

Cand.merc.jur
- Kandidatafhandling -
26. april 2010

Det frie valg af ledelsesmodeller

- i et Corporate Governance perspektiv

Udarbejdet af

Katia Tórsheim

Marianne Ploug

Vejledere: Caspar Rose og Frederik Meding

Antal anslag: 267.261



**Copenhagen
Business School**
HANDELSHØJSKOLEN

The Free Choice between a One-Tier and Two-Tier Model in Denmark

- In a Corporate Governance perspektive

Executive Summary

Along with the modernization of the Danish company law, Danish companies have been given the opportunity to choose between a one-tier and a two-tier model. Because of this, a new term has been introduced in Denmark: “Tilsynsrådet” (supervisory board).

This thesis focuses on the Danish companies’ newly found option to choose between the one-tier and two-tier model and the purpose is to find out whether a board or a supervisory board is the best solution for the characteristic Danish ownership structures. We base our thesis question on the principal-agent theory and deal with the factors affecting boards as far as Corporate Governance is concerned. In addition to this, parts of the Recommendations on Corporate Governance have been discussed. This subject has become very interesting due to an increased number of scandals in Denmark concerning management of companies.

The differences between the one-tier and the two-tier model in Denmark concern the duties of and the possibility to be a member of both management bodies. To find the strengths and weaknesses of the one-tier and two-tier model, we have compared the Danish one-tier and two-tier model to the English one-tier model and the German two-tier model. These strengths and weaknesses are used to analyze which of the Danish one-tier or two-tier model is the best fitted for the characteristic Danish ownership structures: Dominant/concentrated ownership, family ownership, foundation ownership and foreign ownership. On this basis we use game theory to analyze whether the Danish one-tier or two-tier model is more efficient compared to the Danish ownership structures.

The Recommendations of Corporate Governance are aimed at listed companies. It is argued that this fact does not influence the companies’ choice of management model, however the Recommendations can supply the management of its duties. The non-listed companies can therefore benefit from complying with the Recommendations.

Based on our study we have concluded that the traditional Danish model is efficient for all of the chosen ownership structures and because of this, the newly found opportunity to choose between the one-tier and two-tier model will have a limited effect for large Danish companies in the future – listed as well as non-listed.

Indholdsfortegnelse

FORKORTELSER	8
1. INDLEDNING	9
1.1 Baggrund for emnevalg.....	9
1.2 Synsvinkel.....	11
1.3 Problemformulering.....	12
1.4 Metode og fremgangsmåde	12
1.6 Afgrænsninger.....	19
1.7 Begrebsafklaring	21
2. CORPORATE GOVERNANCE – DE GRUNDLÆGGENDE PROBLEMSTILLINGER	24
2.1 Principal-agentteorien.....	25
2.2 Governance-mekanismer	28
2.2.1 Kontrolorganer.....	29
2.2.2 Lovgivning	29
2.2.3 Anbefalingerne for god selskabsledelse	30
2.2.4 Majoritetsaktionærer	30
2.2.5 Omdømmeeffekter	31
2.2.6 Mediernes indflydelse	32
3. DE DANSKE LEDELSESMODELLER	33
3.1 Kapitalselskabers ledelsesstruktur	33
3.1.1 Det retlige indhold af selskabslovens § 111.....	33
3.1.2 Ledelsesmodellernes fællestræk – Herunder reglerne om medarbejderrepræsentation	36
3.1.3 Ledelsesorganernes funktioner og opgaver.....	38
3.1.4 Hvad er der sket med repræsentantskabet?.....	42

3.2 Sammenfatning	45
4. ANBEFALINGERNE FOR GOD SELSKABSLEDELSE	47
4.1 Soft law og dets betydning.....	47
4.2 Udkast til Anbefalinger for god Selskabsledelse.....	48
4.2.1 Ledelsens funktioner og opgaver	49
4.2.2 Det øverste ledelsesorgans uafhængighed	52
4.2.3 Andre relevante ændringer	54
4.3 Sammenfatning	55
5. UDVALGTE UDENLANDSKE LEDELSESMODELLER	58
5.1 Den engelske enstrengede ledelsesmodel.....	58
5.1.1 Bestyrelsens funktioner og opgaver	60
5.1.3 Diskussion af forskelle og ligheder	61
5.2 Den tyske tostrengede ledelsesmodel	62
5.2.1 Ledelsesorganernes funktioner og opgaver.....	63
5.2.3 Diskussion af forskelle og ligheder	64
5.3 Europæiske tendenser for valget af ledelsesmodel	66
5.4 Sammenfatning	68
6. FORDELE OG ULEMPER VED DE DANSKE LEDELSESMODELLER .	70
6.1 Bestyrelsen som kontrolorgan.....	70
6.1.1 Uafhængighed mellem ledelsesorganerne	70
6.1.2 Asymmetrisk information mellem ledelsesorganerne	72
6.2 Tilsynsrådet som kontrolorgan	73
6.2.1 Uafhængighed mellem ledelsesorganerne	74
6.2.2 Asymmetrisk information	74
6.3 Diskussion og sammenfatning	76
7. DE DANSKE EJERSKABSSTRUKTURER	78

7.1 Dominerende ejerskab	80
7.1.1 Dominerende ejerskab, ledelsesmodellerne og anbefalingerne.....	81
7.1.1.1 Den dominerende ejer er hverken medlem af direktion eller det øverste ledelsesorgan	82
7.1.1.2 Den dominerende ejer er medlem af direktionen	84
7.1.1.3 Den dominerende ejer er medlem af det øverste ledelsesorgan	85
7.1.1.4 Den dominerende ejer er medlem af begge ledelsesorganer	86
7.1.2 Sammenfatning	87
7.2 Familieejede selskaber	87
7.2.1 Familieejerskab, ledelsesmodellerne og anbefalingerne.....	88
7.2.1.1 Et familiemedlem er medlem af direktionen.....	88
7.2.1.2 Et familiemedlem er medlem af det øverste ledelsesorgan	90
7.2.1.3 Et familiemedlem er medlem af begge ledelsesorganer	91
7.2.2 Sammenfatning	92
7.3 Fondsejerskab	93
7.3.1 Fondsejerskab, ledelsesmodellerne og anbefalingerne.....	94
7.3.1.1 Et fondsbestyrelsesmedlem er hverken medlem af direktion eller det øverste ledelsesorgan	95
7.3.1.2 Et fondsbestyrelsesmedlem er medlem af direktionen	96
7.3.1.3 Et fondsbestyrelsesmedlem er medlem af det øverste ledelsesorgan	97
7.3.1.4 Et fondsbestyrelsesmedlem er medlem af begge ledelsesorganer	98
7.3.2 Sammenfatning	99
7.4 Udenlandsk ejerskab.....	99
7.4.1 Udenlandsk ejerskab, ledelsesmodellerne og anbefalingerne	100
7.4.1.1 Moderselskabet er hverken repræsenteret i direktionen eller øverste ledelsesorgan	100
7.4.1.2 Moderselskabet er repræsenteret i det øverste ledelsesorgan.....	102
7.4.2 Sammenfatning	103
8. VALG AF LEDELSESMODEL.....	104
8.1 Den effiente ledelsesmodel.....	104
8.1.1 Dominerede ejerskab.....	105
8.1.2 Familieejet selskab.....	106
8.1.3 Fondsejet selskab	107
8.1.4 Udenlandsk ejerskab	108
8.1.5 Diskussion og sammenfatning	109
8.2 Skift af ledelsesmodel	110

8.3 Udvidelse af anbefalingernes anvendelsesområde	113
8.4 Sammenfatning	116
9. KONKLUSION.....	118
10. PERSPEKTIVERENDE DISKUSSION	119
11. LITTERATURFORTEGNELSE	121
11.1 Artikler	121
11.2 Bøger	123
11.3 Andet	124
11.4 Lovgivning mm.....	124
BILAG 1 – OVERSIGT OVER ARBEJDSSPØRGSMÅL.....	126
BILAG 2 – UDKAST TIL ANBEFALINGER FOR GOD SELSKABSLEDELSE	127
BILAG 3 – OPGØRELSE AF MEDLEMMER I TILSYNSRÅDET I TYSKLAND	128

Forkortelser

Oversigt over anvendte forkortelser:

AktG: Aktiengesetz

AG: Aktiengesellschaft

ASL: Aktieselskabsloven

GmbH: Gesellschaft mit beschränkter Haftung

OECD: Organisation for Economic Co-operation and Development

SE: Societas Europaea

SL: Selskabsloven

ÅRL: Årsregnskabsloven

1. Indledning

1.1 Baggrund for emnevalg

I en meddelelse vedtaget den 21. maj 2003, fremlagde Europa-Kommissionen (herefter Kommissionen) sin handlingsplan om ”Modernisering af selskabsretten og forbedret virksomhedsledelse i Den Europæiske Union – Vejen frem”¹. Denne meddelelse har ligget til grund for den danske modernisering af selskabsretten², som har mundet ud i vedtagelsen af selskabsloven³, der delvist trådte i kraft den 1. marts 2010⁴.

Med moderniseringen af selskabsretten får danske selskaber mulighed for at vælge mellem flere typer ledelsesmodeller og med indførelsen af den tostrengede ledelsesmodel, indføres et nyt begreb i dansk ret: Tilsynsrådet.

Selskabsretten i EU er kun delvist harmoniseret, hvorfor medlemsstaternes lovgivning vedrørende ledelsesmodeller er forskellig. Kommissionen har dog i sin handlingsplan foreslået, at det skal være muligt at vælge frit mellem ledelsesmodellerne, hvilket der dog ikke har været tilslutning for blandt medlemsstaterne. Det frie valg mellem ledelsesmodellerne er dog indført i EU gennem SE-forordningen⁵, men dette regelsæt gælder kun for SE-selskabet. I Danmark findes dog kun ét SE-selskab med hjemsted i Danmark, hvorfor det frie valg af ledelsesmodel i denne forbindelse har begrænset betydning. Hertil skal nævnes, at SE-selskabet har valgt den traditionelle danske ledelsesmodel med en bestyrelse⁶.

Valgfriheden mellem flere ledelsesmodeller har således eksisteret i Danmark i SE-loven⁷ siden ikrafttrædelsen i 2004, dog kun for SE-selskaber. Efter selskabslovens delvise ikrafttræden har aktie- og anpartsselskaber nu også mulighed for at vælge mellem flere ledelsesmodeller.

¹ KOM(2003) 284 endelig

² Betænkning 1498/2008, s. 16

³ LOV nr. 470 af 12/06/2009

⁴ BEK nr. 172 af 22/02/2010

⁵ Forordning 2157/2001

⁶ Denne oplysning stammer fra Erhvervs- og Selskabsstyrelsen.

⁷ LOV nr. 363 af 19/05/2004, § 24

Indførelsen af det frie valg af ledelsesmodeller begrundes med, at det ikke entydigt kan siges, at én ledelsesmodel er bedre end en anden, hvorfor selskaberne bør gives mulighed for at vælge den ledelsesmodel, som de finder mest fordelagtig⁸. Set i dette lys vil det være interessant at undersøge, hvorvidt det frie valg af ledelsesmodeller vil få betydning for danske selskabers ledelsesstruktur fremover.

Selskabsloven gælder for alle aktie- og anpartsselskaber⁹ - store såvel som små. Alt efter selskabets størrelse, er der derfor forskellige behov i forhold til, hvordan ledelsen indrettes. På den baggrund vil det være spændende at undersøge det frie valg af ledelsesmodeller i forhold til store danske selskaber, da ledelsen af store selskaber ofte overlades i andres varetagelse end ejernes. Et uundgåeligt problem i forbindelse med separation af ejerskab og ledelse er, at ledelsen ikke altid loyalt varetager ejernes interesser, hvilket er essensen i principal-agentteorien. Dette problem søges løst gennem Corporate Governance, hvilket man i Danmark såvel som i udlandet har haft et øget fokus på de seneste år. I enkelte nyere sager er selskabers sammenbrud søgt forklaret i sammensætning af ledelsen og dens ansvar og forpligtelser. Nordic Tankers og IT Factory er således eksempler på sager, hvor Corporate Governance ikke har slået til, hvorfor der kan stilles spørgsmål ved, hvorvidt dette var sket med en tostregen ledelsesmodel.

De enkelte landes Corporate Governance systemer opdeles ofte i forhold til, hvorvidt landenes ejerskabsstruktur er præget af at være spredt eller koncentreret. Med det in mente vil det være interessant at analysere det frie valg af ledelsesmodeller i forhold til de typiske danske ejerskabsstrukturer.

Vores hypotese er, at tilsynsrådet i visse tilfælde vil kunne afhjælpe principal-agentproblemet i højere grad end en bestyrelse. Herved mener vi, at valgfriheden i nogen grad vil kunne påvirke danske selskabers ledelsesstruktur fremover.

⁸ Betænkning 1498/2008, s. 293-295

⁹ Jf. SL § 1

Komiteén for god Selskabsledelse har udgivet reviderede Anbefalinger for god Selskabsledelse¹⁰. I den forbindelse er det interessant at undersøge, hvorvidt disse kan påvirke selskaberne i valget mellem en bestyrelse og et tilsynsråd. Anbefalingerne gælder for børsnoterede selskaber, men da mange store danske selskaber ikke er børsnoterede, er det desuden interessant at diskutere, om de unoterede selskaber vil kunne have en fordel ved at følge dele af anbefalingerne.

1.2 Synsvinkel

I Corporate Governance-debatten er det i mange år blevet diskuteret, hvorvidt der skal anlægges et shareholder- eller stakeholder-perspektiv. I shareholder-perspektivet er det altovervejende sigte med selskabernes drift at skabe værdi for selskabets ejere, hvorfor fokus i dette perspektiv er på, at selskabets ledelse skal varetage ejernes interesser¹¹. Profitmaksimering er således det grundlæggende udgangspunkt i shareholder-perspektivet. I stakeholder-perspektivet inddrages foruden ejerne selskabets øvrige interessenter, eksempelvis kreditorer, medarbejdere og offentlige myndigheder. Forskellen mellem de to perspektiver ligger blandt andet i, at når selskabets stakeholdere tilgodeses, så risikerer man, at det sker på bekostning af selskabets profitmaksimering og dermed ejerne¹².

Vi vælger i afhandlingen at have ejernes synsvinkel, da de i kraft af deres kapitalindskud i et selskab og den dertil hørende risiko, kan have en berettiget forventning om, at selskabets ledelse varetager ejernes interesser¹³. Ejerne kan dog ikke sikre sig, at ledelsen af selskabet varetager ejernes interesse om profitmaksimering, hvorfor vi i afhandlingen vil undersøge, hvorvidt én af de danske ledelsesmodeller bedre kan sikre, at ejernes interesser varetages. Et argument for at tage ejernes synsvinkel er ligeledes, at ejerne er de ultimative beslutningstagere i selskaber, hvorved det er ejerne, der tager beslutningen om, hvorvidt selskabet skal have en bestyrelse eller et tilsynsråd.

¹⁰ Anbefalinger for god Selskabsledelse af 8. april 2010

¹¹ Nørby-udvalgets rapport om Corporate Governance i Danmark (2001), s. 37

¹² Smith (2003), s. 86

¹³ Nørby-udvalgets rapport om Corporate Governance i Danmark (2001), s. 37

1.3 Problemformulering

På baggrund af ovenstående problemstilling affattes afhandlingens problemformulering således:

Set fra et Corporate Governance perspektiv, i hvilket omfang vil indførelsen af valgfrihed mellem ledelsesmodeller påvirke danske børsnoterede såvel som store danske unoterede selskabers ledelsesstruktur fremover, og vil én ledelsesmodel være økonomisk efficient for enkelte typer af ejerskabsstrukturer i Danmark?

1.4 Metode og fremgangsmåde

I det følgende vil vi begrunde fremgangsmåden i de enkelte kapitler og redegøre for metoden og sammenhængen de enkelte kapitler imellem. Hvert kapitel bygger på et eller flere arbejdsspørgsmål, og problemformuleringen vil blive besvaret på baggrund af en sammenfatning af disse. En oversigt over arbejdsspørgsmålene findes i Bilag 1.

Med selskabsloven får selskaber mulighed for at ændre deres øverste ledelsesorgan til et tilsynsråd. Målet med afhandlingen er på baggrund af den nye retsstilling og økonomisk teori om Corporate Governance at vurdere, om det vil være fordelagtigt for nogle af de store danske selskaber at ændre deres øverste ledelsesorgan fra en bestyrelse til et tilsynsråd. For at nå dette mål vil vi på baggrund af de 500 største danske selskaber klarlægge de typiske ejerskabsstrukturer og ud fra disse undersøge, om enten en bestyrelse eller et tilsynsråd vil være efficient for den pågældende ejerskabsstruktur.

Overordnet set lægges principal-agentteorien til grund for afhandlingen, da denne teori søger at forklare, hvorfor ledelsen ikke handler i ejernes interesser. Dette gøres for at skabe en indgangsvinkel og understøtter samtidig, hvorfor vores problemstilling i sig selv er interessant. Corporate Governance kan overordnet beskrives som en kombination af de Governance-mekanismer, som kan løse principal-agentproblemet. Derfor anvender vi Corporate Governance til løbende at drage slutninger i forhold til problemformuleringen og de pågældende arbejdsspørgsmål. Dette kendetegner den deduktive metode¹⁴.

¹⁴ Andersen (2005), s. 32

Vi har valgt udelukkende at basere afhandlingen på sekundære data, altså allerede eksisterende data. For at optimere pålideligheden af kilderne, har vi i overvejende grad anvendt faglige artikler fra anerkendte tidsskrifter og institutter. Vi har desuden koncentreret vores søgninger på internettet omkring hjemmesider fra myndigheder og anerkendte organisationer.

Kapitel 2 præsenterer Corporate Governance og de grundlæggende problemstillinger i forbindelse med separation af ejerskab og ledelse. I kapitel 2 gennemgår vi således det teoretiske grundlag for afhandlingens problemformulering.

Principal-agentteorien kan ifølge Eisenhardt (1989)¹⁵ grundlæggende opdeles i to retninger: den ”positivistiske” og ”den principal-agent-orienterede”. Vi vil i afhandlingen anvende den ”positivistiske” principal-agentteori¹⁶, som har fokus på det principal-agentforhold, der eksisterer mellem et selskabs ejere og dets ledelse. Grundlæggende har denne del af litteraturen søgt at finde de mekanismer, der bedst kan begrænse agenten i at foretage handlinger, som strider imod principalens interesser.

Kapitel 2 byder således på en kort gennemgang af principal-agentteorien samt en oversigt over anvendte Governance-mekanismer som løsninger på principal-agentproblematikken. Gennemgangen af Governance-mekanismerne er ment som en oversigt over og begrundelse for de udvalgte Governance-mekanismer, der anvendes i afhandlingen, og som anses for relevante i forhold til afhandlingens analyse af de danske ledelsesmodeller.

Kontrolorganer som Governance-mekanisme er omdrejningspunktet i afhandlingen. Målet er at finde frem til, hvorvidt en bestyrelse eller et tilsynsråd, set i forhold til deres forskelle, er bedre som Governance-mekanisme. Én Governance-mekanisme alene kan dog sjældent løse principal-agentproblemet, hvorfor vi har medtaget flere Governance-mekanismer for at vurdere hvordan disse i kombination med kontrolorganet, kan afhjælpe principal-agentproblemet.

I kapitel 3 foretager vi en retsdogmatisk analyse af gældende ret vedrørende de danske ledelsesmodeller i selskabslovens § 111. Vi klarlægger det retlige indhold af bestemmelsen og i

¹⁵ Eisenhardt (1989), s. 59 ff.

¹⁶ Bl.a. Berle & Means (1932), Jensen and Meckling (1976) og Farma and Jensen (1983)

forbindelse hermed, hvordan ledelsesorganernes funktioner fordeles. Hertil analyseres ledelsesorganernes opgaver i SL § 115-118, som skal understøtte ledelsesorganernes varetagelse af deres funktioner. Til at udlede gældende ret anvendes bemærkningerne til lovforslag L 170¹⁷. Bemærkningerne anvendes, da de udgør et væsentligt fortolkningsbidrag til fortolkning af lovteksten.

Vi har valgt, at have fokus på ledelsesorganernes funktioner, da varetagelsen af disse påvirker, hvorledes bestyrelsen og tilsynsrådet som kontrolorganer kan påvirke graden af principal-agentproblemet. Ledelsesorganernes opgaver medtages i analysen, da disse understøtter varetagelsen af kontrolfunktionen.

Vores primære fokus er på aktieselskaber, da disse er forpligtede til at have to ledelsesorganer. Af denne grund medtages anpartsselskaber kun i det omfang, hvor der er sket en relevant ændring eller hvor disse tillige er forpligtede til at have to ledelsesorganer.

Reglerne om medarbejderrepræsentation er medtaget i analysen, da disse skal iagttages når selskabet har et vist antal medarbejdere, hvilket ofte gør sig gældende i store danske selskaber. Desuden ønsker vi at finde ud af om medarbejderrepræsentation kan påvirke valget mellem en bestyrelse og et tilsynsråd.

Aktieselskabslovens regler om repræsentantskabet er ikke videreført i selskabsloven, hvorfor vi undersøger, hvorvidt det fortsat er muligt for at have et repræsentantskab foruden en bestyrelse, og om det tillige er muligt at have et repræsentantskab foruden et tilsynsråd.

I kapitel 3 vil vi således besvare følgende arbejdsspørgsmål:

- ***Hvad er det retlige indhold af § 111 og hvilke regler skal iagttages i forbindelse med de danske ledelsesmodeller?***

¹⁷ Lovforslag nr. L 170. Forslag til Lov om aktie- og anpartsselskaber (selskabsloven).

Moderniseringen af selskabsretten har medført en gennemgribende revision af Anbefalingerne for god Selskabsledelse¹⁸, og da børsnoterede selskaber er underlagt ”følg eller forklar”-princip, vil vi i kapitel 4 analysere de relevante anbefalinger i udkastet til de nye anbefalinger for at vurdere, hvordan de som soft law understøtter lovgivningen, og hvordan de som Governance-mekanisme kan være med til at afhjælpe principal-agentproblemet.

Anbefalingerne for god Selskabsledelse blev endeligt udgivet den 8. april 2010¹⁹, hvorfor vi i afhandlingen har taget udgangspunkt i og anvender ”Udkast til Anbefalinger for god Selskabsledelse” (december 2009).

Anbefalingerne for god Selskabsledelse udvikles af Komitéen for god Selskabsledelse, som arbejder med at fremme udviklingen inden for Corporate Governance i børsnoterede selskaber i Danmark. Komitéens medlemmer udpeges af Økonomi- og erhvervsministeren, men er i deres virke uafhængige af særinteresser og er hverken underlagt instruktionsbeføjelser, kontrol eller lignende fra ministeriets eller andres side²⁰. Komitéens medlemmer skal være generelt respekterede og anerkendte og skal samlet set til enhver tid besidde betydelig viden om og praktisk erfaring vedrørende ledelse af, kapitaltilførsel til og rådgivning af børsnoterede selskaber²¹. Komitéens medlemmer er således fremtrædende erhvervsfolk, hvilket man kan stille sig kritisk overfor, da man kan forestille sig, at de vil tøve med at indføre visse anbefalinger, der vil bebyrde dem i deres virke uden for Komitéen. Fordelen ved, at medlemmerne er erhvervsfolk, er dog, at de har en viden om, hvordan selskabsledelse foregår i praksis og hvordan anbefalingerne kan påvirke dette.

¹⁸ Revisionen er desuden sket på baggrund af ændringer i årsregnskabsloven, revisorloven samt Kommissionens henstilling 2009/385/EF af 30. april 2009 til supplerung af henstillingerne 2004/913/EF og 2005/162/EF for så vidt angår ordningen for aflønningen af medlemmer af ledelsen i børsnoterede selskaber.

¹⁹ De første danske anbefalinger for god selskabsledelse udkom i 2001 og havde baggrund i Cadbury-rapporten fra England samt den generelle udvikling i Corporate Governance debatten i England og USA. Grundet udviklingen inden for Corporate Governance er de danske anbefalinger tidligere opdateret i 2003, 2005 og 2008.

²⁰ Vedtægter for Komitéen for god Selskabsledelse, pkt. 2.3, 2.4 og 3.2

²¹ Vedtægter for Komitéen for god Selskabsledelse, pkt. 2.5

”Udkast til Anbefalinger for god Selskabsledelse” indeholder 81 anbefalinger²², hvoraf vi har udvalgt fem anbefalinger (4.1.1., 4.1.2., 4.1.3., 4.3.1. og 5.4.1.), da disse understøtter varetagelsen af ledelsesorganernes funktioner og opgaver.

Kapitel 4 besvarer således følgende arbejdsspørgsmål:

- *Hvordan harmonerer Anbefalingerne for god Selskabsledelse med selskabslovens bestemmelser om ledelsesmodeller?*

I kapitel 5 behandles udvalgte udenlandske ledelsesmodeller og europæiske tendenser for valg af ledelsesmodel klarlægges. Man anvender i Danmark en ledelsesmodel, som er en hybrid mellem den rene enstrengede ledelsesmodel og den rene tostrengede ledelsesmodel. Muligheden for at vælge mellem flere ledelsesmodeller gør, at vi gennem en komparativ analyse med henholdsvis engelsk og tysk ret vil finde frem til, hvordan de danske ledelsesmodeller adskiller sig fra de andre landes ledelsesmodeller. Vi har valgt at sammenligne de danske ledelsesmodeller med den engelske enstrengede ledelsesmodel og den tyske tostrengede ledelsesmodel, da disse er kendt for at have henholdsvis en ren enstrengt og ren tostrengt ledelsesmodel. Da England er et Common Law land og derfor ikke har lovfæstede regler vedrørende selskabers ledelsesmodeller, vil vi inddrage de engelske anbefalinger for Corporate Governance, da der heri findes anbefalinger i forhold til selskabers ledelse. Vi undersøger hvilke funktioner og opgaver, der varetages af ledelsesorganerne i England og Tyskland, og analysen har således fokus på forholdet mellem direktionen og det øverste ledelsesorgan.

Erfaringer fra Frankrig, Italien og Holland vedrørende valg af ledelsesmodel inddrages, dog uden at gå i dybden med disse landes lovgivning. Formålet med analyserne i kapitel 5 er således, at kunne vurdere, hvad den nyindførte valgfrihed kan få af betydning for danske selskaber. Konklusionerne fra kapitel 5 anvendes som baggrund for en diskussion af fordele og ulemper ved de danske ledelsesmodeller i kapitel 6.

