .....                                                      | 60 |
| Litteraturliste.....                                                    | 62 |
| Litteratur.....                                                         | 62 |
| Regulering .....                                                        | 64 |
| Retspraksis.....                                                        | 64 |
| Rapporter.....                                                          | 65 |
| Internetsider .....                                                     | 65 |
| Bilag .....                                                             | 66 |
| Bilag 1 – Anmodning om aktindsigt af 11. april 2016 .....               | 66 |
| Bilag 2 – Svar på anmodning om aktindsigt af 12. april 2016 (kopi)..... | 67 |
| Bilag 3 – Oversigt over tvangsopløste selskaber (kopi) .....            | 69 |

## Executive Summary

This master thesis takes its starting point in The Danish Companies Act and investigates whether this contains an unintended adverse effect causing a risk of limited liability companies being dissolved.

In particular, the thesis focuses on the situation where incapacity in the board of directors as a result of conflict of interests eventually causes the limited liability company to be incapable of appointing the management prescribed by the regulation or the company's articles of association. As a consequence the company may be dissolved by the bankruptcy court on request from the Danish Business Authority.

Firstly, the thesis identifies under which circumstances members of the board of directors are considered to be legally disqualified according to § 131 of the Danish Companies Act. Because of a limited amount of relevant case law legal literature is included in the legal analysis to provide a complete interpretation. The analysis shows that in establishing incapacity it is of particular relevance to define the terms "agreement" and "company's interests". The legal analysis also identifies the legal consequences of incapacity, for example whether incapacity automatically causes a decision to be invalid.

Secondly, as the relationship between the shareholders and the board of directors is regarded a *principal-agent relationship*, the economic theory *Principal-Agent Theory* is applied in order to identify specific strategies for the shareholders to avoid conflict of interests proactively. The strategies identified can be carried out either before entering a PA-relation in order to ensure that all applicants are capable, or afterwards in order to avoid the board of directors from "shirking".

Lastly, the thesis combines the findings of the legal analysis with those of the economic analysis in an interdisciplinary analysis. The purpose of this analysis is to evaluate the shareholders' possibilities to apply the strategies identified in the economic analysis within the relevant, existing legal framework, and to suggest how to adjust the regulation in order to ensure optimal conditions for shareholders in order to avoid the limited liability company being dissolved.

# 1 Indledning

Til næste år, nærmere bestemt den 29. september 2017, er det 100-årsdagen for Danmarks første selskabslov. Således indførte Kong Christian X med *Lov nr. 468 af 29. september 1917 om aktieselskaber* ("ASL 1917"), den første danske *aktieselskabslov*. I de efterfølgende 99 år er der blevet gennemført adskillige mere eller mindre omfattende revideringer af denne lov. I forhold til nærværende kandidatafhandling ("afhandling") bør fremhæves vedtagelsen af *Lov nr. 123 af 15. april 1930 om aktieselskaber* ("ASL 1930"), hvormed habilitetsbestemmelsen introduceredes jf. § 50. Endvidere suppleredes aktieselskabsloven i 1973 med den første danske selskabslov gældende for *anpartsselskaber* jf. *Lov nr. 371 af 13. juni 1973 om anpartsselskaber* ("ApSL 1973"). Den seneste omfattende revidering af selskabslovgivningen fandt sted i 2009 med vedtagelsen af *Lov nr. 470 af 12. juni 2009 om aktie- og anpartsselskaber (selskabsloven)* ("KSL"), som samlede henholdsvis aktie- og anpartsselskabsloven i en fælles lov.

## 1.1 Problemstilling

Problemstillingen, der ligger til grund for udarbejdelsen af nærværende afhandling kan kort beskrives således: jeg ønsker at undersøge, hvorvidt den seneste selskabslov er udformet af lovgiver således, at den indebærer en reel risiko for, at kapitalselskaber må tvangsopløses i overensstemmelse med § 225, stk. 1, nr. 2. I henhold til denne bestemmelse i selskabsloven kan Erhvervsstyrelsen anmode skifteretten om at opløse et kapitalselskab, hvis dette ikke har den ledelse, der er foreskrevet i loven eller i selskabets vedtægter. Årsagen til selskabets ugyldige ledelse kan eksempelvis være en følge af forekomsten af et "beslutningsvakuum" i selskabet.

Et "beslutningsvakuum" definerer jeg som den situation, der forekommer, når en interessekonflikt bevirker, at relevante selskabsdeltagere erklæres inhabile og hverken et kapitalselskabs bestyrelse eller generalforsamling derfor *de facto* er i stand til at træffe en beslutning i relation til et konkret spørgsmål under behandling.

På den baggrund bliver det aktuelt at undersøge, om selskabets kapitalejere *proaktivt* kan beskytte sig imod risikoen for opståen af et sådan "beslutningsvakuum" ved *ex ante* at minimere risikoen for forekomsten af interessekonflikter.

Der ligger en række konkrete juridiske og økonomiske forhold til grund for denne problemstilling. For at opnå den fulde forståelse af afhandlingens problemstilling, er det nødvendigt at uddybe disse forhold nærmere. Dette vil blive gjort i det umiddelbart følgende afsnit.

### 1.1.1 Problemstillingens grundlæggende forudsætninger

#### 1.1.1.1 Ledelsesstruktur

Et kapitalselskab kan som udgangspunkt vælge mellem to *ledelsesstrukturer* jf. KSL § 111, stk. 1, nr. 1-2. Herefter er aktieselskaber pålagt at anvende en dualistisk ledelsesstruktur bestående af en direktion

og en bestyrelse eller et tilsynsråd. I anpartsselskaber kan vælges en monistisk ledelsesstruktur, hvor selskabets ledelse alene består af en direktion (se nærmere i kap. 3 *Juridisk analyse*)

I anpartsselskaber, hvor kapitalejerne reelt er overladt et valg inden for lovgivningens rammer med hensyn til valg af bestyrelse, fravælges oftest en bestyrelse. Dette til trods for, at der findes gode argumenter for at vælge en bestyrelse – også i de mindste selskaber.<sup>1</sup> På den baggrund lægges det til grund i relation til afhandlingens problemstilling, at kapitalselskabet har valgt en dualistisk ledelsesstruktur i henhold til KSL § 111, stk. 1, nr. 1, hvorefter selskabets ledelse består af to ledelsesorganer, en bestyrelse og en direktion.

*Bestyrelsens* opgave i kapitalselskaber er som udgangspunkt at varetage den overordnede og strategiske ledelse. Endvidere er det bestyrelsens opgave at ansætte en direktion, jf. KSL § 111, stk. 1, nr. 1. Derudover har bestyrelsen en række nærmere specificerede opgaver i henhold til KSL § 115, nr. 1-5.

*Direktionens* opgave i kapitalselskaber, der har valgt en dualistisk ledelsesstruktur, er som udgangspunkt at forestå den daglige ledelse, jf. KSL § 111, stk. 1, nr. 1. Den daglige ledelse varetages i overensstemmelse med de retningslinjer og anvisninger som bestyrelsen giver, jf. KSL § 117, stk. 1, 2. pkt.

#### 1.1.1.2 Interessekonflikt

En *interessekonflikt* forekommer, hvor to aktører har modstridende incitamenter i en indbyrdes relation. I forholdet mellem kapitalejer og bestyrelse forekommer en interessekonflikt hvor et medlem af bestyrelsen har incitament til at varetage en konkret egeninteresse på bekostning af sin loyalitetsforpligtelse over for selskabet. Som udgangspunkt er bestyrelsen i et kapitalselskab udtrykkeligt underlagt en *loyalitetsforpligtelse* over for selskabet, jf. formuleringen "[...] eller kapitalselskabets bekostning" i KSL § 127, stk. 1, 1. pkt.

Formuleringen af generalklausulen i KSL § 127 har dannet grundlag for en række varierende fortolkninger af hvorledes denne loyalitetsforpligtelse skal opfattes. Dette vil blive behandlet udførligt i forbindelse med afhandlingens juridiske og økonomiske analyse (se kap. 3 *Juridisk analyse* og kap. 4 *Økonomisk analyse*).

Den økonomiske metode *Principal-Agent teorien* ("PA-teorien") kan anvendes til at analysere, hvorledes bestyrelsens incitamenter kan ensrettes i forhold til kapitalejernes interesser. Metoden anvendes derfor i nærværende afhandling i et retsøkonomisk perspektiv for at identificere hvilke reguleringsmæssige rammer, der er optimale i forhold til at minimere risikoen for interessekonflikter.

#### 1.1.1.3 Inhabilitet

Bestyrelsesmedlemmernes forpligtelse til at varetage selskabets interesse frem for deres personlige egeninteresse understøttes af habilitetsbestemmelsen i KSL § 131. Heraf fremgår det, at et medlem af

---

<sup>1</sup> Erhvervs- og Byggestyrelsen. 2011. *Den kompetente bestyrelse – gør en forskel i din virksomhed*. Danmark: Erhvervs- og Byggestyrelsen

bestyrelsen er inhabilt og således afskåret fra at deltage i "[...] *behandlingen af spørgsmål om aftaler mellem kapitalsekskabet og den pågældende selv eller om søgsmål mod den pågældende selv* [...]", jf. 1. led. Endvidere er et medlem af bestyrelsen afskåret fra at deltage i behandlingen af lignende spørgsmål i forhold til en tredjemand, hvor det pågældende bestyrelsesmedlem har en væsentlig interesse i sagens udfald, der kan være stridende mod selskabets interesse, jf. 2. led.

### 1.1.1.4 Ikke-beslutningsdygtig bestyrelse

I henhold til *quorumkravet* i KSL § 124, stk. 1 skal mere end halvdelen af en bestyrelses medlemmer være repræsenteret, førend denne er beslutningsdygtig. Det fremgår udtrykkeligt af lovens forarbejder, at bestyrelsesmedlemmer, der er inhabile i henhold til KSL § 131 ikke må tælles med ved afgørelsen af, om quorumkravet er opfyldt.<sup>2</sup>

KSL § 124 åbner mulighed for proaktivt at afhjælpe problematikken omkring quorumkravet. Således er der i KSL § 124, stk. 2 hjemmel til at udpege en *suppleant* eller tildele et af bestyrelsens øvrige medlemmer en *fuldmagt* på vegne af det fraværende bestyrelsesmedlem. I forhold til den konkrete problemstilling behandlet her, hvor inhabilitet kommer i vejen for bestyrelsens beslutningsdygtighed, er det dog udelukket at benytte disse muligheder, da de ikke er betryggende henset til emnet for drøftelserne. Af KSL § 111, stk. 4 fremgår ligeledes udtrykkeligt, at lovens bestemmelser om medlemmer af bestyrelsen finder tilsvarende anvendelse på disses suppleanter.

Alternativt kan problematikken om quorumkravet søges afhjulpet ved at udvide antallet af bestyrelsesmedlemmer for herved at mindske risikoen for, at halvdelen af bestyrelsesmedlemmerne er inhabile i forhold til et konkret spørgsmål. For det første er dette en krævende proces, der kræver afholdelse af en (ekstraordinær) generalforsamling. For det andet påpeges tendenser til nepotisme i bestyrelser<sup>3</sup>. I bekræftende fald vil de nyvalgte bestyrelsesmedlemmer ligeledes risikere at blive erklæret inhabile og således ikke afhjælpe problematikken om quorumkravet.

### 1.1.1.5 Ikke-beslutningsdygtig generalforsamling

Såfremt en bestyrelse som følge af inhabilitet ikke opfylder quorumkravet, kan beslutningen henskydes til generalforsamlingen. Dette løser dog ikke nødvendigvis problemet, da det rejste forslag, i tilfælde af stemmelighed på generalforsamlingen, som udgangspunkt anses for nedstemt, jf. KSL § 105, 2. pkt. En forudsætning for forekomsten af "beslutningsvakuum" er derfor, at kapitalejernes afstemning på generalforsamlingen ender uafgjort, det vil sige at der forekommer lige mange gyldige ja- som nej-stemmer. Derfor er det relevant, at se nærmere på *hvordan* stemmerne på generalforsamlingen opgøres.

Et forslag på generalforsamlingen anses som udgangspunkt for gyldigt vedtaget, såfremt der ved afstemning er opnået *simpelt flertal* blandt de *afgivne* stemmer, jf. KSL § 105, 1. pkt. Simpelt flertal opnås når der er afgivet flere ja-stemmer end nej-stemmer (eller omvendt). Ved optællingen af stemmer medregnes kun de *afgivne stemmer*, det vil sige at ugyldige stemmer, blanke stemmer eller uudnyttede stemmer – eksempelvis på grund af en kapitalejers forfald – ikke tælles med. Der gælder

---

<sup>2</sup> Forslag til Lov om aktie- og anpartsselskaber (selskabsloven) af 25. marts 2009, s. 236

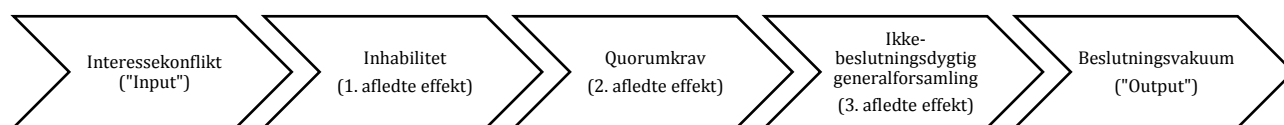
<sup>3</sup> Beckett, T. & Jørgensen, A. S. 2011. Danske bestyrelser til storvask. *Djøfbladet* 1, s. 12-16

som udgangspunkt ikke noget quorumkrav for generalforsamlingen, hvorfor en beslutning gyldigt kan træffes med en enkelt afgivet stemme.<sup>4</sup>

Stemmeopgørelsen ved generalforsamlinger åbner derved op for, at kapitalejere kan spekulere i risikoen for "beslutningsvakuum". Hvor tre kapitalejere eksempelvis deler stemmerettighederne ligeligt imellem sig, og to af dem antages at stemme henholdsvis ja og nej, kan den tredje kapitalejer spekulere i at udeblive fra generalforsamlingen. Den tredje kapitalejer kan således udnytte sin *afgørende* indflydelse på afstemningsresultatet som en bevidst forhandlingsstrategi med henblik på at opnå indrømmelser vedrørende andre forhold. *Fordelingen* af stemmerettigheder kan ligeledes have betydning for kapitalejeres mulighed for at anvende risikoen for "beslutningsvakuum" strategisk i forhandlinger med de øvrige kapitalejere. Igen er det udslagsgivende, at den pågældende kapitalejer besidder den afgørende del af stemmerettighederne. Dette er ikke nødvendigvis samtidig den største andel af stemmerettighederne. Hvor de tre kapitalejere i førnævnte eksempel fordeler stemmerettighederne forholdsomt 49/49/2 i mellem sig, har kapitalejeren, der besidder 2 % af det samlede antal stemmer, mulighed for at udnytte de strategiske spekulationer. Derimod har de to kapitalejere ikke som udgangspunkt samme mulighed, idet de alt andet lige vil være afhængige af minoritetskapitalejerens beslutning.

Opsummerende kan det således konstateres, at der er en række forhold, der forudsætningsvist må være til stede, før afhandlingens problemstilling aktualiseres. *For det første* er det en forudsætning at der er tale om et kapitalselskab, der har valgt en dualistisk ledelsesstruktur jf. KSL § 111, stk. 1, nr. 1. Problemstillingen er således ikke relevant for anpartsselskaber, der har valgt en monistisk ledelsesstruktur, hvori der ikke indgår en bestyrelse; hvis der ingen bestyrelse er i selskabsledelsen, kan der selvsagt ikke forekomme inhabile bestyrelsesmedlemmer. *For det andet* forudsættes tilstedeværelsen af en interessekonflikt, der forårsager inhabilitet hos mindst halvdelen af bestyrelsens medlemmer, som dermed ikke kan opfylde *quorumkravet* jf. KSL § 124 i forhold til den konkrete beslutning. Det er ikke afgørende, hvor mange medlemmer bestyrelsen tæller, så længe *mindst* halvdelen af disse må anses for inhabile i henhold til KSL § 131. *Endelig* er en forudsætning for opståen af et "beslutningsvakuum", at de tilstedeværende stemmerettigheder på generalforsamlingen er fordelt i et sådan forhold, at disse kan fordele sig 50 % for og 50 % imod, hvilket resulterer i, at generalforsamlingen ligesom bestyrelsen ikke er beslutningsdygtig.

**Figur 1:** Årsag til beslutningsvakuum



**Kilde:** Egen tilvirkning

<sup>4</sup> Hansen, S. F. & Krenchel, J. V. 2014. *Dansk selskabsret 2 – Kapitalselskaber*. København: Karnov Group Denmark A/S, s. 476 f.

I det følgende afsnit vil jeg give et illustrativt eksempel på et tænkt, men ikke urealistisk, scenarium, hvor afhandlingens problemstilling aktualiseres. Problemstillingens relevans er ikke begrænset til udelukkende at forekomme i sådanne små selskaber. Hvor problemstillingens forudsætninger er til stede, er der risiko for at selskabet bliver tvangsopløst som følge af "beslutningsvakuum". Den følgende illustration tjener til at give en simpel, konkret illustration af et tilfælde, hvor problemstillingen aktualiseres. Herefter er det muligt for læseren selv at øge abstraktionsniveauet, eksempelvis øge antallet af bestyrelsesmedlemmer, og konkludere at afhandlingens konklusion fortsat vil være gyldig, såfremt de ovenfor anførte forudsætninger er til stede.

### 1.1.2 Praktisk illustration af problemstillingen

Det nystiftede anpartsselskab A ApS ejes af K<sub>1</sub> og K<sub>2</sub>. Hver ejer de 50 % af selskabskapitalen, tillige stemmerettighederne, i A ApS.

De to kapitalejere har ved selskabsstiftelsen anført i vedtægterne, at selskabet skal ledes af en bestyrelse, der varetager den overordnede og strategiske ledelse, jf. KSL § 111, stk. 1, nr. 1. Der er ikke ved stiftelsen foretaget valg af bestyrelsens medlemmer. Ved den efterfølgende generalforsamling beslutter K<sub>1</sub> og K<sub>2</sub>, at de to kapitalejere ligeledes skal udgøre bestyrelsen, jf. KSL § 39.

Jf. KSL § 111, stk. 1, nr. 1, 2. pkt. er det bestyrelsens opgave at ansætte en direktion til at forestå den daglige ledelse i selskabet. Medlemmer af direktionen, kaldet direktører, kan såvel være personer, der samtidig er medlemmer af selskabets bestyrelse, som tredjemand. K<sub>1</sub> har ønske om at blive ansat som direktør i A ApS. K<sub>2</sub> ønsker ikke at ansætte K<sub>1</sub> som direktør.

Ved bestyrelsesmødet skal der træffes beslutning om, hvorvidt K<sub>1</sub> skal ansættes som direktør i selskabet. K<sub>1</sub> er udelukket fra at deltage i behandlingen af dette spørgsmål på bestyrelsesmødet på grund af inhabilitet, jf. KSL § 131. K<sub>1</sub>s inhabilitet bevirker, at bestyrelsen er de facto ikke-beslutningsdygtig, da quorumkravet ikke er opfyldt, jf. KSL § 124, stk. 1 e contrario.

Bestyrelsen har herefter mulighed for at henskyde beslutningen til generalforsamlingen. En kapitalejer er alene afskåret fra at deltage i afstemningen på selskabets generalforsamling vedrørende søgsmål mod kapitalejeren selv eller søgsmål mod tredjemand, hvis kapitalejeren har en væsentlig interesse deri, der kan være stridende mod kapitalselskabets, jf. KSL § 86. Derfor er K<sub>1</sub> som kapitalejer ikke inhabil og kan således deltage ved generalforsamlingens behandling af spørgsmålet om, hvorvidt K<sub>1</sub> skal ansættes som direktør i selskabet. Beslutninger på generalforsamlingen træffes som udgangspunkt ved simpelt flertal, jf. KSL § 105. Ved stemmelighed anses forslaget for ikke at være vedtaget. Som anført råder K<sub>1</sub> og K<sub>2</sub> hver især over 50 % af stemmerettighederne på generalforsamlingen, hvorfor forslaget om ansættelse af K<sub>1</sub> som direktør i selskabet anses for nedstemt.

Herved opstår der et "beslutningsvakuum", hvorved forstås, at såvel et selskabs bestyrelse som generalforsamling er ikke-beslutningsdygtige i forhold til det konkrete spørgsmål. Konsekvensen heraf er i sidste instans, at Erhvervsstyrelsen kan anmode skifteretten om at tvangsopløse selskabet som følge af selskabets manglende registrering af en gyldig ledelse, jf. KSL § 225, stk. 1, nr. 2.

## 1.2 Problemformulering

Med afhandlingen ønskes følgende problemformulering besvaret:

**Hvorledes kan kapitalejere med udgangspunkt i Selskabsloven ex ante håndtere ledelsesmedlemmers (in-)habilitet med henblik på at minimere risikoen for forekomsten af "beslutningsvakuum"?**

Med henblik på at besvare problemformuleringen, vil jeg i nærværende afhandling, med udgangspunkt i den juridiske metode, undersøge under hvilke forudsætninger den beskrevne problemstilling kan forekomme inden for grænserne af den danske, selskabsretlige lovgivning. Dernæst vil jeg gennem inddragelse af økonomisk teori præsentere en række normative strategier til at forebygge forekomsten af "beslutningsvakuum". Afslutningsvist vil jeg udarbejde en interdisciplinær, retspolitisk analyse, hvor jeg vil integrere den juridiske og den økonomiske analyse for at kunne opstille konkrete, normative anbefalinger til proaktive strategier som kapitalejere kan anvende med henblik på at minimere risikoen for "beslutningsvakuum".

## 1.3 Afhandlingens perspektiv

Spørgsmålet kan behandles i henholdsvis et *teoretisk* eller et *praktisk* perspektiv. I det teoretiske perspektiv fokuseres på at identificere *hvorvidt* der inden for lovens rammer består denne utilsigtede risiko for "beslutningsvakuum", og *hvorledes* den i bekræftende fald kan minimeres. Det praktiske perspektiv baseres på det teoretiske og indebærer at gennemføre empiriske undersøgelser af problemets *omfang* i det praktiske erhvervsliv.

I nærværende afhandling vil jeg behandle problemstillingen i et teoretisk perspektiv. Dette perspektivvalg skyldes først og fremmest, at en verificering af den beskrevne risikos tilstedeværelse er en forudsætning for nærmere praktiske undersøgelser, og så vidt som min litteratursøgning har bragt mig i arbejdet med afhandlingen, er jeg ikke stødt på en sådan teoretisk behandling af spørgsmålet i den selskabsretlige litteratur.

Derudover har jeg i mit forsøg på at indsamle empirisk data til mulig understøttelse af mine konklusioner måttet konstatere, at jeg ikke inden for rammerne af afhandlingsprocessen har haft mulighed for at få adgang til relevante data. Danmarks Statistik oplyser således, at de ikke fører statistik over tvangsopløste selskaber, men alene fører statistik over antallet af ophørte selskaber som følge af konkurs.<sup>5</sup> Erhvervsstyrelsen er i henhold til kompetencenormen i KSL § 225 tildelt beføjelse til at anmode om skifterettens tvangsopløsning af selskaber, men oplyser, at det alene er muligt at få aktindsigt i en generel sammenstilling over tvangsopløste selskaber, jf. § 11, stk. 2 i Lov nr. 606 af 12. juni 2013 om offentlighed i forvaltningen ("Offentlighedsloven"). Erhvervsstyrelsen begrundet dette med, at mere specifikke oplysninger om årsag til ophør ikke kan fremskaffes med "*få og enkle kommandoer*" (se Bilag 2 – Svar på anmodning om aktindsigt af 12. april (kopi)). Derudover har jeg præsenteret problemstillingen for personer i positioner, hvor de har anselig mulighed for at have stiftet bekendtskab med problemstillingen i praksis. Hverken formanden for Capital2GROW eller

<sup>5</sup> Telefonisk kontakt med Danmarks Statistik Informationsservice og Bibliotek (tlf. 39 17 30 30), fredag d. 18. marts 2016, kl. 13.56

tidligere bestyrelsesformand i et af Danmarks største advokatselskaber erindrer dog at være stødt på problemstillingen i deres virke.

De utilgængelige empiriske data, og særligt Erhvervsstyrelsens afvisning af adgang til specifikke relevante data, giver anledning til at rejse spørgsmålet, hvorvidt det er aktuelt at behandle en problemstilling, hvis praktiske omfang ikke umiddelbart kan dokumenteres. Mit svar herpå er, at afhandlingens relevans sikres, dels ved at den juridiske analyse fastlægger gældende ret, det vil sige identificerer under hvilke nærmere omstændigheder problemstillingen kan aktualiseres inden for de eksisterende, relevante juridiske rammer, dels ved at den økonomiske analyse baseres på et "as if"-grundlag, det vil sige at analysen fastslår, hvorledes selskabets kapitalejere bør agere med henblik på at minimere en praktisk risiko for "beslutningsvakuum".

Herefter overlades det til efterfølgende undersøgelser på området, der er underlagt mindre begrænsende rammer, at bygge videre på mine konklusioner i nærværende afhandling, med henblik på at underbygge disse med empiriske konklusioner.

## 1.4 Afgrænsning

### 1.4.1 Juridisk afgrænsning

Nærværende afhandling tager udgangspunkt i bestemmelsen vedrørende ledelsens inhabilitet i kapitalselskaber jf. KSL § 131. Nærmere bestemt koncentrerer afhandlingen om hvorledes det proaktivt er muligt at undgå inhabilitet i *bestyrelsen*. Dermed afgrænses problemstillingen fra at omfatte *direktørers* inhabilitet, ligesom reglen for *kapitalejeres* inhabilitet, jf. KSL § 86, heller ikke behandles nærmere.

I henhold til KSL § 131 kan bestyrelsesmedlemmer erklæres inhabile i forbindelse med behandlingen af spørgsmål vedrørende *aftaler* eller *søgsmål*. Problemstillingen der ligger til grund for denne afhandling, fokuserer alene på de situationer, hvor inhabiliteten skyldes behandling af *aftalerelaterede* spørgsmål.

I afhandlingen fokuseres der ligeledes kun på at behandle de *danske* selskabsretlige regler. Udviklingen af den tidlige danske selskabsret var stærkt præget af fremmed ret, eksempelvis fransk rets Code de Commerce.<sup>6</sup> Efter at de første danske aktieselskabslove blev vedtaget har den efterfølgende udvikling af retsområdet været præget af et nordisk samarbejde. Siden Danmarks indtræden i EF i 1973 har selskabsretten primært udviklet sig inden for EU-selskabsretlige rammer. På trods af den delvise harmonisering af selskabsretten inden for EU, gælder det dog fortsat, at den danske selskabslov gennemgående er udtryk for *national* dansk ret.

Inden for dansk selskabsret fremgår habilitetsbestemmelsen alene udtrykkeligt af de danske *aktieselskabslove*. Habilitetsbestemmelsen blev således "*forenklet*" væk i *anpartsselskabsloven* i 1973.<sup>7</sup> Det antages dog, at aktieselskabslovens bestemmelse ligeledes gælder analogt for anpartsselskaber.

---

<sup>6</sup> Hansen, S. F. & Krenchel, J. V. 2014. *Dansk selskabsret 1 – Indledning til selskabsretten*. København: Karnov Group Denmark A/S, s. 160 ff.

<sup>7</sup> Andersen, P. K. 2013. *Aktie- og anpartsselskabsret*. København: Jurist- og Økonomforbundets Forlag, s. 343

Efter vedtagelsen af den fælles aktie- og anpartsselskabslov i 2009 omfatter KSL § 131 både aktie- og anpartsselskaber i overensstemmelse med lovens anvendelsesområde, jf. KSL § 1, stk. 1. I afhandlingen lægges således til grund, at habilitetsbestemmelsen generelt har været gældende for såvel aktieselskaber som anpartsselskaber.

### 1.4.2 Økonomisk afgrænsning

I den økonomiske analyse anvendes den økonomiske metode PA-teorien. Der redegøres uddybende i kapitel 2.3 *Økonomisk metode* for, hvorfor denne økonomiske metode er fundet mest relevant i forhold til behandlingen af afhandlingens problemstilling.

PA-teorien udspringer af den nyinstitutionelle økonomiske metodologi, og som følge heraf har den relevante økonomiske litteratur overvejende fokus anvendelsen af matematik som argumentations- og forklaringsværktøj for PA-teoriens indre sammenhænge. I nærværende afhandling anvendes den økonomiske teori i et operativt perspektiv, hvorfor nærmere studier af de matematiske beviser udelades. I stedet fokuseres på at anvende teorien som et relevant forklaringsværktøj i forhold til afhandlingens konkrete problemstilling.

## 1.5 Afhandlingens struktur

Nærværende afhandling er inddelt i 6 kapitler. Af hensyn til overskueligheden og afhandlingens strukturelle opbygning er kapitlerne yderligere inddelt i hovedafsnit og underafsnit. I kapitel 1 *Indledning* præsenteres afhandlingens formalia, herunder afhandlingens problemformulering og den underliggende problemstilling. I kapitel 2 *Metode* redegøres for de metoder, der anvendes i afhandlingens analyser til behandlingen af problemstillingen. I overensstemmelse med anvendelsen af den erhvervsjuridiske metode, anvendes både en juridisk og en økonomisk metode. I kapitel 3 *Juridisk analyse* præsenteres en retsdogmatisk analyse med henblik på at udlede gældende ret i henhold til den relevante bestemmelse, KSL § 131. I kapitel 4 *Økonomisk analyse* foretages en økonomisk analyse ved anvendelse af PA-teorien med henblik på at identificere konkrete økonomisk-teoretiske strategier til proaktivt at undgå interessekonflikter. Kapitel 5 *Interdisciplinær analyse* integrerer konklusionerne fra de to foregående kapitler. Ved at anskue den juridiske problemstilling i et økonomisk perspektiv er formålet med kapitlet at afgøre om den nuværende retsstilling på området er optimal i forhold til afhandlingens retspolitiske perspektiv og – hvis dette ikke er tilfældet – hvorledes den retlige ramme i så tilfælde bør tilpasses. Afhandlingen afrundes i kapitel 6 *Konklusion* med en samlet konklusion på baggrund af den gennemførte analyse opsummeret i en kortfattet besvarelse af afhandlingens problemformulering.

## 2 Metode

*Mens den traditionelle juridiske metode rendyrker juraen som middel til løsning af foreliggende tvister, består den erhvervsjuridiske opgave i på forhånd at integrere juraen med en virksomheds øvrige styringsredskaber, således at virksomheden alt taget i betragtning disponerer optimalt.*<sup>8</sup>

Den indledende passus af Dahl (1990) illustrerer tydeligt forskellen mellem den *traditionelle juridiske metode*<sup>9</sup> og den *erhvervsjuridiske metode*.

Den erhvervsjuridiske metode adskiller sig særligt fra den juristjuridiske metode på to punkter: *For det første* arbejdes i den erhvervsjuridiske metode med et tværfagligt fokus, hvorved den retsdogmatiske metode indgår i et samspil med økonomiske modeller og teorier.<sup>10</sup> *For det andet* eksisterer der en perspektivkonflikt mellem de to metoder.

Den juristjuridiske metode anvendes således i *ex post* sammenhænge med henblik på domstolsløsning af eksisterende konflikter ("*conflict solution*"<sup>11</sup>). I modsætning til den juristjuridiske metode anlægger den erhvervsjuridiske metode et *ex ante* perspektiv med henblik på at undgå konflikter ("*conflict avoidance*"<sup>12</sup>). Blandt andet gennem udnyttelsen af diverse styringsværktøjer, eksempelvis juridisk regulering og økonomiske analyser, bliver virksomheder i stand til at forebygge nødvendigheden af udefra kommende indgreb. I nærværende afhandling anvendes den erhvervsjuridiske metode med det sigte *fremadrettet* at undgå, at risikoen for "beslutningsvakuum" i selskaber blive aktuel.

Den juristjuridiske metode og den erhvervsjuridiske metode skal dog ikke anses for rene modsætninger, men derimod som komplementære metoder.<sup>13</sup> Den erhvervsjuridiske metode bygger således på det samme grundlæggende fundament som den juristjuridiske metode: retskildelæren og den retsdogmatiske analyse.

På baggrund af det netop præsenterede vil jeg i nærværende afhandling anvende den erhvervsjuridiske metode til at behandle den tidligere præsenterede problemstilling.

### 2.1 Juridisk metode

Den traditionelle juridiske metode er den måde hvorpå retskilderne analyseres og anvendes. Således må og skal den juridiske analyse anvendes for at tilsikre den dennes validitet.<sup>14</sup> Den juridiske analyse har til formål at udfinde gældende ret igennem identifikation af gyldig hjemmel på baggrund af

---

<sup>8</sup> Dahl, B. 1990. Erhvervsjura som ledelsesredskab. *FSRs Årsskrift 1990: Erhvervsret*: 97-144. København: FSRs Forlag, s. 102

<sup>9</sup> Se Dahl, B. 2014. *Erhvervsjura i et markedsøkonomisk perspektiv*. København: Handelshøjskolens Forlag, s. 28, hvor forfatteren omtaler den traditionelle juridiske metode som "juristjura"

<sup>10</sup> Østergaard, K. 2003. Metode på cand.merc.jur. studiet. *Julebog 2003*: 269-285. København: Jurist- og Økonomforbundets Forlag, s. 281

<sup>11</sup> Dahl, B. 1990. Erhvervsjura som ledelsesredskab. *FSRs Årsskrift 1990: Erhvervsret*: 97-144. København: FSRs Forlag, s. 141

<sup>12</sup> Dahl, B. 1990. Erhvervsjura som ledelsesredskab. *FSRs Årsskrift 1990: Erhvervsret*: 97-144. København: FSRs Forlag, s. 141

<sup>13</sup> Dahl, B. 2014. *Erhvervsjura i et markedsøkonomisk perspektiv*. København: Handelshøjskolens Forlag, s. 29

<sup>14</sup> Nielsen, R. & Tvarnø, C. D. 2005. *Retskilder og retsteorier*. København: Jurist- og Økonomforbundets Forlag, s. 27

retskildelæren.<sup>15</sup> Den traditionelle juridiske metode tilsigter således *ex post* en korrekt anvendelse af retsreglerne.

I bred forstand udspringer den juridiske metode af *retsvidenskaben*. Retsvidenskaben er et paraplybegreb, der omfatter en række underliggende begreber, som i fællesskab kendetegner den juristjuridiske metode: *retskildelære*, *retsdogmatik*, *retspolitik*, *retshistorie*, *retssociologi* og *komparativ ret*. Ofte anskues den juridiske metode i en mere snæver forstand, hvor der sættes lighedstegn mellem den juridiske metode og den retsdogmatiske metode.<sup>16</sup> I relation til formålet med nærværende afhandling er det særligt relevant at uddybde de tre førstnævnte retsvidenskabelige begreber.

*Retskildelæren* er grundlaget for den retsdogmatiske metode, dvs. den er grundlaget for retsvidenskabens (normative) forudsigelser om, hvordan domstolene vil reagere i fremtiden.<sup>17</sup> Retskildelæren i sig selv er "*norm-deskriptiv*"<sup>18</sup>, hvorved forstås, at retskildelærens genstand netop ikke er den normative forudsigelse af, hvorledes domstolene vil eller bør forholde sig til en given problemstilling. Sådanne normative anbefalinger er i stedet analysegenstand under retspolitikken. Retskildelæren kan i stedet defineres som en "*lære om normer*".<sup>19</sup> I henhold til denne lære inddeles retskilderne i hhv. *regulering*, *retspraksis*, *retssædvaner* og *forholdets natur*. Inden for den norm-deskriptive tilgang anlagt i retskildelæren er disse retskilder ikke rangordnede.<sup>20</sup> Det vil sige, at hver retskilde i sig selv kan udgøre selvstændig (gyldig) hjemmel og således grundlag for en normativ anbefaling.

*Den retsdogmatiske metode* er den praktiske, normative juridiske metode, der anvendes til at udlede *gældende ret*. Gældende ret er det resultat som en domstol vil komme frem til ved anvendelsen af en retsdogmatisk analyse på baggrund af retskildelæren.<sup>21</sup> Rettdogmatikkens normative formål bevirker desuden, at de ikke-rangordnede retskilder i henhold til retskildelæren indordnes i et hierarki, hvor gældende ret først forsøges udledt ved brug af *regulerings*-retskilderne, mens *forholdets natur* er "nederst" i hierarkiet. Derimellem findes (rangordnet) henholdsvis *retspraksis* og *retssædvaner*.

Den *retspolitiske analyse* kan i relation til juristjura anvendes til at opfylde to formål. For det første kan den anvendes med det formål, at fremsætte forslag til den lovgivende magt, om hvorvidt en retsnorm skal eller bør ændres, såkaldt *lege ferenda*. For det andet kan den have til formål at klarlægge over for den dømmende magt, hvordan love og regler bør anvendes til afgørelse af konkrete juridiske problemstillinger, såkaldt *sentendia ferenda*.<sup>22</sup>

<sup>15</sup> Nielsen, R. & Tvarnø, C. D. 2005. *Retskilder og retsteorier*. København: Jurist- og Økonomforbundets Forlag, s. 28

<sup>16</sup> Nielsen, R. & Tvarnø, C. D. 2005. *Retskilder og retsteorier*. København: Jurist- og Økonomforbundets Forlag, s. 23

<sup>17</sup> Ross, A. 1971 (1953). *Om ret og retfærdighed – En indførelse i den analytiske retsfilosofi*. København: Nyt Nordisk Forlag, s. 91

<sup>18</sup> Ross, A. 1971 (1953). *Om ret og retfærdighed – En indførelse i den analytiske retsfilosofi*. København: Nyt Nordisk Forlag, s. 91

<sup>19</sup> Ross, A. 1971 (1953). *Om ret og retfærdighed – En indførelse i den analytiske retsfilosofi*. København: Nyt Nordisk Forlag, s. 91

<sup>20</sup> Nielsen, R. & Tvarnø, C. D. 2005. *Retskilder og retsteorier*. København: Jurist- og Økonomforbundets Forlag, s. 27

<sup>21</sup> Nielsen, R. & Tvarnø, C. D. 2005. *Retskilder og retsteorier*. København: Jurist- og Økonomforbundets Forlag, s. 24

<sup>22</sup> Nielsen, R. & Tvarnø, C. D. 2005. *Retskilder og retsteorier*. København: Jurist- og Økonomforbundets Forlag, s. 24

Dalberg-Larsen (2002) præsenterer fem idealtyper inden for den retspolitiske analyse<sup>23</sup>: *retspolitikeren som bygmester, retspolitikeren som social teknolog, retspolitikeren som talsmand for den juridiske tradition, retspolitikeren som talsmand for borgernes værdier og retspolitikeren som moralfilosof*. Hver af de fem idealtyper har forskellige (for-)mål for den retspolitiske analyse. I relation til nærværende afhandling er "retspolitikeren som social teknolog" særligt relevant.

Formålet med denne retspolitiske analyse beskrives som:

[...] at foreslå regler, der virker mest muligt effektivt ude i samfundet i forhold til de formål eller værdier, som er opstillet af politikerne [...]. Formålet er altså ikke generelt at skabe klare regler for at fremme forudberegneligheden, men at skabe klare regler, der er egnede som midler til at realisere bestemte tilstande [...].<sup>24</sup>

Afhandlingens retspolitiske analyse har således til formål at vurdere, hvorvidt de for problemstillingen relevante juridiske regler opfylder deres formål og hvorvidt de gældende regler har nogle utilsigtede bivirkninger. Den unikke inddragelse af økonomisk teori i den retspolitiske analyse gør det endvidere muligt at vurdere, hvorledes risikoen for disse utilsigtede bivirkninger kan minimeres.

Uanset den interdisciplinære analyse kan denne dog aldrig, lige såvel som det gælder for en fagmonopolær analyse, præcist forudsige virkningerne af en konkret regulering. Den interdisciplinære analyse belyser dog problemstillingen gennem flere perspektiver, hvorved fremkommer en nuanceret og stærkt begrundet forudsigelse af virkningerne.

### 2.1.1 Gældende (dansk) ret

Den juridiske metode har til formål at udfinde gældende (dansk) ret. Ifølge Ross (1971), henviser "gældende ret" til "[...] hvorledes tvistigheder, der nu måtte være under udvikling, vil blive afgjort, hvis de fremmes til dom".<sup>25</sup> Denne kortfattede formulering går igen i den juridiske litteratur, jf. Nielsen & Tvarnø (2005) og Tvarnø & Denta (2015). I forsøget på at indkapsle essensen af et relativt komplekst begreb i en enkelt kortfattet sætning, opgiver forfatterne dog relevante detaljer/nuancer, som derfor vil blive præsenteret i det følgende.

Alf Ross definerer uddybende "dansk ret"<sup>26</sup> som et sæt af normer, der giver en meningssammenhæng i forbindelse med bestemte personers bestemte handlinger. Retsnormerne i dansk ret danner grundlag for de danske domstoles afgørelser. Normerne kan inddeles i henholdsvis *forholdsnormer* og *kompetencenormer*. Førstnævnte udgør direktiver, der foreskriver en bestemt adfærd, det vil sige hvordan en person skal handle under givne forhold. Kompetencenormerne tildeler, som navnet antyder, personer og organisatoriske enheder særlige kompetencer. Således dikterer normerne i dansk ret både *hvem*, der har givne kompetencer, og *under hvilke betingelser* disse kompetencer kan udøves.

---

<sup>23</sup> Evald, J. & Schaumburg-Müller, S. 2002. *Om retspolitik*. København: Jurist- og Økonomforbundets Forlag, s. 9 ff.

<sup>24</sup> Evald, J. & Schaumburg-Müller, S. 2002. *Om retspolitik*. København: Jurist- og Økonomforbundets Forlag, s. 16.

<sup>25</sup> Ross, A. 1971 (1953). *Om ret og retfærdighed – En indførelse i den analytiske retsfilosofi*. København: Nyt Nordisk Forlag, s. 54

<sup>26</sup> Ross, A. 1971 (1953). *Om ret og retfærdighed – En indførelse i den analytiske retsfilosofi*. København: Nyt Nordisk Forlag, s. 43 ff.

Vurderingen af hvorvidt det konkrete sæt af retsnormer er *gældende*, beror ifølge Ross (1971)<sup>27</sup> på to kumulative momenter: *for det første* den regelmæssige iagttagelse af et bestemt handlemønster og *for det andet*, at dommeren opfatter dette handlemønster som socialt forpligtende. Dette udtrykker Ross (1971) således, at en forudsætning for, at det giver mening at omtale "dansk ret" som et fælles normsæt for det samlede (danske) retssamfund er, at de individuelle dommere "[...] *besjæles af en fælles, overindividuel ideologi* [...]"<sup>28</sup>, dvs. at hvis en dommers domsafsigelse er motiveret af dennes særegne opfattelse, kan den ikke direkte henføres som en retsnorm i henhold til dansk ret. Dette bliver derimod tilfældet, hvis denne opfattelse udvikler sig til en fælles opfattelse, som alle dommere finder forbindende og dermed søger at efterleve.

Gældende ret kan præciserende betegnes som *nugældende* ret. Præciseringen indikerer, at gældende ret hverken henviser til *historiske* eller *fremtidige* domsafsigelser. Det er således ikke muligt på baggrund af gældende ret med sikkerhed at forudsige, hvordan en tvist vil blive afgjort i fremtiden. Kendskabet til gældende ret giver derimod mulighed for en betinget forudsigelse om afgørelsen af en fremtidig tvist. Når det som anført indledningsvist i afsnittet anføres i den juridiske litteratur, at "*gældende ret er et udtryk for det resultat, en domstol vil komme frem til hvis der er opstået en retlig tvist*"<sup>29</sup>, så er dette isoleret set en (for) kortfattet, unuanceret definition. Udsagn om gældende ret kan ikke fastslås med absolut sikkerhed, men kan kun "*hævdes med større eller mindre sandsynlighed, alt efter styrken af de holdepunkter, fremtidskalkulationerne hviler på*".<sup>30</sup>

Dette sandsynlighedsbaserede forbehold nødvendiggøres af, at der i praksis er flere forhold end gældende ret, der øver indflydelse på det endelige udfald af en retlig tvist. Tre betingelser bør inddrages i overvejelserne, når man forsøger at forudsige fremtidige domsafsigelser på baggrund af (nu-)gældende ret. *For det første* er dommerens bedømmelse af bevisførelsen i den konkrete sag udpræget subjektiv. Frank (1949) beskriver dette illustrativt:

*The judge's sympathies and antipathies are likely to be active with respect to the witnesses. His own past may have created plus or minus reactions to women, or blond women, or men with beards or Southerners, or Italians, or Englishmen, or Plumbers, or ministers, or college-graduates or Democrats. A certain facial twitch or cough or gesture may start up memories, painful or pleasant. Those memories of the judge, while he is listening to a witness with such a facial twitch or cough or gesture, may affect the judge's initial hearing, or subsequent recollection, of what the witness said, or the weight and credibility which the judge will attach to the witness' testimony.*<sup>31</sup>

*For det andet* må der tages højde for den risiko, at de fremsatte domspræmisser ikke er det fuldstændige grundlag for dommen, men er konstrueret til at passe med dommerens ønske til dommen. Hvor dette antages at være tilfældet, er indsigt i nugældende ret kun en ringe hjælp til

<sup>27</sup> Ross, A. 1971 (1953). *Om ret og retfærdighed – En indførelse i den analytiske retsfilosofi*. København: Nyt Nordisk Forlag, s. 50 ff.

<sup>28</sup> Ross, A. 1971 (1953). *Om ret og retfærdighed – En indførelse i den analytiske retsfilosofi*. København: Nyt Nordisk Forlag, s. 48 f.

<sup>29</sup> Tvarnø, C. D. & Denta, S. M. 2015. *Få styr på metoden – Introduktion til juridisk metode og samfundsvidenskabelig projektmetode*. København: Ex Tuto Publishing A/S, s. 195

<sup>30</sup> Ross, A. 1971 (1953). *Om ret og retfærdighed – En indførelse i den analytiske retsfilosofi*. København: Nyt Nordisk Forlag, s. 58

<sup>31</sup> Ross, A. 1971 (1953). *Om ret og retfærdighed – En indførelse i den analytiske retsfilosofi*. København: Nyt Nordisk Forlag, s. 56, note 3

forudsigelse af fremtidige afgørelser, idet øvrige beslutningsfaktorer, der indgår i det samlede grundlag for dommerens afgørelse, forbliver ukendte.

*For det tredje* må man tage højde for, at forskellige dommere kan fortolke de samme retsregler forskelligt, hvilket ligeledes medfører usikkerhed om forudsigeligheden af fremtidige afgørelser baseret på gældende ret.

Opsummerende leverer Ross (1971) en udvidet definition af (nu-)gældende dansk ret. Det er samtidig denne definition, der danner grundlag for afhandlingens juridiske analyse:

*udsagn [...] refererende sig til hypotetiske fremtidige afgørelser under visse betingelser: dersom en sag med relation til den omhandlede retsregel skulle blive anlagt, og dersom der i mellemtiden ikke er indtruffet ændring i retstilstanden (d.v.s. i de omstændigheder der betinger vor påstand om, at reglen er gældende ret) vil reglen blive anvendt af domstolene i deres afgørelse af sagen.<sup>32</sup>*

### 2.2 Erhvervsjuridisk metode

Som beskrevet tidligere anlægges i den erhvervsjuridiske metode et ex ante perspektiv på den konkrete problemstilling; den erhvervsjuridiske metode har således til formål at forebygge ”fejl”, der måtte medføre juridiske konsekvenser.<sup>33</sup> Den erhvervsjuridiske metode kan nærmere defineres som:

*[en] problemorienteret [metode] med udgangspunkt i en eller flere juridiske og økonomiske problemstillinger set fra virksomhedens synsvinkel, hvor der skal foretages et eller flere valg med henblik på at optimere i økonomisk henseende og minimere risikoen for retskonflikter, men også med henblik på at bruge juraen som et styringsinstrument.<sup>34</sup>*

Af citatet fremgår det udtrykkeligt, at den erhvervsjuridiske metode er en problemorienteret metode. En forudsætning for anvendelsen af denne metode er således antagelsen om, at der er en *problemejer*. Dette står i modsætning til den traditionelle juridiske metode, der er uafhængig af aktører.

”Problemet” som den erhvervsjuridiske metode behandler, er hvorledes den pågældende *problemejer* bør agere med henblik på at opnå det optimale resultat af sine handlinger, eksempelvis i forbindelse med en konkret ledelsesbeslutning. For at træffe optimale ledelsesbeslutninger kræves to betingelser opfyldt: *for det første* at virksomheden handler proaktivt, dvs. *agerer* frem for *reagerer*, og *for det andet* at forskellige videnskaber inddrages i beslutningsprocessen; en optimal beslutning træffes sjældent på baggrund af en fagmonopolær tilgang.

Anvendelse af den erhvervsjuridiske metode sikrer, at begge betingelser opfyldes. Som anført er det grundlæggende karakteristisk for metoden, at den behandler problemstillinger gennem et ex ante perspektiv. Derudover rækker den erhvervsjuridiske metode videre end den (fagmonopolære)

---

<sup>32</sup> Ross, A. 1971 (1953). *Om ret og retfærdighed – En indførelse i den analytiske retsfilosofi*. København: Nyt Nordisk Forlag, s. 54

<sup>33</sup> Dahl, B. 2014. *Erhvervsjura i et markedsøkonomisk perspektiv*. København: Handelshøjskolens Forlag, s. 30

<sup>34</sup> Østergaard, K. 2003. Metode på cand.merc.jur. studiet. *Julebog 2003*. København: Jurist- og Økonomforbundets Forlag, s. 281

juristjuridiske metode, idet den supplerer den traditionelle juridiske metode med inddragelse af økonomiske modeller og teorier.<sup>35</sup>

## 2.3 Økonomisk metode

I forbindelse med afhandlingens økonomiske analyse vil den økonomiske metode *PA-teori* blive anvendt.

I modsætning til den juridiske metode, der er universelt anvendelig i relation til juridiske analyser, og hvis anvendelse sågar er en betingelse for disse analysers validitet, så gælder det inden for økonomisk metodevidenskab, at hver enkelt metode bygger på bestemte grundlæggende antagelser, der bevirker, at metoden ikke er universelt anvendelig. Den konkrete økonomiske metodes grundlæggende antagelser udspringer af metodens økonomisk-metodologiske grundlag.

For at kunne bestemme PA-teoriens anvendelighed i relation til afhandlingens økonomiske analyse er det derfor nødvendigt at have forudgående kendskab til metodens økonomisk-metodologiske grundlag *nyinstitutionel økonomi* ("NIE"<sup>36</sup>), som jeg vil præsentere i de følgende afsnit.

### 2.3.1 Nyinstitutionel økonomi (NIE)

Det økonomisk-metodologiske grundlag for PA-teorien betegnes "*managerialisme*".<sup>37</sup> Managerialismen tilhører den økonomiske skole NIE. NIE, og herunder managerialismen, udvikledes som et opgør med den hidtil dominerende neoklassiske økonomiske skole:

[...] *neoinstitutionalism did not come into being as a result of any planned or coordinated effort to develop a new doctrine. In particular, marginalism was not rejected. What was desired primarily was change in certain key assumptions. Thus, modern institutionalism, while similar in many respects to standard neoclassical analysis, is distinct and is characterized by a significantly different perspective on microeconomic phenomena.*<sup>38</sup>

PA-teorien er et eksempel på NIEs *marginale* opgør med den hidtil dominerende økonomiske skole, neoklassicismen. Teorien fastholder den neoklassiske forestilling om et optimum opnået ved at indgå den "fuldkomne kontrakt", men samtidig anerkendes eksistensen af informationsasymmetri og positive transaktionsomkostninger, der alene tillader at parterne at indgå en PA-kontrakt, der er "optimal" inden for det begrænsede informationsniveau.

#### 2.3.1.1 Den sorte æske

Den vigtigste ændring som følge af udviklingen af NIE, er det ændrede *explanandum*, på dansk analyseniveau, i økonomiske analyser. Før NIE fokuserede de neoklassiske økonomiske teorier på at

<sup>35</sup> Østergaard, K. 2003. Metode på cand.merc.jur. studiet. *Julebog 2003*. København: Jurist- og Økonomforbundets Forlag, s. 280-81

<sup>36</sup> Forkortelsen NIE bruges efter den engelske betegnelse "New Institutional Economics" jf. Furubotn, E. G. & Richter, R. 2010. *Economics, Cognition, and Society: Institutions and Economic Theory: The Contribution of the New Institutional Economics*. USA: University of Michigan Press

<sup>37</sup> Knudsen, C. 1997. *Økonomisk metodologi bind 2: Virksomhedsteori og industriøkonomi*. Jurist- og Økonomforbundets Forlag, s. 147 ff.

<sup>38</sup> Furubotn, E. G. & Richter, R. 2010. *Economics, Cognition, and Society: Institutions and Economic Theory: The Contribution of the New Institutional Economics*. USA: University of Michigan Press, s. 3

forklare brancheforhold, og neoklassiske økonomer reducerede i den forbindelse virksomheden til en simpel produktionsfunktion, hvorved den enkelte virksomhed blev anskuet som en "sort æske".<sup>39</sup> I modsætning hertil er formålet med økonomisk-teoretiske analyser under NIE at "åbne op for denne 'sorte æske' og således at analysere de indre forhold i virksomheden [...]".<sup>40</sup> I henhold til NIE flyttes explanandum fra det neoklassiske fokus på brancheniveau "ned" på virksomhedsniveau.

Det ændrede explanandum medfører et uundgåeligt opgør med anskuelsen af virksomheden som en "sort æske". Når formålet er at forklare de indre forhold i virksomheden, kan den neoklassiske reduktion af virksomheden til en "sort æske" ikke længere fastholdes. I stedet anskues virksomheden i et økonomisk-juridisk perspektiv, hvor en virksomhed opfattes som "en fiktiv 'juridisk person', der udgør knudepunktet for et forgrenet net af bilaterale kontrakter, der alle har 1) virksomheden som den ene kontraktspart og 2) dens forskellige interessenter som den anden kontraktspart".<sup>41</sup> Da en virksomhed kan have mange interessenter og dermed indgå i mange kontraktforhold, betegnes virksomheden som et "nexus of contracts"<sup>42</sup> eller et "kontraktknudepunkt".