²² Herudover 16 anbefalinger i Bilag 1 til anbefaling 5.10.5.

I kapitel 5 besvares følgende arbejdsspørgsmål:

- *Hvordan adskiller den enstrengede ledelsesmodel i England sig fra den traditionelle danske ledelsesmodel?*
- *Hvordan adskiller den tostrengede ledelsesmodel i Tyskland sig fra den danske tostrengede ledelsesmodel?*
- *Set i lyset af de lande i Europa, der har valgfrihed i dag, tegner der sig nogle tendenser for valg af ledelsesmodel?*

I lyset af erfaringer fra England og Tyskland vil vi i kapitel 6 analysere fordele og ulemper ved bestyrelsen henholdsvis tilsynsrådet, hvorefter vi vil diskutere kontrolorganerne som Governance-mekanisme. Principal-agentteorien anvendes til at klarlægge, hvad der afgør omfanget af problemstillingerne ved separation af ejerskab og ledelse i forhold til de danske ledelsesmodeller.

Kapitel 6 svarer derfor på følgende arbejdsspørgsmål:

- *Hvilke fordele og ulemper er der ved de danske ledelsesmodeller set ud fra principal-agentteorien?*

De fordele og ulemper, vi i kapitel 6 finder ved de danske ledelsesmodeller, vil vi i kapitel 7 anvende til at vurdere, hvorvidt en bestyrelse eller et tilsynsråd bedst vil kunne løse principal-agentproblemet i store danske selskaber. For at kunne vurdere dette inddrages selskaberne efter ejerskabsstrukturer, da forskellige ejerskabsstrukturer skaber forskellige kontrolbehov, hvilket betyder, at hvad der er vigtigt for god selskabsledelse i ét selskab ikke nødvendigvis er vigtigt for et andet selskab²³.

I afhandlingens kapitel 7 lægger vi derfor ud med at klarlægge de typiske ejerskabsstrukturer i de store danske selskaber. Derudover klarlægges hvor mange af disse, der er børsnoterede. Formålet

²³ Krenchel og Thomsen (2004), s. 66 ff.

er at finde frem til, hvordan ejerskabsstrukturen i hovedtræk fordeler sig i Danmark og hvilke typer af problemstillinger de forskellige ejerskabsstrukturer indebærer.

Vi har valgt at basere analysen af de danske selskabers ejerskabsstrukturer på en undersøgelse fra maj 1999, ”Debatoplæg om aktivt ejerskab”. Denne er anvendt, da det vil være for omfangsrigt selv at foretage en lignende opgørelse, set i forhold til vores tidsperspektiv og afhandlingens størrelse. Vi anvender desuden denne opgørelse, da vi mener, at den fortsat er retvisende. Vores formål er at finde frem til, hvordan ejerskabsstrukturen i hovedtræk ser ud i Danmark, og det vil derfor ikke ændre vores konklusioner, hvis fordelingen af ejerskabsstrukturen har ændret sig en smule.

Særkenderne ved de udvalgte ejerskabsstrukturerne gennemgås indledningsvis for at finde frem til, hvorledes principal-agentproblemet kommer til udtryk ved de enkelte ejerskabsstrukturer. På baggrund af de udvalgte ejerskabsstrukturer opstilles scenarier for ud fra disse at analysere, hvorvidt bestyrelsen eller tilsynsrådet er mest fordelagtig som kontrolorgan til at mindske principal-agentproblemet og dermed optimere ejernes afkast.

Dette arbejds spørgsmål besvares således i kapitel 7:

- *Set i forhold til de udvalgte ejerskabsstrukturer, hvordan kommer principal-agentproblemet til udtryk og hvordan kan ledelsesmodellerne og anbefalingerne være med til at afhjælpe dette?*

I kapitel 8 opstilles beslutningstræer på baggrund af konklusionerne fra kapitel 6 og 7 for at finde frem til, hvilken ledelsesmodel der er efficient for de enkelte typer af ejerskabsstrukturer. Vi anvender en Kaldor-Hicks efficiensbetragtning, da det er det almindelige økonomiske rationale for, hvorvidt en situation skaber store nok værdier til at kompensere taberne²⁴. Beslutningstræerne anvendes til at forudsige spillernes adfærd, når omkostningerne og gevinsterne af hver mulighed afhænger af andre spilleres strategi²⁵.

²⁴ Eide og Stavang (2003), s.22

²⁵ Watson (2008), s. 4

Ved det frie valg af ledelsesmodeller har ejerne fået mulighed for at vælge den ledelsesmodel, der passer bedst til selskabets karakteristika og er mest efficient for selskabet. På baggrund af erfaringer fra Frankrig og Italien vurderer vi, hvilke fordele og ulemper et skift af ledelsesmodel kan medføre, og hvorvidt disse kan påvirke selskabets endelige valg.

Vi analyserer, hvorvidt reglerne om medarbejderrepræsentation kan påvirke selskabers valg af ledelsesmodel. Afslutningsvis analyseres, hvorvidt Anbefalingerne for god Selskabsledelse kan påvirke selskabers valg af ledelsesmodel og i den forbindelse, om det gør en forskel, at de børsnoterede selskaber er underlagt 'følg eller forklar'-princippet. Grunden til, at vi i afhandlingen ikke alene koncentrerer os om de børsnoterede selskaber, er, at vi søger at finde ud af om Anbefalingerne for god selskabsledelse med fordel kan anvendes af andre større danske selskaber end de børsnoterede. Anbefalingerne retter sig først og fremmest mod børsnoterede selskaber, men Komitéen for god Selskabsledelse mener, at anbefalingerne eller dele heraf kan virke som inspiration for unoterede selskaber²⁶, hvorfor vi vil diskutere udvidelsen af anbefalingernes anvendelsesområde i forhold til det frie valg mellem ledelsesmodellerne og de udvalgte anbefalinger.

I kapitel 8 besvares nedenstående arbejdsspørgsmål:

- *Set ud fra en efficiensbetragtning samt de store danske selskabers karakteristika, hvorledes bør de store danske selskaber vælge ledelsesmodel?*
- *Hvilke fordele og ulemper er forbundet med skift af ledelsesmodel? Herunder hvordan reglerne om medarbejderrepræsentation kan have indflydelse på valget af ledelsesmodel?*
- *Hvordan gør det en forskel om noterede danske selskaber er bundet af "følg eller forklar"-princippet? Herunder om det giver mening at anvende dele af anbefalingerne på danske unoterede selskaber, set i forhold til de valgte ejerskabsstrukturer.*

1.6 Afgrænsninger

Det har vist sig nødvendigt at foretage visse afgrænsninger for at kunne begrænse afhandlingens omfang.

²⁶ "Udkast til Anbefalinger for god Selskabsledelse" (2009), s. 3

Afhandlingen har sit udspring i selskabslovens § 111 vedrørende valg af ledelsesmodel, hvorfor vi afgrænser os fra at behandle valgfriheden i SE-loven. Da finansielle selskaber er underlagt yderligere lovgivning vedrørende deres ledelsesstruktur i Lov om finansiel virksomhed²⁷, afgrænser vi os tillige fra at behandle disse i afhandlingen.

I besvarelsen af afhandlingens problemformulering fokuserer vi på, hvilke funktioner og opgaver ledelsesorganerne skal varetage, og ikke på hvordan de udføres og dermed hvorvidt ledelsesmedlemmerne lever op til det ansvar, de er blevet underlagt. Vi vil derfor ikke selvstændigt behandle problemstillingen vedrørende ledelsens ansvar, men vil i visse afsnit inddrage ansvaret som argument i diskussioner.

Da vi undersøger, hvilke Governance-mekanismer der kan afhjælpe principal-agentproblemet vil vi ikke behandle formandens rolle, da formanden ikke i sig selv udgør en Governance-mekanisme. Derudover er formandens rolle den samme, hvad enten selskabet har en bestyrelse og tilsynsråd, jf. SL §§ 122 og 123.

De 4 udvalgte ejerskabsstrukturer er karakteriserede ved at have en majoritetsaktionær, som med god sandsynlighed oftest vil have en særinteresse set i forhold til ejernes interesse om profitmaksimering. Der opstår derfor et principal-agentforhold mellem minoritetsaktionærerne og majoritetsaktionæren, men da vores fokus ligger på principal-agentforholdene mellem ejerne og selskabets ledelse og ledelsen imellem, vil vi ikke behandle mulige løsninger i forbindelse med principal-agentforholdet mellem majoritets- og minoritetsaktionærerne.

Vores fokus i afhandlinger er på selskaber etableret i Danmark, hvorfor vi afgrænser os fra at behandle det konkurrenceretlige aspekt, der ligger i at kunne tiltrække udenlandske selskaber til Danmark med valgfriheden af ledelsesmodel. Sidstnævnte blev fremhævet som en del af begrundelsen for indførelsen af det frie valg af ledelsesmodeller²⁸.

²⁷ LBK nr. 793 af 20/08/2009

²⁸ Betænkning 1498/2008, s. 293

1.7 Begrebsafklaring

Det frie valg af ledelsesmodel efter SL § 111 medfører nye definitioner, som er nødvendige at fremhæve i forbindelse med udarbejdelsen af nærværende afhandling. Betegnelserne direktion og bestyrelse anvendes fortsat i selskabsloven, men man har valgt at indføre begreberne det centrale ledelsesorgan og det øverste ledelsesorgan, jf. SL § 5, stk. 1, nr. 4 og 5, når der er brug for at skelne mellem det ledelsesorgan, der har den egentlige ledelsesmæssige funktion og det ledelsesorgan, der har tilsynsfunktionen²⁹.

”Det centrale ledelsesorgan:

- a) Bestyrelsen i selskaber, der har en bestyrelse,*
- b) direktionen i selskaber, der alene har en direktion, og*
- c) direktionen i selskaber, der både har en direktion og et tilsynsråd.*

Det øverste ledelsesorgan:

- a) Bestyrelsen i selskaber, der har en bestyrelse,*
- b) direktionen i selskaber, der alene har en direktion, og*
- c) tilsynsrådet i selskaber, der både har en direktion og et tilsynsråd.”³⁰*

Når der i afhandlingen henvises til ledelsen, anvendes definitionen i SL § 5, stk. 1, nr. 19. Ledelsen er en samlebetegnelse for både det centrale og det øverste ledelsesorgan og ved ledelsesmedlemmer henvises der hermed både til medlemmer af direktionen og bestyrelsen henholdsvis tilsynsrådet. Ledelsesorgan anvendes ligeledes som en samlebetegnelse for både det øverste ledelsesorgan og direktionen.

I forbindelse med ovenstående anvender vi desuden ledelse som en samlebetegnelse for samtlige ledelsesbeføjelser.

Afhandlingen behandler en ændring i selskabsloven og da selskabsloven finder anvendelse på aktie- og anpartsselskaber, samlet kaldet for kapitalsselskaber, er det disse selskaber, vi fokuserer

²⁹ Bemærkninger til § 5 i lovforslag nr. L 170

³⁰ SL § 5, stk. 1, nr. 4 og 5

på. Når vi løbende benytter betegnelse selskaber menes hermed kapitalselskaber, altså aktie- og anpartsselskaber.

I Danmark har den generelle opfattelse været, at vi har haft en tostrengt ledelsesmodel, da den traditionelle danske ledelsesmodel har to separate ledelsesorganer. Denne opfattelse blev dog dementeret ved indførelsen af SE-selskabet, da Kommissionen definerede en tostrengede ledelsesmodel som værende to separate ledelsesorganer, hvor der ikke er mulighed for at være medlem af begge ledelsesorganer³¹. En ledelsesmodel, hvor der er mulighed for både at være medlem af direktionen og bestyrelsen, kaldes derfor en enstrengt ledelsesmodel, uanset om den er opdelt i to ledelsesorganer. Efter Kommissionens definition er den traditionelle danske ledelsesmodel således en enstrengt ledelsesmodel, da en eller flere direktører kan udpeges blandt bestyrelsens egne medlemmer. Når der i afhandlingen tales om enstrengede og tostrengede ledelsesmodeller er det således i forhold til Kommissionens definition af ledelsesmodeller.

Den danske ledelsesmodel kaldes ofte, mere træffende, for halvandetstrengt, hvilket er en hybrid mellem de to ledelsesmodeller. Dette skyldes, at der kun er mulighed for begrænset personsammenfald i den danske ledelsesmodel. Vi vil i afhandlingen derfor kalde den danske ledelsesmodel for halvandetstrengt eller den traditionelle danske ledelsesmodel, og disse benævnelser bruges i flæng.

I afhandlingen anvendes desuden betegnelserne en ren enstrengt ledelsesmodel og en ren tostrengt ledelsesmodel. Når vi anvender betegnelsen den rene enstrengede ledelsesmodel, mener vi en ledelsesmodel uden nogen form for begrænsning for personsammenfald. Med den rene tostrengede ledelsesmodel mener vi en ledelsesmodel, hvor der er forbud mod personsammenfald og hvor det øverste ledelsesorgan ingen ledelsesbeføjelser har.

I afhandlingen behandler vi de danske ledelsesmodeller i forhold til fire udvalgte ejerskabsstrukturer. De udvalgte ejerskabsstrukturer er dominerende ejerskab, familieejerskab, fondsejerskab og udenlandsk ejerskab og er karakteriseret som følger³²:

³¹ Werlauff (2009), s. 1

³² ”Debatoplæg om aktivt ejerskab” (1999), s. 58

- Dominerende ejerskab er karakteriseret som en eller flere personer, som værende en fysisk person, en familiekreds, en eller flere erhvervsvirksomheder eller en eller flere fonde, der besidder en kapital- og/eller stemmeandele på mere end 20 %, men ikke over 50 %.
- Familieejerskab er karakteriseret ved, at en person eller en familiekreds har en kapital- og/eller stemmeandel på over 50 %.
- Fondsejerskab er karakteriseret ved, at en fond har en kapital- og/eller stemmeandel på over 50 %.
- Udenlandsk ejerskab er karakteriseret ved et datterselskab af udenlandsk moderselskab. Et datterselskab er et selskab, der er underlagt bestemmende indflydelse, jf. SL § 5, stk. 1, nr.3.

Vi anvender i kapitel 7 og frem ”majoritetsaktionær” som en samlebetegnelse for en dominerende ejer, der enten kan være majoritetsaktionær eller ejer med bestemmende indflydelse i det tilfælde, hvor aktieklasserne er differentierede. Vi anvender denne betegnelse frem for ”en dominerende ejer”, da vi har medtaget dominerende ejerskab som en ejerskabsstruktur, hvorfor det ville kunne skabe forvirring om, hvilken ejer vi henviser til.

”Udkast til Anbefalinger for god Selskabsledelse” benævnes både som Anbefalingerne for god Selskabsledelse og som anbefalingerne.

2. Corporate Governance – De grundlæggende problemstillinger

Corporate Governance oversættes ofte med ”god selskabsledelse” eller ”selskabsstyring”, men ingen af disse udtryk synes fuldt dækkende og da der ikke findes et dansk begreb, der kan bruges som oversættelse³³, har vi valgt at anvende det engelske udtryk Corporate Governance.

Der findes mange definitioner af begrebet Corporate Governance, eksempelvis fra Nørby-udvalgets rapport fra 2001, hvor Corporate Governance defineres som:

”De mål, et selskab styres efter, og de overordnede principper og strukturer, der regulerer samspillet mellem ledelsesorganerne i selskabet, ejerne samt andre, der direkte berøres af selskabets dispositioner og virksomhed...”³⁴.

Denne definition bygger blandt andet på Cadbury-rapporten³⁵, hvor begrebet defineres som:

”...the system by which companies are directed and controlled...”³⁶.

Fælles for definitionerne af Corporate Governance er forholdet mellem selskabets ledelse og ejere. I større selskaber overlader ejerne af selskabet ledelsen af selskabet til andre. Et centralt problem ved selskabsledelse bliver således separationen mellem ejerskab og ledelsen, som kan give anledning til en række problemstillinger. Dette er essensen i principal-agentteorien. Allerede i 1776 fremførte Adam Smith³⁷, at man ikke kunne forvente, at en professionel ledelse af et selskab forvalter ressourcer på samme måde, som var det deres egne. Corporate Governance beskæftiger sig med, hvordan ejerkredsen kan sikre sig, at selskabet drives ud fra deres interesser, når ansvaret for selskabets drift overlades til en professionel ledelse.

³³ Schans Christensen (2001), s. 295

³⁴ Nørby-udvalgets rapport om Corporate Governance i Danmark (2001), s. 23

³⁵ Cadbury-rapporten blev udarbejdet i kølvandet på engelske erhvervsskandaler og var de første egentlige anbefalinger for god Corporate Governance. Cadbury-rapporten har dannet grundlag for anbefalinger verden over.

³⁶ Cadbury (1992)

³⁷ Smith (2007)

I det følgende introduceres principal-agentteorien for at belyse de problemstillinger, der kan opstå, når det ikke er ejerne selv, som varetager ledelsen af selskabet. Efterfølgende vil vi introducere udvalgte Governance-mekanismer, som kan være medvirkende til at løse principal-agentproblemet.

2.1 Principal-agentteorien

Principal-agentteorien omhandler den situation, hvor en agent foretager handlinger og dispositioner på principalens vegne. I forhold til selskabsstyring uddelegerer selskabets ejere (principalen) varetagelsen af selskabet til en ledelse (agenten). Der sker på den måde en separation mellem ejerskab og ledelse, hvilket kan medføre interessekonflikter og divergerende målsætninger. Dette er kernen i principal-agentteorien.

Jensen og Meckling definerede et principal-agentforhold som værende:

“...a contract under which one or more persons (the principal(s)) engage another person (the agent) to perform some service on their behalf which involves delegating some decision making authority to the agent. If both parties to the relationship are utility maximizers, there is good reason to believe that the agent will not always act in the best interests of the principal. The principal can limit divergences from his interest by establishing appropriate incentives for the agent and by incurring monitoring costs designed to limit the aberrant activities of the agent.”³⁸

Det er en grundlæggende antagelse i teorien, at aktørerne er rationelle og søger at maksimere deres egen nyttefunktion³⁹, hvilket vil sige, at de hver især søger at optimere det udbytte, de opnår ved gennemførelsen af handlinger og dispositioner. Da ejerne er aflønnet af residualen, er det en generel antagelse, at ejerne af et selskab ønsker at profitmaksimere. Grundet nyttemaksimering antages det desuden, at agenten vil handle i egeninteresse, hvilket vil sige opportunistisk. Det betyder, at aktørernes nyttefunktioner er forskellige, hvorved der opstår interessekonflikter mellem principal og agent.

³⁸ Jensen and Meckling (1976), s. 5

³⁹ Thomsen (2008), s.31

Ulemperne ved interessekonflikterne mellem principal og agent forstærkes af den informationsmæssige asymmetri, som foreligger mellem ledelsen og ejerne. Ledelsen har større viden om selskabet og egne handlinger, end ejerne har, og handler ledelsen opportunistisk, udnyttes den asymmetriske information⁴⁰. Asymmetrisk information kan medføre to problemer, adverse selection og moral hazard. Adverse selection vedrører en ex ante⁴¹ situation, hvor ledelsen har mere viden end ejerne. Moral hazard vedrører derimod ex post⁴² situationen, hvor ledelsens handlinger og dispositioner ikke kan observeres af ejerne, hvorfor ledelsen med fordel kan snyde⁴³. Overvågning af agenten vil derfor ofte være en del af løsningen i forhold til asymmetrisk information.

En anden væsentlig faktor i principal-agentteorien er risiko, da principalen og agenten har divergerende indstilling til at påtage sig risiko. Som udgangspunkt er ejerne risikoneutrale, da de som udbydere af kapital, har mulighed for at sprede deres investeringer og dermed risiko. Udgangspunktet for ledelsen er derimod, at den er risikoavers, da ledelsen udbyder human kapital, hvilket ikke giver samme muligheder for at sprede risikoen⁴⁴. Alle aktører har dog ikke samme risikoprofil som i de nævnte udgangspunkter. Eksempelvis kan ledelsen udnytte den asymmetriske information, hvorved denne kan blive risikoneutral.

Principal-agentproblemet kan principielt løses ved indgåelse af kontrakter mellem ejerne og ledelsen. Ifølge Coase-teoremet vil parterne, i en situation uden transaktionsomkostninger og asymmetrisk information, forhandle sig til en kontrakt, der maksimerer deres samlede velværd⁴⁵. Da der er transaktionsomkostninger, og asymmetrisk information forbundet med forhandling af sådanne kontrakter, og da det er umulig at tage højde for alle tænkelige situationer, vil det dog være umuligt at lave en fuldstændig kontrakt. Da ejerne og ledelsen ikke har sammenfaldende interesser og fordi det ikke er muligt at skrive en fuldstændig kontrakt, søger teorien at give en løsning på, hvordan der kan udformes en incitamentsforenelig kontrakt således, at det bliver i

⁴⁰ Knudsen (1997), s. 164-168

⁴¹ Ex ante betyder før en given handling.

⁴² Ex post betyder efter en given handling.

⁴³ Thomsen (2008), s. 33-34

⁴⁴ Thomsen (2008), s. 28

⁴⁵ Coase (1937)

agentens egeninteresse at handle på en måde, der er i overensstemmelse med principalens interesser⁴⁶.

Jensen og Meckling⁴⁷ betegner de omkostninger, som er forbundet med at forene principalen og agentens modstridende interesser, som agentomkostninger.

Agentomkostninger består af summen af:

- Omkostninger for principalen i forbindelse med overvågning af agenten
- Agentens omkostninger i forbindelse med, at han ikke forfølger interesser der er modstridende med principalens
- Et residuelt velfærdstab, båret af principalen, som følge af at agenten og principalen ikke har sammenfaldende interesser

Der vil således altid være agentomkostninger forbundet med et principal-agentforhold.

Størstedelen af litteraturen om principal-agentteorien stammer fra USA, hvor man har tradition for en enstrengt ledelsesmodel. Teorien bygger i udgangspunktet således på den enstrengede ledelsesmodel, hvor fokus er på forholdet mellem ejerne og ledelsen. I Danmark kan principalagentforhold anses for at være toledet, da der både er et forhold mellem det øverste ledelsesorgan og direktionen, men også mellem ejerne og det øverste ledelsesorgan. Medlemmerne af det øverste ledelsesorgan er udpeget til at varetage ejernes interesser⁴⁸ og under antagelse af, at det øverste ledelsesorgan reelt varetager ejernes interesser, kan det øverste ledelsesorgan ligestilles med ejerne, således at principal-agentforholdet mellem direktionen og det øverste ledelsesorgan bliver det primært relevante forhold.



Figur 1

Kilde: Egen tilvirkning

⁴⁶ Jensen og Meckling (1976), s. 5

⁴⁷ Jensen og Meckling (1976), s. 5-6

⁴⁸ Thomsen (2008), s. 50

Vores primære fokus i afhandlingen bliver således principal-agentforholdet mellem det øverste ledelsesorgan og direktionen. Dog vil vi i dele af afhandlingen inddrage den situation, hvor det øverste ledelsesorgan ikke handler i ejernes interesse, da det øverste ledelsesorgan ligesom direktionen ikke altid vil have incitament til at handle i ejernes interesse og dermed handle opportunistisk.

2.2 Governance-mekanismer

Den umiddelbare løsning på principal-agentproblemet er, at ejerne selv varetager ledelsen af selskabet, hvorved der ikke opstår adskillelse mellem ejerskab og ledelse. Afhandlingens problemstilling omhandler de 500 største selskaber i Danmark, hvor det på grund af ejerkredsens størrelse dog ikke vil være muligt for samtlige ejere at varetage ledelsen i selskabet.

Da principal-agentproblemet således ikke kan løses ved, at ejerne selv varetager ledelsen, findes en række Governance-mekanismer⁴⁹, som søger at mindske principal-agentproblemet. Ud fra vores problemstilling, har vi valgt at fokusere på følgende mekanismer, som vil blive anvendt i forskellige dele af afhandlingen:

- Kontrolorganer
- Lovgivning
- anbefalinger for god Selskabsledelse
- Majoritetsaktionærer
- Omdømmeeffekter
- Mediernes indflydelse

Forskellige Governance-mekanismer har forskellige fordele og ulemper, og der er omkostninger ved dem alle. Det er derfor forskelligt, hvilken sammensætning af mekanismer der er optimal for det enkelte selskab, og ingen enkelt Governance-mekanisme vil være den perfekte løsning. Vi vil i det følgende kort forklare, hvad ovenstående Governance-mekanismer indebærer. Governance-mekanismerne anvendes efterfølgende i afhandlingen for at besvare problemformuleringen.

⁴⁹ Thomsen (2008), s. 41

2.2.1 Kontrolorganer

Principal-agentproblemet skaber et behov for, at der bliver ført tilsyn med den daglige ledelse. Når der er flere ejere i et selskab, er det omkostningsfuldt for ejerne at mødes for at overvåge den daglige ledelse. Ved at ejerne i stedet uddelegerer tilsynet med den daglige ledelse til et kontrolorgan⁵⁰ mindskes agentomkostningerne i forhold til, hvis ejerne selv skulle udføre denne opgave⁵¹. Dette kan forklare, hvorfor man i Danmark har et lovfæstet krav om, at aktieselskaber har et kontrolorgan, som med indførelsen af selskabsloven, nu enten kan være en bestyrelse eller et tilsynsråd.

En bestyrelse eller et tilsynsråd kan således ved at overvåge direktionen give denne incitament til at handle i ejernes interesser. På den måde kan kontrolorganer være med til at afhjælpe principal-agentproblemet, men det er ikke en fuldkommen løsning. Det, at det øverste ledelsesorgan er indsat til at varetage ejernes interesser, sikrer ikke i sig selv, at direktionen handler i overensstemmelse med ejernes interesser. Det øverste ledelsesorgan kan handle opportunistisk, hvorved der skabes et nyt principal-agentforhold og deraf nye problemstillinger.