I vurderingen af PA-teoriens anvendelighed er et afgørende element, at der er overensstemmelse mellem metodens og afhandlingens analyseniveau, jf. Tvarnø & Denta (2015).<sup>43</sup> Som anført fokuserer PA-teorien i henhold til NIE på at analysere selskabers indre forhold. Tilsvarende fokuserer nærværende afhandling på at analysere kapitalselskabers muligheder for internt at organisere sig inden for rammerne af selskabsloven, særligt KSL § 131, med henblik på at undgå forekomsten af "beslutningsvakuum" (se kap. 1 *Indledning*).

### 2.3.1.2 PA-relation

I forlængelse af anskuelsen af selskabet som et *nexus of contracts*, fokuserer PA-teorien specifikt på den bilaterale aftale, der ligger til grund for en PA-relation, en såkaldt "PA-kontrakt". En forudsætning for anvendelsen af PA-teorien er således forekomsten af en PA-relation. En PA-relation kan defineres som et over-/underordningsforhold, hvor en eller flere principaler i henhold til en PA-kontrakt beskæftiger en eller flere agenter, der agerer på principalens vegne, se til eksempel Knudsen (1997), Hendrikse (2003) og Banner-Voigt & Rasmussen (2009). PA-teorien præsenterer en række normative strategier, som minimerer risikoen for interessekonflikter i en PA-relation, og er derfor særligt relevant i denne afhandling, der drejer sig om, at minimere risikoen for "beslutningsvakuum", der fremkommer som følge af blandt andet interessekonflikter.

Der består utvivlsomt en PA-relation mellem selskabets bestyrelse (principal) og selskabets direktion (agent). Af KSL § 111, stk. 1, nr. 1 fremgår det udtrykkeligt, at i selskaber hvor en bestyrelse varetager den overordnede og strategiske ledelse, har denne tillige til opgave at ansætte en direktion til at forestå den daglige ledelse. Over-/underordningsforholdet mellem bestyrelsen og direktionen

---

<sup>39</sup> Knudsen, C. 1997. *Økonomisk metodologi bind 2: Virksomhedsteori og industriøkonomi*. København: Jurist- og Økonomforbundets Forlag, s. 19

<sup>40</sup> Knudsen, C. 1997. *Økonomisk metodologi bind 2: Virksomhedsteori og industriøkonomi*. København: Jurist- og Økonomforbundets Forlag, s. 19

<sup>41</sup> Knudsen, C. 1997. *Økonomisk metodologi bind 2: Virksomhedsteori og industriøkonomi*. København: Jurist- og Økonomforbundets Forlag, s. 158

<sup>42</sup> Hendrikse, G. 2003. *Economics and Management of Organizations: Co-ordination, Motivation and Strategy*. New York: McGraw-Hill Education, s. 98

<sup>43</sup> Tvarnø, C. D. & Denta, S. M. 2015. *Få styr på metoden – Introduktion til juridisk metode og samfundsvidenskabelig projektmetode*. København: Ex Tuto Publishing A/S, s. 186

fremgår endog endnu tydeligere, idet direktionen er pålagt at følge bestyrelsens retningslinjer og anvisninger, jf. KSL § 117, stk. 1.

I afhandlingen fokuserer jeg imidlertid på forholdet mellem et selskabs kapitalejere og bestyrelsen. Jeg vil derfor indledningsvist i forbindelse med den økonomiske analyse påvise, at forholdet mellem kapitalejere og bestyrelsen også kan anses for en PA-relation inden for metodens anvendelsesområde. I bekræftende fald kan PA-teorien dernæst anvendes til at analysere hvorledes metodens strategier kan anvendes i forhold til denne PA-relation med henblik på at minimere risikoen for "beslutningsvakuum".

### 2.3.1.3 Opportunistisk adfærd og positive transaktionsomkostninger

*Opportunistisk adfærd* kan defineres som den adfærd, agenten i et PA-forhold udviser, hvis han "shirker"<sup>44</sup>, det vil sige bevidst undlader, helt eller delvist, at opfylde sin forpligtelse over for principalen i henhold til de to parter PA-kontrakt.

PA-teoriens antagelse om nyttemaksimerende adfærd indebærer en risiko for opportunistisk adfærd. Således vurderes det, at den nyttemaksimerende agent vil agere i overensstemmelse med sin egeninteresse og i den forbindelse ignorere PA-kontrakten i det omfang, aktøren kan opnå en personlig gevinst herved, det vil sige når den forventede værdi af en opportunistisk adfærd overstiger omkostningerne forbundet med denne adfærd. Antagelsen om opportunistisk adfærd kan forekomme karikeret, men faktum er, at institutioner oftest indrettes under hensyntagen hertil, eksempelvis ved at selskaber anvender incitamentsafønningsmodeller, der skal sikre, at selskabsdeltagerne varetager selskabets interesse.<sup>45</sup>

I den økonomiske analyse anvender jeg PA-teorien til at identificere kapitalejeres muligheder for ex ante at minimere risikoen for interessekonflikter med bestyrelsen, der kunne føre til opportunistisk adfærd fra bestyrelsen ex post. Det vurderes at kapitalejere ved at minimere risikoen for interessekonflikter kan minimere risikoen for inhabilitet i bestyrelsen og derved også minimere risikoen for "beslutningsvakuum" (se figur 1 *Årsag til beslutningsvakuum*). De konklusioner, der drages på baggrund af den økonomiske analyse, vil blive anvendt i et integreret samspil med konklusionen på den juridiske analyse med henblik på at vurdere, hvorvidt der eksisterer hjemmel til anvendelse af de identificerede økonomiske strategier, og hvorvidt den relevante juridiske ramme kan og bør tilpasses i overensstemmelse med de økonomiske konklusioners anbefalinger.

Fordi de neoklassiske økonomer anskuede virksomheden som en sort æske, var det muligt, at undlade at forholde sig til spørgsmålet om selskabsdeltageres opportunistiske adfærd. Som konsekvens af at NIE åbner denne sorte æske, er dette ikke længere muligt.

Williamson (1996) anser dog ikke antagelsen om opportunistisk adfærd som et egentligt problem for økonomisk teori, men anfører i stedet, at det er nødvendigt eksplicit at anerkende tilstedeværelsen af opportunistisk adfærd for at kunne imødegå denne:

<sup>44</sup> Petersen, B., Pedersen, T. & Benito, G. R. G. 2006. The Termination Dilemma of Foreign Intermediaries: Performance, Anti-shirking Measures and Hold-up Safeguard. *Advances of International Marketing* 16, s. 318

<sup>45</sup> Milgrom, P. & Roberts, J. 1992. *Economics, organization and management*. New Jersey: Prentice-Hall, Inc., s. 42

*To be alert to the hazards of opportunism is not, however, to condone or encourage opportunism. Rather, provided that opportunism is examined in the context of farsighted contracting, the lesson is to look ahead, perceive possible hazards, and take hazard-mitigating actions.*<sup>46</sup>

Opportunistisk adfærd er betinget af tilstedeværelsen af to forhold: *For det første* skal der forekomme en *delt ejendomsret* mellem flere aktører over et aktiv. En ejendomsret defineres i den sammenhæng som ejerforholdet over et bestemt aktiv, herunder retten til at bruge, ændre og/eller overdrage denne rettighed.<sup>47</sup> *For det andet* skal der forekomme *positive transaktionsomkostninger*.

### 2.3.1.3.1 Delt ejendomsret

Hvor en enkelt person oppebærer en *fuldstændig ejendomsret*, vil dette ikke give anledning til opportunistisk adfærd. *Jensen & Meckling* (1976) illustrerer denne pointe: Eneejeren af en virksomhed, der samtidig er ejer-leder i virksomheden, bestemmer alene den *monetære* værdi af virksomheden, eksempelvis udbetalt udbytte, gennem sit forbrug af *ikke-monetære* goder, eksempelvis personalegoder. Ejer-lederen vil antageligvis altid bestemme en efficient fordeling heraf under hensyntagen til sin egen nyttemaksimering; "shirker" ejer-lederen, for eksempel ved et overforbrug af personalegoder, falder virksomhedens monetære værdi, og dette tab bærer ejer-lederen fuldt ud.

I modsætning hertil vil en *delvis ejendomsret* tildelt to eller flere personer medføre risiko for opportunistisk adfærd. Dette er eksempelvis tilfældet, hvor eneejeren sælger en mindre kapitalandel i selskabet, men fortsætter i jobbet som direktør. I denne situation er det direktøren, der bestemmer selskabets monetære værdi gennem sit forbrug af ikke-monetære goder. Som følge af sin kun delvise ejendomsret bærer direktøren også kun en forholdsmæssig del af omkostningerne forbundet med forbruget af ikke-monetære goder i virksomheden. Disse omkostninger kommer til udtryk gennem en lavere monetær værdi af virksomheden og dette tab fordeles forholdsmæssigt ud på kapitalejerne i henhold til deres respektive ejerandele. Direktøren oppebærer dog fortsat den fulde nytte af sit forbrug af ikke-monetære goder, hvorfor direktørens forbrug heraf vil øges i forhold til den situation, hvor han samtidig bar de fulde omkostninger som eneejer-leder. Da denne udvikling i fordelingen af monetært udbytte og forbruget af ikke-monetære personalegoder selvsagt ikke er i virksomhedsejernes interesse, men alene i direktørens interesse, har direktøren incitament til at handle under hensyntagen til sin egeninteresse og derved "shirke" fra sin forpligtelse til at varetage virksomhedsejernes interesse.<sup>48</sup> Relateret til ovenstående beskrivelse af *Jensen & Meckling* (1976) anfører *Williamson* (1996) om formålet med at anerkende opportunistisk adfærd:

*the main message of opportunism is not that of Machiavellian grabbing or Get them before they get us. Rather, upon looking ahead and recognizing the types of hazards that are posed by opportunism, the main message is to give and receive credible commitments [...].*<sup>49</sup>

---

<sup>46</sup> Williamson, O. E. 1996. Economic Organization: The Case for Candor. *Academy of Management Review* 21(1), s. 48

<sup>47</sup> Furubton, E. G. & Richter, R. 2010. *Economics, Cognition, and Society: Institutions and Economic Theory: The Contribution of the New Institutional Economics*. USA: University of Michigan Press, s. 82

<sup>48</sup> Jensen, M. C. & Meckling, W. H. 1976. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics* 3, s. 312 f.

<sup>49</sup> Williamson, O. E. 1996. Economic Organization: The Case for Candor. *Academy of Management Review* 21(1), s. 50

### 2.3.1.3.2 Positive transaktionsomkostninger

Forekomsten af opportunistisk adfærd er som anført også betinget af forekomsten af positive transaktionsomkostninger. *Coase-teoremet* illustrerer relevansen af spørgsmålet om transaktionsomkostninger i forhold til en aktørs opportunistiske adfærd.

Antages det, som under den neoklassisk-økonomiske skole, at transaktionsomkostninger er ikke-eksisterende, det vil sige er nul, vil "outputtet" af et PA-forhold altid være *efficient*, idet agenten ikke vil have incitament til at "shirke". Eksempelvis vil principalens omkostninger forbundet med at overvåge agenten være nul; hvis agenten "shirker" vil principalen lade ham udskifte. Kun når agenten handler i overensstemmelse med principalens interesser, vil principalen alt andet lige ikke udskifte den pågældende agent, hvorfor agenten ikke har incitament til at "shirke".

Antages det derimod, som under NIE, at der er *positive* transaktionsomkostninger forbundet med at overvåge agenten, opstår muligheden for agenten for (delvist) at "shirke". Transaktionsomkostningerne begrænser principalens mulighed for at overvåge agenten, hvilket medfører, at agenten vil være fristet til i højere grad at handle opportunistisk, det vil sige at varetage sin egeninteresse på bekostning af principalens interesse, uden at principalen opdager dette.

### 2.3.1.4 Begrænset rationalitet og ufuldkommen information

I den neoklassiske skole antoges aktørerne at træffe beslutninger på baggrund af *fuld rationalitet* og *fuldkommen information*. På den baggrund bliver aktøren i stand til ex ante at træffe den nyttemaksimerende beslutning:

*A completely rational individual has the ability to foresee everything that might happen and to evaluate and optimally choose among available courses of action, all in the blink of an eye and at no cost.*<sup>50</sup>

#### 2.3.1.4.1 Den fuldkomne kontrakt

I forhold til den problemstilling, jeg behandler i nærværende afhandling ville de neoklassiske antagelser om fuld rationalitet, fuldkommen information og ikkeeksisterende transaktionsomkostninger tillade, at kapitalejerne forud for valget til bestyrelsen på generalforsamlingen udarbejdede en *fuldkomne kontrakt*, der efterfølgende ville sikre, at den valgte bestyrelse til hver en tid ville varetage selskabets – det vil sige kapitalejernes kollektive – interesse. *Milgrom & Roberts* (1992) beskriver den fuldkomne kontrakt:

*It would specify precisely what each party is to do in every possible circumstance and arrange the distribution of realized costs and benefits in each contingency (including those where the contract's terms are violated) so that each party finds it optimal to abide by the contract's terms.*<sup>51</sup>

Evnen til at træffe nyttemaksimerende beslutninger sammenholdt med muligheden for at indgå fuldkomne kontrakter bevirker, at aktørerne i fællesskab opnår det efficiente udbytte PA-relationen.

<sup>50</sup> Kreps, D. M. 1990. *A Course in Microeconomic Theory*. New York: Harvester. Citeret i Furubotn, E. G. & Richter, R. 2010. *Economics, Cognition, and Society: Institutions and Economic Theory: The Contribution of the New Institutional Economics*. USA: University of Michigan Press, s. 4

<sup>51</sup> Milgrom, P. & Roberts, J. 1992. *Economics, organization and management*. New Jersey: Prentice-Hall, Inc., s. 127

Under NIE er målet fortsat aktørernes nyttemaksimering, men dette antages at ske under hensyntagen til de begrænsninger, der følger af antagelserne om aktørens *begrænsede* rationalitet og *ufuldkomne* informationsniveau.

Disse to antagelser bevirker, at der uundgåeligt vil opstå omstændigheder senere hen, der var umulige at forudse og derfor forberede sig på, på tidspunktet for etableringen af PA-relationen. Selv hvor senere omstændigheder måtte være anticiperet af PA-kontraktens parter, kan parterne vurdere, at disse omstændigheder er af så ringe betydning for kontraktens helhed, at transaktionsomkostningerne forbundet med at behandle dem ved kontraktens indgåelse klart overstiger den forventede besparelse ved en sådan proaktiv stillingtagen. Under NIE er den "fuldkomne kontrakt" uopnåelig.

Furubotn (2001)<sup>52</sup> leverer en koncis fremstilling af, hvordan aktøren nyttemaksimerer under hensyntagen til de grundlæggende antagelser gældende i henhold til NIE. Her anfører forfatteren, at NIE-aktøren, som følge af antagelserne om ufuldkommen information og positive transaktionsomkostninger, er nødsaget til at afholde omkostninger alene for at øge sit informationsniveau i stedet for at anvende disse midler til nyttemaksimerende formål. Denne budgetbegrænsning mindsker i sidste ende aktørens samlede nytte. Tillige antages aktøren at være begrænset rationel, hvilket bevirker, at det til trods for aktørens afholdte transaktionsomkostninger til informationsindsamling, fortsat er *utopisk*, at aktøren vil være i stand til at foretage den optimale, det vil sige nyttemaksimerende, fordeling af det resterende budget. Under hensyntagen til NIEs grundlæggende antagelser er det alene muligt at opnå en kontrakt, der er optimal inden for det begrænsede informationsniveau.

### 2.3.2 Alternativ til PA-teorien: Agency-teorien

Som tidligere anført udgør NIE et "marginalt" opgør med den neoklassiske skole, hvilket kommer til udtryk i PA-teoriens grundlæggende antagelser. PA-teorien bygger på grundlæggende NIE-inspirerede antagelser om opportunistisk adfærd og positive transaktionsomkostninger, men samtidig antages det i metoden, at aktørerne handler under fuldkommen information og fuld rationalitet, det vil sige klassiske neoklassiske antagelser. I PA-teorien kommer det til udtryk ved, at målet om proaktivt at undgå interessekonflikter praktisk opnås, ved at parterne udarbejder en "fuldkommen kontrakt" – noget som kun lader sig gøre under disse neoklassiske antagelser.

I *agency-teorien* accepteres de nyinstitutionelle antagelser om begrænset rationalitet og ufuldkommen information på bekostning af de neoklassiske antagelser, som man finder i PA-teorien. I henhold til *agency-teorien* er aktøren således ikke i stand til på forhånd at tage hensyn til samtlige tænkelige omstændigheder og er derfor ikke i stand til at udarbejde en "fuldkommen kontrakt".

Undertiden betegnes PA-teorien som en *normativ*, det vil sige handlingsvejledende, økonomisk teori, mens *agency-teorien* betegnes som en *positiv*, det vil sige beskrivende, økonomisk teori, jf. Bregn (2004).<sup>53</sup> Knudsen (1997) forklarer denne perspektiv-forskel med grundlæggende variationer i de to

---

<sup>52</sup> Furubotn, E. G. 2001. The new institutional economics and the theory of the firm. *Journal of Economic Behavior & Organization* 45, s. 136 ff.

<sup>53</sup> Bregn, K. 2004. *Principal-agent teori – med særligt henblik på lønsystemer*. Danmark: Roskilde Universitet, s. 8

metoders "forklaringstyper".<sup>54</sup> Forfatteren anfører således, at PA-teorien gør brug af en *intentionel* forklaringstype, mens agency-teorien anvender en *funktionel* forklaringstype. I henhold til den intentionelle forklaringstype antager man, at virksomheders struktur og rutiner kan forklares som et resultat af (ledelsens) bevidste intentioner. I modsætning hertil antages det under den funktionelle forklaringstype, at virksomhedens design i højere grad er styret af et bagudrettet perspektiv, det vil sige baseret på fortidens positive og negative erfaringer.

Når jeg alligevel fastholder, at PA-teorien er mest relevant for denne afhandling sammenholdt med agency-teorien, så skyldes det i høj grad PA-teoriens normative, ex ante-analyseperspektiv. Dette analyseperspektiv er i overensstemmelse med det proaktive fokus i besvarelsen af afhandlingens problemformulering (se kap. 1 *Indledning*). I forhold til de konklusioner, jeg drager på baggrund af den økonomiske analyse ved brug af PA-teorien, er det dog relevant, at forholde sig til PA-teoriens metodologistridige accept af neoklassisk-økonomiske antagelser og hvilken betydning det har for den endelige konklusion.

---

<sup>54</sup> Knudsen, C. 1997. *Økonomisk metodologi bind 2: Virksomhedsteori og industriøkonomi*. København: Jurist- og Økonomforbundets Forlag, s. 188

### 3 Juridisk analyse

I henhold til retsdogmatikkens hierarkiske inddeling af retskilderne bør gyldig hjemmel først forsøges udledt af direkte af den relevante regulering. KSL § 131 er en forholdsnorm, som regulerer *hvorledes* et bestyrelsesmedlem skal agere under nærmere omstændigheder, men regulerer ikke direkte *hvorvidt* disse omstændigheder er til stede. Dette må i stedet afgøres ved en nærmere fortolkning af bestemmelsen. Det kan konstateres, at spørgsmål om inhabilitet sjældent behandles selvstændigt, men oftest behandles som led i forbindelse med afgørelser eksempelvis vedrørende ledelsesansvar. Denne tendens understøttes af et elektronisk opslag i Ugeskrift for retsvæsen ("UfR"), hvoraf det fremgår, at der blot er registreret en enkelt dom i henhold til KSL § 131 jf. FM 2014.117.<sup>55</sup> Tilsvarende er der i henhold til de tidligere gældende habilitetsbestemmelser i de historiske aktieselskabslove, henholdsvis ASL 1973 § 58 og ASL 1930 § 50, truffet ganske få afgørelser.<sup>56</sup> De få registrerede domme kan derfor ikke alene levere et fyldestgørende fortolkningsbidrag. Til at supplere den eksisterende retspraksis inddrages derfor tillige i den retsdogmatiske analyse relevante fortolkningsbidrag fundet i selskabsretlig litteratur.

Med ovenstående in mente, vil jeg nedenfor analysere de enkelte vurderingsmomenter i henhold til KSL § 131 og derigennem udlede gældende ret som begrebet defineres udvidet af Ross (1971) (se kap. 2 Metode). Afslutningsvist vil jeg opsummere gældende ret i henhold til KSL § 131, som identificeret i den retsdogmatiske analyse, hvorved forstås den retsstilling der anses for gældende under antagelse af, at der i fremtiden anlægges en sag, der omhandler KSL § 131, og at de nugældende vurderingsmomenter fortsat er gældende.

#### 3.1 KSL § 131

(In-)habilitetsbestemmelsen i KSL § 131 lyder:

*Et medlem af ledelsen må ikke deltage i behandlingen af spørgsmål om aftaler mellem kapitalselskabet og den pågældende selv eller om søgsmål mod den pågældende selv eller om aftale mellem kapitalselskabet og tredjemand eller søgsmål mod tredjemand, hvis vedkommende har en væsentlig interesse deri, der kan være stridende mod kapitalselskabets.*

Det afgørende kriterium for anvendelsen af selskabslovens § 131 er forekomsten af en *interessekonflikt*. Denne kan være *ubetinget* jf. 1. led, hvorved forstås en interessekonflikt som følge af ledelsesmedlemmets direkte involvering i aftalen eller søgsmålet. Alternativt kan interessekonflikten være *betinget* jf. 2. led, hvorved forstås en interessekonflikt som følge af ledelsesmedlemmets væsentlige interesse i spørgsmålet om aftale eller søgsmål mellem selskabet og en tredjemand.

---

<sup>55</sup> Søgning på "Ugeskrift for Retsvæsen" den 30. marts 2016 <<https://pro.karnovgroup.dk/journals/ufR>> under "Lovregister"/"S"/"Selskabsloven"/"§ 131"

<sup>56</sup> Søgning på "Ugeskrift for Retsvæsen" den 30. marts 2016 <<https://pro.karnovgroup.dk/journals/ufR>> under "Lovregister"/"A"/"Aktieselskabsloven (1973)"/"§ 58" og "Lovregister"/"A"/"Aktieselskabsloven (af 1930)"

### 3.1.1 Retspraksis

Som anført tidligere findes kun begrænset retspraksis, der tager konkret stilling til spørgsmål om inhabilitet, og som derved kan anvendes til udredning af gældende ret. Den seneste dom, der forholder sig hertil er *FM 2014.117*:

Direktør A var ansat som tegningsberettiget direktør i både N A/S og Q A/S. I forbindelse med overdragelse af en ejendom fra N A/S til Q A/S underskrev A skødet til tinglysning på vegne af både sælger (N) og køber (Q). Tinglysningsretten fandt, at A var potentielt inhabil efter KSL § 131 og tinglyste på den baggrund skødet med frist for A til at afgive erklæring om, at der ikke var andre tegningsberettigede i de to selskaber. A kærede afgørelsen og Tinglysningsretten anførte under kæresagen, at A i forbindelse med at have kæret afgørelsen havde afgivet oplysninger, der, såfremt de var fremgået af tinglysningsdokumentet, ville have medført tinglysning uden frist af Tinglysningsretten.

Landsretten ændrede afgørelsen, således at tinglysning af skødet kunne ske uden frist og udtalte i den forbindelse, at: *"[...] som udgangspunkt skal selskabers interne beslutningsprocesser, herunder inhabilitetsreglerne, ikke påses af medkontrahenter og andre uden for selskabet. Der var i det foreliggende tilfælde ikke omstændigheder, som gjorde det naturligt for omverdenen, her Tinglysningsretten, at kræve dokumentation for, at dispositionen var godkendt af et habilt og kompetent selskabsorgan"*.

### 3.1.2 "Et medlem af ledelsen..."

Et "ledelsesmedlem" er juridisk defineret i KSL § 5, stk. 1, nr. 20, 2. pkt., som *"et medlem af et selskabs tilsynsråd, bestyrelse eller direktion"*. Sammenholdt med de historiske habilitetsbestemmelser i ASL 1930 og ASL 1973 er anvendelsen af KSL § 131 udvidet, idet bestemmelsen nu udtrykkeligt omfatter medlemmer af tilsynsrådet.<sup>57</sup>

#### 3.1.2.1 Ledelsen i et kapitalselskab

Ifølge KSL § 111, stk. 1, nr. 1-2 kan et kapitalselskab vælge mellem to ledelsesstrukturer:

- 1) *En ledelsesstruktur, hvor kapitalselskabet ledes af en bestyrelse, der varetager den overordnede og strategiske ledelse. Til at forestå den daglige ledelse skal bestyrelsen ansætte en direktion, der enten kan bestå af en eller flere personer blandt bestyrelsens egne medlemmer eller af personer, som ikke er medlem af bestyrelsen. I begge tilfælde betegnes personer, som forestår den daglige ledelse, direktører, og de udgør samlet kapitalselskabets direktion. Flertallet af bestyrelsens medlemmer skal i aktieselskaber være personer, som ikke er direktører i selskabet. En direktør i et aktieselskab kan ikke være formand eller næstformand for bestyrelsen i aktieselskabet.*
- 2) *En ledelsesstruktur, hvor kapitalselskabet ledes af en direktion. I aktieselskaber skal direktionen ansættes af et tilsynsråd, der fører tilsyn med direktionen. Et medlem af direktionen kan ikke være medlem af tilsynsrådet.*

<sup>57</sup> ASL 1930 § 50, stk. 1 henviser til at *"et Bestyrelsesmedlem [ikke] maa [...]"*, mens stk. 2 angiver, at *direktører* er underlagt forbud imod, uden bestyrelsens godkendelse, at indgå aftaler mellem selskabet og ham selv eller mellem selskabet og tredjemand, såfremt han har en betydelig interesse deri, der kan stride mod selskabets interesse. ASL 1973 § 58, stk. 1 fremsætter forbud mod, at *"et bestyrelsesmedlem eller en direktør må [...]"*.