2.2.2 Lovgivning

Ledelsesorganernes funktioner og opgaver er lovfæstede, og på denne måde er selskabsloven direkte med til at afhjælpe dele af principal-agentproblemet. Lovgivningen fastsætter rammer for, hvorledes det øverste ledelsesorgans og direktionens funktioner og opgaver er fordelt, men dette løser ikke fuldstændigt problemet omkring ledelsens incitamenter til at handle i ejernes interesser. Problemet søges løst ved, at ejerne på generalforsamlingen vælger medlemmerne til det øverste ledelsesorgan⁵², hvis hovedformål er på ejernes vegne at føre tilsyn med den daglige ledelse. Ejerne har ligeledes kompetence til at afsætte medlemmerne⁵³ eksempelvis, hvis medlemmerne af det øverste ledelsesorgan ikke varetager deres hverv i ejernes interesse. Lovgivningen er således en Governance-mekanisme, da det øverste ledelsesorgans medlemmer gennem risikoen for at blive afsat får incitament til at handle i overensstemmelse med ejernes interesser.

⁵⁰ Som værende både en bestyrelse, et tilsynsråd eller et ”board” som kendes fra den angelsaksiske ledelsesmodel.

⁵¹ Fama and Jensen (1983), s. 309

⁵² Jf. SL § 120, stk. 1

⁵³ Jf. SL § 121, stk. 1

I forholdet mellem direktionen og det øverste ledelsesorgan har det øverste ledelsesorgan gennem lovgivningen kompetence til at ansætte og afskedige direktionen. Dette er ligeledes en Governance-mekanisme, som giver direktionen incitament til at handle i overensstemmelse med det øverste ledelsesorgans interesse og dermed i ejernes interesse. Ejerne kan dog vælge at begrænse kompetencen til at ansætte og afskedige direktionen ved i vedtægterne at indføre en indstillings- eller valgret til eksempelvis generalforsamlingen⁵⁴. Ved at ejerne har denne mulighed for at fratage det øverste ledelsesorgan denne kompetence, gives der incitament til det øverste ledelsesorgan til at handle i ejernes interesser.

2.2.3 anbefalingerne for god selskabsledelse

Anbefalingerne for god Selskabsledelse indeholder retningslinjer for, hvad Komitéen for god Selskabsledelse anser for værende ”best practice” inden for selskabsledelse⁵⁵ og er såkaldt soft law. Anbefalingerne er ikke juridisk bindende, men supplerer den selskabsretlige regulering blandt andet vedrørende det øverste og centrale ledelsesorgans funktioner og opgaver. Anbefalingerne bliver således et forslag til, hvordan selskaber *kan* opnå god selskabsledelse⁵⁶, og vælger selskaberne at følge disse, kan de være med til at løse dele af principal-agentproblemet.

2.2.4 Majoritetsaktionærer

En majoritetsaktionær kan være med til at afhjælpe principal-agentproblemet, da denne har incitament til at overvåge ledelsen på grund af dennes risiko, der forøges proportionalt med aktiebeholdningens størrelse. Majoritetsaktionæren har således både incitament til og mulighed for at gøre sin indflydelse gældende i selskabet, hvilket tilgodeser samtlige ejere i selskabet, da disse kan free ride på majoritetsaktionærens indsats.

⁵⁴ Bemærkningerne til § 111 i lovforslag nr. L 170

⁵⁵ ”Udkast til Anbefalinger for god Selskabsledelse” (2009), s. 3

⁵⁶ Kragh-Schwarz (2007), s. 97

2.2.5 Omdømmeeffekter

Omdømmeeffekter kan påvirke et individ til at handle anderledes end, hvad dette individ ville have gjort i situationen uden omdømmeeffekter. Omdømmeeffekter som tillid og ry kan derfor give ledelsen i et selskab incitament til at handle i overensstemmelse med ejernes interesser.

Omdømmeeffekter er en effektiv Governance-mekanisme i små samfund, som i Danmark. I det danske erhvervsliv er der stor sandsynlighed for, at information om ledelsens adfærd, vil blive kendt af alle⁵⁷. Ledelsen kan derfor have meget at tabe ved at få et dårligt ry.

I det følgende matrix vil vi illustrere, hvordan omdømmeeffekter kan påvirke ledelsens handlinger. I den tænkte situation vil ejerne⁵⁸ først skulle vælge, hvor meget direktøren skal overvåges, hvorefter direktøren vælger om hans indsatsniveau skal være lav, middel eller høj.

	Høj	Middel	Lav
Lav overvågning	5,3	1,2	1,5
Høj overvågning	3,1	4,2	1,1

Figur 2

Kilde: Egen tilvirkning

Hvis der kun spilles ét spil, vil direktøren vælge den situation, hvor hans pay-off er højest uden at tage højde for ejerens pay-off, da direktøren ikke vil blive straffet af sin handling i senere spil⁵⁹. Ejeren vil vælge det høje overvågningsniveau, da hans pay-off vil blive højere ved høj overvågning end ved lav overvågning. Havde ejeren valgt den lave overvågning, ville direktøren have valgt lav indsats, da denne kombination er Nash-ligevægten⁶⁰. Ejerens og direktørens pay-off ville i den situation blive henholdsvis 1 og 5. Ejerens overvågningsniveau bliver således højt, hvorved direktøren vil vælge middel indsatsniveau, da dette er Nash-ligevægten. Ejerens og direktørens pay-off vil i dette spil derfor være på henholdsvis 4 og 2.

⁵⁷ Thomsen (2008), s. 45

⁵⁸ Repræsenteret af det øverste ledelsesorgan.

⁵⁹ Watson (2008), s. 259

⁶⁰ Hvis hver spiller har valgt sin strategi, og denne strategi er den mest optimale givet den andens strategi, således at ingen vil ændre deres strategi, udgør deres strategier en Nash-ligevægt, jf. Watson (2008), s. 89.

Spilles der derimod gentagne⁶¹ spil, ved direktøren, at han kan sætte sit gode ry på spil ved at snyde. Udfaldet vil derfor blive anderledes end i et tidsbegrænset spil, som ovenfor⁶². Hvis ejeren i første spil ved gentagne spil vælger lavt overvågningsniveau og direktøren vælger lavt indsatsniveau, vil direktør blive stemplet som en snyder, og han vil derfor blive straffet i andet spil. Hvis ejeren alligevel viser direktøren tillid og vælger lavt overvågningsniveau, vil direktøren for at undgå et ry som en snyder vælge høj indsats, selvom hans pay-off i denne situation ikke er lige så højt som ved den lave indsats. Udfaldet af spillet vil derfor blive lavt overvågningsniveau og høj indsats. Denne situation er Kaldor-Hicks efficient, da spillernes samlede pay-off er maksimeret ved $5 + 3 = 8$. Omdømmeeffekterne får således direktøren til at ændre strategi, da han ved, at han vil blive straffet i det andet spil, hvis han snyder i første spil. Dette skyldes, at ejeren i andet spil vil betinge sit overvågningsniveau på baggrund af første spil. Omdømmeeffekter kan således motivere en direktør til at handle kooperativt, selvom en sådan adfærd ikke maksimerer direktørens pay-off.

2.2.6 Mediernes indflydelse

De selskaber, som afhandlingen omhandler, er enten børsnoterede selskaber eller selskaber med en vis størrelse, hvorfor de påvirker det omkringliggende samfund. Selskaberne har derved offentlighedens interesse og derigennem mediernes daglige bevågenhed.

Dårlig Corporate Governance eller dårlig performance i et selskab vil med stor sandsynlighed medføre negativ omtale i medierne. Denne risiko for dårlig omtale og omdømme kan give selskabets ledelse incitament til at handle anderledes, end de ville have gjort uden mediernes bevågenhed, og medierne bliver på den måde en Governance-mekanisme.

⁶¹ Spillet bliver tidsbegrænset, da ingen af parterne ved, hvornår sidste spil spilles.

⁶² Watson (2008), s. 262

3. De danske ledelsesmodeller

Med selskabslovens § 111 er det muligt at vælge et tilsynsråd frem for en bestyrelse, hvilket er nyt i dansk ret. På baggrund af dette indleder vi kapitlet med at klarlægge det retlige indhold af bestemmelsen. Herefter sammenholdes ledelsesmodellerne i § 111 for at finde frem til, hvilke fællestræk de har. Vi klarlægger herunder reglerne om medarbejderrepræsentation for senere i afhandlingen at kunne vurdere, hvorvidt medarbejderrepræsentation vil have indflydelse på valget af ledelsesmodel. Bestyrelsens og tilsynsrådets funktioner og opgaver klarlægges og sammenlignes for at kunne undersøge, hvordan disse er fordelt, og hvordan fordelingen påvirker det øverste ledelsesorgans varetagelse af dets funktioner og opgaver.

Visse selskaber har i dag foruden bestyrelsen et repræsentantskab, hvis funktion er at føre tilsyn med bestyrelsens og direktionens forvaltning af selskabets anliggender. Bestemmelsen om repræsentantskabet er ikke videreført i selskabsloven, hvorfor vi vil analysere, hvorvidt selskaber fortsat kan vælge at have et repræsentantskab både set i forhold til, om selskaber har en bestyrelse eller et tilsynsråd.

3.1 Kapitalselskabers ledelsesstruktur

3.1.1 Det retlige indhold af selskabslovens § 111

Hidtil har der for anpartsselskaber været mulighed for at vælge enten at have ét ledelsesorgan, det være sig en direktion eller en bestyrelse, eller at vælge at have begge ledelsesorganer, jf. anpartsselskabsloven⁶³ § 19, stk. 1. For aktieselskaber har der derimod ikke tidligere været valgfrihed mellem ledelsesmodeller. I henhold til aktieselskabslovens⁶⁴ § 54 ledes et aktieselskab af en bestyrelse og en direktion.

I selskabslovens § 111 gives der nu mulighed for at vælge mellem flere former for ledelsesmodeller i kapitalselskaber.

⁶³ LBK nr. 650 af 15/06/2006

⁶⁴ LBK nr. 649 af 15/06/2006

SL § 111, stk. 1: "Et kapitalsselskab kan vælge mellem følgende ledelsesstrukturer:

1) En ledelsesstruktur, hvor kapitalsselskabet 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 kapitalsselskabets 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 kapitalsselskabet 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."

I § 111, stk. 1, nr. 1 videreføres den traditionelle danske ledelsesmodel, hvor bestyrelsen varetager den overordnede og strategiske ledelse og direktionen varetager den daglige ledelse. Medlemmerne af direktionen udpeges af bestyrelsen. Den situation, hvor alle direktionens medlemmer udpeges blandt bestyrelsens medlemmer og derved er generalforsamlingsvalgte, svarer til den enstrengede ledelsesmodel, særligt kendt fra engelsk ret⁶⁵. For aktieselskabers vedkommende, skal flertallet af bestyrelsens medlemmer dog være personer, som ikke er direktører i selskabet, ligesom en direktør ikke kan være formand eller næstformand for bestyrelsen i et aktieselskab, jf. § 111, stk. 1, 4. og 5. pkt. Dette led af bestemmelsen kendetegner den traditionelle danske ledelsesmodel⁶⁶ og er indsat for at sikre, at bestyrelsen kan udøve både den overordnede, strategiske ledelse samt varetage kontrolfunktion over for direktionen⁶⁷. Efter § 111, stk. 1, nr. 1 er det således både mulighed for at have en enstrengt ledelsesmodel og en halvandetstrengt ledelsesmodel, hvilket også var muligt efter aktieselskabsloven.

I § 111, stk. 1, nr. 2 tilføjes som noget nyt i dansk ret den valgmulighed, at ledelsen alene varetages af en direktion. Ifølge bestemmelsen skal aktieselskaber have et tilsynsråd, som ansætter og fører tilsyn med direktionen. Ved denne ledelsesmodel er der forbud mod personsammenfald i direktionen og tilsynsrådet, hvilket betegner den tostrengede ledelsesmodel,

⁶⁵ Bemærkninger til § 111 i lovforslag nr. L 170

⁶⁶ En videreførelse af aktieselskabslovens §§ 51, stk.2 og 56, stk. 1

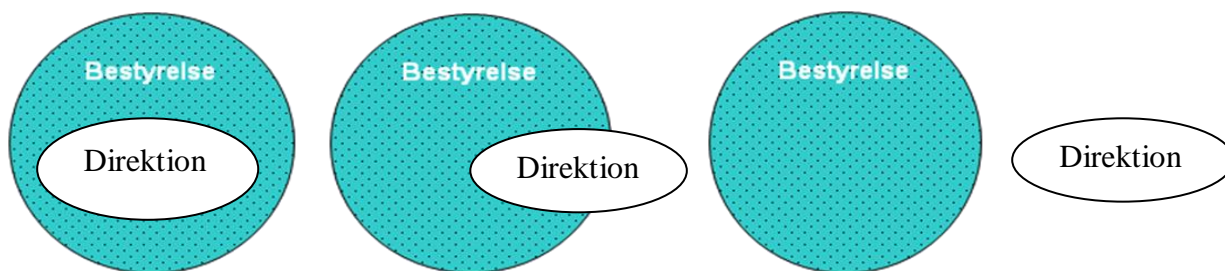
⁶⁷ Bemærkninger til § 111 i lovforslag nr. L 170

som særligt er kendt fra Tyskland⁶⁸. Anpartsselskaber kan, som hidtil, ledes af en direktion alene, men kan også vælge at udpege et tilsynsråd til at føre tilsyn med direktionen.

Efter § 111, stk. 1, nr. 1 kan kapitalselskaber overordnet struktureres på 3 forskellige måder:

- Alle direktører i selskabet udpeges blandt bestyrelsens medlemmer, så længe de udgør et mindretal.
- En del af selskabets direktører udpeges blandt bestyrelsens medlemmer og resten af direktionen er udefrakommende direktører, som ansættes af bestyrelsen.
- Bestyrelsen ansætter udelukkende direktører, der ikke er medlemmer af bestyrelsen.

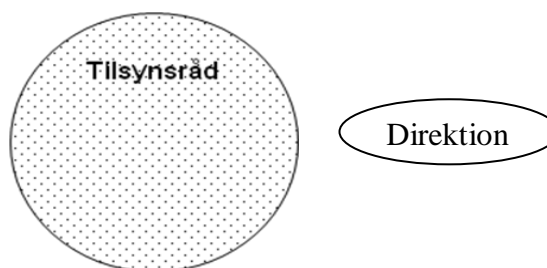
Grafisk ser de 3 mulige strukturer, når der er valgt en bestyrelse som øverste ledelsesorgan, ud som følgende:



Figur 3

Kilde: Erhvervs- og Selskabsstyrelsen

Er der valgt et tilsynsråd som det øverste ledelsesorgan, kan et medlem af direktionen ikke også være medlem af tilsynsrådet. Grafisk ser det ud som følgende:



Figur 4

Kilde: Erhvervs- og Selskabsstyrelsen

⁶⁸ Bemærkninger til § 111 i lovforslag nr. L 170

3.1.2 Ledelsesmodellernes fællestræk – Herunder reglerne om medarbejderrepræsentation

Et fællestræk ved ledelsesmodellerne er, at kapitalsselskabet altid skal have en direktion, som skal varetage den daglige ledelse. For anpartsselskaber betyder det, at der ikke længere kan vælges en bestyrelse som det eneste ledelsesorgan⁶⁹. Hvor et selskab har en bestyrelse, varetager direktionen kun den daglige ledelse, hvorimod direktionen både varetager den daglige samt den overordnede, strategiske ledelse, hvis det øverste ledelsesorgan er et tilsynsråd. Direktionen ansættes som udgangspunkt af bestyrelsen eller tilsynsrådet, jf. SL §§ 111, stk. 1, nr. 1, 2. pkt. og 111, stk. 1, nr. 2, 2. pkt., medmindre vedtægterne tillægger andre en indstillings- eller valgret, hvilket er en videreførelse af aktieselskabslovens regler⁷⁰.

Bestyrelsens eller tilsynsrådets medlemmer bliver som udgangspunkt valgt af selskabets ejere på generalforsamlingen, jf. SL § 120, stk. 1. Valg af medlemmer til både bestyrelsen og tilsynsrådet sker med simpelt flertal, jf. SL § 104, 1. pkt. For aktieselskaber skal bestyrelsen eller tilsynsrådet altid bestå af mindst 3 personer, og flertallet af medlemmerne i henholdsvis bestyrelsen eller tilsynsrådet skal vælges af generalforsamlingen, jf. SL § 111, stk. 2. Hvis selskabet er omfattet af reglerne om medarbejderrepræsentation, jf. SL § 140, stk. 1, lægges antallet af medarbejdsrepræsentanter i tillæg til minimumskravet på 3 personer, da minimumskravet alene gælder for de generalforsamlingsvalgte medlemmer af bestyrelsen eller tilsynsrådet⁷¹. Medarbejderrepræsentanterne har de samme rettigheder, pligter og ansvar som de øvrige medlemmer af det øverste ledelsesorgan⁷².

Reglerne om medarbejderrepræsentation finder anvendelse, hvis selskabet de seneste 3 år har beskæftiget gennemsnitlig 35 medarbejder, jf. SL § 140, stk. 1. 1. pkt. De selskaber vi har fokus på i nærværende fremstilling vil i altovervejende grad skulle iagttage reglerne om medarbejderrepræsentation, da de opfylder betingelserne herfor⁷³.

⁶⁹ Denne ændrede retsstilling vil sandsynligvis ikke påvirke de omhandlede selskaber i afhandlingen, da de har en vis størrelse, hvorfor der er en formodning for, at ledelsen er opdelt på to separate organer.

⁷⁰ Bemærkninger til § 111 i lovforslag nr. L 170

⁷¹ Bemærkninger til § 111 i lovforslag nr. L 170

⁷² Udkast til bekendtgørelse om medarbejderes valg af bestyrelsesmedlemmer § 12, jf. Betænkning 1498/2008

⁷³ ”Debatoplæg om aktivt ejerskab” (1999), appendiks 2 til kapitel 4

SL § 140, stk. 1 bestemmer, at selskabets medarbejdere har ret til at vælge et antal medlemmer til selskabets øverste ledelsesorgan og suppleanter for disse svarende til halvdelen af de øvrige ledelsesmedlemmer. Medarbejderne kan dog altid vælge mindst 2 medlemmer. Hvis der ikke kan vælges medarbejderrepræsentanter svarende til halvdelen af det øverste ledelsesorgans medlemmer, har medarbejderne ret til at vælge et lavere antal, jf. SL § 140, stk. 2. Dette er en ændring i forhold til aktieselskabslovens regler om medarbejderrepræsentation. Hidtil var reglerne indrettet således, at hvis der ikke kunne opstilles det tilstrækkelige antal kandidater til bestyrelsen, som foreskrevet i loven, frafaldt retten til medarbejderrepræsentation⁷⁴. I henhold til SL § 141 finder SL § 140 tilsvarende anvendelse på koncernrepræsentation⁷⁵. Ved koncernrepræsentation skal det samlede antal medarbejderrepræsentanter i moderselskabets øverste ledelsesorgan fortsat udgøre halvdelen af de øvrige ledelsesmedlemmer, dog skal der være mindst 3 medarbejderrepræsentanter. I forhold til tidligere er der med indførelsen af selskabsloven således sket en styrkelse af medarbejdernes ret til repræsentation i selskabets øverste ledelsesorgan i de tilfælde, hvor det tidligere ikke var muligt at opstille et tilstrækkeligt antal kandidater. Styrkelsen af medarbejdernes rettigheder kan betyde, at flere selskaber nu vil få medarbejdere repræsenteret i det øverste ledelsesorgan.

For selskaber der er omfattet af reglerne om medarbejderrepræsentation, jf. SL §§ 140-143, er det de samme regler der gælder, uanset om selskabet har en bestyrelse eller et tilsynsråd. I anpartsselskaber, hvor medarbejderne har valgt at gøre brug af reglerne i SL § 140 om medarbejderrepræsentation, er anpartsselskabet derfor forpligtet til at have en bestyrelse eller et tilsynsråd, jf. § 111, stk. 3. Dette er en videreførelse af anpartsselskabslovens § 19, stk. 2, dog udvidet til også at gælde i de tilfælde, hvor anpartsselskabet vælger et tilsynsråd som øverste ledelsesorgan.

Da valget af medarbejderrepræsentanter sker til selskabets øverste ledelsesorgan, kan medarbejderrepræsentation have indflydelse på valget af, hvorvidt det øverste ledelsesorgan skal ændres til et tilsynsråd. Hvis et selskab vælger et tilsynsråd, og dermed placerer medarbejderrepræsentanterne længere væk fra den overordnede, strategiske ledelse, undgås den

⁷⁴ Bemærkninger til § 140 i lovforslag nr. L 170

⁷⁵ Med koncernrepræsentation er det muligt for medarbejdere i danske moderselskaber og dets datterselskaber, som er registrerede i Danmark, samt filialer af udenlandske datterselskaber at deltage i valget.

betænkelighed, at medarbejderrepræsentanterne både kan give direktionen instruktioner via deres hverv som bestyrelsesmedlem og samtidig befinde sig i et underordningsforhold til direktionen⁷⁶. Et andet forhold, som taler for at vælge tilsynsrådet, er, at når medarbejderne sidder som repræsentanter i bestyrelsen, skal de tilgodese ejernes interesser og ikke egne interesser som medarbejdere⁷⁷. I praksis er dette svært at kontrollere, men det kan afhjælpes ved at have et tilsynsråd, hvor medarbejderrepræsentanterne ikke i samme udstrækning kan påvirke beslutningsprocessen i forhold til den overordnede, strategiske ledelse.

3.1.3 Ledelsesorganernes funktioner og opgaver

Selskabslovens § 115 indeholder regler om, hvilke opgaver der påhviler selskaber, som i henhold til SL § 111, stk. 1, nr. 1 har valgt en bestyrelse som det øverste ledelsesorgan. Tilsvarende findes der i SL § 116 regler for hvilke opgaver, som påhviler selskaber, der i henhold til SL § 111, stk. 1, nr. 2 har valgt et tilsynsråd som det øverste ledelsesorgan. Set ud fra bestemmelserne om de opgaver der pålægges henholdsvis en bestyrelse og et tilsynsråd, er der kun små forskelle mellem deres opgaver. I kraft af at bestyrelsen har flere funktioner end tilsynsrådet, vil det dog påvirke udførelsen af disse opgaver. I det følgende vil vi derfor analysere de juridiske aspekter af bestyrelsen og tilsynsrådets opgaver på baggrund af ledelsesorganernes forskellige funktioner.

Den væsentligste forskel på en bestyrelses og et tilsynsråds funktioner er, at et tilsynsråd alene har en kontrolfunktion, hvorimod bestyrelsen udover kontrolfunktionen også skal varetage den overordnede, strategiske ledelse. Derudover er det bestyrelsens ansvar at sikre en forsvarlig organisation af selskabets virksomhed, jf. SL § 115, 1. led. Forskellen på en bestyrelse og et tilsynsråd ligger således i, at et tilsynsråd ikke har ansvaret for selskabets overordnede, strategiske ledelse og ikke kan overtage ledelsen af et selskab, hvilket kan udledes direkte af ordlyden af SL § 111, stk. 1. Et tilsynsråd har ingen ledelsesbeføjelser og kan derved ikke tegne og forpligte selskabet, jf. SL § 135, stk. 2⁷⁸.

⁷⁶ Werlauff (2009), s. 3

⁷⁷ Jf. Udkast til bekendtgørelse om medarbejderes valg af bestyrelsesmedlemmer § 12, jf. Betænkning 1498/2008

⁷⁸ En undtagelse hertil er de situationer, hvor der anlægges sag mod et eller flere medlemmer af selskabets direktion eller hvor der anlægges sag mod selskabet af et medlem af selskabets direktion. Det samme gælder, hvor direktionens medlemmer enten er inhabile eller af andre grunde ikke kan repræsentere selskabet, jf. SL § 135, stk. 4.

Ledelsesorganernes funktioner kategoriseres som følger:

- Overordnet, strategisk ledelse
- Tilsyn med daglig ledelse
- Daglig ledelse

Hvis selskabet har valgt ledelsesmodellen med en bestyrelse, varetager bestyrelsen den overordnede, strategiske ledelse samt tilsynet med den daglige ledelse, og direktionen varetager den daglige ledelse. Har selskabet derimod valgt et tilsynsråd som øverste ledelsesorgan, varetager tilsynsrådet kun tilsynet med den daglige ledelse, mens direktionen varetager både den overordnede, strategiske ledelse og den daglige ledelse.

De tre ledelsesfunktioner er kendt fra eksisterende ret, men funktionernes fordeling ændres, hvis et selskab vælger et tilsynsråd frem for en bestyrelse. Bestyrelses funktioner kan betegnes som værende både fremadrettede og bagudrettede. I varetagelsen af den overordnede, strategiske ledelse skal bestyrelsen udforme den strategi og de retningslinjer, direktionen skal følge, hvilket er fremadrettet og derved en ex ante betragtning. Samtidig skal bestyrelsen føre kontrol med den daglige ledelse, hvilket er bagudrettet og dermed en ex post betragtning. Et tilsynsråds funktion er kun bagudrettet, da det alene skal føre tilsyn med de beslutninger, der allerede er truffet i selskabet.

En anden væsentlig forskel på de to ledelsesorganer er, at en bestyrelse har mulighed for at have en eller flere direktører i selskabet som medlemmer af bestyrelsen, så længe flertallet af bestyrelsesmedlemmerne ikke er direktører i selskabet, hvorimod en direktør ikke kan være medlem af et tilsynsråd. En bestyrelse har således den fordel, at bestyrelsen kan være tættere på selskabets daglige ledelse og har som udgangspunkt nemmere ved at få information fra direktionen, end et tilsynsråd har. Omvendt vil tilsynsrådet umiddelbart have nemmere ved at føre tilsyn med direktionen, da ingen af tilsynets medlemmer er en del af direktionen. Derved er der en større uafhængighed mellem et tilsynsråd og direktionen end mellem en bestyrelse og direktionen, hvilket kan påvirke varetagelsen af kontrolfunktionen.

De opgaver, der efter SL §§ 115 og 116 er pålagt henholdsvis bestyrelsen og tilsynsrådet, skal gøre både bestyrelsen og tilsynsrådet i stand til at føre tilsyn med direktionen⁷⁹. Selvom disse opgaver efter ordlyden stort set er ens, vil varetagelsen af disse være påvirket af det øverste ledelsesorgans funktioner. For en bestyrelse betyder det, at det er bestyrelsen, der træffer afgørelser af større betydning for selskabet, mens tilsynsrådet ikke har nogen ledelsesbeføjelser.