Ledelsesstrukturen i et kapitalselskab kan som udgangspunkt kategoriseres som "monistisk" (enstrenget) eller "dualistisk" (tostrenget).<sup>58</sup> Derudover findes en "skandinavisk ledelsesstruktur", der er en hybridmodel, det vil sige en kombination af henholdsvis den monistiske og den dualistiske ledelsesmodel.<sup>59 60</sup>

#### **3.1.2.1.1 Monistisk (enstrenget) ledelsesmodel**

Den monistiske ledelsesmodel er karakteriseret derved, at selskabsledelsen alene består af ét ledelsesorgan, det såkaldte "*board of directors*" (på dansk "bestyrelse"). Denne ledelsesstruktur er velkendt fra common law retssystemer, eksempelvis England. Bestyrelsen varetager som udgangspunkt både den daglige og den overordnede ledelse. Det står dog selskabet frit for at opdele ledelsen i henholdsvis et ledelsesorgan og et tilsynsorgan.<sup>61</sup>

Opdeling af den monistiske ledelsesstruktur ses hyppigere anvendt i nyere tid som følge af det øgede fokus på "corporate governance". Det forekommer nu ofte inden for den nyere monistiske ledelsesmodel, at bestyrelsen opdeles i henholdsvis "*executive directors*" med ansvar for den daglige selskabsledelse og "*non-executive directors*" med ansvar for den overordnede, strategiske ledelse, hvorved den moderne monistiske ledelsesmodel får mere form af en dualistisk ledelsesmodel (se nedenfor).<sup>62</sup>

#### **3.1.2.1.2 Dualistisk (tostrenget) ledelsesmodel**

Den dualistiske ledelsesmodel er karakteriseret ved, at den samlede ledelse består af to ledelsesorganer: "*Aufsichtsrat*" (på dansk "bestyrelse" eller "tilsynsråd") og "*Vorstand*" (på dansk: "direktion").<sup>63</sup> Den dualistiske ledelsesmodel betegnes også "den tyske model" efter sit oprindelsesland.

Bestyrelsen har beføjelse til at føre tilsyn med direktionen, herunder at ansætte og afskedige medlemmer heraf. Direktionen har ansvar for ledelsen af det pågældende selskab. De to ledelsesorganer er uafhængige og der er forbud mod personsammenfald og overlap af beføjelser. Dog kan det i selskabets vedtægter vedtages, at visse af direktionens dispositioner kun gyldigt kan gennemføres med bestyrelsens samtykke.

#### **3.1.2.1.3 Den skandinaviske (halvandenstrenget) ledelsesmodel**

Den skandinaviske ledelsesmodel er en *hybrid-ledelsesmodel*, det vil sige en blanding mellem den monistiske og den dualistiske ledelsesmodel.

I lighed med den klassiske monistiske ledelsesmodel er der i KSL § 111, stk. 1, nr. 1, 4. pkt. hjemmel til personsammenfald mellem direktionen med ansvar for den daglige ledelse og bestyrelsen med ansvar

---

<sup>58</sup> Hansen, S. F. & Krenchel, J. V. 2014. *Dansk selskabsret 2 – Kapitalselskaber*. København: Karnov Group Denmark A/S, s. 511 og Økonomi- og Erhvervsministeriet. 2008. Betænkning 1498/2008: Modernisering af selskabsretten, s. 284

<sup>59</sup> Hansen, S. F. & Krenchel, J. V. 2014. *Dansk selskabsret 2 – Kapitalselskaber*. København: Karnov Group Denmark A/S, s. 513

<sup>60</sup> Økonomi- og Erhvervsministeriet. 2008. Betænkning 1498/2008: Modernisering af selskabsretten, s. 285: Udvalg til Modernisering af Selskabsretten omtaler den skandinaviske ledelsesmodel som en "halvandenstrenget model".

<sup>61</sup> Hansen, S. F. & Krenchel, J. V. 2014. *Dansk selskabsret 2 – Kapitalselskaber*. København: Karnov Group Denmark A/S, s. 515

<sup>62</sup> Økonomi- og Erhvervsministeriet. 2008. Betænkning 1498/2008: Modernisering af selskabsretten, s. 284

<sup>63</sup> Hansen, S. F. & Krenchel, J. V. 2014. *Dansk selskabsret 2 – Kapitalselskaber*. København: Karnov Group Denmark A/S, s. 514

for tilsynet med den daglige ledelse, dog kun for så vidt flertallet af bestyrelsesmedlemmer ikke samtidig er direktører i samme selskab.

I lighed med den dualistiske ledelsesmodel er ledelsen i danske kapitalselskaber opdelt i to ledelsesorganer, henholdsvis direktionen og bestyrelsen (eller tilsynsråd).

Aktielovskommissionen opfordrede i sine tidlige forslag til en selvstændig dansk aktieselskabslov i i begyndelsen af 1900-tallet lovgiver til at forpligte danske selskaber til at anvende den dualistiske ledelsesmodel. Denne opfordring grundede i praktiske erfaringer fra det danske erhvervsliv, hvor manglende tilsyn med direktionen medførte (magt-)misbrug og heraf følgende økonomiske tab.<sup>64</sup> På grund af modstand fra erhvervslivet blev de tidlige lovforslag ikke vedtaget og i stedet vedtog man med ASL 1917, hvorefter danske selskaber i henhold til § 28, stk. 1 blev tilladt valgfrihed med hensyn til valget mellem en monistisk og dualistisk ledelsesmodel:

*Selskabets ledes af en Bestyrelse. Vedtægterne skal indeholde Bestemmelser om bestyrelsens Sammensætning og Valg, samt om, hvorvidt der af Bestyrelsen eller Generalforsamlingen tillige bliver at ansætte en Direktion, bestaaende af en eller flere Direktører (Forretningsførere), som forestaar Selskabets daglige Ledelse.*<sup>65</sup>

I ASL 1930, der erstattede ASL 1917, videreføres valgfriheden med hensyn til ledelsesstruktur, om end i begrænset omfang sammenlignet med den historiske aktieselskabslov. Jf. ASL 1930 § 48 skulle selskaber med en aktiekapital på over 100.000 kr. ansætte en direktion, mens der endnu var valgfrihed hertil for mindre selskaber, jf. formuleringen "*kan der i mindre Selskaber*".

I KSL fastholdes kapitalselskabernes valgfrihed, dog således at aktieselskaber *skal* følge den dualistiske ledelsesmodel, mens anpartsselskaber modsætningsvist kan vælge mellem den monistiske eller den dualistiske ledelsesmodel, jf. KSL § 111, stk. 1, nr. 1-2.

### 3.1.3 "... må ikke deltage i behandlingen..."

Spørgsmålet om "rækkevidden" af inhabilitetsforbuddet har givet anledning til megen debat i den juridiske litteratur jf. blandt andre *Lynge Andersen* (1996), *Gomard* (2000), *Werlauff* (2008 og 2010) og *Erhvervs- og Selskabsstyrelsen* (1996 og 2008) og *Schans Christensen* (2012).

Debatten udspringer af det forslag til revidering af bestemmelsens ordlyd, som aktielovudvalget præsenterede Betænkning nr. 540/1969.<sup>66</sup> I henhold til den hidtidige (in-)habilitetsbestemmelse i ASL 1930 § 50, var det ikke tilladt for et bestyrelsesmedlem at deltage i "[...] **afstemning** angaaende Spørgsmaal om Aftale mellem Selskabet og ham selv eller Søgemaal mod ham selv" (fremhævet her). Det samme gjaldt for afstemning angående spørgsmål om aftale mellem selskabet og tredjemand eller søgsmål mod tredjemand, dersom det pågældende bestyrelsesmedlem havde en betydelig interesse deri, der kunne være stridende mod selskabets interesse.

<sup>64</sup> Hansen, S. F. 2003. Ledelsesstrukturen i danske SE-selskaber. *Juridiske emner ved Syddansk Universitet 2003*. København: Jurist- og Økonomforbundets forlag, s. 80ff.

<sup>65</sup> Hansen, S. F. 2003. Ledelsesstrukturen i danske SE-selskaber. *Juridiske emner ved Syddansk Universitet 2003*. København: Jurist- og Økonomforbundets forlag, s. 84.

<sup>66</sup> Handelsministeriet. 1969. Betænkning 540/1969: Om en fællesnordisk aktieselskabslovgivning, s. 14 og 56

Den reviderede (in-)habilitetsbestemmelse i ASL 1973 § 58 forhindrer derimod et bestyrelsesmedlem eller en direktør i at "[...] deltage i **behandlingen** af spørgsmål om aftaler mellem kapitalselskabet og den pågældende selv eller om søgsmål mod den pågældende selv" (fremhævet her). Det samme gør sig gældende i spørgsmål om aftaler mellem kapitalselskabet og tredjemand eller søgsmål mod tredjemand, hvis det pågældende bestyrelsesmedlem eller den pågældende direktør har en væsentlig interesse deri, der kan være stridende mod kapitalselskabets.

Af bemærkningerne til § 58 i forarbejderne til ASL 1973 fremgår det, at:

*Bestemmelserne er i realiteten overensstemmende med reglerne i aktieselskabslovens § 50, stk. 1 og 2, med den forskel som følger af, at udkastets § 58 **ikke alene forbyder et bestyrelsesmedlem og en direktør at deltage i afstemningen om spørgsmål om aftaler mellem selskabet og ham eller om søgsmål mod ham selv, men overhovedet forbyder at han deltager i behandlingen**, når han selv er interesseret i sagen på den angivne måde. Det samme gælder, når der er tale om aftale mellem selskabet og tredjemand eller om søgsmål mod tredjemand, når et bestyrelsesmedlem eller en direktør deri har en væsentlig interesse, der kan være stridende mod selskabets* (fremhævet her).<sup>67</sup>

Lovgivers hensigt med den ændrede bestemmelse har tilsyneladende været, at stramme retstilstanden, idet lovgiver med ordlydsændringen forhindrer det inhabile bestyrelsesmedlem eller den inhabile direktør i at deltage i bestyrelsens forudgående drøftelse af den konkrete sag, jf. formuleringen "overhovedet forbyder, at han deltager i behandlingen".<sup>68</sup>

Det er dog problematisk, at lovgiver ikke i forbindelse med ændringen af bestemmelsens ordlyd har fundet anledning til at definere begrebet "behandlingen" nærmere. Heller ikke i forbindelse med revideringen af loven i 2008 har lovgiver fundet anledning til at behandle problemstillingen nærmere. Således anfører Udvalget til Modernisering af Selskabsretten, at KSL § 131 er en videreførelse af den hidtidige bestemmelse i ASL 1973 § 58, og anvender derefter en tilnærmelsesvist identisk beskrivelse af bestemmelsens retlige konsekvenser som i 1973.<sup>69</sup>

I retspraksis findes spørgsmålet om inhabilitetsforbuddets "rækkevidde" behandlet i Erhvervsankenævnets kendelse af 11. februar 1997. Kendelsen er afsagt på baggrund af den historiske habilitetsbestemmelse i ASL 1973, § 58, men da den nugældende bestemmelse i KSL § 131 som anført er en videreførelse af denne bestemmelse, vurderes afgørelsen fortsat at være udtryk for gældende ret på området.

*Erhvervsankenævnets kendelse af 11. februar 1997. 96-76-437. Leasingselskabet A A/S ejes af tre sparekasser i fællesskab, heriblandt K Sparekasse. Bestyrelsen af A A/S udgøres af syv bestyrelsesmedlemmer, hvoraf tre samtidig er bestyrelsesmedlemmer i hver af de tre sparekasser og tre samtidig er direktører i hver af de tre sparekasser.*

I den konkrete sag klager K Sparekasse til Erhvervsankenævnet over Finanstilsynets afgørelse om, at de to ledelsesmedlemmer i K Sparekasse, der tillige er bestyrelsesmedlemmer i A A/S,

<sup>67</sup> Handelsministeriet. 1969. Betænkning 540/1969: Om en fællesnordisk aktieselskabslovgivning, s. 56. Se også Andersen, L. L. 1996. Om at forlade bestyrelseslokalet. *Julebog 1996*. København: Jurist- og Økonomforbundets Forlag, s. 28

<sup>68</sup> Andersen, L. L. 1996. Om at forlade bestyrelseslokalet. *Julebog 1996*. København: Jurist- og Økonomforbundets Forlag, s. 36.

<sup>69</sup> Økonomi- og Erhvervsministeriet. 2008. Betænkning 1498/2008: Modernisering af selskabsretten, s. 919

skal forlade bestyrelseslokalet, når bestyrelsen behandler sager vedrørende lånebevillinger fra K Sparekasse til A A/S. Finanstilsynet fastholder dets afgørelse med den begrundelse, at ASL 1973 § 58 er en generel selskabsretlig grundregel og derfor ligeledes finder anvendelse for sparekasser og at bestemmelsen bør fortolkes restriktivt ved anvendelse for pengeinstitutter som følge af bank- og sparekasselovens skærpede habilitetsbestemmelse i § 19. Med hensyn til det inhabile bestyrelsesmedlems adgang til at levere supplerende oplysninger, er det Finanstilsynets opfattelse, at dette skal ske i en dialog med pengeinstituttets direktion forud for sagens forelæggelse til bestyrelsen.

Erhvervsankenævnet tiltræder Finanstilsynets afgørelse og fastholder, at de to ledelsesmedlemmer i K Sparekasse som følge af deres engagement i A A/S er inhabile i forhold til behandling af spørgsmål om lånebevilling til A A/S, hvorfor de skal forlade bestyrelseslokalet ved drøftelse af det konkrete spørgsmål. Endvidere tiltræder Erhvervsankenævnet Finanstilsynets opfattelse af, at de to ledelsesmedlemmers adgang til at bringe supplerende oplysninger er begrænset til at skulle ske forud for sagens forelæggelse for bestyrelsen.

Spørgsmålet om inhabilitetsforbuddets "rækkevidde" er ligeledes blevet behandlet i vidt omfang i den juridiske litteratur. Werlauff (2008) argumenterer for, at den inhabile ofte besidder det mest dybtgående kendskab til spørgsmålets faktum, og den pågældende bør derfor gives adgang til på forhånd at udarbejde et notat til fremlæggelse på bestyrelsesmødet.<sup>70</sup> Økonomi- og Erhvervsministeriet (2008) giver udtryk for samme synspunkt. Den anvendte formulering i Betænkning 1498-2008 giver dog anledning til tvivl om, hvorvidt den inhabiles adgang til at få præsenteret et notat på bestyrelsesmødet er betinget af, at de øvrige ledelsesmedlemmer har udbedt sig et sådant.<sup>71</sup> Denne fortolkning følger Erhvervsankenævnets kendelse, hvorefter den inhabile er udelukket fra at være til stede den praktiske behandling af spørgsmålet på bestyrelsesmødet, men dog har ret til at bidrage med et faktuel notat.

Gomard (2000) anvender heroverfor en lempelig fortolkning, idet forfatteren anfører, at det inhabile ledelsesmedlem "[...] kan være til stede i bestyrelsesmøder, hvor der gives oplysninger om spørgsmålet, og kan deltage i en foreløbig drøftelse."<sup>72</sup> Werlauff (2010) anfører i forlængelse heraf, at det er afgørende, hvorvidt den inhabile med sin deltagelse i de foreløbige drøftelser har udøvet direkte eller indirekte indflydelse på bestyrelsen.<sup>73</sup> De to forfattere tillader således i videre omfang end Erhvervsankenævnet, at den inhabile kan deltage i den praktiske behandling af konkrete spørgsmål ved deltagelse i foreløbige, men ikke afgørende, drøftelser af spørgsmålet i bestyrelsen.

Schans Christensen (2012) går videre i forhold til Gomard (2000), idet førstnævnte anser den inhabiles redegørelsesret som en redegørelsespligt. Forfatteren anfører, at den inhabile for at opfylde sin forpligtelse om at varetage selskabets interesse, må have en pligt til at delagtiggøre den øvrige ledelse i

<sup>70</sup> Werlauff, E. 2008. *Selskabsret*. København: Forlaget Thomson A/S, s. 444

<sup>71</sup> Økonomi- og Erhvervsministeriet. 2008. Betænkning 1498/2008: Modernisering af selskabsretten, s. 919: "Det forhold, at det inhabile medlem ikke kan deltage i behandlingen af et bestemt emne, hindrer ikke de øvrige medlemmer i at bede det pågældende medlem om en redegørelse om det pågældende emne".

<sup>72</sup> Gomard, B. 2000. *Aktieselskaber og anpartsselskaber*. København: Jurist- og Økonomforbundets Forlag, s. 234

<sup>73</sup> Werlauff, E. 2010. *Selskabsret*. København: Thomson Reuters Professional A/S, 498

sin viden. Denne redegørelse kan præsenteres ved den inhabiles personlige deltagelse på et forberedende møde.<sup>74</sup>

#### 3.1.4 ”... af spørgsmål om aftaler...”

KSL § 131 forbyder efter sin ordlyd et inhabilt ledelsesmedlem fra at deltage i behandlingen af spørgsmål om aftaler eller søgsmål. Dette forbud går videre end den tilsvarende bestemmelse jf. KSL § 86, der alene forbyder kapitalejere at deltage i afstemningen på generalforsamlingen om søgsmål mod dem selv eller tredjemand, hvis kapitlejeren har en væsentlig interesse deri, der kan være stridende mod kapitalselskabets.

##### 3.1.4.1 Afgrænsning af aftalebegrebet

*Schans Christensen* (2012) anvender en formålsfortolkning til at afgrænse aftalebegrebet i henhold til KSL § 131, der skal fortolkes bredt og derfor både omfatter enkeltstående aftaler og løbende samhandelsforhold, ligesom begrebet ikke alene henviser til aftaleindgåelsen, men formodes at gælde for alle beslutninger i relation til aftaleforholdet, det vil sige den løbende administration af aftaleforholdet både forud for og efter aftalens ikrafttræden.<sup>75</sup>

*Krüger Andersen* (2013) leverer en tilsvarende afgrænsning af aftalebegrebet i henhold til KSL § 131:

*At der må være tale om ”spørgsmål om aftaler”, betyder, at ikke enhver disposition eller beslutning, som kan få personlig eller økonomisk betydning for den pågældende, kan bevirke inhabilitet. Der må være tale om en disposition, som går ud på indgåelse, forandring eller ophør af en aftale med selskabet, eller i hvert fald får en umiddelbar betydning herfor [...].*<sup>76</sup>

Aftalebegrebet søges ligeledes indholdsmæssigt defineret i den juridiske litteratur jf. *Gomard* (2006), *Schaumburg-Müller og Werlauff* (2008), *Werlauff* (2008 og 2010) og *Krüger og Andersen* (2013).

*Werlauff* (2008) fastslår med udgangspunkt i en positiv definition af aftalebegrebet, at der foreligger en aftale, og derfor forekommer inhabilitet, når det pågældende ledelsesmedlem tillige besidder et bestyrelsesmandat i den fond eller forening, hvormed der indgås aftale.<sup>77</sup> Dette forhold udgør en betinget interessekonflikt i overensstemmelse med KSL § 131, 2. led. Forfatterens henvisning til *UfR 1973.417 H* indikerer, at definitionen ikke er begrænset til aftaler med fonde eller foreninger. Afgørelsen omhandler bestyrelsesmedlemmers inhabilitet som følge af disses bestyrelsesposter i forbindelse med pantsætning i de involverede aktieselskaber.

Heroverfor anvender *Werlauff* (2010) en negativ definition af aftalebegrebet:

***Det er ikke en ”aftale”, som medfører inhabilitet, at der skal drøftes spørgsmål om fondskapitalandele, udbytte, generelle renteændringer i en bank, ændring af generelle samhandelsvilkår mv., som den pågældende selv har økonomisk interesse i. Det medfører ikke inhabilitet, at der skal tages stilling til spørgsmål om ansættelse, lønvilkår generelt mv., når der ikke er tale om ledelsesmedlemmets eget ansættelsesforhold i selskabet, jf. UfR***

<sup>74</sup> Christensen, J. S. 2012. *Selskabsloven med kommentarer*. København: Karnov Group Denmark A/S, s. 394

<sup>75</sup> Christensen, J. S. 2012. *Selskabsloven med kommentarer*. København: Karnov Group Denmark A/S, s. 394

<sup>76</sup> Andersen, P. K. 2013. *Aktie- og anpartsselskabsret*. København: Jurist- og Økonomforbundets Forlag, s. 340.

<sup>77</sup> Werlauff, E. 2008. *Selskabsret*. København: Forlaget Thomson A/S, s. 444

1966.575 H, hvor der mellem to konkurrenter i direktionen var et modsætningsforhold, og hvor den ene ikke ansås inhabil i bestyrelsen ved spørgsmål om afskedigelse af den anden.<sup>78</sup> (fremhævet her)

I forhold til den konkrete problemstilling behandlet i nærværende afhandling, kan det af Werlauffs (2010) negative definition modsætningsvist slutes, at et bestyrelsesmedlem er inhabilt i forbindelse med behandling af spørgsmål om sit eget ansættelsesforhold, herunder ansættelse som direktør. Dette gælder såvel i forhold til spørgsmål om ansættelse som i forhold til efterfølgende spørgsmål i relation til ansættelsesforholdet. I disse tilfælde vil der være tale om ubetinget inhabilitet jf. KSL § 131, 1. led.

### 3.1.5 " ... mellem kapitalselskabet og den pågældende selv..."

De relaterede betegnelser *virksomhed*, *firma*, *selskab* osv. anvendes i det daglige i flæng, men det er inden for den juridiske terminologi relevant at adskille begreberne:

*Selskabet er ikke identisk med virksomheden. Selskabet er den juridiske ramme, mens virksomheden er den økonomiske substans inden i rammen. Et selskab kan eje og drive flere virksomheder, forudsat at der er dækning for alle aktiviteterne i dets formåls- §. En virksomhed kan være drevet af flere koncernforbundne eller associerede selskaber.*<sup>79</sup> (fremhævet her)

Et selskab kan defineres som et "samvirke, der i henhold til aftale drives af to eller flere deltagere i fællesskab".<sup>80</sup> Som udgangspunkt kræves to selskabsdeltagere førend et samvirke kan betegnes som et selskab. Denne betingelse udelukker derved enkeltmandsvirksomheder fra definitionsområdet. Betingelsen gælder dog ikke for kapitalselskaber, hvorfor aktie- eller anpartsselskaber med en enkelt kapitalejer fortsat anses for et selskab.<sup>81</sup>

Selskaber kan inddeles i tre kategorier af selskabsformer: 1) *kapitalselskaber*, 2) *personselskaber* og 3) *øvrige selskaber*, dvs. selskaber, der ikke kan henregnes under de to øvrige kategorier af selskabsformer. I nærværende afhandling er behandlingen af problemstillingen begrænset til bestyrelsesmedlemmer i kapitalselskaber.

#### 3.1.5.1 Kapitalselskaber

Begrebet kapitalselskab er defineret i KSL § 5, stk. 1, nr. 18, som "et anpartsselskab, herunder et iværksætterselskab, eller et aktieselskab, herunder et partnerskab".

Et kapitalselskab er særligt karakteriseret ved to forhold: For det første gælder der et lovpligtigt minimumskrav til selskabskapitalens størrelse og for det andet hæfter selskabsdeltagerne kun i begrænset omfang for selskabets gæld.

<sup>78</sup> Werlauff, E. 2010. *Selskabsret*. København: Thomson Reuters Professional A/S, s. 497

<sup>79</sup> Werlauff, E. 2013. *Selskabsret: Med selskabsreformen*. København: Karnov Group Denmark A/S, s. 183

<sup>80</sup> Hansen, S. F. & Krenchel, J. V. 2014. *Dansk selskabsret 2 – Kapitalselskaber*. København: Karnov Group Denmark A/S, s. 56

<sup>81</sup> Hansen, S. F. & Krenchel, J. V. 2014. *Dansk selskabsret 2 – Kapitalselskaber*. København: Karnov Group Denmark A/S, s. 58

### 3.1.5.1.1 Selskabskapital

Selskabskapital defineres i KSL § 5, stk. 1, nr. 30 som *"det indskud, som kapitalejernes hæftelse er begrænset til i medfør af denne lov, jf. § 4"*. Det lovpligtige mindstekrav til selskabskapitalen er i dag henholdsvis kr. 500.000 i aktieselskaber og kr. 50.000 i anpartsselskaber, jf. KSL § 4, stk. 2.

Selskabskapitalkravet er en af selskabslovens kreditorbeskyttelsesregler. Selskabskapitalen er således i regnskabsmæssig forstand bunden egenkapital.<sup>82</sup> Det indebærer, at denne ikke kan udbetales som udbytte, men at den alene må betales tilbage til kapitalejerne i forbindelse med kapitalselskabets opløsning, og kun i det omfang alle selskabets kreditorer har fået deres krav dækket forinden, jf. KSL § 223, stk. 1.

### 3.1.5.1.2 Begrænset hæftelse

Ved begrænset hæftelse forstås, at kapitalselskabet alene hæfter for dets forpligtelser svarende til selskabets formue. Som udgangspunkt hæfter selskabets kapitalejere derfor ikke personligt over for selskabets kreditorer, men alene med deres indskud, jf. udtrykkeligt KSL § 1, stk. 2. Werlauff (1991) skriver om et *"delingsprincip"*, hvorved kapitalejernes formue opdeles i en personlig formue, som de beholder, og en udskilt formue, som tilhører selskabet, og som kapitalejerne kun ejer indirekte gennem deres aktiebesiddelse.<sup>83</sup> Den begrænsede hæftelse må således anses for et privilegium for kapitalejerne og en ulempe for kapitalselskabets kreditorer, som ikke med sikkerhed kan få dækket deres krav.<sup>84</sup> Der er dog intet til hinder for, at kapitalejerne frivilligt indgår aftale med kreditorerne, hvorved de forpligter sig til at indestå for et nærmere angivet beløb ud over deres kapitalindskud, eksempelvis ved at stille garanti eller kaution.

Kun i særlige tilfælde vil det være muligt for selskabets kreditorer at rette deres krav direkte mod kapitalejerne i et selskab med begrænset hæftelse, hvorefter kapitalejerne ufrivilligt kommer til at hæfte for selskabets gæld ud over deres kapitalindskud.

Der findes ikke umiddelbart en entydig definition af begrebet ansvarsgennembrud, men dette dækker over, at domstolen (uden udtrykkelig hjemmel) *"tilsidesætte[r] den begrænsede hæftelse, således at en kreditor, hvis krav er rettet mod et selskab, får lejlighed til at gøre dette gældende mod en eller flere af kapitalejerne"*.<sup>85</sup> Inden for dansk ret er udgangspunktet dog, at der ikke foreligger hjemmel til ansvarsgennembrud. Således anfører Moderniseringsudvalget om adgangen til ansvarsgennembrud, at:

*[u]dvalget mener ikke, at den kreditorbeskyttelse, der kunne ligge i at tilsidesætte hæftelsesreglerne, vejer tungere end det behov for klarhed og forudberegnelighed, som selskabsdeltagerne har. Den frie bevisvurdering og praksis for enten at gøre et ledelsesansvar gældende eller tilsidesætte den begrænsede hæftelse ved formuesammenblanding, som danske domstole anvender, skønnes at være både tilstrækkelig og mere hensigtsmæssig.*<sup>86</sup>

<sup>82</sup> Se hertil Hansen, S. F. & Krenchel, J. V. 2014. *Dansk selskabsret 2 – Kapitalselskaber*. København: Karnov Group Denmark A/S, s. 363 ff.

<sup>83</sup> Werlauff, E. 1991. *Selskabsmasken: loyalitetspligt og generalklausul i selskabsretten*. København: Gads Forlag, s. 53, note 117

<sup>84</sup> Hansen, S. F. & Krenchel, J. V. 2014. *Dansk selskabsret 2 – Kapitalselskaber*. København: Karnov Group Denmark A/S, s. 99

<sup>85</sup> Hansen, S. F. & Krenchel, J. V. 2014. *Dansk selskabsret 2 – Kapitalselskaber*. København: Karnov Group Denmark A/S, s. 150 f.

<sup>86</sup> Økonomi- og Erhvervsministeriet. 2008. Betænkning 1498/2008: Modernisering af selskabsretten, s. 45 f.