Både en bestyrelse og et tilsynsråd skal påse, at bogføringen og regnskabsaflæggelsen foregår på en måde, der efter selskabets forhold er tilfredsstillende, jf. SL §§ 115, nr. 1 og 116, nr. 1. I henhold til SL § 118, stk. 1 er det dog direktionen, der, uanset om det øverste ledelsesorgan er en bestyrelse eller et tilsynsråd, skal sikre, at selskabets bogføring sker under iagttagelse af lovgivningens regler herom, og at formueforvaltningen foregår på betryggende måde. Både en bestyrelse og et tilsynsråd er således afhængig af information omkring selskabets bogføring og regnskabsaflæggelse fra direktionen. Som nævnt ovenfor vil en bestyrelse kunne have fordel ved at have en eller flere direktører i bestyrelsen, da bestyrelsen derved nemmere har adgang til informationer fra direktionen. På den måde kan en bestyrelse have lettere ved påse, at bogføringen og regnskabsaflæggelsen foregår på en betrykkende måde, da de har større indsigt i forretningsgangen end tilsynsrådet. Ulempen ved at have direktører siddende i bestyrelsen er, at direktørens tilstedeværelse kan gøre det svært for bestyrelsen at forholde sig objektivt i forhold til varetagelsen af kontrolfunktionen. Eksempelvis vil en opportunistisk direktør kunne føre en bestyrelse bag lyset, hvilket er forekommet i praksis⁸⁰. Et tilsynsråd vil derimod have en større uafhængighed fra direktionen og vil ikke i samme grad blive påvirket af en direktør, der prøver at holde informationer vedrørende bogføringen og regnskabsaflæggelse skjult. En ulempe ved et tilsynsråd er, at det kan være sværere for medlemmerne at gennemskue informationerne fra direktionen, men da kontrolfunktionen er tilsynsrådets eneste funktion, kan det diskuteres, hvorvidt der bør stilles større krav til, at medlemmerne kritisk vurderer direktionens informationer. Både bestyrelse og tilsynsråd får således information om bogføringen og regnskabsaflæggelsen direkte fra direktionen, hvorfor begge ledelsesorganer er afhængige af kvaliteten og rigtigheden af oplysningerne.

⁷⁹ Bemærkninger til § 115 i lovforslag nr. L 170

⁸⁰ Eksempler herpå er Nordisk Fjer og IT Factory

I henhold til SL §§ 115, nr. 2 og 116, nr. 2 skal bestyrelsen og tilsynsrådet påse, at der er etableret de fornødne procedurer for risikostyring og interne kontroller. Derudover skal bestyrelsen og tilsynsrådet påse, at de løbende modtager den fornødne rapportering om selskabets finansielle forhold, jf. SL §§ 115, nr. 3 og 116, nr. 3. Når det skal påses, at der er foretaget de fornødne procedurer for risikostyring og interne kontroller, kræver det en stor indsigt i selskabet og dets risici. I kraft af at en bestyrelse er ansvarlig for selskabets overordnede, strategiske ledelse, vil en bestyrelse umiddelbart have en større indsigt i selskabet og derved også have nemmere ved at påse, at der er etableret den fornødne risikostyring og interne kontrol i selskabet, end et tilsynsråd vil have.

I SL § 115, nr. 4 og § 116, nr. 4 er ordlyden ikke ens i forhold til hvad bestyrelsen og tilsynsrådet skal påse. Begge ledelsesorganer skal påse, at direktionen udøver sit hverv på behørig måde, men for bestyrelsens vedkomne skal dette ske ”... *efter bestyrelsens retningslinjer*...”. For selskaber, der har valgt en bestyrelse efter SL § 111, stk. 1, nr. 1, betyder det, at bestyrelsen udsteder retningslinjer inden for hvilke, den daglige ledelse skal udføres. Efterfølgende skal bestyrelsen påse, at direktionen efterlever retningslinjerne på behørig måde. Følger direktionen ikke retningslinjerne, har bestyrelsen mulighed for at gribe ind i konkrete anliggender i kraft af, at bestyrelsen har de overordnede ledelsesbeføjelser⁸¹. Bestyrelsen må dog ikke generelt overtage direktionens opgaver i forbindelse med den daglige ledelse, da bestyrelsens kontrolfunktion derved ophører⁸².

Har et selskab derimod valgt et tilsynsråd efter SL § 111, stk. 1, nr. 2, har tilsynsrådet ikke beføjelser til at udstede retningslinjer for direktionen, da tilsynsrådet derved vil gribe ind i ledelsen af selskabet. Det betyder, at et tilsynsråd ikke har mulighed for at gribe ind i konkrete anliggender, hvis direktionen ikke varetager sit hverv på behørig vis. Hvis et selskab vælger at have et tilsynsråd, er det direktionen, der skal varetage den overordnede, strategiske ledelse af selskabet jf. SL § 117, stk. 2, og dermed vil det også være direktionen, der fastlægger retningslinjerne for, hvordan selskabet skal ledes. Derudover er det direktionen, der skal sikre en forsvarlig organisation af selskabets virksomhed, jf. § 117, stk. 2, 2. pkt., hvilket ellers er en opgave, der tilfalder bestyrelsen, når ledelsesmodellen med en bestyrelse er valgt. Direktionen

⁸¹ Werlauff (2009), s. 4

⁸² Bemærkninger til § 117 i lovforslag nr. L 170

har således flere funktioner end ved ledelsesmodellen med en bestyrelse, hvilket taler for, at der må kunne stilles større krav til direktionens kompetencer, når selskabet har et tilsynsråd. Når direktionen varetager den overordnede, strategiske ledelse, skal dette ske forsvarlig i forhold til selskabets type⁸³. Med dette tænkes eksempelvis på om selskabet er relativt nystartet og dermed måske mere risikoavers eller om det er et modent selskab, som bedre kan tåle en risikofyldt investering. Markedet, hvorpå selskabet agerer, har ligeledes betydning for, hvad der er forsvarlig organisation af selskabet. Når denne opgave tilfalder direktionen, kan der tænkes at være en større risiko for, at direktionen handler i egeninteresse og dermed er mere villig til at foretage risikofyldte investeringer. Bestyrelsen kan derimod tænkes at have større incitament til at handle i aktionærernes interesse og er derved mere risikoavers over for risikofyldte investeringer⁸⁴.

Direktionen er sammen med henholdsvis bestyrelsen eller tilsynsrådet til enhver tid forpligtet til at vurdere den økonomiske situation og sikre, at det tilstedeværende kapitalberedskab er forsvarligt i forhold til selskabets nuværende og fremtidige forpligtelser, jf. SL §§ 115, nr. 5 og 116, nr. 5 og 118, stk. 2. Det er således både bestyrelsens og tilsynsrådets pligt løbende at holde sig ajour med selskabets økonomiske situation og i den forbindelse tage stilling til om situationen er økonomisk forsvarlig. Umiddelbart bør tilsynsrådet og bestyrelsen kunne varetage denne opgave på lige fod, men det kan tænkes, at bestyrelsen i kraft af dens varetagelse af den overordnede, strategiske ledelse bedre kan gennemskue selskabets likviditetsbehov.

3.1.4 Hvad er der sket med repræsentantskabet?

Repræsentantskabet er et særskilt selskabsorgan, hvis funktion er at føre tilsyn med bestyrelsens og direktionens forvaltning af selskabets anliggender⁸⁵. Repræsentantskabet er således en Governance-mekanisme i forholdet mellem ejerne og bestyrelsen, da kontrollen med bestyrelsen kan give denne incitament til at handle i ejernes interesser.

⁸³ Bemærkninger til § 117 i lovforslag nr. L 170

⁸⁴ Denne diskussion uddybes i kapitel 7.

⁸⁵ Jf. ASL § 59, stk. 3

I henhold til aktieselskabslovens § 59 kunne vedtægterne bestemme, at der foruden en bestyrelse skulle være et repræsentantskab. Vedtægterne kunne desuden tillægge repræsentantskabet beføjelser til at vælge bestyrelsen og fastsætte bestyrelsens vederlag jf. ASL § 59, stk. 3. Selskabets direktører og bestyrelsesmedlemmer kunne ikke være medlem af repræsentantskabet, jf. ASL § 59, stk. 2. Repræsentantskabet kunne ikke tillægges beføjelser til at ansætte direktionen, da denne funktion tilfaldt bestyrelsen, jf. ASL § 51, stk. 1. Et repræsentantskab skulle bestå af mindst 5 medlemmer og flertallet af disse skulle vælges af generalforsamlingen., jf. ASL § 59, stk. 1 og 2. Bestyrelsesmedlemmer valgt af repræsentantskabet blev ligestillet med de generalforsamlingsvalgte bestyrelsesmedlemmer, hvorved princippet, om at flertallet af bestyrelsens medlemmer skulle være generalforsamlingsvalgte, indirekte blev fastholdt.

Bestemmelsen om repræsentantskabet er ikke videreført i selskabsloven. Der kan derfor stilles spørgsmåls ved, hvorvidt det stadig er muligt at have et repræsentantskab foruden en bestyrelse, og om det tillige er muligt at have et repræsentantskab foruden et tilsynsråd.

Ifølge bemærkningerne til SL § 111 er der fortsat mulighed for, at man ifølge vedtægterne kan beslutte at oprette et repræsentantskab uanset selskabets valg af ledelsesmodel. Et repræsentantskab vil dog ikke kunne tillægges nogle af de beføjelser, der efter loven tilkommer de lovfæstede ledelsesorganer⁸⁶. Det er således fortsat muligt at have et repræsentantskab, hvad enten selskabet har en bestyrelse eller et tilsynsråd. Retstilstanden for repræsentantskabet er efter selskabsloven dog noget uklar. Især kan det diskuteres, hvorvidt der er mulighed for at lade repræsentantskabet vælge ledelsesmedlemmer.

I henhold til SL § 120, stk. 1 er hovedreglen for valg af medlemmer til bestyrelsen eller tilsynsrådet, at flertallet skal vælges af generalforsamlingen. Bestemmelsens stk. 2 er en modificering af hovedreglen, da vedtægterne kan tillægge offentlige myndigheder *eller andre* ret til at udpege et eller flere medlemmer til bestyrelsen eller tilsynsrådet. Det er så spørgsmålet, om repræsentantskabet falder under betegnelsen *eller andre*. Ser man på bemærkningerne til SL § 120 fremgår det, at retten til at vælge medlemmer til bestyrelsen eller tilsynsrådet kan tillægges repræsentantskabet. Det er således stadig muligt for et repræsentantskab at vælge medlemmer til

⁸⁶ Bemærkninger til § 111 i lovforslag nr. L 170

selskabets øverste ledelsesorgan, men de vil nu være valgt *af andre* og vil dermed ikke længere blive anset som generalforsamlingsvalgte. Dette er en anden retsstilling end efter aktieselskabsloven, hvor de repræsentantskabsvalgte bestyrelsesmedlemmer var ligestillede med generalforsamlingsvalgte bestyrelsesmedlemmer, jf. ASL § 49, stk. 2.

Denne nye retsstilling vil kunne få betydning for de selskaber, der i dag har et repræsentantskab, da de bestyrelsesmedlemmer, repræsentantskabet vælger efter selskabslovens ikrafttræden, ikke længere kan sidestilles med de generalforsamlingsvalgte. Dette kan skabe problemer, hvis det i et selskabs vedtægter er bestemt, at selskabet skal have fem bestyrelsesmedlemmer, hvoraf repræsentantskabet skal udpege tre. Vælger selskabet i dette tilfælde ikke at ændre dets vedtægtsbestemmelser, vil selskabet ved næste valg af bestyrelsesmedlemmer ikke kunne overholde SL § 120, stk. 1. Den manglende videreførelse af repræsentantskabet kan derfor medføre, at selskaber skal ændre deres vedtægter.

Ændring af retstilstanden vil også kunne få betydning for medarbejderrepræsentationen i bestyrelsen, da disse også falder under betegnelsen *valgt af andre*. I det tilfælde, at de repræsentantskabsvalgte bestyrelsesmedlemmer og medarbejderrepræsentanterne sammen udgør halvdelen eller mere af bestyrelsen, vil kravet om, at flertallet af bestyrelsen er generalforsamlingsvalgte, ikke længere være opfyldt. Her vil problemet være, hvorvidt den ene har forrang for den anden i forhold til, hvem der skal fratæde af de ikke-generalforsamlingsvalgte bestyrelsesmedlemmer. Denne problematik er der endnu ikke taget stilling til fra lovgivers side.

Der kan argumenteres for, at de repræsentantskabsvalgte bestyrelsesmedlemmer har forrang, da de efter aktieselskabsloven var ligestillede med de generalforsamlingsvalgte. Derimod taler det for medarbejderrepræsentanternes forrang, at deres rettigheder om repræsentation i det øverste ledelsesorgan direkte er bestemt i selskabsloven. Til støtte for medarbejderrepræsentanternes forrang taler desuden, at lovgiver har valgt at udelade bestemmelsen om repræsentantskabet og dets ret til at udpege bestyrelsesmedlemmer.

Det kan synes mærkeligt, at det er muligt at have et repræsentantskab, når det øverste ledelsesorgan er et tilsynsråd, da de begge har som funktion at føre tilsyn. I henhold til ASL §

59, stk. 3 var repræsentantskabets funktion at føre tilsyn med bestyrelsen og direktionen, men da selskabsloven ikke viderefører denne bestemmelse, kan der stilles spørgsmål til, hvilken funktion repræsentantskabet skal have. Da både bestyrelsens og tilsynsrådets funktioner og opgaver er lovbestemte, kan repræsentantskabet ikke overtage disse. I og med at det er det øverste ledelsesorgans funktion at føre tilsyn med direktionen, er der alene tilbage for repræsentantskabet at føre tilsyn med det øverste ledelsesorgan, hvilket ikke synes logisk, når der er tale om et tilsynsråd. Når et selskab har en bestyrelse, er der ikke et organ, der fører tilsyn med den måde hvorpå bestyrelsen varetager den overordnede, strategiske ledelse, og repræsentantskabet har til formål at kontrollere, at dette sker på behørig vis. Repræsentantskabet kan således være med til at afhjælpe principal-agentproblemet mellem ejerne og bestyrelsen. Repræsentantskabet skal ikke kontrollere den daglige ledelse, da denne opgave tilfalder bestyrelsen. Vælges et tilsynsråd fører dette både tilsyn med den overordnede, strategiske ledelse og den daglige ledelse og repræsentantskabet savner således formål, når selskabet har et tilsynsråd.

Da bestemmelsen om repræsentantskabet ikke er videreført i selskabsloven og da anvendelsen af repræsentantskaber i danske selskaber ikke er særlig udbredt⁸⁷, vil man med stor sandsynlighed ikke se mange nystiftede repræsentantskaber fremover. Desuden synes det ikke sandsynligt, at et selskab med et tilsynsråd vælger at oprette et repræsentantskab. På denne baggrund vil vi ikke behandle repræsentantskabet som Governance-mekanisme yderligere i afhandlingen.

3.2 Sammenfatning

Selskabslovens § 111 giver som noget nyt i dansk ret selskaber valgfrihed mellem en bestyrelse og et tilsynsråd som øverste ledelsesorgan. Danske selskaber kan derfor nu vælge mellem en enstregen, en tostregen og den traditionelle danske ledelsesmodel. Forskellen på ledelsesmodellerne ligger i fordelingen af ledelsesorganernes funktioner og i muligheden for personsammenfald i direktionen og det øverste ledelsesorgan. Fælles for ledelsesmodellerne er, at selskabet skal have to separate ledelsesorganer og at det skal ledes af en direktion. Et andet fællestræk er, at reglerne om medarbejderrepræsentation både finder anvendelse ved en bestyrelse og et tilsynsråd.

⁸⁷ Når der ses bort fra de finansielle selskaber, jf. Neville og Engsig Sørensen (2009), s. 102

Fælles for en bestyrelse og et tilsynsråd er desuden, at de har en kontrolfunktion over for direktionen. Denne kontrolfunktion er tilsynsrådet eneste funktion, hvorimod bestyrelsen derudover skal varetage den overordnede, strategiske ledelse i selskabet. Direktionens funktion er at varetage den daglige ledelse, og hvor selskabet har et tilsynsråd, skal direktionen tillige varetage den overordnede, strategiske ledelse. En forskel ved ledelsesmodellerne er direktionens mulighed for at være medlem af det øverste ledelsesorgan. Ved et tilsynsråd er der forbud mod personsammenfald, hvorimod der ved en bestyrelse gælder en betinget personopdeling, da en eller flere direktører kan være medlem af bestyrelsen, dog skal de udgøre et mindretal.

Til bestyrelsens og tilsynsrådets varetagelse af kontrolfunktionen, er der i selskabslovens §§ 115 og 116 en række opgaver, der skal gøre henholdsvis bestyrelsen og tilsynsrådet i stand til at varetage kontrolfunktionen. Selskabslovens §§ 117 og 118 indeholder de opgaver, som er pålagt direktionen. Vi er i analysen kommet frem til, at det øverste ledelsesorgans varetagelse af dets opgaver påvirkes af, hvorvidt det øverste ledelsesorgan har ledelsesbeføjelser, da varetagelsen af ledelsesbeføjelserne medfører øget viden om selskabet. Varetagelsen af ledelsesbeføjelser giver desuden bestyrelsen mulighed for at føre *ex ante* kontrol med direktionen, hvilket tilsynsrådet ikke har mulighed for. Både bestyrelsen og tilsynsrådet fungerer således som en Governance-mekanisme, da deres kontrolfunktion kan give direktionen incitament til at handle i ejernes interesse. Bestyrelsens, tilsynsrådet og direktionens opgaver i SL §§ 115-118 understøtter denne Governance-mekanisme.

Ved indførelsen af selskabsloven er bestemmelsen om repræsentantskabet ikke videreført, hvilket får betydning i forhold til de bestyrelsesmedlemmer, der efter selskabslovens ikrafttræden vælges af repræsentantskabet. Hidtil er de repræsentantskabsvalgte bestyrelsesmedlemmer blevet sidestillet med generalforsamlingsvalgte bestyrelsesmedlemmer, men de vil nu betegnes som værende valgt *af andre*. Dette kan få en betydning for selskabet, da flertallet af bestyrelsens medlemmer skal være generalforsamlingsvalgte. Da få selskaber anvender et repræsentantskab og da der vil være få nyoprettelser af repræsentantskaber, vil omfanget af denne problematik være begrænset. Hertil kan tilføjes, at det synes usandsynligt, at et selskab med et tilsynsråd vil vælge at have et repræsentantskab på grund af dets manglende formål.

4. Anbefalingerne for god Selskabsledelse

I kapitel 3 har vi klarlagt det retlige indhold af SL §§ 111 og 115 – 118. På baggrund af dette vil vi i nærværende kapitel analysere, hvordan Anbefalingerne for god Selskabsledelse harmonerer med selskabslovens bestemmelser om ledelsesorganernes funktioner og opgaver med henblik på at finde frem til, hvordan anbefalingerne som Governance-mekanisme kan være med til at afhjælpe principal-agentproblemet mellem direktionen og det øverste ledelsesorgan. Anbefalingerne retter sig først og fremmest mod børsnoterede selskaber, men anbefalingerne eller dele heraf kan desuden virke som inspiration for unoterede selskaber⁸⁸.

4.1 Soft law og dets betydning

Anbefalingerne for god Selskabsledelse supplerer den selskabsretlige og børsretlige regulering og er såkaldt soft law. Kendetegnet ved soft law er, at reglerne ikke er juridisk bindende og at de typisk sætter en højere standard eller norm end regulering ved lov⁸⁹, som typisk beskriver en minimumstandard⁹⁰. Komitéen for god Selskabsledelse mener, at selvregulering⁹¹ er den bedste form for regulering, når det drejer sig om god selskabsledelse⁹². Brugen af soft law er hensigtsmæssig, når reglerne retter sig mod en gruppe af selskaber med forskellige karakteristika. Det er forskelligt hvad, der er optimalt for det enkelte selskab og fleksibiliteten og rummeligheden i anbefalingerne er derfor afgørende, når der ikke er én rigtig løsning på et problem⁹³.

Anbefalingerne er således ikke juridisk bindende, men ønsker et dansk selskab at blive noteret på NASDAQ OMX Copenhagen⁹⁴ (herefter fondsbørsen) skal selskabet overholde 'følg eller

⁸⁸ ”Udkast til Anbefalinger for god Selskabsledelse” (2009), s. 3

⁸⁹ Kaldet hard law.

⁹⁰ ”Udkast til Anbefalinger for god Selskabsledelse” (2009), s. 3

⁹¹ Begrebet selvregulering betegner en regulering vedtaget af adressaten selv, jf. ”Selvregulering i selskabs- og børsretten”, s. 177

⁹² Hvilket er i overensstemmelse med de internationale normer på området. Dog har Sverige og Tyskland gjort visse anbefalinger juridisk bindende, jf. Schans Christensen (2001), s. 297.

⁹³ Schans Christensen (2009), s. 308

⁹⁴ Det er ligeledes muligt at blive noteret på Dansk AMP og NASDAQ OMX First North, man her er der ikke krav om efterlevelse af Anbefalingerne for god Selskabsledelse. Desuden er Dansk AMP og NASDAQ OMX First North hovedsageligt for små og mellemstore selskaber.

forklar'-princippet⁹⁵. Dette indebærer, at det enkelte selskab skal forholde sig til anbefalingerne og i hvilket omfang, det ønsker at følge anbefalingerne. Ønsker et selskab ikke at efterleve en anbefaling, skal det forklares, hvorfor anbefalingen ikke følges, og hvordan selskabet i stedet har valgt at indrette sig⁹⁶. Forklaringen skal fremgå af selskabets årsrapport og 'følg eller forklar'-princippet er således forankret i både årsregnskabslovens⁹⁷ § 107 b, stk. 1, nr. 1-5 og i børsreglerne. På grund af forpligtigelsen af 'følg eller forklar'-princippet har anbefalingerne mere karakter af egentlig regulering, dog uden egentlig mulighed for sanktionering. Fondsbørsen kan i yderste tilfælde afnotere selskabet, men dette synes ikke realistisk i forhold til manglende overholdelse af 'følg eller forklar'-princippet.

Vælger et selskab hverken at følge eller forklare, kan fondsbørsen offentliggøre forholdene⁹⁸, hvilket kan medføre, at selskabet kommer i mediernes søgelys. Mediernes bevågenhed som Governance-mekanisme kan give selskaberne incitament til at følge eller forklare, da markedet og ejerne afgør, om de begrundelser selskaberne angiver som forklaring for ikke at følge en anbefaling, er acceptable. Hvad markedet mener om selskabet afspejles således i kursen på selskabets aktie.

4.2 Udkast til Anbefalinger for god Selskabsledelse

Udkastet til Anbefalinger for god Selskabsledelse blev sendt i høring i december 2009, og er en gennemgående revision af anbefalingerne. Det er interessant at undersøge, hvordan anbefalingerne som soft law kan uddybe og specificere selskabslovens regler om ledelsens varetagelse af dens funktioner og opgaver, men også hvordan anbefalingerne er med til at støtte ledelsesmedlemmernes uafhængighed af særinteresser, hvilket understøtter god Corporate Governance. Udkastet til anbefalingerne findes i Bilag 2.

I anbefalingerne står det ikke anført hvilket ledelsesorgan, der skal tage stilling til, hvorvidt anbefalingerne skal følges eller ej. Umiddelbart bør det være bestyrelsen, da denne varetager den overordnede, strategiske ledelse, men da nogle anbefalinger henvender sig til det centrale

⁹⁵ "Regler for udstedere af aktier" (2009), s. 41

⁹⁶ "Udkast til Anbefalinger for god Selskabsledelse" (2009), s. 4

⁹⁷ LBK nr. 395 af 25/05/2009

⁹⁸ "Regler for udstedere af aktier" (2009), s. 42

ledelsesorgan og andre til det øverste ledelsesorgan, synes det uklart, hvem der skal tage den endelige beslutning. Ifølge årsregnskabslovens § 107 b er det selskabet, der i årsrapporten skal medtage en redegørelse for virksomhedsledelse og i henhold til § 8 er det den samlede ledelse, som har ansvaret for, at årsrapporten aflægges i overensstemmelse med lovgivningen. Både bestyrelsen og direktionen bør derfor sikre sig, at der rapporteres korrekt.

Ved indførelsen af det frie valg mellem ledelsesmodellerne forstærkes tvivlen om, hvilket ledelsesorgan der skal tage stilling til, hvorvidt anbefalingerne skal følges. Har selskabet et tilsynsråd synes det ulogisk, at tilsynsrådet som det øverste ledelsesorgan tager stilling til, hvorvidt anbefalingerne skal følges, da tilsynsrådet ingen ledelsesbeføjelser har. Da direktionen i dette tilfælde varetager den overordnede, strategiske ledelse, mener vi, at det bør være direktionen, der træffer beslutningen. Ligeledes bør det være bestyrelsen, der varetager denne opgave, når selskabet har en bestyrelse. Således mener vi, at det er det centrale ledelsesorgan, der skal tage stilling til hvorvidt Anbefalingerne for god Selskabsledelse skal følges⁹⁹.

4.2.1 Ledelsens funktioner og opgaver

Anbefalingerne om det øverste og centrale ledelsesorgans opgaver og ansvar findes i kapitel 4 i anbefalingerne og uddyber ledelsens opgaver, som er reguleret ved selskabslovens §§ 115 og 116. Kapitel 4 indledes med rationale for, hvad Komitéen for god Selskabsledelse mener, ledelsesorganernes opgaver og ansvar indebærer. Komitéen præciserer, at det er det øverste ledelsesorgans opgave at sikre en langsigtet værdiskabelse i selskabet. Det øverste ledelsesorgan skal således tage hensyn til ejernes interesser i varetagelsen af dets funktioner, men der skal samtidig tages behørigt hensyn til øvrige interessenter¹⁰⁰. Det præciseres desuden, at en af det øverste ledelsesorgans væsentligste opgaver er at fastlægge direktionens opgaver. En fastlæggelse af direktionens opgaver, givetvis gennem retningslinjer, anser vi som et indgreb i ledelsen af selskabet, hvilket et tilsynsråd ikke har beføjelser til, jf. SL § 117, stk. 2. Forskellen mellem tilsynsrådets og bestyrelsens funktioner ligger netop i, at det alene er bestyrelsen, der gennem sine ledelsesbeføjelser skal udstede retningslinjer til direktionen. Vi mener således, at Komitéens holdning på dette punkt ikke er i overensstemmelse med selskabsloven. Omvendt er det ikke en

⁹⁹ Vi har kontaktet Komitéen for god Selskabsledelse vedrørende dette spørgsmål, og den er af samme opfattelse.