### 3.1.6 "... eller om søgsmål mod den pågældende selv..."

Som tidligere anført (se kap. 1 *Indledning*) fremgår det, at nærværende afhandling som følge af pladsmæssige begrænsninger alene fokuserer på inhabilitet i forhold til spørgsmål om aftaler, hvorfor vurderingsmomentet indeholdt i dette led i bestemmelsen ikke behandles nærmere her.

### 3.1.7 "... eller om aftale mellem kapitalselskabet og tredjemand eller søgsmål mod tredjemand, hvis vedkommende har en væsentlig interesse deri, der kan være stridende mod kapitalselskabets"

Det er umiddelbart ligetil at identificere et bestyrelsesmedlems personlige interesse, idet der her er tale om en *fysisk* person. Eksempelvis arbejder man inden for økonomisk teori med antagelsen om *rationelle aktører*, det vil sige aktører, hvis interesse alene er at optimere deres personlige nytte. Den inhabilitetsbegrundende interesse vil eksempelvis ofte skyldes en personlig, økonomisk interesse hos bestyrelsesmedlemmet.<sup>87</sup>

I modsætning til fysiske personer er *juridiske* personer, eksempelvis et kapitalselskab, ikke i stand til at bære en selvstændig interesse. Denne bestemmes i stedet af de(n) fysiske selskabsdeltager(e), der tildeles kompetence hertil. Når et bestyrelsesmedlem således ikke må handle i strid med selskabets interesse, menes i virkeligheden, at den pågældende ikke må handle i strid med den interesse, som specifikke selskabsdeltagere har tillagt selskabet.

#### 3.1.7.1 Selskabets interesse som det økonomiske residualssubjekts interesse

*Sofsrud* (1999) argumenterer for, at selskabets interesse bør opfattes som synonym for det økonomiske residualssubjekts interesse: "*hvis begrebet [selskabets interesse] skal være operationelt, må dette forudsætte, at der kan peges på et bestemt interessesubjekt som bærer af selskabsinteressen...*".<sup>88</sup>

Selskabets økonomiske residualssubjekt defineres som "*... den eller de personer, der ved selskabets opløsning får udbetalt selskabets formue*".<sup>89</sup> Det er i henhold til denne definition kapitalselskabets *ejere*, det som udgangspunkt udgør selskabets residualssubjekt. I tilfælde hvor selskabet ikke kan yde fuld dækning af alle kreditortilgodehavende, vil kreditorerne dog udgøre det økonomiske residualssubjekt. I så tilfælde vil kreditorerne have den primære interesse i selskabets økonomiske residualer, idet likvidationsprovenu som udgangspunkt først må udloddes til kapitalejerne efter at kreditorernes eventuelle krav er indfriet, jf. KSL § 223, stk. 1, og da disse krav ikke kan indfries til fulde, bliver kapitalejernes residualinteresse på dette tidspunkt kun sekundær i forhold til kreditorernes.

<sup>87</sup> Sofsrud, T. 1999. *Bestyrelsens beslutning og ansvar: spørgsmål til bedømmelse af bestyrelsesmedlemmers erstatningsansvar*. København: Greens Jura/Akademisk Forlag, s. 359

<sup>88</sup> Sofsrud, T. 1999. *Bestyrelsens beslutning og ansvar: spørgsmål til bedømmelse af bestyrelsesmedlemmers erstatningsansvar*. København: Greens Jura/Akademisk Forlag, s. 236

<sup>89</sup> Sofsrud, T. 1999. *Bestyrelsens beslutning og ansvar: spørgsmål til bedømmelse af bestyrelsesmedlemmers erstatningsansvar*. København: Greens Jura/Akademisk Forlag, s.259

### 3.1.7.1.1 Selskabets interesse er kapitalejernes interesse

Kapitalejerne er en forudsætning for selskabets stiftelse, og det er derfor nærliggende, at kapitalselskabet tjener kapitalejernes interesse, og at selskabets interesse derved bliver et synonym for kapitalejernes interesse.<sup>90</sup> Hermed bliver det afgørende at definere kapitalejernes interesse.

Der findes mange individuelle interesser internt blandt selskabets kapitalejere. Det er derfor vanskeligt at pege på én kapitalejerinteresse, der altid kan identificeres med selskabets interesse.<sup>91</sup> Oftest fremhæves profitmaksimering som en sådan gennemgående interesse blandt selskabets kapitalejere, men end ikke profitmaksimering er en entydig størrelse, idet den kan opnås gennem varetagelse af mange varierende interesser blandt kapitalejerne.

Det kan således ikke være en *individuel* kapitalejerinteresse, men i stedet den *kollektive* interesse for kapitalejergruppen som helhed, der ligger til grund for selskabets interesse.

Dette synspunkt anlægges også udtrykkeligt i dansk retspraksis, jf. Østre Landsrets dom U.1924.147Ø, hvor retten finder enstemmighed blandt selskabets kapitalejere nødvendig for at et generalforsamlingsforslag om adgang til belåning af selskabets aktier i selskabet gyldigt kan vedtages:

*Da nu Beslutningen, der synes forberedt ved i flere Aar kun at udlodde en i Forhold til Selskabets Fortjeneste ubetydelig Dividende, i sig selv er af en ganske ekstraordinær Karakter og **ikke tjener Selskabets, det vil sige samtlige Aktionærers Interesse**, men kun kan antages motiveret ved Sagsøgtets øjeblikkelige Pengevanskelighed, og navnlig i Betragtning af, at den medfører en væsentlig Ulighed mellem de Aktionærer, der benytter sig af Belaaningsmuligheden, og de, der ikke ønsker at Laane Penge til en saa høj Rentefod, idet disse sidste kommer til at bære Risikoen for de førstes Solvens, hvis Aktierne daler i Kurs under 225, findes den kun at kunne være gyldig, naar den vedtages enstemmig (fremhævet her).*

Selskabets interesse defineret som den kollektive kapitalejerinteresse skal fortolkes bredt. I henhold til dansk retspraksis skal der ikke blot tages hensyn til den kollektive interesse blandt *eksisterende* kapitalejere, men samtidig også tages højde for *fremtidige* kapitalejeres interesse.<sup>92</sup> Det fremgår af Højesterets dom U 1961.74H:

På generalforsamling i selskabet K, som var stiftet af M i fællesskab med to andre, vedtoges den 26. november 1953 at gennemføre en kapitalforhøjelse ved tegning af nye aktier. Den 30. november købte M en parcelgrund for kr. 18.947 og solgte samme dag grunden videre til selskabet K for kr. 118.947. Efter at en ny bestyrelse i K blev opmærksom på Ms fortjeneste ved handlen med parcelgrunden, anlagdes sag mod selskabets stiftere med krav om tilbagebetaling af differencen mellem parcelgrundens værdi i handel og vandel og den faktiske salgspris. Under sagsbehandlingen blev parcelgrundens handelsværdi fastsat til kr. 60.000 af en af landsretten udpeget skønsmand.

---

<sup>90</sup> Sofsrud, T. 1999. *Bestyrelsens beslutning og ansvar: spørgsmål til bedømmelse af bestyrelsesmedlemmers erstatningsansvar*. København: Greens Jura/Akademisk Forlag, s. 233

<sup>91</sup> Sofsrud, T. 1999. *Bestyrelsens beslutning og ansvar: spørgsmål til bedømmelse af bestyrelsesmedlemmers erstatningsansvar*. København: Greens Jura/Akademisk Forlag, s. 245 ff.

<sup>92</sup> Sofsrud, T. 1999. *Bestyrelsens beslutning og ansvar: spørgsmål til bedømmelse af bestyrelsesmedlemmers erstatningsansvar*. København: Greens Jura/Akademisk Forlag, s. 245 f.

Landsretten vurderede, hvad Højesteret sidenhen stadfæstede, at det var uforeneligt med stifternes tilsagn til aktietegnerne om bedst mulig varetagelse af disses interesser og i øvrigt uforeneligt med stifternes lovmæssige pligt til at sørge for forsvarlig værdiansættelse af aktiver som selskabet skulle overtage, at stifterne havde beregnet parcelgrundværdien på en sådan måde, at denne gav en fortjeneste på over 500 % og samtidig væsentligt oversteg parcelgrundens værdi i handel ogandel. På den baggrund forpligtedes de solidarisk ansvarlige stiftere at tilbagebetale kr. 40.000 under hensyntagen til at en del af videresalgssummen fra K til M havde form af et pantebrev.

### 3.1.7.1.2 Selskabets interesse er kreditorernes interesse

Som tidligere anført anses kreditorerne for at være kapitalselskabets økonomiske residualssubjekt fra det øjeblik, hvor selskabet ikke er i stand til at fyldestgøre samtlige dets kreditors krav. Kreditorerne forudsættes således ikke at kunne udgøre selskabets økonomiske residualssubjekt *samtidig* med kapitalejerne.

Ligesom i tilfælde hvor kapitalejerne anses for selskabets økonomiske residualobjekt, defineres selskabets interesse ved hensyntagen til *samtlig*e kreditors interesse<sup>93</sup>. Ved spørgsmålet om der er sket en tilsidesættelse af selskabets interesse, må der således tages højde for alle kreditors interesse som helhed. Dette kommer eksempelvis til udtryk i Konkurslovens kapitel 8 (§§ 64-81) om omstødelse. Ledelsesbeslutninger i kapitalselskabet, hvorved udvalgte kreditorer opnår fordele på bekostning af andre kreditorer kan under nærmere betingelser *omstødes*, hvorved princippet om ligebehandling af kreditorerne overholdes.

### 3.1.7.1.3 Selskabets interesse som summen af interessentgruppers vægtede interesser

I modsætning til *Sofruds* (1999) snævre afgrænsning af selskabets interesse, hvorefter denne alene dækker *enten* kapitalejernes *eller* kreditors kollektive interesse, afgrænser *Werlauff* (1991) selskabets interesse i en bredere forstand, hvorved denne dækker over multiple interessentgruppers interesser. *Werlauff* definerer selskabets interesse som:

[...] *selskabets interesse i nettogevinst med henblik på varetagelse af et antal indbyrdes vægtede interesser, primært selskabsdeltagernes interesse i kapitaltilvækst, sekundært selskabskreditors interesse i overholdelse af de med dem indgåede aftaler, og tertiært medarbejderes, medkontrahenters og samfundets interesser i selskabet* [...] <sup>94</sup>.

*Werlauffs* (1991) definition af selskabets interesse afviger fra *Sofsruds* (1999) dersom forfatteren udtrykkeligt inddrager andre interessenter end udelukkende det økonomiske residualssubjekt i afgrænsningen af selskabets interesse. <sup>95</sup> *Sofsrud* (1999) argumenterer imod behovet for at inddrage disse interesser, idet han anfører, at en snæver afgrænsning af selskabets interesse ikke udelukker muligheden for i praksis at tage hensyn til øvrige interessenter, men at den eksplicitte inddragelse af

<sup>93</sup> Sofsrud, T. 1999. *Bestyrelsens beslutning og ansvar: spørgsmål til bedømmelse af bestyrelsesmedlemmers erstatningsansvar*. København: Greens Jura/Akademisk Forlag, s. 255

<sup>94</sup> Werlauff, E. 1991. *Selskabsmasken: loyalitetspligt og generalklausul i selskabsretten*. København: Gads Forlag, s. 72

<sup>95</sup> Werlauff, E. 1991. *Selskabsmasken: loyalitetspligt og generalklausul i selskabsretten*. København: Gads Forlag, s. 69

disse interessenter i afgrænsningen af selskabets interesse vil medvirke til at fastholde den eksisterende uklarhed om begrebets indhold.<sup>96</sup>

Werlauff (1991) argumenter derimod for, at inddragelsen af medarbejdernes interesser er en nødvendig følge af den udtrykkelige bestemmelse i selskabsloven i henhold til hvilken vedtægtsændringer vedrørende retten til udlodning af selskabets midler til fordel for andre end selskabets aktionærer og medarbejdere kun gyldigt kan træffes ved tiltrædelse af samtlige aktionærer. Argumentet har fortsat gyldighed i henhold til KSL om end reduceret, idet denne beslutning nu kræver skærpet kvalificeret majoritet i form af dobbelt 9/10-flertal, jf. KSL § 107, stk. 2, nr. 1.

Endvidere argumenter Werlauff (1991) for, at samfundets interesse i selskabet er uomtvistelig, idet samfundet særligt har én interesse, der potentielt kan komme i modstrid med alle de øvrige selskabsinteressenters, nemlig interessen i at (tvangs-)opløse selskaber, der ikke opfylder lovens præceptive bestemmelser. Dermed er det relevant at varetage samfundets konkrete interesse i forhold til at varetage selskabets interesse, idet selskabsledelsen ellers risikerer at handle i strid med selskabets interesse, da ulovlige handlinger eller undladelser kan medføre tvangsopløsning.

## 3.2 Retsvirkninger af KSL § 131

### 3.2.1 Quorumkravet

Lovgiver har ikke i forbindelse med det forberedende arbejde forud for vedtagelsen af KSL 2009 fundet anledning til at forholde sig til retsvirkningerne af § 131, bortset fra at bestyrelsesbeslutninger kan henskydes til generalforsamlingen, hvis bestyrelsen ikke opfylder quorumkravet jf. KSL § 124, stk. 1. Som anført indledningsvist i afhandlingen er bestyrelsens manglende opfyldelse af quorumkravet en forudsætning for forekomsten af et "beslutningsvakuum" (se kap. 1 *Indledning*)

Ifølge KSL § 124, stk. 1 gælder det, at bestyrelsen er beslutningsdygtig, når over halvdelen af samtlige medlemmer er repræsenteret, for så vidt der ikke efter vedtægterne stilles større krav. Er mindst halvdelen af bestyrelsesmedlemmerne inhabile i forhold til det relevante spørgsmål under behandling, må beslutningen således henskydes til generalforsamlingen.

Ifølge KSL § 124, stk. 2 er det dog som udgangspunkt tilladt et bestyrelsesmedlem der har forfald, at indkalde en suppleant eller i enkeltstående tilfælde at give fuldmagt til et andet bestyrelsesmedlem, hvor dette er betryggende henset til emnet for drøftelserne. Det må dog kraftigt betvivles, hvorvidt dette er tilladt for inhabile bestyrelsesmedlemmer, da dette næppe kan siges at være betryggende i forhold til emnet for drøftelserne.

### 3.2.2 Beslutningers ugyldighed

Der kan argumenteres for generelt at anlægge en *streng* fortolkning af bestemmelsens retsvirkning, hvorefter udgangspunktet er, at såfremt en bestyrelsesbeslutning er taget uden behørig iagttagelse af spørgsmålet om inhabilitet jf. KSL § 131, må den *samlede beslutning* anses for at være ugyldig. Den strenge fortolkning modereres dog ofte(st) i praksis, hvor en sådan indsigelse sjældent vil få

---

<sup>96</sup> Sofsrud, T. 1999. *Bestyrelsens beslutning og ansvar: spørgsmål til bedømmelse af bestyrelsesmedlemmers erstatningsansvar*. København: Greens Jura/Akademisk Forlag, s. 240

betydning, idet den ugyldige beslutning ofte(st) allerede vil være iværksat på det tidspunkt hvor der gøres indsigelse.<sup>97</sup>

### 3.2.2.1 Kriteriet om ”afgørende for beslutningens udfald”

Alternativt til en streng fortolkning kan der argumenteres for at anlægge en mere lempelig fortolkning af bestemmelsens retsvirkning. I henhold hertil er det som udgangspunkt ikke den *samlede* bestyrelsesbeslutning, der må erklæres ugyldig som følge af den konstaterede inhabilitet, men alene den inhabiles *afgivne stemme*. Dette kan dog i sidste ende føre til samme resultat, det vil sige at bestyrelsens beslutning i sin helhed må anses for ugyldig, hvor det opnåede flertal skyldes medregning af den inhabiles stemme, der således har været afgørende for, at forslaget blev vedtaget:

*Dette [at den pågældende stemme er ugyldig] kan indebære, at den trufne afgørelse efter omstændighederne bliver ugyldig. Dette gælder dog ikke, hvor den pågældendes stemme ikke har været afgørende for, om forslaget blev vedtaget* (fremhævet her).<sup>98</sup>

Ovenstående formulering af Hansen & Krenchel (2014) er dog problematisk, idet forfatterne henviser specifikt til situationer, hvor den inhabiles *afgivne stemme* har været afgørende for beslutningen. Derved åbnes for, at den inhabile kan *deltage* i behandlingen af spørgsmålet, men blot undlade at afgive en stemme; i disse situationer vil den inhabile klart overskride behandlingsforbuddet i henhold til KSL § 131, men uden risiko for at den endelige beslutning efterfølgende erklæres ugyldig, idet der ikke er tale om en afgørende *stemme*.

Schaumburg-Müller & Werlauff (2010)<sup>99</sup> og Krüger-Andersen (2013)<sup>100</sup> støtter ligeledes en lempelig fortolkning. Forfatterne undgår dog ovenstående problematik affødt af brugen af termen ”stemme”, idet disse forfattere nøjes med at konstatere, at en bestyrelsesbeslutning må erklæres ugyldig, såfremt den inhabile har været afgørende for beslutningens udfald. Dermed undgår forfatterne at forholde sig til, hvorvidt denne afgørende indflydelse er en følge af den inhabiles praktiske *deltagelse* i behandlingen af spørgsmålet eller skyldes den inhabiles *afgivne stemme*.

I henhold til den moderate fortolkning af habilitetsbestemmelsens retsvirkning er der således ikke tale om en *objektiv ugyldighed*, hvorved forstås at den trufne beslutning automatisk må erklæres ugyldig, såfremt habilitetsbestemmelsen ikke har været behørigt iagttaget. I stedet argumenteres for en *subjektiv ugyldighed*, hvorved skal forstås, at beslutningen alene må anses for ugyldig, for så vidt den inhabile har været afgørende for beslutningens udfald.

## 3.3 Sammenfatning af den juridiske analyse

KSL § 131 er en *objektiv* bestemmelse, hvorved forstås, at forbuddet i bestemmelsen gælder, uanset at det ikke er givet, at interessekonflikten vil føre til en reel strid mellem selskabet og bestyrelsesmedlemmet.

<sup>97</sup> Werlauff, E. 2013. *Selskabsret: Med selskabsreformen*. København: Karnov Group Denmark A/S, s. 545

<sup>98</sup> Hansen, S. F. & Krenchel, J. V. 2014. *Dansk selskabsret 2 – Kapitalselskaber*. København: Karnov Group Denmark A/S, s. 566

<sup>99</sup> Schaumburg-Müller, P. & Werlauff, E. 2010. *Selskabsloven med kommentarer (lov om aktie- og anpartsselskaber)*. København: Jurist- og Økonomforbundets Forlag, s. 576.

<sup>100</sup> Andersen, P. K. 2013. *Aktie- og anpartsselskabsret*. København: Jurist- og Økonomforbundets Forlag, s. 342 f.

Der findes ikke tilstrækkelig retspraksis vedrørende håndtering af inhabilitet i overensstemmelse med KSL § 131, hvorfor der ikke alene på den baggrund kan defineres en entydig retspraksis på området. I stedet må vurderingen af inhabilitet bero på en konkret afvejning af de relevante overvejelsermomenter indeholdt i bestemmelsen.

Heraf følger det, at der skal være tale om et *ledelsesmedlem*. Et ledelsesmedlem er defineret som et medlem af enten selskabets tilsynsråd, bestyrelse eller direktion; dette varierer med den valgte ledelsesstruktur i selskabet. I dansk ret er aktieselskaber forpligtet til at anvende den dualistiske ledelsesstruktur, hvor et tilsynsråd eller en bestyrelse fører tilsyn med selskabets direktion. Anpartsselskaber kan også vælge denne ledelsesstruktur, men har mulighed for at lade selskabet lede alene af en direktion.

Den typiske danske ledelsesstruktur omtales som en "halvandenstregen" hybridstruktur mellem den dualistiske og den monistiske, hvor der gives adgang for, at direktionsmedlemmer tillige kan fungere som bestyrelsesmedlemmer.

Derudover skal der være tale om behandling af et spørgsmål om *aftaler*. Aftalebegrebet omfatter såvel *aftaleindgåelse* som *administration af eksisterende aftaleforhold*. Et bestyrelsesmedlem er *betinget* inhabilt i forhold til spørgsmål om aftaler indgået med selskaber, hvori den pågældende ligeledes er ledelsesmedlem. Et bestyrelsesmedlem er *ubetinget* inhabilt i spørgsmål om aftaler vedrørende den pågældendes eget ansættelsesforhold i selskabet, herunder i forbindelse med den pågældendes ansættelse som direktør i selskabet.

Endvidere følger det af selskabslovens generelle anvendelsesområde jf. KSL § 1, stk. 1, at der skal være tale om et bestyrelsesmedlem i et *kapitalselskab*. Det er derimod ikke en betingelse, at den relevante aftale indgås med et kapitalsselskab.

Afslutningsvist må det vurderes, om aftalen er indgået i strid med *selskabets interesse*. Det enkelte bestyrelsesmedlem kan med henvisning til økonomisk teori anses for en *rationel aktør*, hvorfor dennes interesse kan defineres som personlig nyttemaksimering. Derimod er det mere vanskeligt at definere *selskabets interesse*, da der her er tale om en *juridisk* person, der ikke er i stand til at bære en selvstændig interesse. I stedet defineres selskabets interesse som den *kollektive interesse* hos selskabets *økonomiske residualssubjekt*, det vil sige enten selskabets kapitalejere eller kreditorer. Der kan også argumenteres for at inddrage medarbejderes og samfundets interesse i definitionen af selskabets interesse.

*Konsekvensen* af inhabilitet er, at den inhabile udelukkes fra at deltage i *behandlingen* af det konkrete spørgsmål. Det fremstår fra lovgivers side ikke klart, hvor strengt denne udelukkelse skal opfattes. I retspraksis er anlagt det synspunkt, at den inhabile har adgang til at fremlægge sin viden om sagens faktum i et notat forud for sagens forelæggelse for bestyrelsen, men at denne i øvrigt må forlade bestyrelseslokalet forud for den praktiske behandling, jf. Erhvervsankenævnets kendelse af 11. februar 1997. Dette synspunkt finder støtte i juridisk litteratur, hvor der dog samtidig findes argumenter for en mere lempelig fortolkning, hvorefter den inhabile har ret til at deltage i den *indledende* behandling af spørgsmålet. Der er endvidere argumenteret for, at der ikke er tale om en *ret*

for den inhabile til at fremlægge sin viden, men derimod en *pligt* i overensstemmelse med den inhabiles pligt til at varetage selskabets interesse.

Såfremt et bestyrelsesmedlem, der efter en konkret vurdering måtte anses for inhabil i henhold til KSL § 131, alligevel har deltaget i behandlingen af et aftalerelateret spørgsmål er spørgsmålet, hvorvidt den samlede beslutning herefter må anses for ugyldig eller alene den inhabiles deltagelse må anses for ugyldig. I sidstnævnte tilfælde må det således vurderes, om den inhabile har haft afgørende betydning for beslutningen, det vil sige om beslutningen gyldigt kunne træffes under korrekt hensyntagen til inhabiliteten. Dette er dermed et spørgsmål om, hvorvidt registrering af den inhabiles deltagelse har haft afgørende betydning for bestyrelsens opfyldelse af quorumkravet eller om den inhabiles stemme har været afgørende for stemmeflertallet.

Selvom den gennemførte retsdogmatiske analyse umiddelbart synes at præsentere inhabilitetsvurderingen på en forholdsvist simpel måde, er det ofte en vanskelig vurdering at foretage i praksis. Sammenholdt med de omfattende omkostninger inhabilitet kan have for selskabet, eksempelvis tvangsopløsning hvor inhabiliteten forårsager et "beslutningsvakuum", mener jeg at det er aktuelt at se nærmere på, hvorledes inhabilitet proaktivt kan undgås. Dette kan gøres ved at belyse problemstillingen i et relevant økonomisk perspektiv.

## 4 Økonomisk analyse

Den grundlæggende forudsætning for anvendelsen af KSL § 131 er, at der foreligger en *interessekonflikt*, det vil sige, at et bestyrelsesmedlems personlige interesse i et konkret spørgsmål strider mod selskabets interesse (se kap. 3 *Juridisk analyse*). Som illustreret i afhandlingens indledende eksempel kan en sådan interessekonflikt have den konsekvens, at der opstår et "beslutningsvakuum". Selskabets kapitalejere bør således minimere risikoen for interessekonflikter i bestyrelsen for herved at minimere risikoen for "beslutningvakuum".

I den økonomiske metode PA-teorien anses asymmetrisk information som den grundlæggende årsag til interessekonflikter; asymmetrisk information kan opdeles i to kategorier: 1) Adverse Selection og 2) Moral Hazard. Anvendelse af PA-teorien i den økonomiske analyse gør det muligt at identificere konkrete normative strategier med henblik på at minimere risikoen for interessekonflikter. Inden for rammerne af teoriens grundlæggende antagelser er målet for PA-teorien at minimere bestyrelsens grundlæggende incitament til opportunistisk adfærd.

Det er vigtigt at forholde sig nærmere til de konklusioner, der drages på baggrund af den økonomiske analyse, idet PA-teorien bryder med dens økonomisk-metodologiske grundlag, da metoden bygger på såvel neoklassiske som nyinstitutionelle antagelser (se kap. 2 *Metode*). De dragne konklusioner på baggrund af den økonomiske analyse må således ses i lyset af disse to metodologiers antagelser.

### 4.1 PA-relation

Som anført tidligere er det en forudsætning for anvendelsen af PA-teorien, at der forekommer en PA-relation. Dette er ubetinget tilfældet i forholdet mellem selskabers bestyrelse og direktion. Det er dog umiddelbart mere uklart, om der kan siges at bestå en tilsvarende PA-relation mellem selskabets kapitalejere (principal) og bestyrelsen (agent). Af KSL § 127, stk. 1 fremgår det således:

*Medlemmerne af kapitalselskabets ledelse må ikke disponere således, at dispositionen er åbenbart egnet til at skaffe visse kapitalejere eller andre en utilbørlig fordel på andre kapitalejeres **eller kapitalselskabets bekostning** (fremhævet her).*

Den fremhævede formulering indikerer, at bestyrelsens varetagelse af selskabets interesse ikke nødvendigvis er sammenfaldende med varetagelse af kapitalejernes interesse. Hvis et sådant sammenfald var tilfældet, ville det have været tilstrækkeligt i Selskabsloven at henvise til, at ledelsens dispositioner ikke måtte skaffe bestemte kapitalejere en utilbørlig fordel i strid med andre kapitalejeres interesse.