¹⁰⁰ ”Udkast til Anbefalinger for god Selskabsledelse” (2009), s. 8

konkret anbefaling, og da anbefalingerne henvender sig til selskaber med forskellige ledelsesmodeller, bør selskaberne fortolke det i forhold til deres konkrete situation. På den anden side bør anbefalingerne ikke skabe forvirring om, hvad et tilsynsråd har beføjelser til.

De overordnede opgaver¹⁰¹ for det øverste ledelsesorgan er fastlagt i punkt 4.1. og både 4.1.2. og 4.1.3. er nye anbefalinger.

”4.1. Overordnede opgaver og ansvar

*4.1.1. Det **anbefales**, at det centrale ledelsesorgan mindst en gang årligt fastlægger selskabets overordnede strategi.*

*4.1.2. Det **anbefales**, at det øverste ledelsesorgan mindst en gang årligt drøfter og sikrer, at de nødvendige kompetencer og finansielle ressourcer er til stede for, at selskabet kan nå sine strategiske mål.*

*4.1.3. Det **anbefales**, at det øverste ledelsesorgan mindst en gang årligt fastlægger sine væsentligste opgaver i relation til den finansielle og ledelsesmæssige kontrol med selskabet, herunder på hvilken måde det vil udøve kontrol med direktionens arbejde.”*

Ifølge SL § 115, stk. 1 ligger det i bestyrelsens funktion at varetage den overordnede og strategiske ledelse, men har et selskab valgt et tilsynsråd, varetager direktionen denne funktion, jf. SL § 117, stk. 2. Anbefalingernes punkt 4.1.1. udvider og præciserer SL §§ 115, stk. 1, nr. 1 og 117, stk.2, da det anbefales, at det centrale ledelsesorgan mindst en gang om året fastlægger selskabets overordnede strategi. Anbefalingernes punkt 4.1.2. og 4.1.3. udvider og præciserer, at det øverste ledelsesorgan mindst én gang årligt bør drøfte og fastlægge, hvad der skal iagttages for, at selskabet kan nå sine strategiske mål og på hvilken måde, der skal føres kontrol med direktionen. Anbefalingerne præciserer således, hvor ofte ledelsesorganerne bør tage stilling til deres opgaver i kraft af deres funktioner. Det er værd at bemærke, at punkt 4.1.2. adresserer det øverste ledelsesorgan, men hvor der er et tilsynsråd, er det direktionen, der varetager den overordnede, strategiske ledelse. Vi mener derfor, at punkt 4.1.2. kan skabe forvirring om direktionens og det øverste ledelsesorgans funktioner. Man kan dog argumentere for, at fokus i anbefalingen ligger på, at det drøftes og sikres, at de nødvendige kompetencer og finansielle

¹⁰¹ I anbefalingerne er betegnelsen ”de overordnede opgaver” anvendt i den betydning vi betegner som ”funktioner”.

ressourcer er til stede, hvilket hører under kontrolfunktionen. Anbefalingen vedrører således ikke selve varetagelsen af den strategiske ledelse, hvorved anbefalingens adressering er korrekt.

I henhold til selskabsloven er det det øverste ledelsesorgans opgave at modtage den fornødne rapportering om selskabets finansielle forhold fra direktionen, jf. SL §§ 115, stk. 1, nr. 3 og 116, stk. 1, nr. 3. Dette kan være et problem, da det øverste ledelsesorgans arbejde med at kontrollere direktionen således direkte er afhængigt af kvaliteten og omfanget af den information, de modtager fra direktionen. I anbefalingernes punkt 4.3.1.¹⁰² anbefales det, at det øverste ledelsesorgan bør fastlægge krav til direktionens rettidige, præcise og tilstrækkelige rapportering. Derved kan anbefalingen være med til at lette det øverste ledelsesorgans opgaver i henhold til varetagelsen af kontrolfunktionen. I de tidligere anbefalinger¹⁰³ blev det blot anbefalet, at der skulle fastlægges procedurer for direktionens rapportering, men nu understreges det, at rapportering skal være rettidig, præcis og tilstrækkelig. Punkt 4.3.1. er således væsentligt opstrammet i forhold til de tidligere anbefalinger. Det faktum, at anbefalingen er opstrammet, kan indikere, at rapporteringen hidtil ikke har været tilstrækkelig og man kan derfor undres over, at man ikke i moderniseringen af selskabslovgivningen har valgt at lægge ansvaret for rapporteringen på direktionen, i stedet for at lade det øverste ledelsesorgan påse forholdene. Et argument for, at ansvaret for rapporteringen burde ligge hos direktionen, er, at denne er tættest på at vide, hvilke informationer der er væsentlige. På den anden side, ved fortsat at lade det øverste ledelsesorgan bære ansvaret for at modtage den fornødne rapportering, gives medlemmerne af det øverste ledelsesorgan incitament til at være kritiske over for informationen fra direktionen. Dermed kan det være med til at afhjælpe, at det øverste ledelsesorgan bliver passiv i dets kontrolfunktion. Alternativt mener vi, at man kunne have videreført den kommentar, som var at finde til de tidligere anbefalingers punkt 4 i afsnit IV. Her påpeges, at direktionen under alle omstændigheder må sikre, at væsentlige oplysninger tilgår bestyrelsen, uanset om denne har anmodet herom. Hvis denne kommentar blev videreført, ville en del af ansvaret indirekte blive lagt på direktionen.

¹⁰² I de endeligt vedtagne ”Anbefalinger for god Selskabsledelse” (2010) er punkt 4.3.1. ændret til punkt 4.2.2.. De øvrige gennemgåede anbefalinger har ikke ændret nummerering.

¹⁰³ Anbefalinger for god Selskabsledelse af den 10. december 2008, afsnit IV, punkt 4.

I ovenstående afsnit har vi behandlet punkt 4.3.1. i forhold til direktionens rapportering om selskabets finansielle forhold, jf. SL §§ 115, stk. 1, nr. 3 og 116, stk. 1, nr. 3, men anbefalingen vedrører generelt information fra direktion til det øverste ledelsesorgan. Da det ligger i det øverste ledelsesorgan funktion at kontrollere direktionen, er det nødvendigt for det øverste ledelsesorgan at have adgang til relevante informationer om selskabet. Anbefalingen søger i højere grad end selskabsloven at sikre informationsstrømmene til det øverste ledelsesorgan, hvorved den asymmetriske information ledelsesorganer imellem kan blive mindsket. Anbefalingen understøtter derved det øverste ledelsesorgans varetagelse af dets funktioner.

Opstramningen af anbefalingen er desuden i god overensstemmelse med den nyindførte mulighed for at vælge et tilsynsråd. Tilsynsrådet kan i kraft af dets funktion anses for værende længere væk fra direktionen, hvilket kan gøre informationerne fra direktionen sværere tilgængelige. Hertil kan der argumenteres for, at direktionen i højere grad er villig til at afgive informationer til bestyrelsen, da direktionen påvirkes af de beslutninger, bestyrelsen træffer på baggrund af direktionens oplysninger. Det samme forhold gør sig ikke gældende ved et tilsynsråd, da tilsynsrådet hverken udsteder retningslinjer for direktionen eller fastlægger selskabets strategi.

4.2.2 Det øverste ledelsesorgans uafhængighed

I rationalerne til kapitel 5 i anbefalingerne står det anført, at det er væsentligt, at det øverste ledelsesorgan er sammensat således, at varetagelsen af de kontrolmæssige opgaver kan ske effektivt samtidig med, at der er en konstruktiv og kvalificeret dialog med direktionen. For at kunne leve op til dette, er det således vigtigt, at det øverste ledelsesorgan altid handler uafhængigt af særinteresser og hverken har nære bånd til eller repræsenterer direktionen, en kontrollerende aktionær eller selskabet¹⁰⁴. Uafhængighed i henhold til anbefalingerne vedrører således ikke, hvorvidt der er personsammenfald i ledelsesorganerne, men hvorvidt det øverste ledelsesorgan kan handle uafhængigt af særinteresser.

For at kunne handle uafhængigt af særinteresser anbefales det i punkt 5.4.1., at mindst halvdelen af de generalforsamlingsvalgte ledelsesmedlemmer er uafhængige. Anbefalingen indeholder 8

¹⁰⁴ ”Udkast til Anbefalinger for god Selskabsledelse” (2009), s. 11

krav til, hvornår et ledelsesmedlem ikke kan anses for at være uafhængigt. Vi vil ikke behandle kravene specifikt, men inddrage de væsentlige dele i en generel diskussion af problematikken om det øverste ledelsesorgans uafhængighed af særinteresser.

Har et selskab valgt ledelsesmodellen med en bestyrelse, er det vigtigt, at bestyrelsen kan handle uafhængigt både af direktionens og ejernes særinteresser. Har selskabet valgt et tilsynsråd, er der grundet forbuddet om personsammenfald umiddelbart en formodning for, at medlemmerne af tilsynsrådet kan handle mere uafhængigt af direktionen, end bestyrelsen kan, men andre særinteresser kan medføre, at tilsynsrådet alligevel ikke kan anses for at være uafhængigt. Uafhængigheden er således vigtig for, at det øverste ledelsesorgan kan varetage dets funktioner i henhold til selskabsloven optimalt. I kapitel 7 vil vi behandle det øverste ledelsesorgans uafhængighed særligt i forhold til ejernes særinteresser.

I kommentaren til punkt 5.4.1. præciseres, at det øverste ledelsesorgan skal lægge vægt på det materielle indhold frem for det formelle ved anvendelsen af uafhængighedskriterierne. Komitéen har herigennem holdt muligheden åben for at vurdere de reelle forhold. Det betyder således, at selvom et ledelsesmedlem opfylder et eller flere kriterier for at være uafhængig, så kan reelle forhold gøre, at personen ikke kan anses for uafhængig. Omvendt vil det også kunne betyde, at en person, som ikke opfylder nogle af kriterierne, alligevel kan anses for værende afhængig af særinteresser. Det er det øverste ledelsesorgan, der selv skal anvende uafhængighedskriterierne og vi mener derfor, at de reelle forhold sjældent vil blive taget med i vurderingen af et ledelsesmedlems uafhængighed, hvis uafhængighedskriterierne i punkt 5.4.1. i øvrigt ikke er opfyldt og hvis det øverste ledelsesorgan ønsker at beholde medlemmet.

I fortolkningen af uafhængighedskriterierne kan man argumentere for, at nære samarbejder, private relationer eller nære personrelationer eksempelvis gennem VL-grupper¹⁰⁵, kan blive anset for værende i strid med uafhængighedskriteriernes materielle indhold. Da Danmark er et land af begrænset størrelse og adgangen til kvalificerede bestyrelsesmedlemmer er begrænset, kan man forestille sig, at det bliver svært at leve op til de skærpede uafhængighedskrav¹⁰⁶.

¹⁰⁵ Virksomhedsleder grupper

¹⁰⁶ Hertil skal nævnes, at der i stigende grad importeres bestyrelsesmedlemmer fra udlandet, hvilket kan afhjælpe dette problem.

I forbindelse med høringen over anbefalingerne har den generelle holdning hos selskaberne til opstramningen af uafhængighedskriterierne været kritisk. Meget af kritikken er gået på det nye krav, om at et medlem ikke anses som værende uafhængigt, hvis det har været medlem af det øverste ledelsesorgan i mere end 9 år¹⁰⁷. Da der i anbefalingerne ikke tidligere har været en specifik grænse, og da der i Danmark er en tendens til at sidde mange år i samme bestyrelse, vil anbefalingen kunne få konsekvenser for mange bestyrelser, hvorfor kritikken er forståelig. Flere bestyrelsesmedlemmer og fremtrædende personer inden for feltet har pointeret, at optimal deltagelse i en bestyrelse kræver forståelse for selskabet. Jo længere man har siddet i bestyrelsen, jo dybere forståelse for selskabet og jo bedre vil man kunne handle i ejernes interesse¹⁰⁸. I vurderingen af et ledelsesmedlem der har været medlem i mere end 9 år, bliver det en afvejning mellem på den ene side dennes viden og kompetence og på den anden side vanetænkning og indspisthed. Den viden et ledelsesmedlem har opnået gennem mange år, kan være med til at mindske den asymmetriske information ledelsesorganerne imellem. Derimod vil personen med god sandsynlighed have oparbejdet personlige relationer til eksempelvis direktionen, hvorved ledelsesmedlemmet ikke med sikkerhed kan handle uafhængigt af direktionens særinteresser. Ovenstående vil spille en væsentlig rolle i afvejningen af, om et selskab skal følge anbefalingen.

Det, at der har været meget kritik af uafhængighedskriterierne særligt vedrørende de 9 år, indikerer, at selskaber, hvor det samlede ledelsesorgan ikke kan anses for uafhængigt, vil vælge at forklare, hvorfor de ikke følger anbefalingen i stedet for at følge anbefalingen. Omvendt vil mediernes fokus på uafhængighedskriterierne kunne virke som en Governance-mekanisme, således at selskaberne indretter deres øverste ledelsesorgan i overensstemmelse med anbefalingen.

4.2.3 Andre relevante ændringer

I Komitéens følgeskrivelse til udkastet til anbefalingerne oplyses, at grundet indførelsen af det frie valg mellem ledelsesmodellerne, har man fjernet anbefalingen om, at direktører i børsnoterede selskaber ikke bør sidde i selskabets bestyrelse. Det er muligheden for at vælge den enstrengede ledelsesmodel, hvor direktørerne er medlem af bestyrelsen, som har begrundet

¹⁰⁷ Dette er ændret til 12 år i de endeligt vedtagne ”Anbefalinger for god Selskabsledelse” (2010).

¹⁰⁸ ”Debat: For mange Grand Oldies i danske bestyrelser?”

fjernelsen af denne anbefaling¹⁰⁹. Bibeholdt man denne anbefaling i de nye anbefalinger, ville man reelt fratage selskaberne muligheden for at have en enstrengt ledelsesmodel med personsammenfald og derved den valgfrihed mellem ledelsesmodellerne, der er indført med selskabsloven. Anbefalingen fritager dog ikke selskabet valgfriheden mellem en bestyrelse og et tilsynsråd, men med anbefalingen vil begge ledelsesmodeller blive karakteriseret som tostrengt. Selvom den enstrengede model, hvis selskabet fulgte anbefalingen, ville få karakter af at være tostrengt grundet det manglende personsammenfald, ville der stadig være forskel på ledelsesorganernes funktioner. Der kan derfor argumenteres for, at valgfriheden opretholdes, selvom anbefalingen videreføres, men valgfriheden vil således ikke blive et valg mellem en enstrengt og tostrengt ledelsesmodel, men et valg af hvilke funktioner de enkelte ledelsesorganer tillægges.

Man kan diskutere om udeladelsen af anbefalingen alligevel er relevant, da direktører på trods af den tidligere anbefaling, har haft ret til at være til stede og udtale sig ved møder i det øverste ledelsesorgan dog uden stemmeret¹¹⁰. Ved ikke at videreføre anbefalingen giver man således direktørerne mulighed for at få stemmeret på bestyrelsesmøder, hvilket ikke altid er en ubetinget fordel. Fordelen ved at have direktører med til bestyrelsesmøder, med eller uden stemmeret, er, at bestyrelsen kan bruge direktionens viden om selskabet. Ulempen er dog, at direktionen kan udnytte sin viden om selskabet og øve indflydelse på bestyrelsen i retningen af egne interesser. Omvendt har en undersøgelse vist, at der ikke er sammenhæng mellem et selskabs performance og hvorvidt direktionen sidder med i bestyrelsen¹¹¹. Dette taler for, at anbefalingen med rette kan udelades.

4.3 Sammenfatning

Anbefalingerne for god Selskabsledelse er soft law og er derved ikke juridisk bindende for selskaberne. Selskaber noteret på NASDAQ OMX Copenhagen er bundet af 'følg eller forklar'-princippet og er et selskab omfattet af anbefalingerne, skal selskabet i dets årsrapport oplyse om dette, jf. årsregnskabslovens § 107 b, stk. 1, nr. 1-5.

¹⁰⁹ ”Udkast til Anbefalinger for god Selskabsledelse” (2009), s. 5

¹¹⁰ Jf. SL § 123, stk. 1, 3. pkt., som er en videreførelse af ASL § 56, stk. 3.

¹¹¹ Rose (2005a), s. 697

I rationalerne til kapitel 4 i anbefalingerne har Komitéen fremhævet, at en af det øverste ledelsesorgans væsentligste opgaver er, at fastlægge direktionens opgaver. Har et selskab et tilsynsråd som øverste ledelsesorgan, vil dette ikke være i overensstemmelse med selskabslovens regler om tilsynsrådet opgaver, jf. SL § 116, stk. 1, nr. 4 sammenholdt med § 115, stk. 1, nr. 4. En fastlæggelse af direktionens opgaver anser vi, som værende en ledelsesbeføjelse, som udelukkende ligger hos direktionen, når selskabet har et tilsynsråd, jf. SL § 117, stk. 2.

I forhold til det øverste ledelsesorgans funktioner og opgaver udvider og præciserer anbefalingernes punkt 4.1. selskabslovens bestemmelser herom. Punkt 4.1.2. mener vi dog kan skabe forvirring, da anbefalingen er adresseret til selskabets øverste ledelsesorgan og samtidig omhandler selskabets strategiske mål. Det er ikke en del af tilsynsrådets funktion at varetage den strategiske ledelse, hvorfor vi mener, at der kan opstå tvivl om anbefalingen. Anbefalingens fokuserer dog på kontrollen af, at de rette kompetencer og finansielle midler er til stede for at selskabet strategiske mål kan nås.

Anbefalingernes punkt 4.3.1. vedrørende rapportering om selskabets forhold fra direktionen til det øverste ledelsesorgan. Anbefalingen søger i højere grad end selskabsloven at sikre informationsstrømmene til det øverste ledelsesorgan, hvorved den asymmetriske information ledelsesorganerne imellem kan blive mindsket. Anbefalingen understøtter derved det øverste ledelsesorgans varetagelse af dets funktioner og er særlig god i forhold til tilsynsrådet.

I forhold til det øverste ledelsesorgans medlemmers uafhængighed af særinteresser er anbefalingerne en udvidelse af selskabslovens bestemmelser om det øverste ledelsesorgan. Selskabsloven finder anvendelse på alle aktie- og anpartsselskaber, uanset størrelse, hvorfor det giver mening, at loven ikke indeholder bestemmelser om uafhængighed. Mindre selskaber ledes ofte af ejeren selv, hvorfor en bestemmelse om uafhængighed i selskabsloven ville være som at skyde med spredehagl. Problemet eksisterer hovedsageligt i større selskaber, hvorfor en anbefaling frem for lovgivning i dette tilfælde er fordelagtig.

Det har tidligere været anbefalet, at et selskabs direktører ikke er medlem af bestyrelsen. Havde man videreført anbefalingen, ville den begrænse muligheden for personsammenfald mellem direktion og bestyrelse, hvilket er muligt efter selskabslovens bestemmelser. Havde man

bibeholdt anbefalingen, ville den ikke have haft indvirkning på ledelsesmodellen med et tilsynsråd, men ledelsesmodellen med en bestyrelse ville blive mere sammenlignelig med et tilsynsråd. Det eneste, der ville adskille ledelsesmodellerne, ville være, at bestyrelsen udover kontrolfunktionen ville have ledelsesbeføjelser.

Anbefalingerne understøtter kontrolfunktion i bestyrelsen og tilsynsrådet, hvorfor de kan være med til at afhjælpe principal-agentproblemet mellem direktionen og det øverste ledelsesorgan. Anbefalingerne er således fordelagtige som Governance-mekanisme.

5. Udvalgte udenlandske ledelsesmodeller

I de to foregående kapitler har vi behandlet reglerne for de danske ledelsesmodeller samt de anbefalinger, der kan være med til at lette varetagelsen af ledelsesorganernes funktioner. Vi vil i dette kapitel gennemgå engelsk og tysk lovgivning på området for at kunne vurdere, hvad den nyindførte valgfrihed kan få af betydning for danske selskaber. Gennem sammenligningen med Englands og Tysklands ledelsesmodeller vil vi finde ud af, hvordan de danske ledelsesmodeller adskiller sig fra hinanden og disse landes ledelsesmodeller. Vi undersøger, hvilke funktioner og opgaver der varetages af ledelsesorganerne i England og Tyskland, og analysen har således fokus på forholdet mellem direktionen og det øverste ledelsesorgan. Afslutningsvis undersøger vi erfaringer fra andre europæiske lande, som har valgfrihed mellem flere ledelsesmodeller, for at finde ud af, om der er tendens til at vælge en særlig type ledelsesmodel. Sammenligningen med andre landes ledelsesmodeller anvendes som baggrund for diskussion af fordele og ulemper ved de danske ledelsesmodeller i kapitel 6.

5.1 Den engelske enstrengede ledelsesmodel

Den rene enstrengede ledelsesmodel er kendt fra England, hvorfor vi i dette afsnit vil behandle de relevante engelske regler om ledelsesorganernes funktioner og opgaver set i forhold til den traditionelle danske halvandetstrengede ledelsesmodel i selskabslovens § 111, stk. 1, nr. 1.

I England er der én samlet selskabslov, the Companies Act 2006, som omfatter de to selskabsformer svarende til de danske aktieselskaber og anpartsselskaber¹¹². Public limited company (herefter public company) svarer til det danske aktieselskab og Private company limited by shares (herefter private company) svarer til et dansk anpartsselskab.

I England er der ingen lovbestemte ledelsesorganer, men der er tradition for en enstrengt ledelsesmodel med kun ét ledelsesorgan, the board of directors (herefter bestyrelse), som kan bestå af både executive directors og non-executive directors. Samlet betegnes disse for directors.

¹¹² England er en del af common law-landene, hvilket betyder, at mange af reglerne på området ikke er lovbestemte, men derimod fastlagt gennem retspraksis og gennem de engelske anbefalinger for Corporate Governance.

Executive directors er ansatte direktører i selskabet og varetager den daglige ledelse af selskabet. Non-executive directors er medlemmer af bestyrelsen, men er ikke ansat i selskabet¹¹³.

I engelske selskaber er ledelsesstrukturen enstregen uanset, om der vælges et public eller et private company, hvorfor der som udgangspunkt ikke er forskel på den funktion bestyrelsen har. Det er dog et lovkrav, at et private company mindst skal have én director og et public company mindst skal have 2 directors, jf. the Companies Act 2006 sub-section 154(1) og (2). Derudover er det et generelt krav, at minimum én director i selskabet er en fysisk person, jf. the Companies Act 2006 sub-section 155(1). Dette er forskelligt fra dansk ret, hvor aktieselskaber har pligt til at have en direktion og derudover en bestyrelse eller et tilsynsråd bestående af minimum 3 medlemmer. Anpartsselskaber kan derimod vælge kun at have en direktion. I Danmark er der således lovbestemt, at aktieselskaber skal have to ledelsesorganer, mens anpartsselskaber kan vælge kun at have ét. Derudover er der i danske kapitalselskaber ikke mulighed for at have juridiske personer i ledelsen, dog med undtagelse af rederiaktieselskaber, hvor et enkeltmandsfirma eller et interessentskab kan være direktør, jf. SL § 112, stk. 2.

I engelske selskaber vælges samtlige medlemmer af bestyrelsen som hovedregel på generalforsamlingen, hvorefter bestyrelsen udpeger et eller flere af sine medlemmer til executive directors. Både executive directors og non-executive directors er således generalforsamlingsvalgte. I England er der ikke en lovfæstet regel om fordelingen af antallet af executive directors og non-executive director”, hvorved det er muligt, at bestyrelsen udelukkende består af executive directors. Dette er forskelligt fra dansk ret, hvor flertallet af bestyrelsens medlemmer i aktieselskaber skal være personer, som ikke er direktører i selskabet, ligesom en direktør ikke kan være formand eller næstformand for bestyrelsen i et aktieselskab, jf. SL § 111, stk. 1, nr. 1, 4. og 5. pkt. I de engelske anbefalinger for Corporate Governance, The Combined Code¹¹⁴, anbefales det dog, at mindst halvdelen af bestyrelsen i de større engelske selskaber er non-executive directors¹¹⁵. Derudover er det også anbefalet, at en executive director ikke er formand for bestyrelsen¹¹⁶. For store engelske selskaber, der følger anbefalingen, vil

¹¹³ Hopt og Leyens (2004), s. 11

¹¹⁴ The Combined Code on Corporate Governance, June 2008

¹¹⁵ The Combined Code A.3.2

¹¹⁶ The Combined Code A.2.1

konstruktionen af bestyrelsen derfor være sammenlignelig med den danske halvandetstrengede ledelsesmodel.

5.1.1 Bestyrelsens funktioner og opgaver

Bestyrelsens funktion indeholder både den overordnede, strategiske ledelse, den daglige ledelse samt kontrolfunktionen og således er samtlige funktioner tillagt bestyrelsen som en samlet enhed. Dog kan det i vedtægterne besluttes at uddelegere funktionerne, så de alene varetages af visse directors¹¹⁷. Som udgangspunkt skal samtlige directors varetage de samme funktioner, hvorfor de opgaver de har i henhold til the Companies Act 2006 ikke er differentieret mellem executive directors og non-executive directors. Den engelske enstrengede ledelsesmodel adskiller sig derved fra den traditionelle danske halvandetstrengede ledelsesmodel, hvor funktionerne er opdelt mellem direktionen og bestyrelsen.

Modsat the Companies Act 2006 udtrykker de engelske anbefalinger for Corporate Governance, hvordan opdelingen af funktionerne mellem executive directors og non-executive directors bør være. I henhold til the Combined Code A.1. bør selskaber ledes af en bestyrelse, som kollektivt er ansvarlig for selskabets succes. Det er bestyrelsens funktion at fastsætte selskabets strategiske mål, at sikre de nødvendige finansielle og menneskelige ressourcer for at selskabet kan nå dets mål og at føre tilsyn med ledelsen¹¹⁸. Bestyrelsens funktion bliver derved sammenlignelig med en dansk bestyrelses funktioner.

I Supporting Principles til A.1 er non-executive directors rolle defineret. Non-executive directors skal hjælpe med at udvikle selskabets strategi. Derudover skal de føre tilsyn med den daglige ledelse og påse rapportering om performance fra the executive directors. Non-executive directors bør sikre sig, at de finansielle kontroller og systemer til risikostyring er forsvarlige. De skal ansætte og afskedige executive directors, og er ansvarlige for fastsættelsen af passende niveauer for aflønning af disse. De funktioner og opgaver, der efter de engelske anbefalinger for Corporate Governance er pålagt Non-executive directors, er i store træk ens med de funktioner, der tilfalder danske bestyrelsesmedlemmer og opgaverne, disse er pålagt efter SL § 115.

¹¹⁷ Andenas og Wooldridge (2009), s. 270

¹¹⁸ The Combined Code, Supporting Principles til A.1

Executive directors er ansatte direktører i selskabet og står for den daglige ledelse af selskabet, hvilket svarer til direktionens funktion i danske selskaber. Non-executive directors kan sidestilles med danske bestyrelsesmedlemmer, da de ikke er i et ansættelsesforhold med selskabet. Deres funktion er strategisk ledelse samt tilsyn med den daglige ledelse, ligesom vi kender det fra den danske ledelsesmodel. Den overordnede og strategiske ledelse er dog tillagt bestyrelsen som en samlet enhed, hvilket er forskelligt fra dansk ret, hvor denne funktion er tillagt bestyrelsen og ikke bestyrelsen og direktionen i fællesskab.

Alle directors i engelske selskaber har efter the Companies Act 2006 de samme opgaver i selskabet, men disse har mere karakter af loyalitetsforpligtelser over for selskabet end tilfældet er i Danmark, hvor de lovpligtige opgaver primært skal gøre det øverste ledelsesorgan i stand til at varetage kontrolfunktionen. Eksempelvis er en af de vigtigste opgaver for directors at fremme succesen i selskabet, jf. the Companies Act 2006 sub-section 172(1).

5.1.3 Diskussion af forskelle og ligheder

En forskel mellem den engelske enstrengede ledelsesmodel og den traditionelle danske ledelsesmodel er, at der i England er tradition for at have ét ledelsesorgan, hvorimod det i Danmark er lovpligtigt for aktieselskaber at have to ledelsesorganer. Da engelske selskaber kun har ét ledelsesorgan, tilfalder samtlige funktioner og opgaver dette organ, hvorimod funktionerne og opgaverne lovgivningsmæssigt er fordelt mellem de to ledelsesorganer i Danmark. I de store engelske selskaber er der dog en tendens til, at tilsynet med den daglige ledelse er blevet den vigtigste opgave for non-executive directors¹¹⁹, hvorved der bliver en intern funktionsopdeling i den engelske bestyrelse. Det må desuden formodes, at executive directors mødes uden non-executive directors i forbindelse med varetagelsen af den daglige ledelse, hvorfor man kan betegne forsamlingen af executive directors som et ledelsesorgan. Det kan derfor hævdes, at der reelt er to ledelsesorganer i engelske selskaber, da der et ledelsesorgan kun bestående af executive directors og derudover bestyrelsen bestående af både non-executive directors og executive directors.

¹¹⁹ Jungmann (2006), s. 436

Fælles for ledelsesmodellerne er, at det er muligt for selskabets direktører at sidde med i bestyrelsen. Muligheden for personsammenfald i den traditionelle danske ledelsesmodel betyder, at den kan betegnes som værende enstregen. I det tilfælde hvor samtlige af selskabets direktører er medlem af bestyrelsen, vil den traditionelle danske ledelsesmodel være rent enstregen. I Danmark er det dog lovfæstet, at direktørerne skal udgøre et mindretal af bestyrelsen. Denne regel findes ikke i den engelske lovgivning, men den er til gengæld at finde i de engelske anbefalinger for Corporate Governance. Følger engelske selskaber denne anbefaling, vil de således i praksis have en halvandetstregen ledelsesmodel, da der er betinget personsammenfald, hvilket er sammenligneligt med den traditionelle danske ledelsesmodel. Dette set i sammenhæng med afsnittet umiddelbart oven for taler for, at der i større selskaber er et behov for en opdelt ledelse med en daglig ledelse og et tilsyn med den daglige ledelse.

Den engelske enstrengede ledelsesmodel og den traditionelle danske ledelsesmodel er umiddelbart forskellige, men i praksis næsten ens, da de engelske anbefalinger for Corporate Governance indeholder anbefalinger, som gør ledelsesmodellerne sammenlignelige. En forskel er dog, at der i England er tradition for, at executive directors vælges blandt bestyrelsens egne medlemmer og dermed er generalforsamlingsvalgte, hvorimod der i Danmark er tradition for, at bestyrelsen ansætter en udefrakommende direktør.

5.2 Den tyske tostrengede ledelsesmodel

Tyskland er kendt for sin rene tostrengede ledelsesmodel, hvorfor vi i dette afsnit vil behandle de relevante tyske regler vedrørende ledelsesorganernes funktioner og opgaver set i forhold til den danske tostrengede ledelsesmodel i selskabslovens § 111, stk. 1, nr. 2.

I Tyskland findes selskabsformen aktiengesellschaft (herefter AG), som svarer til det danske aktieselskab. I denne selskabstype er det obligatorisk at anvende en tostregen ledelsesmodel, hvilket har gjort Tyskland kendt for den tostrengede ledelsesmodel¹²⁰. Vi vil gennemgå de tyske regler, som kendetegner den tostrengede ledelsesmodel og sammenligne disse med de danske

¹²⁰ Svarende til det danske anpartsselskab findes selskabsformen "Gesellschaft mit beschränkter Haftung" (herefter GmbH). Modsat et AG, er det i et GmbH valgfrit om man ønsker et tilsynsråd.

regler for den tostrengede ledelsesmodel for at kunne finde frem til fordele og ulemper ved denne type ledelsesmodel.

Det tyske AG reguleres af aktiengesetz (herefter AktG) og svarer i sin konstruktion til det danske aktieselskab ved at have to ledelsesorganer: En direktion (Vorstand) og et tilsynsråd (Aufsichtsrat).

Tilsynsrådet skal minimum have 3 medlemmer og kan maksimalt have 21 medlemmer, jf. AktG § 95. Den øvre grænse for antal medlemmer afhænger dog af aktiekapitalens størrelse og antal medarbejdere¹²¹. Direktionens medlemmer udpeges af tilsynsrådet og kan bestå af én eller flere personer, jf. AktG § 84 (3). Overstiger selskabets aktiekapital 3 millioner Euro, skal direktionen dog bestå af mindst to personer, medmindre det er fastsat i vedtægterne, at der kun skal være én direktør, jf. AktG § 76(2). Et dansk tilsynsråd skal ligeledes bestå af minimum 3 medlemmer, jf. SL § 111, stk. 2, men modsat i Tyskland er der ikke i selskabsloven fastsat en øvre grænse for antallet af medlemmer. Derudover er der ikke i Danmark et krav til antallet af direktører, det er blot et krav, at selskabet har en direktion, jf. SL § 111, stk. 1, nr. 2.

Et særkende ved den tyske tostrengede ledelsesmodel er, at der er et forbud mod personsammenfald mellem direktion og tilsynsråd, jf. AktG § 105(1). Ligeledes er der i danske selskaber med et tilsynsråd et forbud mod personsammenfald, jf. SL § 111, stk. 1, nr. 2, 3. pkt..

5.2.1 Ledelsesorganernes funktioner og opgaver

Direktionens funktion i et tysk AG er at varetage den overordnede, strategiske ledelse såvel som den daglige ledelse i selskabet og det er ikke tilladt for direktionen at uddelegere retten til at lede selskabet til tilsynsrådet, jf. AktG § 111(4), 1. sætning. Tegningsretten ligger således alene hos direktionen, hvorfor tilsynsrådet kan ikke tegne selskabet. Tilsynsråds eneste funktion bliver derved at føre tilsyn med direktionen, hvilket er sammenligneligt med den danske tostrengede ledelsesmodel.

¹²¹ Ud over AktG findes en række præceptive regler i den arbejdsretlige lovgivning, som opstiller krav til bestyrelsesmedlemmer og antal medarbejderrepræsentanter. Vi vil ikke her gå nærmere ind i den arbejdsretlige lovgivning, men blot konstatere, at den påvirker den selskabsretlige regulering. For opgørelse af antal medlemmer i tilsynsrådet, se Bilag 3.

I Tyskland er det direktionens opgave at rapportere til tilsynsrådet om forretningspolitik og fremtidig strategi, særligt i forhold til finansiering, investeringer og personaleforhold, jf. AktG § 90. Omvendt er det i Danmark tilsynsrådets opgave at påse de nævnte forhold i SL § 116. Reglerne har dog det tilfælles, at tilsynsrådet skal modtage den fornødne rapportering om selskabets finansielle forhold fra direktionen, jf. SL § 116, stk. 1, nr. 3. På den måde bliver tilsynsrådets arbejde med at føre tilsyn med direktionen afhængigt af kvaliteten og omfanget af den information, som direktionen oplyser til tilsynsrådet. Det bliver i denne forbindelse tilsynsrådets opgave at sikre sig et tilstrækkeligt rapporteringssystem¹²². Selskabsloven hjemler således kun en rapporteringspligt for direktionen i forbindelse med selskabets finansielle forhold og det er forskelligt fra reglerne i AktG, hvor rapporteringen vedrører flere af selskabets forhold. Det forhold, at det i Danmark ikke i samme grad er direktionens ansvar at rapportere til tilsynsrådet, kan forklares med, at der i Danmark har været en lovfæstet tradition for, at bestyrelsen har haft ansvaret for at påse de relevante forhold i selskabet. Tilsynsrådets opgaver i henhold til selskabsloven er således en videreførelse af den traditionelle danske praksis. Det der adskiller sig fra den tyske tostrengede ledelsesmodel er således, at der stilles større krav til direktionen i et tysk AG om rapportering, hvorimod man i Danmark i højere grad har lagt ansvaret på tilsynsrådet.

5.2.3 Diskussion af forskelle og ligheder

I et tysk AG er det obligatorisk at have en tostrengt ledelsesmodel, hvor selskabet har to adskilte ledelsesorganer og der er forbud mod personsammenfald. Der er som udgangspunkt vandtætte skodder mellem de to ledelsesorganer, da tilsynsrådet udelukkende har en kontrolfunktion og direktionen alene varetager ledelsesfunktionerne. I et tysk AG må tilsynsrådet således ikke varetage ledelsen af selskabet og kan dermed ikke tegne selskabet. I Tyskland er forbuddet mod, at tilsynsrådet varetager ledelsesbeføjelser, dog blødt op ved, at man har anerkendt, at et tilsynsråd kan godkende større strategiske beslutninger i selskabet. Det er således blevet almindeligt i Tyskland, at direktion informerer tilsynsrådet om selskabets planlagte strategier, hvorved tilsynsrådet er med til at godkende strategiske beslutninger. Således er tilsynsrådets rolle ændret fra at være et rent kontrolorgan til at have en slags konsulentfunktion

¹²² Bemærkninger til § 115 i lovforslag nr. L 170

over for direktionen¹²³. Tilsynsrådet i Tyskland har således i praksis fået tillagt visse ledelsesbeføjelser, men dette tiltag er ikke indført i Danmark ved ledelsesmodellen med et tilsynsråd. Dette forhold er den væsentligste forskel på den danske og tyske tostrengede ledelsesmodel.

Fordelen ved, at tilsynsrådet i Tyskland har mulighed for at godkende strategiske beslutninger, er, at det kan være med til at forbedre varetagelsen af kontrolfunktion. Tilsynsrådet får herved mulighed for at kontrollere direktionens beslutninger ex-ante og kan således ændre på de beslutninger, direktionen ønsker at foretage, før de udføres. Denne konstruktion kan give direktionen større incitament til ikke at handle opportunistisk i beslutningsprocessen i forhold til situationen, hvor tilsynsrådet ikke har mulighed for at yde indflydelse på direktionens beslutninger ex ante.

De danske regler om tilsynsrådet er stærkt inspireret af tysk ret, men lovgiver har ikke inddraget de tyske erfaringer med den tostrengede ledelsesmodel, hvilket kommer til udtryk ved, at der i selskabsloven er et forbud mod, at tilsynsrådet kan tillægges ledelsesbeføjelser. Grunden til dette kan tænkes at ligge i det sammenfald, der ville være mellem en bestyrelse og et tilsynsråd som øverste ledelsesorgan. Hvis det danske tilsynsråd fik tildelt ledelsesbeføjelser, ville den tostrengede ledelsesmodel minde om den traditionelle danske ledelsesmodel, da det øverste ledelsesorgan foruden kontrolfunktionen også skulle varetage ledelsesbeføjelser. Den eneste forskel ville i denne situation ligge i forbuddet mod personsammenfald i den tostrengede ledelsesmodel. Hvis man i Danmark havde valgt at tillade, at tilsynsrådet kunne tildeles ledelsesbeføjelser, ville det danske valg af ledelsesmodel således udelukkende blive et valg af, hvorvidt selskabet ønsker et forbud mod personsammenfald. Dette forbud kan for bestyrelsen vedkommende skabes gennem vedtægterne, hvorfor der reelt ikke ville være valgfrihed mellem ledelsesmodeller. Den danske tostrengede ledelsesmodel bliver på denne baggrund nødvendigvis mere rigid end den tyske tostrengede ledelsesmodel.

¹²³ Jungmann (2006), s. 452-453

5.3 Europæiske tendenser for valget af ledelsesmodel

I de to foregående afsnit har vi sammenlignet særkender ved henholdsvis den tyske tostrengede ledelsesmodel og den engelske enstrengede ledelsesmodel set i forhold til de danske ledelsesmodeller. I det følgende vil vi se nærmere på erfaringerne fra Frankrig, Italien og Holland, som har valgfrihed mellem flere ledelsesmodeller. Dette gøres for at få en indikation af, hvorvidt de danske selskaber kan tænkes at ville gøre brug af den nyindførte valgfrihed.

I Frankrig har der siden 1966 været valgfrihed mellem en enstrengt og en tostrengt ledelsesmodel for den til aktieselskabet svarende selskabstype. I den enstrengede ledelsesmodel ledes selskabet af conseil d'administration, hvor et eller flere medlemmer udpeges til at stå for den daglige ledelse, mens resten af medlemmerne varetager kontrolfunktion. I den tostrengede ledelsesmodel ledes selskabet af conseil d'administration og derudover et særskilt tilsynsorgan, conseil de surveillance¹²⁴.

Den enstrengede ledelsesmodel er den mest anvendte i Frankrig. I 2004 udgjorde selskaber med en tostrengt ledelsesmodel kun ca. 4 % af de franske kapitalselskaber. Dog udgjorde selskaber med en tostrengt ledelsesmodel ca. 20 % af de 40 største børsnoterede franske selskaber, hvoraf de fleste var internationale selskaber¹²⁵.

Siden den 1. januar 2004 har der i Italien været valgfrihed mellem tre forskellige ledelsesmodeller. Den traditionelle italienske ledelsesmodel består af ét ledelsesorgan, Consiglio di amministrazione, som varetager samtlige ledelsesfunktioner og derudover en revisionskomité, collegio sindacale. Udover at foretage revision af selskabets regnskaber, udfører revisionskomitéen også interne kontroller i selskabet. Fra 2004 fik italienske selskaber tillige mulighed for at vælge en enstrengt ledelsesmodel, hvor selskabet ledes af Consiglio di amministrazione, inden for hvilket enkeltmedlemmer udpeges til at varetage den daglige ledelse af selskabet. Derudover kan der blandt medlemmerne udpeges en kontrolkomité, som skal føre kontrol med den daglige ledelse. Den daglige ledelse og kontrolfunktionen er således samlet i ét organ. Som en sidste valgmulighed kan der vælges en tostrengt ledelsesmodel, som består af et

¹²⁴ Andenas og Wooldridge (2009), s. 286

¹²⁵ Ghezzi og Malberti (2008), s. 42 og Hopt og Leyens (2004), s. 16

tilsynsråd, consiglio di sorveglianza, og en daglig ledelse, consiglio di gestione, hvor der er forbud mod personsammenfald i de to organer¹²⁶.

I midten af 2005 havde mindre end 1 % af de italienske selskaber valgt at benytte sig af muligheden for at ændre deres ledelsesmodel til en en- eller tostrengt ledelsesmodel frem for den traditionelle italienske ledelsesmodel¹²⁷. For de italienske børsnoterede selskaber har 4 % af det samlede antal børsnoterede selskaber valgt at ændre ledelsesmodel, og de har hovedsageligt valgt den tostrengede ledelsesmodel¹²⁸. Studier har desuden vist, at det hovedsageligt er veletablerede selskaber, der vælger den tostrengede ledelsesmodel, mens det hovedsageligt er nystartede selskaber, der vælger den enstrengede ledelsesmodel¹²⁹.

I Holland kan der som udgangspunkt vælges mellem tre ledelsesmodeller. Den traditionelle ledelsesmodel i Holland er en tostrengt ledelsesmodel bestående af en direktion og en bestyrelse. Derudover kan der vælges en ledelsesmodel med kun ét ledelsesorgan, hvor direktion og bestyrelse er kombineret. Denne ledelsesmodel skal etableres ved vedtægtsbestemmelser på grundlag af lovbestemmelser om den tostrengede ledelsesmodel, hvilket i praksis er vanskeligt. Hollandsk ret har endvidere en ledelsesmodel, hvor der kun er en direktion.

Et hollandsk selskab er forpligtet til at benytte den tostrengede ledelsesmodel, når det i tre sammenhængende år har opfyldt følgende kriterier for at være et ”stort” selskab:

- Egenkapital på minimum 16 mio. €
- Selskabet eller et af dets datterselskaber har etableret et ”Works Council” i overensstemmelse med præceptiv lovgivning herom.
- Selskabet og dets datterselskaber tilsammen har 100 eller flere medarbejdere i Holland¹³⁰.

Som det ses ved gennemgangen af landenes ledelsesmodeller, er de forskellige fra hinanden. Ens for landenes udvikling i forhold til ledelsesmodellerne er dog, at det traditionelt har været

¹²⁶ Ghezzi og Malberti (2008), s. 11-18

¹²⁷ Ghezzi og Malberti (2008), s. 41

¹²⁸ Ghezzi og Malberti (2008), s. 42

¹²⁹ Ghezzi og Malberti (2008), s. 44

¹³⁰ Landeundersøgelsen til Betænkning 1498/2008, s. 68

udgangspunktet med en enstregen ledelsesmodel. Efterfølgende er der givet adgang til at vælge en tostrengt ledelsesmodel, hvilket stemmer overens med udviklingen i Danmark.

Sammenholdes erfaringerne fra Frankrig og Italien er det tydeligt, at selskaberne ikke i særligt stort omfang vælger at gøre brug af valgfriheden mellem ledelsesmodellerne. Der tegner sig dog en tendens til, at det er store selskaber, der i højere grad anvender den tostrengede ledelsesmodel. Dette sammenholdt med Hollands krav om, at selskaber af en vis størrelse skal anvende den tostrengede ledelsesmodel, kan tale for et større behov for fuldstændig adskillelse af ledelsesorganerne i form af forbud mod personsammenfald, når selskaber når en vis størrelse. Dette understøttes af den tyske tradition for den obligatoriske tostrengede ledelsesmodel i det tyske aktiengesellschaft, der som selskabsform er tiltænkt store selskaber.

5.4 Sammenfatning

Gennem en sammenligning med henholdsvis den engelske enstrengede og den tyske tostrengede ledelsesmodel har vi fundet frem til, at de danske ledelsesmodeller har mange lighedstræk med disse, særligt i praksis når både lovgivning og anbefalinger for Corporate Governance tages i betragtning.

Den største forskel på den danske traditionelle og den engelske enstrengede ledelsesmodel ligger i, at samtlige direktører i England vælges blandt bestyrelsens medlemmer. Dette er ligeledes muligt i Danmark, dog med den lovfæstede begrænsning, at flertallet af bestyrelsens medlemmer skal være generalforsamlingsvalgte. I Danmark forekommer det sjældent i praksis, at samtlige direktører er medlemmer af bestyrelsen i store selskaber, hvilket kommer til udtryk ved, at der blandt børsnoterede selskaber kun i få tilfælde er personsammenfald mellem direktion og bestyrelse. Dette forhold er med til at give den danske ledelsesmodel karakter af at være halvandetstregen frem for enstregen.

I England tilfalder samtlige funktioner ét ledelsesorgan, hvorimod funktionerne i Danmark er fordelt på to ledelsesorganer. I praksis minder den engelske ledelsesmodel dog om den traditionelle danske ledelsesmodel, da det kun er executive directors, der varetager den daglige ledelse. Denne forsamling kan ligestilles med direktionen i danske selskaber, hvorfor det kan

hævdes, at executive directors udgør et selvstændigt ledelsesorgan. Dette ledelsesorgan er dog ikke lovfæstet, hvilket er med til at adskille den engelske ledelsesmodel fra den traditionelle danske ledelsesmodel.

Den danske tostrengede ledelsesmodel er stærkt inspireret af den tyske ledelsesmodel, men er ikke en kopi, hvilket blandt andet viser sig ved, at den danske tostrengede ledelsesmodel er mere rigid end den tyske. I Danmark er det ikke muligt, at tilsynsrådet kan få overdraget ledelsesbeføjelser, da tilsynsrådet alene kan varetage kontrolfunktionen. I Tyskland er det derimod blevet praksis, at ejerne gennem vedtægterne tillader, at tilsynsrådet kan godkende strategiske beslutninger og derved tage del i den strategiske ledelse. Dette forhold gør, at den tyske tostrengede ledelsesmodel nærmer sig den traditionelle danske halvandetstrengede ledelsesmodel.

Gennem disse analyser har vi fundet frem til, at både den enstrengede og tostrengede ledelsesmodel i praksis nærmer sig den halvandetstrengede danske ledelsesmodel, hvorved de ikke adskiller sig væsentligt fra hinanden. Det kan derfor hævdes, at det ikke har den store betydning, hvorvidt et selskab skal have et eller to ledelsesorganer, og om der skal være et forbud mod personsammenfald.

Ved gennemgangen af erfaringer fra de lande der har valgfrihed mellem flere ledelsesmodeller, har vi fundet frem til, at der har været en ensartethed i udviklingen i forhold til ledelsesmodellerne. Traditionelt set har udgangspunktet været en enstrengt ledelsesmodel, og efterfølgende er der givet adgang til at vælge en tostrengt ledelsesmodel, hvilket stemmer overens med udviklingen i Danmark. Erfaringerne fra Frankrig og Italien viser, at selskaberne ikke i særligt stort omfang vælger at gøre brug af valgfriheden mellem ledelsesmodellerne. Der tegner sig dog en tendens til, at det er store selskaber, der i højere grad anvender den tostrengede ledelsesmodel. Dette understøttes af udviklingen i Holland, hvor det bliver obligatorisk at anvende en tostrengt ledelsesmodel, når selskaber har en vis størrelse.

6. Fordele og ulemper ved de danske ledelsesmodeller

Vi har i de foregående kapitler fastlagt de gældende regler vedrørende de danske ledelsesmodeller og sammenholdt dem med Englands og Tysklands ledelsesmodeller. På grundlag af dette vil vi i det følgende finde frem til de centrale problemstillinger, kontrolorganer kan medføre som Governance-mekanisme. I lyset af erfaringer fra England og Tyskland vil vi diskutere fordele og ulemper ved bestyrelsen henholdsvis tilsynsrådet som kontrolorgan. Dette er nødvendigt for at fastlægge principal-agentproblemer i forholdet mellem direktionen og bestyrelsen henholdsvis tilsynsrådet. Vi anvender derfor principal-agentteorien til at forklare hvad, der afgør omfanget af problemstillinger ved separation af ejerskab og ledelse i forhold til de danske ledelsesmodeller. Teorien anvendes ud fra antagelsen om, at medlemmerne af henholdsvis bestyrelsen og tilsynsrådet varetager ejernes interesser.

6.1 Bestyrelsen som kontrolorgan

I det følgende sammenlignes erfaringer fra den engelske enstrengede ledelsesmodel med den situation, hvor et dansk selskab har en bestyrelse som øverste ledelsesorgan. Vi anvender den engelske ledelsesmodel som sammenligningsgrundlag, da den danske ledelsesmodel med en bestyrelse kan anses for værende enstrengt, idet der er mulighed for personsammenfald mellem direktion og bestyrelse.

For danske selskaber der har en bestyrelse som øverste ledelsesorgan, er det bestyrelsens funktion af føre tilsyn med den daglige ledelse samt at varetage den overordnede og strategiske ledelse. En umiddelbar ulempe ved at bestyrelsen varetager flere funktioner er, at én funktion varetages på bekostning af en anden. Man kan eksempelvis forestille sig, at kontrolfunktionen bliver nedprioriteret til fordel for det mere udfordrende strategiske arbejde.

6.1.1 Uafhængighed mellem ledelsesorganerne

Den traditionelle danske ledelsesmodel har middelbart den fordel, at kontrolfunktionen og den daglige ledelse er adskilt på to separate ledelsesorganer. I den engelske enstrengede ledelsesmodel er kontrolfunktionen og den daglige ledelse derimod samlet i ét ledelsesorgan,

hvorved det bliver samme personkreds, der varetager den daglige ledelse og tilsynet med denne. Ved at begge funktioner er samlet i samme ledelsesorgan, bliver kontrolfunktionen således svær at udføre objektivt. Dette problem er i England søgt mindsket ved at lade executive directors varetage den daglige ledelse og non-executive directors varetage kontrolfunktionen. Problemet er dog ikke fuldstændig løst, da executive directors og non-executive directors fortsat er medlem af samme ledelsesorgan og dermed ikke uafhængige af hinanden. De anses i højere grad for kollegaer og de personlige relationer kan tænkes at besværliggøre kontrolfunktionen for non-executive directors¹³¹. Dette støtter argumentet for, at kontrolfunktionen i den engelske ledelsesmodel er svækket set i forhold til Danmark, hvor kontrolfunktionen er tillagt et separat ledelsesorgan.