Bestemmelsen i KSL § 127 er en pendant til "generalklausulen" i § 108.<sup>101</sup> Af bemærkningerne til § 108 fremgår det at "[o]rdene *"eller kapitalselskabets bekostning"* gør reglen anvendelig, selv om beslutningen

---

<sup>101</sup> Forslag til Lov om aktie- og anpartsselskaber (selskabsloven) af 25. marts 2009, s. 241

ikke direkte rammer andre kapitalejere, men fordelene opnås på kapitalselskabets bekostning.”<sup>102</sup> Bunch & Schans Christensen (2011) illustrerer denne situation:

*Et eksempel herpå kan være en økonomisk begunstigelse, som tilgår en kontrollerende kapitalejer, og som påfører selskabet et tab, der fører til, at de øvrige kapitalejeres kapitalandele mister deres værdi. De øvrige kapitalejeres tab er ikke direkte, men afledes af det tab, som selskabet påføres, idet deres kapitalandele mister værdi.*<sup>103</sup>

I den økonomiske litteratur er det dog almindeligvis antaget, at der består en PA-relation mellem selskabets kapitalejere (principal) og bestyrelsen (agent). Jensen & Meckling (1976) anfører således at: "[s]ince the relationship between the stockholders and managers of a corporation fit the definition of a pure agency relationship [...]"<sup>104</sup> <sup>105</sup>. Tilsvarende formuleringer findes gentaget i Knudsen (1997) og Bregn (2004).

Jensen & Meckling (1976) uddyber den potentielle interessekonflikt mellem ledelsen (agenten) og selskabets kapitalejer(e) (principal).<sup>106</sup> Beskrivelsen bygger på en implicit antagelse om, at selskabsledelsens forpligtelse til at varetage selskabets interesse reelt er en forpligtelse til at varetage kapitalejernes interesse. Dette skyldes PA-teoriens nyinstitutionelle grundlag, hvorefter selskabet i henhold til "nexus of contract"-teorien<sup>107</sup>, anskues som en "legal fiction"<sup>108</sup>, på dansk en juridisk person, der ikke er i stand til at besidde en selvstændig interesse.

Det vurderes på den baggrund, at til trods for den tvetydige ordlyd af KSL § 127, stk. 1, skal selskabsledelsens (bestyrelsens) forpligtelse til at varetage selskabets interesse anses for en forpligtelse til at varetage kapitalejernes interesse, idet denne dog skal opfattes som en kollektiv interesse for hele kapitalejergruppen, hvorfor individuelle kapitalejere ikke må opnå utilbørlige fordele på bekostning af andre kapitalejere som følge af bestyrelsens dispositioner. Dette stemmer overens med konklusionen i den juridiske analyse, hvor det blev fastslået, at et bestyrelsesmedlems personlige interesse ikke måtte være i strid med kapitalejernes kollektive interesse eller kreditorernes kollektive interesse, i tilfælde hvor selskabet var insolvent. Med andre ord kan det begrundet antages, at der består en PA-relation mellem kapitalejerne og bestyrelsen, og forudsætningen for anvendelsen af PA-teorien i den økonomiske analyse er således opfyldt.

<sup>102</sup> Forslag til Lov om aktie- og anpartsselskaber (selskabsloven) af 25. marts 2009, s. 219

<sup>103</sup> Bunch, L. & Christensen, J. S. 2011. Selskabets egeninteresse – navnlig i lyset af selskabslovens generalklausuler. *UfR 2011B.1*, s. 1

<sup>104</sup> Jensen, M. C. & Meckling, W. H. 1976. Theory of the Firm: Managerial Behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics* 3(4), s. 309

<sup>105</sup> Forfatterne beskriver en *agency-relation* under agency-teorien og ikke direkte et PA-forhold, men i henhold til forfatterens forudgående definition af en "agency-relation", synes denne at være tilsvarende til PA-forholdet under PA-teorien.

<sup>106</sup> Jensen, M. C. & Meckling, W. H. 1976. Theory of the Firm: Managerial Behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics* 3(4): 312 f.

<sup>107</sup> Knudsen, C. 1997. *Økonomisk metodologi bind 2: Virksomhedsteori og industriøkonomi*. København: Jurist- og Økonomiforbundets Forlag. S. 194

<sup>108</sup> Jensen, M. C. & Meckling, W. H. 1976. Theory of the Firm: Managerial Behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics* 3(4): 310 f.

## 4.2 Adverse selection

Asymmetrisk information i form af "adverse selection" kan også betegnes som "prækontraktuel opportunisme"<sup>109</sup> og kendetegnes ved, at informationsmisforholdet består forud for parternes etablering af deres indbyrdes PA-relation. Adverse selection i PA-teorien defineres ved, at den ene part, ofte(st) agenten, forud for etableringen af PA-relationen tilbageholder *privat information* for modparten, ofte(st) principalen.

### 4.2.1 The "Lemons" Market

*Akerlof* (1970) leverer med sin teori om "lemons market" et klassisk eksempel på forekomsten af adverse selection. Denne teori med udgangspunkt i det amerikanske brugtbilsmarked er siden blevet refereret i forbindelse med analyser af en række varierende økonomiske problemstillinger. *Akerlofs* (1970) forudsigelse af markedets stagnation kan også anvendes til at analysere "markedet" for PA-relationer mellem kapitalejere og bestyrelseskandidater. På dette marked vil kapitalejerne (principalen) optræde som "køber" af bestyrelsens (agentens) arbejdskraft.

#### 4.2.1.1 Det selskabsretlige "Lemons" Market

Denne markeds mekanisme kan overføres til "markedet" for PA-relationer mellem kapitalejere og bestyrelsesmedlemmer. På dette marked vil kapitalejerne (principalen) optræde som "køber" af bestyrelsens (agentens) arbejdskraft.

I overensstemmelse med *Akerlofs* (1970) teori antages bestyrelseskandidaterne at besidde privat information om deres egen faktiske kvalitet, som kan være enten god eller dårlig (en såkaldt "*lemon*"<sup>110</sup>). Heraf følger også, at bestyrelseskandidaterne besidder privat information om deres egen faktiske værdi.

En "lemon" bestyrelseskandidat i forhold til den konkrete problemstilling kan eksempelvis være, men er ikke begrænset til, en kandidat, der ikke lever op til betingelserne for at være uafhængig i overensstemmelse med *Komitéen for god selskabsledelses* (2014) anbefalinger.<sup>111</sup> Ikke-uafhængige bestyrelseskandidater medfører alt andet lige en forhøjet risiko for potentielle interessekonflikter.

Kapitalejerne antages derimod som udgangspunkt ikke at være i stand til ex ante at skelne den "gode" bestyrelseskandidat fra en "lemon" bestyrelseskandidat. Kapitalejerne antages alene at kende *sandsynligheden* for, at en bestyrelseskandidat er god og kan på den baggrund beregne den inverse sandsynlighed for, at bestyrelseskandidaten er en "lemon".

Når alle bestyrelseskandidater, såvel gode som "lemons", "ser ens ud" for kapitalejerne, vil bestyrelseskandidaterne sætte deres pris, eksempelvis lønkrav, ens. Kapitalejerne vil på baggrund af dennes viden om forholdet mellem gode og "lemon" bestyrelseskandidater fastsætte den "pris", det vil eksempelvis sige vederlag, de er villige til at betale til bestyrelseskandidaten. Denne pris beregnes:

<sup>109</sup> Oversat fra Milgrom, P. & Roberts, J. 1992. *Economics, organization and management*. New Jersey: Prentice-Hall, Inc., s. 150: "precontractual opportunism"

<sup>110</sup> Akerlof, G. A. 1970. The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *The Quarterly Journal of Economics* (84)3, s. 489

<sup>111</sup> Komitéen for god selskabsledelse. 2014. Anbefalinger for god selskabsledelse, s. 16

$$P = q * V_G + (1 - q) * V_L$$

Hvor  $P$  er vederlaget som kapitalejerne er villig til at betale,  $q$  er sandsynligheden for at den pågældende bestyrelseskandidat er god,  $(1-q)$  er sandsynligheden for at bestyrelseskandidaten er en "lemon",  $V_G$  er værdien for kapitalejerne af at vælge en god bestyrelseskandidat til bestyrelsen, og  $V_L$  er værdien af at vælge en "lemon" bestyrelseskandidat.

Bestyrelseskandidaten, der vurderer sin faktiske værdi højere end det vederlag kapitalejerne er villige til at betale, vil herefter afvise at indgå i en PA-relation med kapitalejerne, eller med andre ord afvise at stille op til bestyrelsesvalget på selskabets generalforsamling. Dette gør sig gældende for alle bestyrelseskandidater, der vurderer deres værdi højere end det tilbudte vederlag. Herved sænkes gennemsnitsværdien af de tilbageværende bestyrelseskandidater på markedet, idet sandsynligheden for at vælge en god bestyrelseskandidat mindskes og risikoen for at vælge en "lemon" bestyrelseskandidat tilsvarende forøges. På baggrund af det nye forhold mellem gode og "lemon" bestyrelseskandidater på markedet, sænker kapitalejerne deres betalingsvillighed. Denne markeds mekanisme gentager sig indtil markedet stagnerer fuldstændigt. I sidste ende vil kun "lemon" bestyrelseskandidater byde sig selv til på markedet, hvorfor markedet vil bryde helt sammen.

Da det hverken er i kapitalejernes eller bestyrelseskandidaternes interesse at ende i en sådan situation, har begge parter mulighed for at anvende konkrete proaktive strategier, der på forhånd kan afsløre bestyrelseskandidatens private information.

#### 4.2.2 Screening

For at minimere risikoen for at vælge et "lemon"-bestyrelsesmedlem som følge af adverse selection kan kapitalejerne forud for generalforsamlingen foretage en "screening". En "screening" kan defineres som: "[...] activities undertaken by the party without private information in order to separate different types of the informed party along some dimension".<sup>112</sup> I forhold til Akerlofs brugtbilseksempel påvirker kapitalejernes "screening" størrelsen  $q$  positivt, hvilket samtidig svarer til at reducere størrelsen  $(1-q)$ , det vil sige at reducere sandsynligheden for at der er tale om en "lemon"-bestyrelseskandidat.

Fastsættelse af bestyrelsesvederlag er eksempelvis en "screening"-aktivitet, som kapitalejerne kan anvende til at afsløre privat information hos den enkelte bestyrelseskandidat. Bestyrelseskandidater, der kan opnå et højere vederlag andetsteds, vil afvise at stille op til bestyrelsesvalget.

Foruden den reducerede risiko for "lemon"-bestyrelseskandidater fremhæver Prendergast (1999) en yderligere fordel ved at fastlægge bestyrelsesvederlaget på forhånd: "the selection effect of contracts".<sup>113</sup> Prendergast (1999) argumenter for, at en variabel, incitamentsbaseret aflønning, eventuelt som supplement til en fast grundløn, alt andet lige vil tiltrække relativt mere kompetente bestyrelseskandidater, da disse vil forvente, at opnå en større nytte af det variable vederlag end mindre kompetente kandidater.

<sup>112</sup> Milgrom, P. & Roberts, J. 1992. *Economics, organization and management*. New Jersey: Prentice-Hall, Inc., s. 156

<sup>113</sup> Prendergast, C. 1999. The Provision of Incentives in Firms. *Journal of Economic Literature* XXXVIII, s. 14 f.

### 4.2.3 Signaling

"*Signaling*" henviser i modsætning til "*screening*" til aktiviteter gennemført af parten i besiddelse af privat information. Bestyrelseskandidatens "*signaling*" influerer på samme måde som kapitalejernes "*screening*" risikodelingen mellem de to parter.

Relateret til Akerlofs "*lemon market*" bærer kapitalejerne som udgangspunkt den fulde risiko forbundet med at vælge en "*lemon*"-bestyrelseskandidat til bestyrelsen. Bestyrelseskandidaten har dog mulighed for at gennemføre "*signaling*"-aktiviteter, der afslører vedkommendes private information. Afhængigt af signalets troværdighed reducerer bestyrelseskandidaten hermed samtidig kapitalejernes risiko med en større eller mindre andel. Det antages dog sædvanligvis inden for PA-teorien, at agenten i højere grad end principalen er risikoavers, idet han ofte kun optræder i få eller en enkelt PA-relation, mens principalen i højere grad har mulighed for at sprede sin risiko over flere agenter og derved er relativt mere risikoneutral. Bestyrelseskandidaten forudsættes derfor som udgangspunkt ikke at have ønske om at påtage sig (for) meget af kapitalejernes risiko, men vil forsøge at ramme det marginale punkt, hvor "*signal*"-aktiviteten netop udløser kapitalejernes villighed til at indlede en PA-relation med bestyrelseskandidaten.

"*Signaling*"-aktiviteter medfører uundgåeligt øgede transaktionsomkostninger for bestyrelseskandidaten, hvorfor den forventede fordel ved at deltage i disse aktiviteter skal overstige omkostningerne forbundet hermed. Samtidig skal bestyrelseskandidaten være opmærksom på, at bestemte typer af signaler alene udskiller kandidaten som en del af en gruppe fra en anden gruppe, der ikke sender tilsvarende signaler, mens andre signaler udskiller kandidaten individuelt.

### 4.2.4 Self-Selection

"*Self-selection*" er en betegnelse for den udskilningsmekanisme, der opererer implicit i de normative aktiviteter "*screening*" og "*signaling*". "*Self-selection*" er således et centralt element indlejret i begge typer af aktiviteter; hvis "*self-selection*"-mekanismen ikke aktiveres som følge af den pågældende aktivitet, er aktiviteten meningsløs i forhold til dens formål.

Der er eksempelvis tale om "*self-selection*", når bestyrelseskandidater fravælger at stille op til bestyrelsen i et konkret selskab, med den begrundelse at de forventer at opnå et højere vederlag andetsteds, eller når bestyrelseskandidater undlader at gennemføre en konkret "*signaling*"-aktivitet, idet de vurderer, at omkostningerne forbundet hermed overstiger den forventede gevinst af at deltage i den pågældende aktivitet. Hvis alle bestyrelseskandidater gennemførte den samme "*signaling*"-aktivitet, ville denne aktivitet ikke have nogen betydning for kapitalejernes vurdering og dermed ikke have nogen værdi for bestyrelseskandidaterne.

## 4.3 Moral Hazard

Asymmetrisk information i en PA-relation i form af "*moral hazard*" er i modsætning til "*adverse selection*" en post-kontraktuel problemstilling. Det betyder, at det asymmetriske informationsforhold mellem kapitalejerne og bestyrelsen fremkommer efter, at parterne har indledt et PA-forhold. Ippolito (2005) beskriver problemstillingen som følger:

*The separation of ownership and control of most major corporations represents an important potential source of agency problems. Managers know more about the opportunities in the firm than either stockholders or the board of directors, giving rise to the possibility of managers engaging in activities that overcompensate managers instead of maximizing firm value. [...] That is, as long as executives have more information about their company than others, then they might have been tempted to take actions that sacrifice larger long-run profits in exchange for short-run gains that boost profits now.<sup>114</sup>*

I henhold til PA-teorien kan risikoen for denne "moral hazard"-adfærd i bestyrelsen minimeres ved anvendelse af incitamentsbaserede aflønningsmodeller. Korrekt udformet vil en aflønningsmodel baseret på ledelsens præstation, sikre, at denne til enhver tid handler i overensstemmelse med kapitalejernes interesse. Den incitamentsbaserede aflønningsmodel kan baseres på to forskellige vurderingsgrundlag: 1) adfærdsbaseret aflønning eller 2) resultatbaseret aflønning.

#### 4.3.1 Adfærdsbaseret aflønning

Adfærdsbaseret aflønning fokuserer, som navnet angiver, på bestyrelsens adfærd frem for dens opnåede resultater<sup>115</sup>; kapitalejerne aflønner bestyrelsesmedlemmerne på baggrund af bestyrelsens adfærd. Den adfærdsbaserede aflønningsmodel baseres ofte(st) på en subjektiv vurdering af bestyrelsen.

En fordel ved den adfærdsbaserede aflønningsmodel er, at kapitalejerne opnår øget kontrol med bestyrelsen. Kapitalejerne kan opstille incitamenter baseret på konkrete betingelser til bestyrelsens adfærd og kan herved i høj grad sikre sig, at denne adfærd er i overensstemmelse med selskabets interesse.

Den adfærdsbaserede aflønningsmodel indeholder dog samtidig visse ulemper. *For det første* er graden af subjektivitet i forbindelse med vurderingen af bestyrelsen problematisk. Den subjektive vurdering sker på baggrund af kvalitative oplysninger, som er vanskelige for tredjemand at verificere. *For det andet* er den adfærdsbaserede aflønningsmodel komplekst udformet. For at sikre den subjektive vurderings validitet er kapitalejerne nødsaget til at inddrage relativt flere adfærdselementer i vurderingsgrundlaget. Det gør det vanskeligt for kapitalejerne at vægte disse elementer relativt i forhold til hinanden, ligesom det gør det vanskeligere for bestyrelsen at gennemskue præcis hvilken adfærd, kapitalejerne ønsker. Derudover vil det omfattende vurderingsgrundlag samtidig stille øgede krav til omfanget af kapitalejernes overvågning af bestyrelsen, hvilket vil betyde øgede overvågningsomkostninger. Samtidig risikerer kapitalejerne, såfremt de forsøger at forsimple det subjektive vurderingsgrundlag, at inddrage for få adfærdselementer i den subjektive vurdering, hvilket mindsker kontrollen med bestyrelsens adfærd.

#### 4.3.2 Resultatbaseret aflønning

I modsætning til den adfærdsbaserede aflønningsmodel baseret på en subjektiv vurdering af bestyrelsens handlinger fokuserer den resultatbaserede aflønningsmodel alene på hvorvidt bestyrelsen har opnået konkrete, forudbestemte, kvantitative resultatomål. Resultatbaseret aflønning

<sup>114</sup> Ippolito, R. A. 2005. *Economics for Lawyers*. New Jersey: Princeton University Press, s. 373.

<sup>115</sup> Anderson, E. & Oliver, R. L. 1987. Perspectives on Behavior-Based Versus Outcome-Based Salesforce Control Systems. *Journal of Marketing* 51, s. 78.

bliver af den grund betegnet som "*laissez faire*" ledelse<sup>116</sup>, da bestyrelsen bliver overladt en høj grad af selvstændighed til at planlægge, hvordan den vil opnå de opstillede resultatmål i PA-kontrakten. Adfærdsbaseret og resultatbaseret aflønning bør dog ikke nødvendigvis anses for gensidigt udelukkende.

En fordel ved denne aflønningsmodel er, at bestyrelsen kan overlades en stor grad af handlefrihed, hvilket er fordelagtigt med tanke på de diversificerede ansvarsområder som bestyrelsen har, jf. KSL § 115. Samtidig er det relativt let for kapitalejerne at vurdere, om de konkrete resultatmål er opfyldt.

En ulempe ved den resultatbaserede aflønningsmodel er dog, at de konkrete resultatmål er vanskelige at formulere tilfredsstillende i forhold til kapitalejernes mål med det enkelte resultatmål. Vurderes bestyrelsens præstation alene på baggrund af de opsatte resultatmål, er der således fortsat en vis sandsynlighed for, at bestyrelsen vil udvise opportunistisk adfærd, idet den vil allokere sine ressourcer under hensyntagen til at opfylde de belønnede resultatmål og dermed samtidig nedprioritere arbejdsopgaver, der ikke direkte belønnes, men som stadigvæk kan være centrale for selskabet. Der er således stor risiko forbundet med udarbejdelsen af de konkrete resultatmål.

#### 4.4 Sammenfatning af den økonomiske analyse

En forudsætning for anvendelsen af den økonomiske metode PA-teorien til analyse af afhandlingens problemstilling er, at der kan argumenteres for, at der består en PA-relation mellem selskabets kapitalejere (principal) og selskabets bestyrelse (agent). Dette findes almindeligvis antaget i den økonomiske litteratur, men en tvetydig formulering af KSL § 127, stk. 1 gav anledning til en endegyldig afklaring af spørgsmålet.

Den økonomiske analyse viser, at såvel kapitalejere som bestyrelseskandidater forud for etableringen af en PA-relation ("adverse selection") har mulighed for at gennemføre proaktive aktiviteter med henblik på at afsløre bestyrelseskandidatens private information, der er årsag til et asymmetrisk informationsforhold og herved minimere risikoen for senere interessekonflikter. Kapitalejerne har således mulighed for at foretage en "screening", det vil sige at opstille bestemte krav til bestyrelseskandidaterne, mens bestyrelseskandidaterne har mulighed for at engagere sig i "signaling"-aktiviteter, der indeholder konkret, relevant information for kapitalejerne.

Den underliggende udvælgelsesmekanisme kaldet "self-selection" vil i begge tilfælde sørge for, at "lemon"-bestyrelseskandidater sorteres fra. "Self-selection"-mekanismen bevirker eksempelvis, at bestyrelseskandidater, der vurderer, at de kan opnå bedre vilkår andetsteds sammenholdt med de krav, der følger af kapitalejernes "screening", bevidst trækker deres udbudte arbejdskraft tilbage over for det pågældende selskab. På tilsvarende vis bevirker "self selection"-mekanismen i forhold til bestyrelseskandidaters "signaling"-aktiviteter, at bestyrelseskandidater, der vurderer omkostningerne forbundet med disse aktiviteter til at være større end den forventede (mer-)værdi heraf, undlader at deltage i disse aktiviteter.

---

<sup>116</sup> Anderson, E. & Oliver, R. L. 1987. Perspectives on Behavior-Based Versus Outcome-Based Salesforce Control Systems. *Journal of Marketing* 51, s. 77

I modsætning til "adverse selection" opstår asymmetrisk information i form af "moral hazard" efter etableringen af en PA-relation, det vil sige efter generalforsamlingen hvor der er gennemført valg til bestyrelsen. I denne situation har kapitalejerne mulighed for at minimere risikoen for interessekonflikter ved at udforme en incitamentsbaseret aflønningsmodel, der har til formål at sikre, at bestyrelsens incitamenter til enhver tid handler i overensstemmelse med kapitalejernes interesse.

Den incitamentsbaserede aflønningsmodel kan baseres enten på en subjektiv vurdering af bestyrelsens kvalitative adfærd eller en objektiv vurdering af bestyrelsens opfyldelse af kvantitative resultatmål. De to modeller indebærer begge fordele og ulemper, men er samtidig ikke gensidigt udelukkende.

## 5 Interdisciplinær analyse

### 5.1 Indledning

I kapitel 5 *Interdisciplinær analyse* vil jeg præsentere en retspolitisk analyse, der i overensstemmelse med afhandlingens retspolitiske perspektiv (se kap. 2 *Metode*), vil have til formål *dels* at analysere, *hvorvidt* det inden for de nuværende relevante juridiske rammer er muligt for et selskabs kapitalejere i overensstemmelse med den økonomiske analyse proaktivt at minimere den uønskede risiko for tvangsopløsning som følge af "beslutningsvakuum" og *dels* – om nødvendigt – at vurdere, *hvorledes* den eksisterende retlige ramme kan tilpasses med henblik på at skabe de bedst mulige regler for at anvende de i den økonomiske analyse identificerede strategier.

I de foregående kapitler har jeg behandlet afhandlingens problemstilling først i et juridisk perspektiv (se kap. 3 *Juridisk analyse*) og siden i et økonomisk perspektiv (se kap. 4 *Økonomisk analyse*). I kapitel 3 *Juridisk analyse* anvendte jeg den retsdogmatiske metode til at udlede gældende ret i henhold til habilitetsbestemmelsen i KSL § 131, det vil sige identificerede under hvilke nærmere omstændigheder bestemmelsen vil blive anvendt af domstolene, såfremt en sag herom måtte blive anlagt. I forlængelse heraf præsenterede jeg bestemmelsens retsvirkninger. I kapitel 4 *Økonomisk analyse* anvendte jeg PA-teorien til at identificere en række normative strategier, der er egnet til ex ante at minimere risikoen for interessekonflikter i bestyrelsen.

Den retspolitiske analyse vil være af *interdisciplinær* karakter og vil således integrere de to perspektiver.

### 5.2 Habilitetsbestemmelsen og adverse selection

Som det erindres fra kapitel 4 *Økonomisk analyse*, kan asymmetrisk information forekomme i form af *adverse selection*, hvorved forstås et præ-kontraktuelt informationsmisforhold mellem kapitalejerne og bestyrelseskandidaterne som følge af sidstnævntes private information. Som det fremgår af den økonomiske analyse kan adverse selection proaktivt afhjælpes ved anvendelse af tre forskellige strategier: 1) *Screening*, 2) *Signaling* og 3) *Self-selection*.

Den nuværende selskabsretlige lovgivning giver i flere tilfælde kapitalejere hjemmel til at anvende disse økonomiske strategier med henblik på at sikre en uafhængig ledelse.

#### 5.2.1 Generelle habilitetskrav og screeningsdimensioner

Ifølge KSL § 112, stk. 1 gælder det, at:

*Medlemmer af et kapital-selskabs ledelse skal være myndige personer og må ikke være under værgemål efter værgemålslovens § 5 eller under samværgemål efter værgemålslovens § 7.*

KSL § 112, stk. 1 fastsætter efter dens ordlyd tre *generelle habilitetskrav*, det vil sige "*krav, der skal være opfyldt, for at man overhovedet gyldigt kan vælges til bestyrelsen*".<sup>117</sup> Bestemmelsen er således et eksempel på en lovhjemlet screening af bestyrelseskandidater. De generelle habilitetskrav i henhold til KSL § 112, stk. 1 tjener samme formål som de screeningdimensioner, som kapitalejerne i henhold til PA-teorien anbefales at udfærdige med henblik på at undgå adverse selection (se kap. 4 *Økonomisk analyse*).

Det er samtidig tilladt for kapitalejerne – som supplement til de lovpligtige generelle habilitetskrav – at opstille yderligere habilitetskrav (screeningdimensioner) i selskabets vedtægter.<sup>118</sup> Sådanne vedtægtsbestemmelser er dog sjældne, hvilket jeg antager er en følge af kapitalejernes ufuldkomne information, hvilket gør det vanskeligt i praksis at forudse alle de relevante screeningdimensioner, der er nødvendige for at eliminere informationsmisforholdet. Endvidere ville de transaktionsomkostninger, der er forbundet med udarbejdelsen af sådanne vedtægtsbestemmelser, ofte være uforholdsmæssigt høje i forhold til udbyttet herved, en marginalt lavere risiko for interessekonflikter.

I bemærkningerne til § 112 i forslaget til KSL henviser "*personer*" alene til *fysiske* personer. Modsætningsvist kan deraf slutes, at juridiske personer ikke kan indtræde i kapitalselskabers ledelse. Lovforslaget begrundes dette med, at der kunne opstå tvivl om, hvorvidt den juridiske persons fysiske repræsentant i bestyrelsen alene ville have et begrænset ansvar, og om dette forhold kunne få betydning for repræsentantens villighed til løbe en større risiko og hans incitamenter til at varetage sin loyalitetsforpligtelse over for kapitalselskabet i øvrigt.<sup>119</sup> Der gælder en undtagelse for rederiaktieselskaber, jf. KSL § 112, stk. 2, der ikke vil blive behandlet nærmere her.

Oprindeligt gjaldt også i henhold til ASL 1917 § 29, og siden også ApSL 1973 § 34, stk. 2, et *bopælskrav*, der gik ud på, at flertallet af bestyrelsesmedlemmerne skulle være bosiddende her i landet og desuden enten have dansk indfødsret eller have været bosiddende her i landet i mindst fem år. Dette generelle habilitetskrav udgik af lovgivningen i 1996 (anpartsselskaber) og 2004 (aktieselskaber).<sup>120</sup>

Tilsvarende stilles heller ikke længere som et generelt habilitetskrav, at bestyrelseskandidaten ikke er under konkursbehandling eller lignende. Et sådant habilitetskrav fandtes i ASL 1917 § 29, hvor det er formuleret som "[...] *ude af Raadighed over deres Bo* [...]". Denne betingelse blev udeladt ved udarbejdelsen af ASL 1973 med den begrundelse, at generalforsamlingens adgang til altid at kræve det pågældende bestyrelsesmedlem afsat, fuldt ud opvejer den usikkerhed, der måtte være forbundet med at vælge en fallent til bestyrelsen. Kravet gælder dog fortsat for *stiftere* af et kapitalselskab, jf. KSL § 24, stk. 2.

Som anført i den økonomiske analyse er kapitalejernes formål med at *screene* bestyrelseskandidater at afsløre eventuel privat information hos bestyrelseskandidaterne. Denne afsløring sker, ved at kapitalejerne fremsætter konkrete screeningsdimensioner, hvorefter *self-selection-mekanismen*

<sup>117</sup> Schaumburg-Müller, P. & Werlauff, E. 2010. *Selskabsloven med kommentarer (lov om aktie- og anpartsselskaber)*. København: Jurist- og Økonomforbundets Forlag, s. 525 f.

<sup>118</sup> Schaumburg-Müller, P. & Werlauff, E. 2010. *Selskabsloven med kommentarer (lov om aktie- og anpartsselskaber)*. København: Jurist- og Økonomforbundets Forlag, s. 525

<sup>119</sup> Forslag til Lov om aktie- og anpartsselskaber (selskabsloven) af 25. marts 2009, s. 225

<sup>120</sup> Werlauff, E. 2008. *Selskabsret*. København: Forlaget Thomson A/S, s. 436

bevirker, at bestyrelseskandidater, der ikke opfylder screeningskravene, fravælger at stille op til det pågældende bestyrelsesvalg (se kap. 4 *Økonomisk analyse*).

Hvis man anerkender PA-teoriens neoklassiske antagelser om fuld rationalitet og fuldkommen information, ville kapitalejerne på egen hånd – også uden lovfæstede habilitetskrav – være i stand til at udarbejde et komplet sæt af screeningsdimensioner i selskabets vedtægter, hvorved effekten af screeningen ville være, at eliminere enhver asymmetrisk information i form af adverse selection mellem kapitalejerne og de bestyrelseskandidater, der stiller op til bestyrelsesvalget.

Anerkender man i stedet PA-teoriens nyinstitutionelle antagelser om begrænset rationalitet, ufuldkommen information og positive transaktionsomkostninger, vil effekten af den samlede screeningsproces på baggrund af såvel de lovhjemlede generelle habilitetskrav som eventuelle supplerende vedtægtsbestemte screeningsdimensioner alligevel være begrænset, idet den alene kan udligne informationsmisforholdet *delvist*.

Efter den historiske udvikling af den selskabsretlige lovgivning stilles der i dag færre generelle habilitetskrav til bestyrelseskandidaterne. Samtidig har de nugældende generelle habilitetskrav jf. KSL § 112, stk. 1 alene til formål at sikre, at bestyrelseskandidaterne besidder *retlig handleevne*. Såfremt kapitalejerne ønsker at anvende en screeningsstrategi til ex ante at minimere risikoen for interessekonflikter, er det nødvendigt at de indfører yderligere relevante screeningsdimensioner i selskabets vedtægter. Problemet hermed er, at det på grund af begrænset information er vanskeligt i praksis *på forhånd* at identificere den konkrete private information, der skal afdækkes for at undgå interessekonflikter. Derfor udnyttes muligheden for at indføre yderligere screeningsdimensioner i vedtægterne sjældent.

### 5.3 Habilitetsbestemmelsen og moral hazard

Det erindres ligeledes fra den økonomiske analyse i kapitel 4 *Økonomisk analyse*, at asymmetrisk information tillige kan forekomme i en allerede etableret PA-relation. Et sådant post-kontraktuelt informationsmisforhold betegnes *moral hazard*.

Inden for det selskabsretlige område hænger asymmetrisk information i form af moral hazard ofte sammen med adskillelsen af ejerskab og ledelse i det pågældende selskab. Ippolito (2005) anfører herom:

*This makes it difficult for stockholders as a group to ensure that the managers of the firm expend resources to maximize the stock value of the corporation. For example, managers might like to have private jets, fine antiques in their offices, company-paid memberships at golf courses, and so on. Since the stockholders essentially pick up the tab for all these expenses, managers may engage in some moral hazard.*<sup>121</sup>

I den økonomiske analyse identificerede jeg to strategier som særligt relevante i forhold til at afhjælpe moral hazard: 1) adfærdsbaseret aflønning og 2) resultatbaseret aflønning. Fælles for de to strategier er deres udgangspunkt i bestyrelsens *aflønning*.

---

<sup>121</sup> Ippolito, R. A. 2005. *Economics for Lawyers*. New Jersey: Princeton University Press, s. 372

Inden for den gældende relevante selskabsretlige ramme findes eksempler på både *hard law* og *soft law*, der vedrører spørgsmålet om ledelsesmedlemmers aflønning. Det gælder eksempelvis i medfør af KSL § 138, stk. 1, 1. pkt. at "*medlemmer af et kapitalselskabs ledelse kan lønnes med fast eller variabelt vederlag*". Endvidere anbefaler *Komitéen for god selskabsledelse* (2014), at et selskabs "*vederlagspolitik*" indebærer såvel en fast aflønnings- som en variabel aflønningskomponent.<sup>122</sup>

Variabel aflønning, uanset om den er baseret på *adfærd* eller *resultater*, har til formål at sikre overensstemmelse mellem kapitalejernes og bestyrelsens *incitament*. Incitamentsaflønning kan minimere risikoen for interessekonflikter derved, at bestyrelsen gives incitament til at prioritere de opstillede mål, der er i overensstemmelse med kapitalejernes kollektive interesse, over eventuelle egeninteresser. Med andre ord afholder incitamentsaflønningen bestyrelsesmedlemmerne fra at "shirke".

Det er her værd at bemærke, at variabel aflønning sjældent kan stå alene, men oftest anvendes som *supplement* til et fast vederlag. Dette skyldes, at bestyrelsen som udgangspunkt anses for *risikoavers* sammenlignet med kapitalejerne. Eksempelvis anbefaler *Komitéen for god selskabsledelse* (2014), at bestyrelsesmedlemmer begrænser antallet af ledelsesengagementer i øvrige selskaber.<sup>123</sup> Hermed begrænses bestyrelsesmedlemmernes mulighed for risikospredning, og derfor vil den risiko, der er forbundet med variabel aflønning være forholdsmæssigt høj for det enkelte bestyrelsesmedlem. Enten må kapitalejerne kompensere bestyrelsen for at bære denne risiko gennem en højere forventet værdi, hvilket vil udgøre en omkostning for kapitalejerne, eller begrænse anvendelsen af variabel aflønning til at udgøre et supplement til fast vederlag.

En konkret vurdering af en incitamentsbaseret aflønningsmodel skal ske med forbehold for, at effekten af incitamentsbaseret aflønning ikke er *universel*, men derimod varierer afhængigt af arbejdsindholdets kompleksitet.<sup>124</sup> Arbejdet som bestyrelsesmedlem falder ind under kategorien af komplekse funktioner, se til eksempel bestyrelsens mange forskelligartede ansvarsområder i henhold til KSL § 115, der omfatter såvel eksternt orienterede arbejdsopgaver i form af overordnet strategisk ledelse, herunder planlægning af investerings-, finansierings-, ledelses- og ansættelsesstrategier, som internt orienteret arbejdsopgaver i form af intern kontrol med regnskabsføring og -aflæggelse og direktionens arbejde.<sup>125</sup>

### 5.3.1 Resultatbaseret aflønning

Som påvist i den økonomiske analyse er det vanskeligt at anvende resultatbaseret aflønning i indholdsmæssigt komplekse funktioner, da der er stor risiko forbundet med at opstille de enkelte resultatmål (se kap. 4 *Økonomisk analyse*). I modsætning hertil forsøger *Baker* (1992) at argumentere for, at:

<sup>122</sup> Komitéen for god selskabsledelse. 2014. Anbefalinger for god selskabsledelse, s. 21 f.

<sup>123</sup> Komitéen for god selskabsledelse. 2014. Anbefalinger for god selskabsledelse, s. 17

<sup>124</sup> Prendergast, C. 1999. The Provision of Incentives in Firms. *Journal of Economic Literature* XXXVII, s. 7 f.

<sup>125</sup> Se hertil Forslag til Lov om aktie- og anpartsselskaber (selskabsloven) af 25. marts 2009, s. 227

*it is always possible (and cheap) to measure performance in some way. [...] The question is not whether performance is easy to measure, but rather whether the available performance measure [...] accurately reflects the firm's objective and is thus a good measure.*<sup>126</sup>

Sidste halvdel af *Bakers* (1992) argumentation anerkendes for så vidt at være korrekt. For at sikre at de resultatmål, bestyrelsens indsats bedømmes efter, reelt medfører at bestyrelsens prioriteringer bringes i overensstemmelse med kapitalejernes kollektive interesse, må det specifikke resultatmål afspejle de målsætninger, som kapitalejerne har opstillet for selskabet. *Bregn* (1998) betegner dette som et "dækningskrav":

*Hvis en resultatlønsordning skal give incitament til den adfærd, der ønskes, skal det resultat, der aflønnes efter, være dækkende i forhold til de aktiviteter, der ønskes udført. Resultatet skal altså omfatte alle de arbejdsopgaver, der ønskes løst, og både de kvantitative og kvalitative dimensioner ved disse.*<sup>127</sup>

Den første del af *Bakers* (1992) argumentation må derimod afvises. Som følge af de grundlæggende nyinstitutionelle antagelser om positive transaktionsomkostninger og begrænset rationalitet (se kap. 2 *Metode*) afvises teorien om den "fuldkomne kontrakt". Når det ikke er muligt at udarbejde den perfekte kontrakt, vil der altid være efterladt "rum" for agenten til at udvise opportunistisk adfærd, og dermed er det ikke altid nemt for kapitalejerne at måle bestyrelsens reelle indsats.

Uanset diskussionerne om resultatbaseret aflønning har lovgiver inden for selskabsretten alligevel valgt at lægge vægt på anvendelsen af *resultatbaseret aflønning*, jf. Komitéen for god selskabsledelses formulering "[d]en variable del af vederlaget (incitamentsaflønning) bør baseres på realiserede resultater [...]"<sup>128</sup> og bemærkningerne til KSL § 138 i lovforslaget, hvor betegnelsen "resultatmål" anvendes.<sup>129</sup>

Som påvist i den økonomiske analyse (se kap. 4 *Økonomisk analyse*) er et tungtvejende argument for anvendelsen af en resultatbaseret aflønningsmodel, at det er nemt for kapitalejerne at bedømme, hvorvidt bestyrelsen har opnået de på forhånd fastsatte resultatmål. En forudsætning for denne bedømmelse er at selve formuleringen af resultatmålene er nøje overvejet. Uklarhed ved udformningen af konkrete resultatmål kan føre til, at kapitalejerne bør overveje i stedet at anvende en adfærdsbaseret aflønningsmodel, selvom en sådan også har fordele og ulemper.

### 5.3.1.1 Multitasking

Den væsentligste risiko forbundet med en resultatbaseret aflønningsmodel udspringer af den grundlæggende antagelse om positive transaktionsomkostninger (se kap. 2 *Metode*). Den bevirker at det ikke er muligt for kapitalejerne ex ante at udarbejde en "fuldkommen kontrakt" til regulering af bestyrelsens handlinger. Dette medfører incitament for bestyrelsen til at "shirke".

---

<sup>126</sup> Baker, G. P. 1992. Incentive Contracts and Performance Measurement. *Journal of Political Economy* 100(3), s. 610

<sup>127</sup> Bregn, K. 1998. Resultatløn – nogle problemer. *Samfundsøkonomen* 4/5. København: Jurist- og Økonomforbundets Forlag, s. 50

<sup>128</sup> Komitéen for god selskabsledelse. 2014. Anbefalinger for god selskabsledelse, s. 21

<sup>129</sup> Forslag til Lov om aktie- og anpartsselskaber (selskabsloven) af 25. marts 2009, s. 252

Bestyrelsens opportunistiske adfærd kommer til udtryk ved, at bestyrelsen allokerer sine ressourcer til de indsatsområder, som er relevante for at opnå de resultatomål, der belønnes i henhold til PA-kontrakten. Prendergast (1999) betegner denne adfærd "*multitasking*"<sup>130</sup> og opsummerer denne risiko i en kort, koncis formulering: "*you get what you pay for*".<sup>131</sup>

Milgrom & Roberts (1992) præsenterer fire principper til proaktivt at afhjælpe bestyrelsens multitasking-adfærd: 1) *Informativeness principle*, 2) *Incentive-intensity principle*, 3) *Monitoring principle*, 4) *Equal-compensation principle*.

#### 5.3.1.1.1 *Informativeness principle*

Holmström (1979) definerer informativeness-princippet således: "*Additional information is of value because it allows a more accurate judgment of the performance of the agent*".<sup>132</sup> I Milgrom & Roberts' (1992) terminologi betyder informativeness-princippet, at alle resultatomål, der kan afsløre skjult information om agentens adfærd, kan mindske PA-kontraktens fejlmargen og dermed medvirke til at øge den samlede effektivitet af aflønningsmodellen.<sup>133</sup> Således bør kapitalejerne, for at undgå bestyrelsens multitasking, tage hensyn til to forhold i forbindelse med udformningen af PA-kontrakten. Først og fremmest bør kapitalejerne inkludere samtlige de resultatomål, der afslører bestyrelsens faktiske adfærd. Dette sikrer den bedst mulige kontrakt under de givne forudsætninger, idet muligheden for at udarbejde en "fuldkommen kontrakt" er udelukket. Dernæst bør kapitalejerne udforme kontraktens resultatomål på en sådan måde, at de er renset for mest mulig indflydelse fra variable forhold, der ligger uden for bestyrelsens kontrol.

#### 5.3.1.1.2 *Incentive-intensity principle*

Incentive-intensity-princippet har til formål at bestemme *intensiteten* af de incitament, der skal motivere bestyrelsen til at opfylde det konkrete resultatomål. Et intenst incitament er eksempelvis lønincitament (bonus). Fire faktorer har indflydelse på, hvor intenst kapitalejerne skal gøre det enkelte incitament.

*For det første* skal det på baggrund af det pågældende incitament kunne betale sig for bestyrelsen at forfølge det tilknyttede resultatomål. Med andre ord skal der være sammenhæng mellem incitamentsgevinsten og bestyrelsens omkostninger forbundet med at yde den påkrævede indsats.

*For det andet* bør kapitalejerne i udformningen af incitamentsstrukturen tage højde for bestyrelsens villighed til at påtage sig risiko; stærkere incitament påfører bestyrelsen større risiko. I PA-teorien antages det oftest, at agenten – her bestyrelsen – er risikoavers. I denne situation bør incitamentsstrukturen være mindre intens for at lægge mindre risiko over på bestyrelsen.

*For det tredje* bør resultatomålet være klart og tydeligt defineret over for bestyrelsen. Et uklart resultatomål skaber usikkerhed om hvilken adfærd, der reelt er ønskværdig, hvilket mindsker motivationseffekten af det enkelte incitament.

<sup>130</sup> Prendergast, C. 1999. The Provision of Incentives in Firms. *Journal of Economic Literature* XXXVII, s. 8

<sup>131</sup> Prendergast, C. 1999. The Provision of Incentives in Firms. *Journal of Economic Literature* XXXVII, s. 9

<sup>132</sup> Holmström, B. 1979. Moral Hazard and Observability. *The Bell Journal of Economics* 10(1), s. 89

<sup>133</sup> Milgrom, P. & Roberts, J. 1992. *Economics, organization and management*. New Jersey: Prentice-Hall, Inc., s. 221 ff.

*Endelig* skal bestyrelsen have reel mulighed for at påvirke resultatet og dermed udløse incitamentet; hvis opfyldelse af resultatmålet i sidste ende ligger uden for bestyrelsens kontrol, så vil incitamentet være virkningsløst. Eksterne variable, som påvirker bestyrelsens aflønning, og som den ikke har kontrol over, betegner *Banner-Voigt & Rasmussen* (2009) som "støj".<sup>134</sup>

### 5.3.1.1.3 Monitoring principle

Monitoring-princippet angiver, at kapitalejerne kan øge deres informationsniveau om bestyrelsens adfærd ved overvågning af denne. Overvågning af bestyrelsen medfører uundgåeligt omkostninger for kapitalejerne, hvorfor omfanget af overvågning må således afgøres ved en afvejning af overvågningsomkostninger over for den større usikkerhed om bestyrelsens adfærd, der er forbundet med færre overvågningsomkostninger. De grundlæggende antagelser inden for den nyinstitutionelle økonomi bevirker, at fuldkommen overvågning – og dermed fuldkommen information om bestyrelsens adfærd – ikke er mulig.

### 5.3.1.1.4 Equal compensation principle

Multitasking-adfærd kan også afhjælpes ved at følge *equal compensation-princippet*. *Milgrom & Roberts* (1992) definerer *equal compensation-princippet* således:

*If an employee's allocation of time or attention between two different activities cannot be monitored by the employer, then either the marginal rate of return to the employee from time or attention spent in each of the two activities must be equal, or the activity with the lower marginal rate of return receives not time or attention.*<sup>135</sup>

*Equal compensation-princippet* kan ses i sammenhæng med *monitoring-princippet*. Hvor kapitalejerne ikke kan eller ønsker at afholde overvågningsomkostninger, opstår incitament for bestyrelsen til multitasking-adfærd. For de resultatmål, der ikke er omfattet af kapitalejernes overvågning, angiver *equal payment-princippet*, at kapitalejerne i stedet kan *vægte* resultatmålene i forhold til graden af kapitalejernes ønske om deres opfyldelse. Derved afhjælpes bestyrelsens incitament til multitasking reelt ikke, idet bestyrelsen fortsat allokerer dens ressourcer i forhold til den kompensation, der er knyttet til det enkelte resultatmål. I henhold til *equal payment-princippet* afspejler denne ressourceallokering netop kapitalejernes prioriterede interesse, hvorfor bestyrelsens ressourceallokering ikke sker på bekostning af selskabets interesse, men i overensstemmelse hermed.

*Bregm* (1998) betegner dette som et "vægtningskrav" til kapitalejernes resultatlønsordning:

*Hvis en resultatlønsordning skal give incitament til den adfærd, der ønskes, skal aflønningen af de enkelte aktiviteter vægtes, så der ikke bliver incitament til at udføre nogle aktiviteter på bekostning af andre, der også ønskes udført. Ellers vil der være incitament til at lægge arbejdsindsats i de aktiviteter, der belønnes bedst.*<sup>136</sup>

<sup>134</sup> Banner-Voigt, E. & Rasmussen, S. 2009. *Aktieløn*. København: Thomson Reuters Professional, s. 46

<sup>135</sup> Milgrom, P. & Roberts, J. 1992. *Economics, organization and management*. New Jersey: Prentice-Hall, Inc., s. 228

<sup>136</sup> Bregm, K. 1998. Resultatløn – nogle problemer. *Samfundsøkonomen* 4/5. København: Jurist- og Økonomforbundets Forlag, s. 50

### 5.3.1.2 Tantième

Ofte anvendes en resultatbaseret aflønningsmodel, hvor den faste grundløn suppleres med en variabel aflønning i form af *tantième*. Anvendelsen af tantième som variabelt aflønningsselement er blevet mere udbredt efter at en ændring af Selskabsloven i 1991 liberaliserede beregningsgrundlaget. Tidligere fandtes tidligere alene gyldig hjemmel til at beregne tantième på baggrund af kapitalselskabets nettofortjeneste, mens man i KSL tillader at lægge et *rimelighedsprincip* til grund, hvorefter der skal tages hensyn til, hvad der må anses for sædvanligt efter arbejdets art og selskabets økonomiske stilling i øvrigt.<sup>137</sup> Ifølge Banner-Voigt & Rasmussen (2009) er der tre hovedformål med en aktielønsmodel:

*Det ene er at skabe incitamenter for medarbejderne til at træffe beslutninger, der i højere grad tilgodeser aktionærernes interesse. Det andet formål er at knytte medarbejderne til selskabet, og det tredje er at udskyde selskabets lønudgifter og/eller konvertere lønnen til en værdistigning på aktier. [...] Baggrunden for etablering af en aktielønsordning i selskabet er afgørende for udformningen af aflønningsprogrammet.*<sup>138</sup>

En forudsætning for kapitalejernes anvendelse af variabel aflønning til bestyrelsen er, at bestyrelsesmedlemmer alene har ret til vederlag, det vil sige også tantième, såfremt der er fastsat bestemmelse herom i vedtægterne. I dommen UfR 1996.1619/2H, fastslog Østre Landsret og siden Højesteret, at en positiv bestemmelse i vedtægterne om ret til bestyrelseshonorar medførte, at bestyrelsen havde krav på et arbejdsvederlag. Senere fastslog Østre Landsret, jf. UfR 2002.686Ø, at en bestyrelsesformand *ikke* havde krav på bestyrelsesvederlag, da der ikke var fastsat bestemmelser i selskabets vedtægter om honorar:

Odense Ret udtaler om Fs modkrav over for aktieselskabet M om honorar for en periode som bestyrelsesformand: *"Et bestyrelsesmedlem eller en bestyrelsesformand i et aktieselskab har efter almindelige aktieselskabsretlige regler kun krav på honorar, hvis dette er hjemlet i vedtægterne eller i en bestemmelse truffet af generalforsamlingen. Efter de retlige tankegange, der gør sig gældende i dag, kan det dog efter omstændighederne næppe udelukkes, at et bestyrelsesmedlem eller en bestyrelsesformand også kan have retskrav på honorar i andre tilfælde. Dette må imidlertid som minimum forudsætte en høj grad af seriøsitet i det honorarkrav, der er tale om. Et krav, der som i det foreliggende tilfælde er fremsat omkring et år efter den pågældendes fratræden, fordi han er blevet opmærksom på, at han har en gæld til selskabet, har ikke tilstrækkelig seriøsitet. Allerede som følge heraf kan sagsøgt [advokat F] modkrav ikke anerkendes [...]"*.

Østre Landsret stadfæster Odense Rets afgørelse vedrørende Fs ret til honorar med følgende udtalelse: *"Appellanten havde i tidligere år, senest som menigt bestyrelsesmedlem og i en tidligere periode som bestyrelsesformand modtaget betaling for bestyrelsesarbejdet efter fakturaer fremsendt i forbindelse med den årlige, ordinære generalforsamling. Appellanten rejste ikke ved sin fratræden eller senest i forbindelse med den ordinære generalforsamling krav om honorering af sit bestyrelsesarbejde i det omhandlede år. Herefter og da der ikke i selskabets vedtægter er fastsat bestemmelser om*

<sup>137</sup> Boe, J. 1999. Aktieløn m.v., herunder fantomaktier, aktieoptioner, warrants og konvertible obligationer. *Nordisk tidsskrift for selskabsret* 4, s. 78

<sup>138</sup> Banner-Voigt, E. & Rasmussen, S. 2009. *Aktieløn*. København: Thomson Reuters Professional, s. 43

*bestyrelseshonorar, tiltræder landsretten, at byretten ikke har fundet grundlag for at fastslå, at appellantten har krav på bestyrelsesvederlag."*

Bestyrelsesmedlemmer er som udgangspunkt objektivt inhabile efter KSL § 131 i behandling af spørgsmål vedrørende deres eget vederlag (se kap. 3 *Juridisk analyse*). Denne inhabilitet forbyder dog ikke bestyrelsen at indstille et specifikt ønske til generalforsamlingen om vederlag jf. blandt andet ovenstående afgørelse.<sup>139</sup> Kapitalejerne kan samtidig med en vedtægtsbestemmelse bemyndige bestyrelsen til at fastsætte sit eget honorar inden for et givet interval – i disse tilfælde bortfalder habilitetsbestemmelsen.<sup>140</sup>

### 5.3.1.2.1 Tidshorisont i resultatbaseret aflønningsmodel

Prendergast (1999) konkluderer på baggrund af sin sammenstilling af økonomisk, teoretisk litteratur og empiriske undersøgelser af incitamentsaflønning, at "[...] *it does appear that agents respond to incentives*".<sup>141</sup>

Bregn (1999) rejser dog en vigtig pointe i den forbindelse, idet hun peger på vanskelighederne ved at udarbejde et undersøgelsesdesign, der sikrer empiriske oplysninger rensat for indflydelse af *eksogene* variable. Eksempelvis vil det i forbindelse med tværsnitsundersøgelser være problematisk at sikre, at de sammenlignede selskaber udelukkende varierer med hensyn til anvendelsen af resultatbaseret aflønning. Tilsvarende vil det i forbindelse med longitudinalstudier være svært at sikre, at alene forholdet omkring variabel aflønning i selskabet ændres fra undersøgelsesperiode et til den efterfølgende, og at ingen eksogene variable samtidig ændrer sig.<sup>142</sup>

Der kan med rette argumenteres for, at aflønningsbestemmelsen i KSL § 138, stk. 1 følger Prendergasts (1999) konklusion. I den danske corporate governance-debat fokuseres ligeledes mindre på *om*, og mere på *hvordan* ledelsens handlemåde påvirkes af en variabel aflønningsmodel.

Et centralt element i denne debat er den anlagte *tidshorisont* i aflønningsmodellen. Boe (1999) anfører således:

*Når bestyrelsen overvejer at indføre en tantiemeordning for ledelsen, skal den nøje vurdere grundlaget for beregning af tantieme. Hvis tantieme ensidigt baseres på overskuddet, kan det friste direktionen til at oppuste overskuddet f.eks. ved at nedbringe forsknings- og udviklingsomkostninger, hvilket på længere sigt vil gå ud over selskabets indtjeningsevne.*<sup>143</sup>

Selvom Boe (1999) refererer til forholdet mellem bestyrelsen og direktionen, så antages den samme problematik at gøre sig gældende i forholdet mellem kapitalejerne og bestyrelsen. Den adfærd Boe

<sup>139</sup> Christensen, J. S. 2012. *Selskabsloven med kommentarer*. København: Karnov Group Denmark A/S, s. 410

<sup>140</sup> Schaumburg-Müller, P. & Werlauff, E. 2010. *Selskabsloven (lov om aktie- og anpartsselskaber) med kommentarer*. København: Jurist- og Økonomforbundets Forlag, s. 615

<sup>141</sup> Prendergast, C. 1999. The Provision of Incentives in Firms. *Journal of Economic Literature* XXXVII, s. 55

<sup>142</sup> Bregn, K. 1999. Resultatrelateret løn – nogle mulige hindringer for motivation og effektivitet. *Nordisk Administrativ Tidsskrift* 4. København: Jurist- og Økonomforbundets Forlag, s. 341

<sup>143</sup> Boe, J. 1999. Aktieløn m.v., herunder fantomaktier, aktieoptioner, warrants og konvertible obligationer. *Nordisk tidsskrift for selskabsret* 4. København: Jurist- og Økonomforbundets Forlag, s. 78

(1999) her refererer til er den adfærd, der tidligere i afhandlingen er blevet identificeret som *multitasking*.