I Danmark kommer problemetikken med manglende uafhængighed til udtryk ved, at direktionen har mulighed for at sidde med i bestyrelsen, dog skal direktørerne udgøre et mindretal¹³². Hvis én eller flere af selskabet direktører er medlemmer af bestyrelsen, er kontrolfunktionen ikke uafhængig, da disse direktører skal være med til at føre tilsyn med direktionen og dermed dem selv. Den eller de direktører, som er medlem af bestyrelsen, kan udnytte, at de har en større viden om den daglige ledelse og skjule informationer herom for de øvrige bestyrelsesmedlemmer¹³³. Kontrolfunktionen vil dermed ikke kunne udføres optimalt og muligheden for personsammenfald i direktionen og bestyrelsen er derfor en ulempe ved den traditionelle danske ledelsesmodel. Grundet muligheden for personsammenfald og dermed den manglende uafhængighed mellem ledelsesorganerne minder den danske ledelsesmodel med en bestyrelse om den engelske enstrengede ledelsesmodel. Dette problem kan i Danmark afhjælpes ved, at ingen fra direktionen er medlem af bestyrelsen. På den måde bliver bestyrelsen uafhængig af det ledelsesorgan, de skal kontrollere og dermed vil kontrolfunktionen i teorien kunne udføres optimalt.

I anbefalingerne om god selskabsledelse har det tidligere været anbefalet, at medlemmer af et selskabs direktion ikke indgår i selskabets bestyrelse¹³⁴. Det har været med til at understøtte uafhængigheden mellem den daglige ledelse og kontrolfunktionen. Selskaber, der har fulgt denne

¹³¹ Jungmann (2006), s. 459-461

¹³² Jf. SL § 111, stk. 1

¹³³ På den måde kommer adverse selection og moral hazard til udtryk i forholdet mellem bestyrelsen og direktionen.

¹³⁴ Anbefalingerne for god Selskabsledelse af d. 10. december 2008, afsnit V, punkt 4.

anbefaling, har de facto haft en tostrengt ledelsesmodel og har dermed undgået uafhængighedsproblemet mellem de to ledelsesorganer. Denne anbefaling er imidlertid ikke videreført, hvilket kan synes besynderligt, da netop personsammenfald er med til at mindske uafhængigheden mellem ledelsesorganerne. Den tidligere anbefaling var således med til at løse det umiddelbare uafhængighedsproblem, der er ved en ledelsesmodel med mulighed for personsammenfald. Som fremført tidligere er der dog ikke nødvendigvis sammenhæng mellem selskabets performance og bestyrelsens sammensætning.

6.1.2 Asymmetrisk information mellem ledelsesorganerne

Asymmetrisk information mellem direktionen og bestyrelsen kommer til udtryk ved, at direktionen har en bedre viden om selskabet og de foranstaltninger, der foretages i selskabet, end bestyrelsen. Denne asymmetri mindskes ved, at bestyrelsen skal varetage dele af ledelsesbeføjelserne. Igennem varetagelsen af den overordnede, strategiske ledelse vil bestyrelsen opnå et godt kendskab til selskabet, og derved vil bestyrelsen have et højere informationsniveau, end hvis ingen ledelsesbeføjelser havde.

En anden fordel ved ledelsesmodellen med bestyrelsen er, at det er muligt for medlemmer af direktionen også at være medlem af bestyrelsen. Dette personsammenfald giver bestyrelsen direkte adgang til direktionens viden, hvilket kan være med til at sikre et bedre informationsgrundlaget, hvorpå bestyrelsen skal træffe sine beslutninger. Der vil dog stadig foreligge asymmetrisk information, da bestyrelsen hverken vil have mulighed for at observere alle direktionens handlinger eller sikre sig, at direktionen videregiver alle relevante informationer. I Danmark er problemet søgt mindsket ved, at bestyrelsen skal påse, at bestyrelsen løbende modtager den fornødne rapportering fra direktionen. Det er bestyrelsens opgave at sikre sig et tilstrækkeligt rapporteringssystem, således at de modtager de relevante informationer fra direktionen¹³⁵, men det vil ikke kunne eliminere informationsasymmetrien.

Fordelen ved at have et direktionsmedlem i bestyrelsen kan dog undermineres ved risikoen for, at en opportunistisk direktør vil forsøge at påvirke resten af bestyrelsen til at handle i direktørens interesser.

¹³⁵ Bemærkninger til § 115 i lovforslag nr. L 170

En anden problemstilling i forhold til information til bestyrelsen vedrører medarbejderrepræsentanterne. Som udgangspunkt virker det som en fordel at have medarbejderrepræsentanter i bestyrelsen, da disse har viden, dels om hvordan arbejdsgangen er i selskabet, dels om hvordan den daglige ledelse udføres. Medarbejderrepræsentanterne kan dog være tilbageholdne med at videregive disse informationer, hvorved de ikke vil være med til at mindske informationsasymmetrien. Medarbejderrepræsentanternes tilstedeværelse i bestyrelsen kan desuden være en ulempe, da de kan være med til at forstærke informationsasymmetrien. Man kan således forestille sig, at direktionen kan være tilbageholdende med at afgive informationer til bestyrelsen, som kan have konsekvenser for medarbejderne. Derudover kan medarbejderrepræsentanterne være årsag til, at der skabes asymmetrisk information internt i bestyrelsen, eksempelvis hvis selskabet står over for at skulle flytte sine aktiviteter til udlandet og dermed fyre medarbejdere.

6.2 Tilsynsrådet som kontrolorgan

I dette afsnit sammenholdes erfaringer med den tyske tostrengede ledelsesmodel med den situation, hvor et dansk selskab har et tilsynsråd som øverste ledelsesorgan. Den tyske ledelsesmodel anvendes til sammenligningen, da den tyske ledelsesmodel ligger til grund for den danske tostrengede ledelsesmodel¹³⁶.

For danske selskaber, der vælger et tilsynsråd, vil tilsynsrådets funktion alene være at føre tilsyn med direktionen. En umiddelbar fordel ved tilsynsrådet er, at kontrolfunktionen er dets eneste funktion, hvorved den burde kunne varetages optimalt uden at fokus flyttes. Det kan være en ulempe, at et tilsynsråd ikke har ledelsesbeføjelser, da kvaliteten af kontrolfunktionen kan forringes. Er tilsynsrådet ikke tilfreds med, hvordan direktionen udfører ledelsen i selskabet, kan det kommentere på det, men det har ikke mulighed for at komme med alternative løsninger til varetagelsen af den daglige ledelse, da det vil være at gribe ind i ledelsen af selskabet. Tilsynsrådet har således ikke mulighed for at ændre på de beslutninger, direktionen tager og derved har direktionen mulighed for at forfølge egne interesser i beslutningsprocessen. En ulempe ved tilsynsrådet er således, at de ikke har mulighed for at yde indflydelse på beslutninger ex ante i selskabet, men kun har beføjelse til at evaluere ex post på de beslutninger, der allerede

¹³⁶ Betænkning 1498/2008, s. 290

er effektuerede. Tilsynsrådet har dog beføjelse til at afsætte direktionen, men hvis de vælger dette, ændrer det imidlertid ikke på den aktuelle status i selskabet. Det kan til gengæld reducere muligheden for, at den samme fejl vil ske igen, og tilsynsrådet kan ved at afsætte direktionen signalere en handlekraft over for en ny direktion.

6.2.1 Uafhængighed mellem ledelsesorganerne

Fordelen ved et tilsynsråd er, at der er uafhængighed mellem kontrolfunktionen og den daglige ledelse, da der er forbud mod personsammenfald¹³⁷. Ved at varetagelsen af ledelsen og kontrolfunktionen er helt adskilt, undgår man problemet med, at den samme person skal træffe en beslutning og samtidig påse denne beslutning.

6.2.2 Asymmetrisk information

Samtidig med at adskillelsen mellem ledelse og kontrol, er den primære fordel ved tilsynsrådet, er det også grunden til flere ulemper ved ledelsesmodellen. Da der er forbud mod, at medlemmer af direktionen også er medlemmer af tilsynsrådet og da samtlige ledelsesbeføjelser ligger hos direktionen, er der stor asymmetrisk information mellem de to ledelsesorganer, hvilket besværliggør tilsynsrådets kontrolfunktion. For at kunne bedømme udførelsen af den daglige ledelse, har tilsynsrådet behov for en stor viden om og indblik i selskabet, men tilsynsrådet skal foretage kontrollen af direktionen på baggrund af oplysninger fra direktionen selv. Det betyder, at tilsynsrådet ikke kan sikre sig tilstrækkeligt med information om kvaliteten af ledelsen, og for at der kan udføres en ordentlig kontrol, kræves der gennemsigtighed i selskabet. Manglende viden og gennemsigtighed i selskabet, kan derfor betyde, at tilsynsrådet ikke er i stand til at se de problemer, der er eller kan opstå i selskabet.

I Tyskland kan tilsynsrådet være med at godkende strategiske beslutninger i selskabet, og på den måde får tilsynsrådet, udover kontrolfunktionen, en slags konsulentfunktion over for direktionen¹³⁸. Tilsynsrådet i Tyskland har således fået tillagt visse ledelsesbeføjelser. Dette tiltag er ikke indført i Danmark ved ledelsesmodellen med et tilsynsråd, hvilket man kan undre

¹³⁷ Jf. SL § 111, stk. 1, nr. 2

¹³⁸ Jungmann (2006), s. 452-453

sig over, da problemet med den asymmetriske information kan medføre, at tilsynsrådet ikke kan udføre kontrolfunktionen optimalt. Da kontrolfunktionen er tilsynsrådets eneste funktion, er det bemærkelsesværdigt, at lovgiver ikke har taget hensyn til disse erfaringer fra Tyskland. På den anden side hvis tilsynsrådet i danske selskaber også skal varetage nogle ledelsesbeføjelser, vil bestyrelsens og tilsynsrådet funktioner være sammenlignelige, og det eneste der vil adskille de to ledelsesmodeller, vil være forbuddet mod personsammenfald i tilsynsrådet.

I Tyskland er problemet med den asymmetriske information mellem tilsynsrådet og direktionen derudover søgt mindsket ved, at direktionen skal fremlægge den information, der er nødvendig for, at tilsynsrådet kan evaluere direktionens arbejde. I Danmark er det tilsynsrådet, der har ansvaret for et tilstrækkeligt rapporteringssystem, når direktionen afgiver informationer¹³⁹. Fordelen ved at lade direktionen afgive oplysninger til tilsynsrådet er, at det er direktionen, der er nærmest den relevante information. Omvendt kan man sige, at når det er tilsynsrådet, der skal bruge informationerne, bør de være nærmest til at vide, hvilke informationer, der er relevante for at kunne udføre kontrolfunktionen. Man undgår på denne måde, at tilsynsrådet modtager den information, som direktionen anser for vigtig i stedet for den information, som måske reelt er vigtig for at kunne kontrollere direktionen. En mulighed for at mindske informationsasymmetrien er at lade direktionen sidde med til møder i tilsynsrådet, hvorved tilsynsrådet har direkte adgang til information om selskabet.

Hvad angår medarbejderrepræsentanternes tilstedeværelse i tilsynsrådet i danske selskaber, kan disse påvirke informationsasymmetrien mellem ledelsesorganerne. En ulempe kan være, at direktionen kan være tilbageholdende med at afgive informationer til tilsynsrådet, som kan have konsekvenser for medarbejderne. Hertil skal det dog bemærkes, at tilsynsrådet informeres efter, beslutningerne er truffet i direktionen. En fordel ved at have medarbejderrepræsentanter med i tilsynsrådet er tilsynsrådets adgang til den viden medarbejderne besidder om arbejdsgangen i selskabet, og om hvordan den daglige ledelse udføres.

¹³⁹ Bemærkninger til § 115 i lovforslag nr. L 170

6.3 Diskussion og sammenfatning

Principal-agentproblemet medfører et behov for, at der føres kontrol med den daglige ledelse, da den daglige ledelses interesser ikke er sammenfaldende med det øverste ledelsesorgans interesser og dermed ejernes.

Som fremført ovenfor har både bestyrelsen og tilsynsrådet som kontrolorganer den umiddelbare fordel, at kontrolfunktionen er adskilt fra den daglige ledelse, hvorved uafhængigheden mellem ledelsesorganerne styrkes. I tilsynsrådet er der større sandsynlighed for uafhængighed mellem ledelsesorganerne imellem på grund af forbuddet mod personsammenfald. I selskaber med en bestyrelse er der derimod ikke samme uafhængighed mellem ledelsesorganerne, da medlemmer af direktionen har mulighed for også at være medlem af bestyrelsen. Uafhængigheden mellem direktionen og bestyrelsen mindskes yderligere ved, at det i praksis er forekommende, at det er direktionen, der udpeger kandidater til bestyrelsesposterne, hvorefter ejerne på generalforsamlingen vælger medlemmerne¹⁴⁰. Når direktionen selv udvælger de personer, som skal kontrollere direktionen, kan det diskuteres, hvorvidt bestyrelsen kan anses som værende uafhængig af direktionen, og hvorvidt bestyrelsen ikke nærmere bliver agent for direktionen i stedet for ejerne. Hvis direktionen varetager dens funktion i direktionens interesser frem for i ejernes, bliver bestyrelsen som kontrolorgan overflødig. Det burde medføre, at tilsynsrådet med fordel kan vælges, men hvis selskabet allerede har en praksis om, at direktionen opstiller kandidaterne til bestyrelsen, vil selskabet med stor sandsynlighed videreføre denne praksis i forhold til et tilsynsråd. På den måde kan man argumentere for, at kontrolorganet som Governance-mekanisme undermineres. Omvendt kan der argumenteres for, at det kan være hensigtsmæssigt at lade direktionen udpege kandidater til kontrolorganet, da direktionen i kraft af sin viden, bedre kan vurdere, hvilke kompetencer det er hensigtsmæssigt at have repræsenteret i det øverste ledelsesorgan¹⁴¹.

Tilsynsrådet har den fordel, at kontrolfunktionen er dets eneste funktion, hvorved det bør kunne varetage den funktion optimalt set i forhold til bestyrelsen, som har flere funktioner. Det, at bestyrelsen har flere funktioner, kan være en ulempe, da bestyrelsen derved skal prioritere mellem den tid, de har til rådighed og varetagelsen af kontrolfunktionen og den overordnede,

¹⁴⁰ Thomsen, Pedersen og Strandskov (2002), s. 18

¹⁴¹ Thomsen, Pedersen og Strandskov (2002), s. 29

strategiske ledelse. Ulempen ved, at bestyrelsen varetager flere funktioner, opvejes delvist af den information, den opnår gennem varetagelsen af den overordnede, strategiske ledelse delvist af den information den har adgang til gennem de direktionsmedlemmer, der er medlemmer af bestyrelsen. Omvendt kan direktøren handle opportunistisk og tilbageholde information, hvorved ulempen alligevel ikke opvejes. Et tilsynsråd har ingen ledelsesbeføjelser, og dets funktion er begrænset til at skulle evaluere allerede foretagende foranstaltninger i selskabet. En ulempe som følge af dette samt forbuddet mod personsammenfald er, at tilsynsrådets får begrænset adgang til information om selskabet. Informationsasymmetrien forstærkes derfor, når et selskab vælger et tilsynsråd som øverste ledelsesorgan. Medarbejderrepræsentanter i tilsynsrådet kan dog være med til at forbedre informationsgrundlaget, da medarbejderne besidder viden om arbejdsgangen i selskabet og om hvordan den daglige ledelse udføres. Det kan dog ikke sammenlignes med den viden, tilsynsrådet kan opnå ved at lade direktionsmedlemmer sidde med ved møderne i tilsynsrådet.

Groft sagt kan man sige, at bestyrelsens fordele er tilsynsrådets ulemper og det modsatte gør sig ligeledes gældende. Varetagelsen af kontrolfunktionen påvirkes således af graden af informationsasymmetri og uafhængighed ledelsesorganerne imellem. Selskaberne har flere muligheder for at afhjælpe ulemperne ved kontrolorganerne. Eksempelvis kan tilsynsrådet lade direktionsmedlemmer sidde med ved møderne eller ejerne kan træffe beslutning om, at der ikke må være personsammenfald mellem direktion og bestyrelse.

7. De danske ejerskabsstrukturer

I dette kapitel klarlægger vi de typiske ejerskabsstrukturer i de 500 største danske selskaber for at kunne analysere, hvordan principal-agentproblemet kommer til udtryk ved de udvalgte ejerskabsstrukturer. På baggrund af dette analyserer vi, hvordan de danske ledelsesmodeller samt anbefalingerne for god Selskabsledelse kan afhjælpe principal-agentproblemet for i kapitel 8 at kunne vurdere, hvorvidt en bestyrelse eller et tilsynsråd vil være mest efficient for de udvalgte ejerskabsstrukturer.

Dette kapitel har primært fokus på forholdet mellem ejerne og det øverste ledelsesorgan, hvorimod vi i det foregående kapitel analyserede forholdet mellem ledelsesorganerne. I kapitel 6 antog vi, at kontrolorganet varetog ejernes interesser, men da der ligeledes foreligger et principal-agentforhold mellem ejerne og det øverste ledelsesorgan, vil vi nu forlade denne antagelse. I det følgende vil vi klarlægge kendetegnene ved de typiske ejerskabsstrukturer i Danmark ud fra undersøgelsen ”Debatoplæg om aktivt ejerskab” fra maj 1999. På baggrund af de typiske ejerskabsstrukturer analyserer vi, hvorvidt bestyrelsen eller tilsynsrådet er bedst til at varetage ejernes interesser.

I ”Debatoplæg om aktivt ejerskab”¹⁴² er ejerskabsfordeling for de største 474 ikke-finansielle koncerner i Danmark opgjort som følgende:

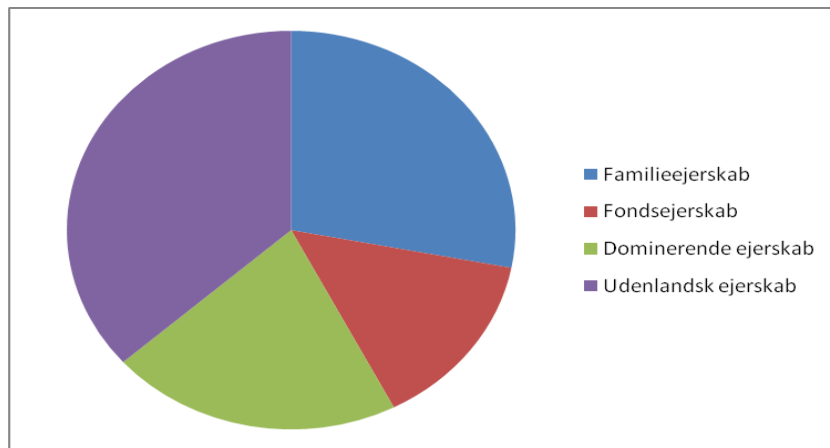
Ejerskabsstruktur	Antal	Pct.vis fordeling
Spredt ejerskab	33	7
Familieejerskab	109	23
Fondsejerskab	56	11,8
Dominerende ejerskab	82	17,3
offentlig ejerskab	21	4,4
Udenlandsk ejerskab	142	30
Andelseje, foreningseje o.l.	25	5,3
Særlige ejerformer	6	1,3
I alt	474	100

Tabel 1

Kilde: ”Debat oplæg om aktivt ejerskab”, s. 60

¹⁴² Undersøgelsen ”Debatoplæg om aktivt ejerskab” blev foretaget forud for udarbejdelsen af de første anbefalinger for god selskabsledelse for at undersøge behovet for sådanne.

Ud fra tabellen ses, at de fire mest dominerende ejerskabsstrukturer i de største danske selskaber er udenlandsk ejerskab, familieejerskab, dominerende ejerskab og fondsejerskab. Af de 474 største ikke-finansielle danske selskaber var 157 af dem børsnoterede¹⁴³ og dermed udgjorde de noterede selskaber således en tredjedel af de omfattede selskaber. I skrivende stund er 152 ikke-finansielle selskaber noteret på fondsbørsen¹⁴⁴, hvilket viser et fald i de noterede selskaber. Det er dog kun et lille fald, hvilket understøtter begrundelsen for at anvende en undersøgelse fra 1999 i afhandlingen.



Figur 5

Kilde: Egen tilvirkning ud fra tabel 1

De fire udvalgte ejerskabsstrukturer er karakteriseret ved at have en majoritetsaktionær¹⁴⁵, som med god sandsynlighed oftest vil have en særinterese set i forhold til antagelsen om ejernes interesse for profitmaksimering. Vi vil derfor analysere, hvorledes principal-agentproblemet kommer til udtryk ved de fire udvalgte ejerskabsstrukturer, og hvordan ledelsesmodellerne kan afhjælpe dette. Som hjælp hertil opstiller vi forskellige scenarier for gennem disse at kunne vurdere Governance-mekanismerne, særligt med fokus på kontrolorganerne. I forbindelse hermed analyserer vi, hvorvidt udkastet til de nye anbefalinger kan være med til at afhjælpe principal-agentproblemet, som ikke løses gennem kontrolorganerne.

¹⁴³ ”Debatoplæg om aktivt ejerskab” (1999), s. 37

¹⁴⁴ Dette tal er opgjort på baggrund af oplysninger fra februar 2010, fra www.nasdaqomxnordic.com

¹⁴⁵ Vi anvender ”majoritetsaktionær” som en samlebetegnelse for en dominerende ejer, som både kan være en majoritetsaktionær og en ejer med bestemmende indflydelse i det tilfælde, hvor der er differentierede aktieklasser.

Følgende fire scenarier anvendes i dette kapitel:

- Majoritetsaktionæren er hverken medlem af direktion eller det øverste ledelsesorgan
- Majoritetsaktionæren er medlem af direktionen
- Majoritetsaktionæren er medlem af det øverste ledelsesorgan
- Majoritetsaktionæren er medlem af begge ledelsesorganer

I alle fire ejerskabsstrukturer er der en majoritetsaktionær, hvorfor denne vil have stor indflydelse på, hvorvidt selskabet skal vælge et tilsynsråd frem for en bestyrelse. Det kan derfor formodes, at majoritetsaktionæren vil vælge ud fra, hvor denne bedst kan få varetaget sine interesser. Derfor vælger vi i dette kapitel at tage udgangspunkt i majoritetsaktionærens interesser.

7.1 Dominerende ejerskab

Ved dominerende ejerskab¹⁴⁶ er den dominerende ejer mere risikoavers, end ejerne er ved spredt ejerskab¹⁴⁷, da ejeres risiko forøges med størrelsen af aktiebeholdningen. Denne risiko giver den dominerende ejer et større incitament til at overvåge ledelsen. For at sikre at ledelsen driver selskabet under varetagelse af ejernes interesser, er det centralt, at ejerne har mulighed for at udøve kontrol af ledelsen. Kontrollen af ledelsen har alene værdi, såfremt aktionærerne har mulighed for at håndhæve deres interesser¹⁴⁸ og en effektiv kontrol af ledelsen forudsætter et højt informationsniveau hos ejerne. Jo mere dominerende ejerskab jo større incitament til og mulighed for at påvirke ledelsen til at profitmaksimere. Dette tilgodeser de øvrige ejere, da disse kan free ride¹⁴⁹ på den dominerende ejers kontrol af ledelsen¹⁵⁰. Dominerende ejerskab er således er fordel for samtlige ejere, da der er stærke incitamenter til at kontrollere ledelsen, hvilket giver et effektiv modspil til ledelsen. Ved spredt ejerskab er ejerne ofte ikke i stand til at

¹⁴⁶ Dominerende ejerskab er karakteriseret ved, at en fysisk såvel som juridisk person besidder en kapital- og/eller stemmeandel på mere end 20 %, men ikke over 50 %.

¹⁴⁷ Spredt ejerskab er karakteriseret ved at ingen ejers kapital- eller stemmeandel overstiger 20 %, jf. ”Debatoplæg om aktivt ejerskab” (1999), s. 58

¹⁴⁸ Neville (2000), s. 74

¹⁴⁹ Den dominerende ejer bærer omkostningerne ved at kontrollere ledelsen, hvilket kommer de øvrige aktionærer til gode.

¹⁵⁰ Thomsen (2008), s. 87

organisere sig, og deres individuelle indflydelse er lille. Når ejerskabet er spredt, er det derfor ofte svært at gribe ind over for en opportunistisk ledelse.

En anden fordel ved dominerende ejerskab er, at bestyrelsen i arbejdet med den overordnede, strategiske ledelse kan sparre med den dominerende ejer. En dominerende ejer er ofte professionel og har erhvervsmæssige kompetencer, hvilket ikke i samme grad er tilfældet for minoritetsaktionærer¹⁵¹.

Dominerende ejerskab er dog kun en fordel op til et bestemt punkt. Hvis en ejer har bestemmende indflydelse¹⁵² i selskabet, er der en risiko for, at denne ejer vil forfølge særinteresser, som ikke maksimerer profitten i selskabet. Dette kan være en stor ulempe for de øvrige ejere, da de kan have svært ved at gøre deres indflydelse gældende. Hvis de ikke kan gøre deres indflydelse gældende og gerne vil sælge deres aktier, kan de have svært ved at komme af med disse, da andre ikke vil investere i et selskab, hvor den dominerende ejer forfølger andre interesser end profitmaksimering¹⁵³.

7.1.1 Dominerende ejerskab, ledelsesmodellerne og anbefalingerne

Når vi i de følgende scenarier behandler dominerende ejerskab, antager vi, at det er en fysisk person, der er den dominerende ejer. Vi vælger at lave antagelsen på trods af, at den dominerende ejer lige så vel kunne være en familie, en fond eller et udenlandsk selskab, men analyserne ville føre til delvist enslydende konklusioner i forhold til, at disse behandles særskilt senere.

I selskabsloven er det hjemlet, at aktieselskaber skal have et særskilt kontrolorgan¹⁵⁴, hvorved den dominerende ejers risiko som udgangspunkt mindskes. En af ejernes beføjelser er på generalforsamlingen at vælge medlemmer til det øverste ledelsesorgan. Den dominerende ejer har herigennem stor indflydelse på, hvem der vælges til det øverste ledelsesorgan og kan vælge selv at stille op eller vælge en betroet kandidat til at varetage sine interesser.