I forlængelse heraf anbefaler *Komitéen for god selskabsledelse* (2014), at det variable vederlag bør baseres på resultater med sigte på langsigtet værdiskabelse, således at det ikke giver incitament til kortsigtet og risikobetonet adfærd.<sup>144</sup>

### 5.3.2 Adfærdsbaseret aflønning

Den juridiske ramme har hidtil koncentreret sig om, at skabe grundlag for resultataflønning baseret på objektive kriterier. Som det er fremgået er det imidlertid yderst vanskeligt for kapitalejerne at opstille velegnede objektive resultatmål, der opfylder både "dækningskravet" og "vægtningskravet" og derved sikrer, at bestyrelsen ikke "shirker". Dette skyldes blandt andet bestyrelsens komplekse arbejdsopgaver, der dækker både intern og ekstern strategiplanlægning med videre.

Det er ligeledes vanskeligt at finde den rette balance mellem kortsigtede og langsigtede resultatmål. *Boe* (1999) og *Komitéen for god selskabsledelse* (2014) argumenterer begge for at basere resultatlønnen på langsigtede mål for at undgå kortsigtet fokus i bestyrelsen. Ifølge equal compensation-princippet har bestyrelsen incitament til at fokusere på de resultatmål – kortsigtede eller langsigtede – der medfører den højeste belønning. Med andre ord nedprioriterer bestyrelsen lavt eller ikke kompenserede, men relevante, mål.

En subjektiv vurdering er i modsætning til det kvantitative objektive resultatmål baseret på en kvalitativ vurdering. Bestyrelsens samlede indsats kunne vurderes mere som en helhed, en "holistisk" anskuelse, og belønning i højere grad kunne knyttes til den til enhver tid reelle værdi af den konkrete indsats.<sup>145</sup>

Subjektive vurderinger indebærer dog ligeledes risici. *For det første* kan subjektive vurderinger lige så vel som objektive resultatmål medføre risiko for multitasking-adfærd. Subjektive vurderinger forudsættes at skulle udarbejdes under begrænset rationalitet og ufuldkommen information (se kap. 2 *Økonomisk metode*), hvilket giver bestyrelsen incitament til at engagere sig i "påvirkningsaktiviteter", det vil eksempelvis sige aktiviteter med det formål at indsmigre sig hos den ansvarlige for de subjektive vurderinger, for at opnå en relativt bedre vurdering. Ressourcerne, eksempelvis tidsforbrug, som bestyrelsen allokerer til disse påvirkningsaktiviteter, må nødvendigvis tages fra de ressourcer, der oprindeligt allokeret til bestyrelsens øvrige arbejdsopgaver. Bestyrelsen får med andre ord incitament til at varetage sin egen interesse over selskabets interesse.

*For det andet* er subjektive vurderinger underlagt risiko for det *Prendergast* (1999) betegner "*leniency bias*".<sup>146</sup> Herved forstås at kapitalejerne har en tendens til at overvurdere bestyrelsens arbejde. Dette skyldes oftest ubehag hos kapitalejerne forbundet med at give bestyrelsen en negativ vurdering. Samtidig er der risiko for, at en negativ vurdering vil have en demoraliserende effekt på bestyrelsen, hvilket påvirker bestyrelsesmedlemmernes motivation. *Milgrom & Roberts* (1992) omtaler ligeledes

<sup>144</sup> *Komitéen for god selskabsledelse*. 2014. Anbefalinger for god selskabsledelse, s. 21

<sup>145</sup> *Prendergast*, C. 1999. The Provision of Incentives in Firms. *Journal of Economic Literature* XXXVIII, s. 29

<sup>146</sup> *Prendergast*, C. 1999. The Provision of Incentives in Firms. *Journal of Economic Literature* XXXVII, s. 9

denne risiko. Forfatterne tilføjer til *Prendergasts* (1992) konklusion, at kapitalejernes tendens til at afgive overvejende positive vurderinger har en modsat effekt af den ønskede. Positive vurderinger som følge af "leniency bias" udvander således vurderingens validitet og bevirker, at bestyrelsen har lav tillid til den faktiske vurdering. Den manglende tillid til den subjektive vurdering bruges herefter af bestyrelsen til at "retfærdiggøre" bestyrelsens engagement i påvirkningsaktiviteter.<sup>147</sup>

Man kan også forestille sig en tredje risiko ved subjektive vurderinger, der går i modsat retning: resultataflønning er alt andet lige en omkostning for selskabet med negativ påvirkning af de frie midler, der kan udloddes som udbytte til kapitalejerne. Derfor har kapitalejerne en residual interesse i vurderingen af bestyrelsen. Det indebærer en risiko for, at kapitalejerne bevidst undervurderer bestyrelsen, for at holde omkostningerne til resultataflønning nede. Subjektivitet gør en vurdering vanskelig at verificere.

Sammenfattende vurderer jeg, at inddragelse af subjektiv vurdering som supplement til objektive resultatomål kan betyde at de kvalitative og kvantitative dimensioner kan supplere hinanden og afhjælpe hinandens svagheder. Den juridiske ramme bør derfor søges udvidet til også at give hjemmel til at anvende en subjektiv, adfærdsbaseret aflønning og dermed også en kombination af de to aflønningsmodeller identificeret i den økonomiske analyse.

---

<sup>147</sup> Milgrom, P. & Roberts, J. 1992. *Economics, organization and management*. New Jersey: Prentice-Hall, Inc., s. 404 ff.

## 6 Konklusion

Det er i denne afhandling blevet bekræftet, at der inden for rammerne af Selskabsloven består en teoretisk risiko for "beslutningsvakuum" i situationer, hvor en interessekonflikt medfører inhabilitet, jf. KSL § 131, hos mindst halvdelen af et kapitalselskabs bestyrelsesmedlemmer, og hvor stemmerettighederne på selskabets generalforsamling er fordelt blandt selskabets kapitalejere således at de afgivne stemmer fordeler sig lige henholdsvis for og imod det omhandlede spørgsmål. Det har ikke været muligt i forbindelse med denne arbejdsproces, at fastslå det praktiske omfang af denne problemstilling.

Med dette udgangspunkt blev det indledningsvist i den juridiske analyse undersøgt, hvilke rammer KSL § 131 opstiller for bestyrelsesmedlemmers inhabilitet. Der findes kun begrænset relevant retspraksis, hvorfor juridisk litteratur blev inddraget i den retsdogmatiske analyse med henblik på at levere et fyldestgørende fortolkningsbidrag af de enkelte vurderingsmomenter i habilitetsbestemmelsen. Analysen viser, at det er særligt relevant at identificere, hvorvidt det relevante spørgsmål kan vurderes at være omfattet af bestemmelsens aftalebegreb. Dette er tilfældet, hvor spørgsmålet vedrører ansættelse af bestyrelsesmedlemmet som direktør i selskabet. Endvidere er det relevant at være særligt opmærksom i forbindelse med definitionen af selskabets interesse. Denne defineres som selskabets økonomiske residualssubjekts interesse; som udgangspunkt er dette ensbetydende med kapitalejernes kollektive interesse.

Hvor der konstateres inhabilitet i henhold til KSL § 131, må den inhabile ikke deltage i behandlingen af det konkrete spørgsmål eller afgive sin stemme. Der kan dog argumenteres for, at den pågældende – i større eller mindre omfang – har adgang til at bidrage til sagsbehandlingen med sin viden om sagens faktum. Hvor inhabilitet ikke er blevet iagttaget korrekt, må den trufne beslutning erklæres ugyldig, i det omfang den inhabile har haft afgørende indflydelse på afstemningens udfald eller på bestyrelsens opfyldelse af quorum-kravet.

Derefter anvendtes den økonomiske metode PA-teorien til at analysere, hvordan inhabilitet proaktivt kan undgås. Den økonomiske analyse viser, at kapitalejere forud for etableringen af en PA-relation kan "screene" potentielle bestyrelseskandidater med henblik på at afsløre skjult information. Efter etableringen af en PA-relation – eksempelvis afholdelse af bestyrelsesvalg – kan kapitalejere minimere risikoen for bestyrelsens "shirken" ved at sikre, at bestyrelsens incitament er i overensstemmelse med kapitalejernes interesser; til dette formål kan kapitalejerne anvende incitamentsbaseret aflønning på baggrund af enten kvantitative resultatmål eller kvalitative, subjektive vurderinger.

Afslutningsvist blev samspillet mellem gældende ret og de relevante økonomiske strategier vurderet. Den interdisciplinære analyse viser, at der på den ene side allerede findes hjemmel i Selskabsloven til anvendelse af nogle af de relevante økonomiske strategier. Således findes inden for både hard law og soft law hjemmel til screening og resultatbaseret aflønning. På den anden side viser den interdisciplinære analyse, at den selskabsretlige ramme med fordel kan udvides til også at give hjemmel til anvendelse af adfærdsbaseret aflønning, da denne aflønningsmodel indebærer nogle

åbenbare fordele i forhold til den kvantitative, resultatbaserede model. En sådan justering af den retlige ramme ville medvirke til at fremme den ønskede retstilstand, hvor der ikke er risiko for, at inhabilitet fører til "beslutningsvakuum".

Sammenfattende kan det konkluderes, at kapitalejere kan minimere risikoen for "beslutningsvakuum" ved brug af de proaktive strategier, der blev identificeret i den økonomiske analyse, idet disse minimerer risikoen for interessekonflikter, som anses for den initiale årsag til et "beslutningsvakuum". Kapitalejernes mulighed for at anvende den specifikke proaktive strategi, som indeholder subjektive, adfærdsbaserede aflønningsmodeller, forudsætter en tilpasning af den relevante retlige ramme, som på nuværende tidspunkt alene er fokuseret på at give hjemmel til aflønningsmodeller baseret på objektive resultatmål.

## Litteraturliste

### Litteratur

- Akerlof, G. A. 1970. The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *The Quarterly Journal for Economics* Volume 84(3): 488-500
- Andersen, L. L. 1996. Om at forlade bestyrelseslokalet. *Julebog 1996*. København: Jurist- og Økonomforbundets Forlag
- Andersen, P. K. 2013. *Aktie- og anpartsselskabsret*. København: Jurist- og Økonomforbundets Forlag
- Anderson, E. & Oliver, R. L. 1987. Perspectives on Behavior-Based Versus Outcome-Based Salesforce Control Systems. *Journal of Marketing* Volume 51(October): 76-88
- Baker, G. P. 1992. Incentive Contracts and Performance Measurement. *Journal of Political Economy* 100(3): 598-614
- Banner-Voigt, E. & Rasmussen, Søren. 2009. *Aktieløn*. København: Thomson Reuters Professional
- Bergen, M. et al. 1992. Agency Relationship in Marketing: A review of the Implications and Applications of Agency and Related Theories. *Journal of Marketing* 56(1): 1-24
- Boe, J. 1999. Aktieløn m.v., herunder fantomaktier, aktieoptioner, warrants og konvertible obligationer. *Nordisk tidsskrift for selskabsret* 4: 77-85
- Bregn, K. 1998. Resultatløn – nogle problemer. *Samfundsøkonomen* 4/5: 48-56
- Bregn, K. 1999. Resultatrelateret løn – nogle mulige hindringer for motivation og effektivitet. *Nordisk Administrativ Tidsskrift* 4. København: Jurist- og Økonomforbundets Forlag
- Bregn, K. 2004. *Principal-agent teori – med særligt henblik på lønsystemer*. Danmark: Roskilde Universitet
- Bunch, L. & Rosenberg, I. 2014. *Selskabsloven med kommentarer*. København: Karnov Group Denmark A/S
- Bunch, L. & Christensen, J. S. 2011. Selskabets egeninteresse – navnlig i lyset af selskabslovens generalklausuler. *UfR 2011B.1*
- Christensen, J. S. 2012. *Selskabsloven med kommentarer*. København: Karnov Group Denmark A/S
- Dahl, B. 1990. Erhvervsjura som ledelsesredskab. *FSRs Årsskrift 1990: Erhvervsret*: 97-144
- Dahl, B. 2014. *Erhvervsjura i et markedsøkonomisk perspektiv*. København: Handelshøjskolens Forlag
- Evald, J. & Schaumburg-Müller, S. 2002. *Om retspolitik*. København: Jurist- og Økonomforbundets Forlag

- Furubotn, E. G. 2001. The new institutional economics and the theory of the firm. *Journal of Economic Behavior & Organization* 45: 133-153
- Furubotn, E. G. & Richter, R. 2010. *Economics, Cognition, and Society: Institutions and Economic Theory: The Contribution of the New Institutional Economics*. USA: University of Michigan Press
- Gomard, B. 2000. *Aktieselskaber og anpartsselskaber*. København: Jurist- og Økonomforbundets Forlag
- Hansen, S. F. 2003. Ledelsesstrukturen i danske SE-selskaber. *Juridiske emner ved Syddansk Universitet 2003*. København: Jurist- og Økonomforbundets forlag
- Hansen, S. F. & Krenchel, J. V. 2014. *Dansk selskabsret 1 – Indledning til selskabsretten*. København: Karnov Group Denmark A/S
- Hansen, S. F. & Krenchel, J. V. 2014. *Dansk selskabsret 2 – Kapitalselskaber*. København: Karnov Group Denmark A/S
- Harsaae, E. 2000. *En kritisk vurdering af den generelle ligevægtsmodel*. Danmark: Aarhus Universitet
- Hendrikse, G. 2003. *Economics and Management of Organizations: Co-ordination, Motivation and Strategy*. New York: McGraw-Hill Education
- Holmström, B. 1979. Moral Hazard and Observability. *The Bell Journal of Economics* 10(1): 74-91
- Ippolito, R. A. (2005). *Economics for Lawyers*. New Jersey: Princeton University Press.
- Jensen, M. C. & Meckling, W. H. 1976. Theory of the Firm: Managerial Behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics* Volume 3(4): 305-360
- Knudsen, C. 1997. *Økonomisk metodologi bind 2: Virksomhedsteori og industriøkonomi*. København: Jurist- og Økonomforbundets Forlag
- Milgrom, P. & Roberts, J. 1992. *Economics, organization and management*. New Jersey: Prentice-Hall, Inc.
- Nielsen, R. & Tvarnø, C. D. 2005. *Retskilder og retsteorier*. København: Jurist- og Økonomforbundets Forlag
- Petersen, B., Pedersen, T & Benito, G. R. G. 2006. The Termination Dilemma of Foreign Intermediaries: Performance, Anti-shirking Measures and Hold-up Safeguard. *Advances of International Marketing* 16: 317-339
- Polinsky, A. M. 2011. *An Introduction to Law and Economics*. New York: Wolters Kluwer Law & Business
- Prendergast, C. 1999. The Provision of Incentives in Firms. *Journal of Economic Literature* XXXVIII: 7-63
- Ross, A. 1971 (1953). *Om ret og retfærdighed. En indførelse i den analytiske retsfilosofi*. København: Nyt Nordisk Forlag

- Schaumburg-Müller, P. & Werlauff, E. 2010. *Selskabsloven med kommentarer (lov om aktie- og anpartsselskaber)*. København: Jurist- og Økonomforbundets Forlag
- Sofsrud, T. 1999. *Bestyrelsens beslutning og ansvar: spørgsmål til bedømmelse af bestyrelsesmedlemmers erstatningsansvar*. København: Greens Jura/Akademisk Forlag
- Tvarnø, C. D. & Denta, S. M. 2015. *Få styr på metoden – Introduktion til juridisk metode og samfundsvidenskabelig projektmetode*. København: Ex Tuto Publishing A/S
- Werlauff, E. 1991. *Selskabsmasken: loyalitetspligt og generalklausul i selskabsretten*. København: Gads Forlag
- Werlauff, E. 2008. *Selskabsret*. København: Forlaget Thomson A/S
- Werlauff, E. 2010. *Selskabsret*. København: Thomson Reuters Professional A/S
- Werlauff, E. 2013. *Selskabsret: Med selskabsreformen*. København: Karnov Group Denmark A/S
- Williamson, O. E. 1996. Economic Organization: The Case for Candor. *Academy of Management Review*, 21(1): 48-57
- Østergaard, K. 2003. Metode på cand.merc.jur. studiet. *Julebog 2003*. København: Jurist- og Økonomforbundets Forlag.

## Regulering

**Aktieselskabsloven (ASL 1917)** Lov nr. 468 af 29/09/1917 om aktieselskaber

**Aktieselskabsloven (ASL 1939)** Lov nr. 123 af 15/04/1930 om aktieselskaber

**Konkursloven** Lovbekendtgørelse nr. 11 af 06/01/2014 af Konkursloven

**Offentlighedsloven** Lov nr. 606 af 12. juni 2013 om offentlighed i forvaltningen

**Selskabsloven (KSL)** Lovbekendtgørelse nr. 1089 af 14/09/2015 af lov om aktie- og anpartsselskaber (selskabsloven)

**Lovforslag til Selskabsloven** Forslag til Lov om aktie- og anpartsselskaber (selskabsloven) af 25. marts 2009

## Retspraksis

**U.1924.1470** Østre Landsrets dom af 12. oktober 1923 i sag I 231/1923, A/S De danske Cichoriefabrikker m fl mod Carl Salomonsen

**U.1973.417H** Højesterets dom af 4. april 1973 i sag II 187/1971, Alexander Schoeller & Co. AG mod A/S B. Muus & Co.

**U.1996.1619/2H** Højesterets dom af 15. oktober 1996 i sag II 297/1994, Bibliotekscentralen A/S under konkurs mod Bent Sørensen, Kirsten Elley Becker, Anni Jacobsen, Else Købstrup, Thorkild Ibsen, Søren Møller, Niels Mark, Christen Nielsen, Helle von Nordheim, Mette Stockmarr, Poul Erik Sørensen, Ingelise Vilsen, Inge Hjerrild, Lars Løkke Rasmussen og Ib Juul

**96-76-437** Erhvervsankenævnets kendelse af 11. februar 1997, K Sparekasse mod Finanstilsynet

**U.2002.686Ø** Østre Landsrets dom af 13. december 2001 i anke 12. afd. nr. B-1942-00, Advokat F mod Memcorn A/S

**FM 2014.117** Vestre Landsrets dom af 11. februar 2014 i anke 7. afd. nr. B-0165-14, Direktør A mod Tinglysningssretten

## Rapporter

Erhvervs- og byggestyrelsen. 2011. Den kompetente bestyrelse – gør en forskel i din virksomhed.

Handelsministeriet. 1969. Betænkning 540/1969: Om en fællesnordisk aktieselskabslovgivning.

Komitéen for god selskabsledelse. 2014. Anbefalinger for god selskabsledelse.

Økonomi- og Erhvervsministeriet. 2008. Betænkning 1498/2008: Modernisering af selskabsretten.

## Internetsider

**Karnov** <https://pro.karnovgroup.dk/journals/ufr>

## Bilag

### **Bilag 1 – Anmodning om aktindsigt af 11. april 2016**

Erhvervsstyrelsen,

I henhold til Lov om offentlighed i forvaltningen (Offentlighedsloven) § 7, ønsker jeg hermed at anmode om aktindsigt i det følgende.

Jf. Offentlighedsloven § 9, stk. 1 skal det oplyses, at aktindsigten vedrører en sammenstilling af Erhvervsstyrelsens journaler eller registre eller lignende optegnelser over Erhvervsstyrelsens tvangsopløsninger af selskaber på dansk jord i henhold til Selskabsloven § 225, stk. 1 siden vedtagelsen af Lov nr. 470 om aktie- og anpartsselskaber (Selskabsloven) af 12. juni 2009.

Oplysningerne er til brug for min kandidatafhandling om Selskabsloven, hvor jeg ønsker at dokumentere om – og i hvilket omfang – tvangsopløsning af danske selskaber som følge af ugyldig ledelse har fundet sted i overensstemmelse med Selskabsloven § 225, stk. 1, nr. 2.

Til det formål ønsker jeg, i overensstemmelse med Offentlighedsloven § 11, aktindsigt i Erhvervsstyrelsens optegnelser over det faktiske antal af tvangsopløsninger, Erhvervsstyrelsen har anmodet til skifteretten som ovenfor beskrevet.

Alternativt ønsker jeg aktindsigt i Erhvervsstyrelsens optegnelser over det generelle antal af tvangsopløsninger anmodet til skifteretten, jf. Selskabsloven § 225, stk. 1, nr. 1-5.

Såfremt Erhvervsstyrelsen mod forventning, da denne aktindsigtsanmodning ikke vurderes at falde under Offentlighedsloven §§ 19-35, ikke finder, at der er hjemmel til aktindsigt i den anmodede sammenstilling, ønsker jeg at udbede mig en redegørelse og begrundelse for denne opfattelse.

Måtte I have behov for yderligere information i forbindelse med ovenstående aktindsigtsanmodning er I velkomne til at henvende jer på telefon (privat) 61 279 878.

Skriftlige svar på denne aktindsigtsanmodning bedes sendt til e-mail [thor.halmind@gmail.com](mailto:thor.halmind@gmail.com), tak.

På forhånd mange tak for hjælpen.

Med venlig hilsen / Best regards  
Thor HALMIND

## Bilag 2 – Svar på anmodning om aktindsigt af 12. april 2016 (kopi)



Thor Halmind  
(Sendt pr. e-mail til thor.halmind@steenstrom.com)

12. april 2016  
Sag 2016-3060  
/LFK

### Anmodning om aktindsigt

Erhvervsstyrelsen har modtaget din henvendelse af 11. april 2016, hvori du anmoder om aktindsigt i det følgende:

*"Jf. Offentlighedsloven § 9, stk. 1 skal det oplyses, at aktindsigten vedrører en sammenstilling af Erhvervsstyrelsens journaler eller registre eller lignende optegnelser over Erhvervsstyrelsens tvangsopløsninger af selskaber på dansk jord i henhold til Selskabsloven § 225, stk. 1 siden vedtagelsen af Lov nr. 470 om aktie- og anpartsselskaber (Selskabsloven) af 12. juni 2009.*

*Oplysningerne er til brug for min kandidatafhandling om Selskabsloven, hvor jeg ønsker at dokumentere om – og i hvilket omfang – tvangsopløsning af danske selskaber som følge af ugyldig ledelse har fundet sted i overensstemmelse med Selskabsloven § 225, stk. 1, nr. 2. Til det formål ønsker jeg, i overensstemmelse med Offentlighedsloven § 11, aktindsigt i Erhvervsstyrelsens optegnelser over det faktiske antal af tvangsopløsninger, Erhvervsstyrelsen har anmodet til skifteretten som ovenfor beskrevet.*

*Alternativt ønsker jeg aktindsigt i Erhvervsstyrelsens optegnelser over det generelle antal af tvangsopløsninger anmodet til skifteretten, jf. Selskabsloven § 225, stk. 1, nr. 1-5."*

Erhvervsstyrelsen har behandlet din anmodning om aktindsigt efter bestemmelserne i lov nr. 606 af 12. juni 2013 om offentlighed i forvaltningen (offentlighedsloven).

### Afgørelse

Erhvervsstyrelsen har nu færdigbehandlet sagen og skal hermed meddele, at styrelsen til dels kan imødekomme din anmodning om aktindsigt.

Jeg har til nærværende afgørelse vedlagt en oversigt over antallet af tvangsopløsninger af kapitalsselskaber fordelt på henholdsvis årstal og selskabsform.

### Begrundelse

Det bemærkes dog, at Erhvervsstyrelsen ikke umiddelbart har mulighed for at udarbejde en oversigt på andet end årsbasis, idet en nærmere specificeret oversigt kræver et specialudtræk.

**ERHVERVSSTYRELSEN**  
Dahlerups Pakhus  
Langelinie Allé 17  
2100 København Ø

Tlf. 35 29 10 00  
Fax 35 29 10 01  
CVR-nr 10 15 08 17  
E-post [erst@erst.dk](mailto:erst@erst.dk)  
[www.erst.dk](http://www.erst.dk)

**ERHVERVS- OG  
VÆKSTMINISTERIET**

Et sådant specialudtræk kan imidlertid ikke foretages med få og enkle kommandoer, jf. offentlighedslovens § 11, stk. 2, 1. pkt., og Erhvervsstyrelsen må følgelig afslå at specificere oversigten nærmere.

For yderligere selskabsoplysninger henvises i øvrigt til Det Centrale Virksomhedsregister (CVR) på Virk Data, herunder de digitale data-distributionsløsninger, som Erhvervsstyrelsen har udviklet.

#### **Klagevejledning**

Denne afgørelse kan påklages til Erhvervs- og Vækstministeriet, jf. offentlighedslovens § 37, på grundlag af den ulovbestemte adgang til at påklage administrative afgørelser til overordnede myndigheder.

En eventuel klage skal fremsendes via Erhvervsstyrelsen på [erst@erst.dk](mailto:erst@erst.dk), eller Erhvervsstyrelsen, Langelinie Allé 17, 2100 København Ø. Det kan til orientering oplyses, at såfremt Erhvervsstyrelsen fastholder afgørelsen, videresender styrelsen i givet fald snarest og som udgangspunkt inden 7 arbejdsdage efter modtagelsen af klagen sagen og dens dokumenter til Erhvervs- og Vækstministeriet.

Med venlig hilsen



Lasse Fischer Kristensen

Fuldmægtig

Tlf. direkte 35291675

E-post [lasfis@erst.dk](mailto:lasfis@erst.dk)

**Bilag 3 – Oversigt over tvangsopløste selskaber (kopi)**

|              | 2009  | 2010  | 2011  | 2012  | 2013  | 2014  | 2015  | 2016.04.12<br>YTD | Grand Total |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------------------|-------------|
| TVANGSOPLØST | 2.525 | 3.535 | 3.000 | 2.861 | 2.787 | 2.138 | 2.440 | 756               | 20.042      |

Og på virksomhedsform

|                                                | 2009  | 2010  | 2011  | 2012  | 2013  | 2014  | 2015  | 2016.04.12<br>YTD | Grand Total |
|------------------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------------------|-------------|
| Aktieselskab                                   | 161   | 227   | 188   | 190   | 133   | 89    | 112   | 24                | 1.124       |
| Andelsselskab (-forening) med begrænset ansvar | 7     | 6     | 6     | 2     | 3     | 3     | 7     | 2                 | 36          |
| Anpartsselskab                                 | 2.315 | 3.222 | 2.688 | 2.507 | 2.523 | 1.947 | 2.018 | 567               | 17.787      |
| Erhvervsdrivende fond                          | 1     | 5     | 6     | 5     | 2     | 4     | 3     |                   | 26          |
| Forening med begrænset ansvar                  | 6     | 5     | 4     | 2     | 3     |       | 6     | 1                 | 27          |
| Iværksætterselskab                             |       |       |       |       |       |       | 223   | 146               | 369         |
| Kommanditaktieselskab/Partnerselskab           | 1     | 3     | 2     |       | 1     |       | 1     |                   | 8           |
| Selskab med begrænset ansvar                   | 33    | 65    | 104   | 154   | 122   | 12    | 66    | 16                | 572         |
| Ikke angivet                                   | 1     | 2     | 2     | 1     |       | 83    | 4     |                   | 93          |