¹⁵¹ Nyhedsbrev for bestyrelser, nr. 13, 7. august 2009, s. 7

¹⁵² Jf. SL § 7

¹⁵³ Thomsen (2008) s. 89

¹⁵⁴ Jf. SL § 111

7.1.1.1 Den dominerende ejer er hverken medlem af direktion eller det øverste ledelsesorgan

Ønsker den dominerende ejer ikke at være medlem af ledelsesorganerne, skal dennes interesser varetages via kontrolfunktionen i både tilsynsrådet og bestyrelsen. Den dominerende ejer har i kraft af sin stemmeandel stor indflydelse på, hvilke medlemmer der vælges til det øverste ledelsesorgan og ejerens beføjelse til at afsætte ledelsesmedlemmerne kan virke som en Governance-mekanisme til at få medlemmerne til at varetage ejerens interesser. Vælger den dominerende ejer ledelsesmedlemmer til at varetage sine særinteresser, kan det være problematisk i forhold til minoritetsaktionærerne. Disse kan have svært ved at organisere sig for at afsætte medlemmer i det øverste ledelsesorgan, som varetager den dominerende ejers særinteresser til fordel for profitmaksimering. På den måde vil det øverste ledelsesorgan som kontrolorgan ikke have den ønskede effekt i forhold til ejernes interesse om profitmaksimering. Dette problem kan afhjælpes gennem anbefalingernes kapitel 5.4. om det øverste ledelsesorgans uafhængighed. I punkt 5.4.1. specificeres det blandt andet, at ledelsesmedlemmet ikke er uafhængigt, hvis denne repræsenterer en kontrollerende ejers interesser. Det er dog pointeret, at det forhold, at medlemmet af det øverste ledelsesorgan er valgt med majoritetsaktionærens stemmer, ikke i sig selv gør, at ledelsesmedlemmet kan anses for værende afhængig af den dominerende ejers særinteresser. Det kan være svært at påvise, at ledelsesmedlemmet handler i den dominerende ejers særinteresser, hvorfor en dominerende ejer med god sandsynlighed kan vælge en betroet person til at varetage sine interesser.

På den ene side kan anbefalingerne altså være med til at modvirke en dominerende ejers indflydelse, men på den anden side er anbefalingerne frivillige og vælger selskabet ikke at følge en anbefaling, skal det blot forklares hvorfor. Anbefalingen vedrørende ledelsesmedlemmernes uafhængighed kræver, at mindst halvdelen af de generalforsamlingsvalgte ledelsesmedlemmer er uafhængige og derfor kan en dominerende ejer sagtens vælge et medlem til at repræsentere sine særinteresser uden, at det kommer i konflikt med anbefalingen. Den dominerende ejer skal sørge for, at det betroede medlem ikke er en del af et flertal af de generalforsamlingsvalgte ledelsesmedlemmer, som bliver anset for afhængige.

Anbefalingerne gælder hvad enten selskabet har valgt et tilsynsråd eller en bestyrelse, men valget kan have betydning for, hvordan den dominerende ejer kan få sine særinteresser

gennemført. Har selskabet en bestyrelse og har den dominerende ejer valgt en eller flere betroede kandidater, kan man forestille sig, at disse vil handle i den dominerende ejers interesse, hvis denne har klare holdninger til, hvordan selskabet overordnet skal ledes. Har selskabet et tilsynsråd, vil valget af medlemmet ikke have samme betydning, da tilsynsrådet ikke har ledelsesbeføjelser. I dette tilfælde vil den dominerende ejer skulle påvirke direktionen for at få varetaget sine særinteresser. Da det er tilsynsrådet, der ansætter direktionen, vil valget af medlemmer til tilsynsrådet alligevel kunne få betydning, da den dominerende ejer herigennem kan påvirke tilsynsrådet til at ansætte en direktion, der vil handle i den dominerende ejers interesse. Med et tilsynsråd vil det således være mere indirekte indflydelse, men har den dominerende ejer mulighed for at få direktionen til at varetage sine interesser, vil ledelsesmodellen med et tilsynsråd være en ulempe for de øvrige aktionærer, da den dominerende ejer kun skal påvirke ét ledelsesorgan. Fordelen ved at have en bestyrelse er dog, at bestyrelsen er nærmere til at kunne kontrollere, at direktionen ikke handler opportunistisk.

Set ud fra minoritetsaktionærernes ønske om profitmaksimering kan der argumenteres for, at selskabet bør have et tilsynsråd, hvis den dominerende ejer ønsker at handle efter sine særinteresser. Ved et tilsynsråd får den dominerende ejer sværere ved at få sine særinteresser varetaget, hvorved der er større sandsynlighed for, at interessen om profitmaksimering bliver varetaget. Når der er en dominerende ejer, har minoritetsaktionærerne ikke samme mulighed for at disciplinere det øverste ledelsesorgans medlemmer ved at true med at afsætte dem, hvorfor der er en formodning for, at de vil handle i egeninteresse frem for i minoritetsaktionærernes interesse. Majoritetsaktionæren disciplinerer dog fortsat det øverste ledelsesorgan, hvilket også kommer minoritetsaktionærerne til gode. Omdømmeeffekter kan ligeledes få medlemmer af det øverste ledelsesorgan til at handle i overensstemmelse med ejernes interesse om profitmaksimering. Ved at medlemmerne af det øverste ledelsesorgan forfølger særinteresser kan deres omdømme svækkes, hvorved de efterfølgende i mindre grad vil blive vist tillid, hvilket kan have betydning i andre erhvervsmæssige situationer. Omdømmeeffekter kan derfor give ledelsesmedlemmerne incitament til at handle i ejernes interesse.

7.1.1.2 Den dominerende ejer er medlem af direktionen

Den dominerende ejer har, foruden at være aktionær, mulighed for at være medlem af enten det øverste ledelsesorgan eller direktionen. Er den dominerende ejer medlem af direktionen, har ejeren ikke et behov for et kontrolorgan, da ejeren selv varetager ledelsen af selskabet, hvorved der ikke er adskillelse mellem den dominerende ejer og ledelsen af selskabet. Den dominerende ejers risiko elimineres således, da der er interessesammenfald. En opportunistisk dominerende ejer vil have incitament til at have et tilsynsråd, frem for en bestyrelse, da han derved selv har alle ledelsesbeføjelserne i selskabet¹⁵⁵. Hvis de øvrige ejere er minoritetsaktionærer, er deres risiko begrænset og deres incitament til at kontrollere ledelsen er dermed lille. Minoritetsaktionærerne kan desuden have svært ved at stå sammen mod den dominerende ejer, hvorved de kan få en passiv rolle. Dette giver den dominerende ejer yderligere indflydelse på generalforsamlingen. Den dominerende ejer har således stor indflydelse på hvem, der vælges som medlemmer til tilsynsrådet og kan derved sikre sig, at det er personer, som vil handle i den dominerende ejers interesse og ikke vil afsætte denne som direktør. I dette tilfælde vil kontrolfunktionen altså kunne blive udvandet.

Omvendt er det en fordel for minoritetsaktionærerne at have en dominerende ejer i direktionen, da denne er aflønnet af residualen, hvorved der er en stærk formodning for, at den dominerende ejer vil handle således, at der skabes profit i selskabet. Det er dog ikke sikkert, at det vil være profitmaksimerende, da der trods alt vil være særinteresser indblandet. På trods af at kontrolfunktionen kan blive udvandet når den dominerende ejer sidder med i direktionen, kan det således opvejes af den dominerende ejers interesse i at skabe profit i selskabet, hvilket kommer alle ejere til gode.

Hvis selskabet er børsnoteret vil markedet kunne påvirke den dominerende ejers indflydelse. Hvis ejeren udelukkende forfølger interesser, der ikke er profitmaksimerende, vil selskabet have svært ved at tilvejebringe kapital gennem markedet, hvorved ejeren vil blive nødt til at foretage profitable investeringer. Er selskabet ikke noteret, er det ofte banker, der stiller kapital til rådighed. Bankene er ikke i samme grad interesseret i et stort afkast, da de ikke får del af overskuddet i selskabet, men alene skal have deres udlån inklusive renter igen. Et unoteret

¹⁵⁵ Dette underbygges af en undersøgelse, hvori det fremgår, at bestyrelsen ofte fravælges i anpartsselskaber med en dominerende ejer, jf. Bennedsen (2004), s. 11

selskab vil derfor ikke i samme grad blive disciplineret af markedet, hvorfor det vil være fordelagtigt for minoritetsaktionærerne, at selskabet er børsnoteret, når en dominerende ejer er medlem af direktionen.

I forhold til de gennemgåede anbefalinger vil det være en fordel for de øvrige ejere i selskabet, at punkt 4.1. og 4.3. følges, da disse kan være medvirkende til at begrænse den dominerende ejers handlinger. Dette vil være særligt relevant, hvis den dominerende ejer søger at forfølge egeninteresser.

7.1.1.3 Den dominerende ejer er medlem af det øverste ledelsesorgan

Er den dominerende ejer medlem af det øverste ledelsesorgan, vil det være en fordel at have en bestyrelse, da den dominerende ejer via bestyrelsen har indflydelse på den overordnede og strategiske ledelse i selskabet. Bestyrelsen øver indflydelse på ex ante beslutninger og den dominerende ejer har derved mulighed for at øve konkret indflydelse i selskabet. Til forskel hertil har tilsynsrådet kun bemyndigelse til at føre kontrol med direktionen, hvorved den dominerende ejer ikke har mulighed for at gribe ind i konkrete anliggender, i tilfælde af, at direktionen ikke varetager dens hverv i overensstemmelse med den dominerende ejers interesser.

En fordel ved at den dominerende ejer er medlem af bestyrelsen er, at det kan give ro og god sparring i bestyrelsens arbejde med den overordnede, strategiske ledelse, da en dominerende ejer ofte er professionel og har erhvervsmæssige kompetencer¹⁵⁶. Derfor kan det ligeledes være en fordel for selskabet, at have en dominerende ejer som medlem af bestyrelsen.

Hvis den dominerende ejer derimod ikke har interesse i at deltage i den overordnede, strategiske ledelse, eksempelvis på grund af manglende kompetencer, og derfor kun har interesse i at være med til at varetage kontrolfunktionen, taler det umiddelbart for et tilsynsråd. Varetagelsen af kontrolfunktionen afhænger dog af informationsniveauet i det øverste ledelsesorgan. Der er en formodning for, at en bestyrelse vil være bedre informeret omkring selskabet i kraft af dens funktion end et tilsynsråd, hvorfor bestyrelsen bedre vil kunne varetage kontrolfunktionen.

¹⁵⁶ Nyhedsbrev for bestyrelser, nr. 13, 7. august 2009, s. 7

Ifølge punkt 5.4.1. i Anbefalingerne for god Selskabsledelse er en dominerende ejer som medlem af det øverste ledelsesorgan ikke at anse som uafhængig. Derfor skal medlemmerne af det øverste ledelsesorgan være opmærksom på hvor mange medlemmer, der udover den dominerende ejer kan anses som værende afhængig af særinteresser, i forhold til hvorvidt selskabet følger anbefalingen.

7.1.1.4 Den dominerende ejer er medlem af begge ledelsesorganer

På trods af overskriftens ordlyd er det ikke muligt at være medlem af begge ledelsesorganer i det tilfælde, hvor selskabet har et tilsynsråd, jf. SL § 111, stk. 1, nr. 2. Har selskabet en bestyrelse, kan den dominerende ejer derimod være medlem af både bestyrelsen og direktionen. Benytter den dominerende ejer sig af denne mulighed, vil der være sammenfaldende interesser mellem ledelsesorganerne, og den dominerende ejers behov for kontrol er ikke-eksisterende. De øvrige ejere har derimod stadig et behov for at føre tilsyn, men dette bliver besværliggjort af moral hazard og adverse selection, hvilket kan vise sig ved, at den dominerende ejer som direktør tilbageholder information omkring selskabet for bestyrelsen. Dette informationsproblem er søgt afhjulpet i anbefalingernes punkt 4.3., hvori det anbefales, at det øverste ledelsesorgan fastlægger krav til direktionens rapportering til det øverste ledelsesorgan. Det er desuden særligt vigtigt for de øvrige ejere, at anbefalingernes punkt 4.1.3. og 5.4.1. følges, når den dominerende ejer er medlem af begge ledelsesorganer. På den måde kan der skabes faste rammer for udførelsen af kontrollen og øget uafhængighed i det øverste ledelsesorgan, hvorved de øvrige ejere kan modvirke, at den dominerende ejer handler i egeninteresse.

Ønsker den dominerende ejer at øve indflydelse i selskabet ved at være medlem af direktionen, vil det være en fordel at have et tilsynsråd, da den dominerende ejer herved kan varetage den daglige såvel som den overordnede, strategiske ledelse. Den dominerende ejer vil kunne opnå det samme ved at være medlem af både direktion og bestyrelse, men ved at have et tilsynsråd, kan dette opnås fra ét og samme ledelsesorgan. I praksis vil en dominerende ejer dog næppe være interesseret i være fuldtidsbeskæftiget og varetage den daglige ledelse, hvorfor ledelsesmodellen med en bestyrelse vil være at foretrække. Gennem bestyrelsen vil den dominerende ejer kunne øve indflydelse i selskabet uden at skulle være medlem af begge ledelsesorganer.

7.1.2 Sammenfatning

Ved dominerende ejerskab er følgerne af principal-agentproblemet, at den dominerende ejer har et incitament til at føre kontrol med ledelsen, da den dominerende ejer er risikoavers. Dette kontrolbehov kan varetages både via tilsynsrådet og bestyrelsen. Under antagelsen om at den dominerende ejer er en fysisk person, har det i gennemgangen af scenarierne vist sig, at en bestyrelse bedst vil kunne varetage kontrolfunktion, da bestyrelsen gennem varetagelsen af den overordnede, strategiske ledelse har et større indblik i selskabet. Informationsasymmetrien er således mindre ved en bestyrelse end i situationen med et tilsynsråd. I ledelsesmodellen med et tilsynsråd er alle ledelsesbeføjelserne samlet i direktionen, hvorved risikoen for, at direktionen udelukkende handler opportunistisk, er større, end hvis ledelsesbeføjelserne er opdelt på flere ledelsesorganer. Dette understøtter fordelene ved en bestyrelse. Når den dominerende ejer er medlem af direktionen vil det omvendt være en fordel for den dominerende ejer at have et tilsynsråd, da ejeren derved varetage samtlige ledelsesbeføjelser. Ser man det fra de øvrige ejeres synspunkt, vil en bestyrelse dog være at foretrække, da denne bedst vil kunne sikre, at den dominerende ejer ikke forfølger egeninteresser.

Anbefalingernes punkt 4.1. og 4.3. kan være med til at sikre, at ledelsens funktioner og opgaver varetages på bedst mulig måde, og kan være med til at begrænse, at den dominerende ejer handler efter egen særinteresse, når denne er medlem af direktionen. anbefaling 5.4.1. om det øverste ledelsesorgans uafhængighed er særlig vigtig i forhold til, at den dominerende ejers særinteresser ikke varetages på bekostning af de øvrige ejere.

7.2 Familieejede selskaber

Når der er tale om et familieejt selskab¹⁵⁷, er der en række lighedspunkter med dominerende ejerskab. Ved at familien besidder minimum 50 % af stemmerne og/eller 50 % af kapitalen, er den i lighed med en dominerende aktionær risikoavers, hvorved familien har incitament til at kontrollere direktionen.

¹⁵⁷ Familieejerskab karakteriseres ved, at en person eller familiekreds har en kapital- og/eller stemmeandel på over 50 %.

I et familieejet selskab er der en sandsynlighed for, at familiemedlemmerne vil udvise altruistisk adfærd, hvilket indebærer at et familiemedlems nytte er forbundet med resten af families nytte. Altruistisk adfærd er selvforstærkende og er motiveret af egen nytte, da individet gennem en handling tilfredsstiller både egne og andres præferencer¹⁵⁸. Altruisme medfører loyalitet, og giver desuden familiemedlemmerne et fælles grundlag for selskabets mål og derved et mere langsigtet fokus. Dette er en fordel ved de familieejede selskaber, da de ikke er bange for at investere i projekter, som ikke er profitable på kort sigt, men først viser sig lønsomme på længere sigt.

I familieejede selskaber foretrækker familien ofte, at selskabet ledes af et familiemedlem eller at ejerskab forbliver i familien, på trods af at det ikke vil maksimere profitten. Dette sker på bekostning af de øvrige ejere i selskabet og er således en ulempe ved familieeje. Det øverste ledelsesorgans beføjelse til at afsætte et familiemedlem i direktionen vil i dette tilfælde næppe blive effektueret, da det ikke vil være i familiens interesse. Denne Governance-mekanisme, som får direktionen til at handle i ejerens interesser, er derved ikke aktuel i familieejede selskaber.

7.2.1 Familieejerskab, ledelsesmodellerne og anbefalingerne

I de familieejede selskaber, placeres et eller flere familiemedlemmer ofte i direktionen, ligesom bestyrelsen ofte også består af medlemmer af familien¹⁵⁹. Familieejede selskaber er derfor ofte karakteriserede ved, at der ikke er en uafhængig bestyrelse til at føre kontrol med direktionen. På baggrund af dette antager vi, at mindst ét familiemedlem er aktivt som medlem af et ledelsesorgan i selskabet, hvorfor scenariet hvor et familiemedlem hverken er medlem af direktionen eller det øverste ledelsesorgan ikke vil blive behandlet. En fordel ved familieejede selskaber er således, at der ikke er fuldstændig adskillelse mellem ejerne og ledelsen.

7.2.1.1 Et familiemedlem er medlem af direktionen

Et familiemedlem der sidder med i direktionen har incitament til at tilstræbe en høj indtjening og en fornuftig forvaltning af selskabets ressourcer, hvorfor moral hazard problemet ikke i samme

¹⁵⁸ Schulze, Lubatkin, Dino and Buchholtz (2001), s.102

¹⁵⁹ Bennedsen, Nielsen, Pérez-González and Wolfenzon (2005), s. 2

grad er til stede i de familieejede selskaber. Tilliden mellem familiemedlemmerne er med til at afhjælpe problemet, da direktionen får personlig tilfredsstillelse, når der er succes i selskabet, og den vil i højere grad føle skyld i tilfælde af fejlslagne investeringer. Når familiemedlemmer sidder i direktionen mindskes agentomkostningerne, da ejernes og direktionens interesser er mere sammenfaldende, end hvis direktionen var uafhængig af ejerne. Familiebåndet og de hyppige interaktioner familiemedlemmerne i mellem gør det mindre sandsynligt, at de vil handle opportunistisk, hvilket vil have en positiv effekt på principal-agentproblemet.

Det kan dog være en ulempe, at et familiemedlem er medlem af direktionen, da direktionen i denne situation er mere risikoavers end en uafhængig direktion. Når direktionen har en større ejerandel i selskabet, kan denne være mindre villig til at igangsætte risikobetonede investeringer med forventet højt afkast, da direktionens personlige formueforhold er bundet til usikkerheden om selskabets indtjening¹⁶⁰.

Da familien har meget investeret i selskabet, er familien risikoavers og har som udgangspunkt derfor incitament til at kontrollere direktionen. Dette incitament mindskes dog, når et familiemedlem er medlem af direktion, da altruistisk adfærd mellem familiemedlemmer eliminerer noget af behovet for kontrol. Det begrænsede behov for kontrol taler for, at et familieejet selskab bør have en bestyrelse frem for et tilsynsråd, da tilsynsrådets eneste funktion er kontrol. Hvis selskabet har en bestyrelse, kan familien gennem sine stemmeandele sikre sig, at det er professionelle bestyrelsesmedlemmer, som kan varetage selskabets interesser. Under antagelse af at de professionelle bestyrelsesmedlemmer ikke handler opportunistisk, kan familien på den måde opnå en forsvarlig varetagelse af den overordnede, strategiske ledelse i selskabet samtidig med, at de har tillid til, at direktionen vil udføre bestyrelsens beslutninger i familiens interesse.

Ved et tilsynsråd som øverste ledelsesorgan, kan der argumenteres for, at kontrolfunktionen vil blive udvandet. Tilsynsrådet er afhængigt af information fra direktionen og kan kun tage stilling til ex post beslutninger i selskabet. Hvis et familiemedlem sidder i direktionen efter familiens ønske, er der ikke noget incitament for tilsynsrådet til at afsætte direktionen, selvom denne ikke

¹⁶⁰ ”Debatoplæg om aktivt ejerskab” (1999), s. 23

udfører sit hverv på behørigt vis. På den måde vil tilsynsrådet som Governance-mekanisme ikke fungere optimalt. Et tilsynsråd kan dog alligevel være at foretrække, såfremt familien ønsker, at samtlige ledelsesbeføjelser skal tilfalde direktionen. Hvis familien har tillid til familiemedlemmet i direktionen, har det ikke betydning, hvorvidt tilsynsrådet som Governance-mekanisme fungerer optimalt, da der ikke er et kontrolbehov. Opstår der splid i familien, og er altruisme ikke til stede, kan et tilsynsråd bruges som middel til at mindske den anden del af familiens indflydelse i selskabet, da samtlige ledelsesfunktioner derved varetages af direktionen. Havde selskabet i tilfældet med splid i familien haft en bestyrelse, kunne den anden del af familien gøre sin indflydelse gældende på den overordnede, strategiske ledelse ved at være medlem af bestyrelsen.

Grundet altruisme har direktionen incitament til at afgive de nødvendige informationer til det øverste ledelsesorgan, når dette kræves. Problemet med asymmetrisk information mellem ledelsesorganerne er således ikke fremtrædende i familieejede selskaber. Punkt 4.3. i Anbefalingerne for god Selskabsledelse vedrørende information fra direktionen til det øverste ledelsesorgan vil for familieejede selskaber derfor være nem at følge. Anbefalingernes punkt 4.1.1. og 4.1.2. vil være fordelagtige for familien, da disse anbefalinger kan være med til at afhjælpe, at den professionelle bestyrelse handler i egeninteresse.

Den altruisme, der ofte er til stede i familieejede selskaber, kan dog have den negative effekt, at direktionen free rider på familiens generøsitet. Direktion har ikke nødvendigvis et incitament til at levere gode resultater i selskabet, da direktøren som familiemedlem har et residualt krav på familiens formue.

7.2.1.2 Et familiemedlem er medlem af det øverste ledelsesorgan

Hvis man i selskabet har valgt en professionel direktion, bestående udelukkende af udefrakommende, vil der være et behov for kontrol, da der er adskillelse mellem ejerskab og den daglige ledelse i selskabet. Når familien er repræsenteret i det øverste ledelsesorgan, vil en bestyrelse være at foretrække for familien. I bestyrelsen vil familiemedlemmet både kunne kontrollere direktionen samt være med til at udforme den overordnede, strategiske ledelse i selskabet. Hvis selskabet i stedet for en bestyrelse har et tilsynsråd, vil ingen i familien i denne

situation, besidde ledelsesbeføjelser i selskabet, hvilket må formodes ikke vil være i familiens interesse.

I denne situation vil anbefalingernes punkt 5.4.1. om det øverste ledelsesorgans uafhængighed kunne få betydning for, hvorvidt det øverste ledelsesorgan kan følge anbefalingen og handle uafhængigt af særinteresser. Det er særligt kravet om, at medlemmet ikke er uafhængigt, hvis denne repræsenterer en kontrollerende ejers interesser, der er relevant i forhold til familieejede selskaber. Da familien ofte identificeres med selskabet, er der en stærk formodning for, at medlemmerne af det øverste ledelsesorgan vil vægte familiens interesser i deres beslutningstagen. Dette gælder både for familiemedlemmerne og de øvrige medlemmer i det øverste ledelsesorgan, hvorfor det vil være svært at overholde anbefalingens krav om, at mindst halvdelen af ledelsesmedlemmerne er uafhængige.

7.2.1.3 Et familiemedlem er medlem af begge ledelsesorganer

Som i scenariet hvor et familiemedlem er medlem af direktionen, vil altruistisk adfærd mellem familiemedlemmer eliminere en del af familiens behov for kontrol af direktionen. Dette taler for, at et familieejet selskab bør have en bestyrelse frem for et tilsynsråd, da tilsynsrådets eneste funktion er kontrol. I det tilfælde, hvor familien både er repræsenteret i direktionen og bestyrelsen, er der en større sandsynlighed for, at selskabet ledes i familiens interesse og ikke ud fra et profitmaksimeringssynspunkt. Dette er en ulempe for de øvrige ejere i selskabet, da der ikke er en uafhængig bestyrelse til at føre kontrol med direktionen. Har familien bestemmende indflydelse i selskabet, har de øvrige ejere ej heller mulighed for at blokere for familiens beslutninger i selskabet. Set fra de øvrige ejeres synspunkt vil et tilsynsråd være mere fordelagtigt end en bestyrelse, da familiemedlemmernes uafhængighed ikke har samme indflydelse på kontrolfunktionen, som på den overordnede, strategiske ledelse. Man kan argumentere for, at familiemedlemmerne i en bestyrelse vil tilsidesætte kontrolfunktionen delvist til fordel for den overordnede, strategiske ledelse på grund af familiens manglende kontrolbehov. Dog vil det i kraft af familiens bestemmende indflydelse være familien, der i sidste ende afgør, hvorvidt selskabet skal have en bestyrelse eller et tilsynsråd.

Har en familie med bestemmende indflydelse valgt at placere familiemedlemmer både i direktionen og det øverste ledelsesorgan, må det formodes, at anbefalingen om det øverste ledelsesorgans uafhængighed ikke vil blive fulgt. Generelt må der være en formodning for, at familien i familieejede selskaber forfølger familiens interesser og ikke nødvendigvis profitmaksimerer. Det vil være i familiens interesse at skabe værdi i varetagelsen af egne interesser, da familiens formue afhænger af afkastet. Når man investerer i et familieejet selskab, må man derfor forvente, at selskabet ikke altid ledes ud fra profitmaksimeringssynspunkt. På trods af dette samt den ofte svage Corporate Governance i de familieejede selskaber, klarer danske familieejede selskaber sig generelt godt¹⁶¹.

7.2.2 Sammenfatning

I familieejede selskaber har altruisme en væsentlig indflydelse på, hvordan principal-agentproblemet kommer til udtryk under antagelsen om, at mindst ét familiemedlem er repræsenteret i selskabets ledelse. Familien har gennem sin aktiepost et incitament til at kontrollere selskabets ledelse, men dette kontrolbehov mindskes af altruisme. Er familien repræsenteret i direktionen mindskes kontrolbehovet således, da familien har tillid til familiemedlemmet. Bestyrelsen er da mere fordelagtig, i det familien kan udpege en professionel bestyrelse til at forestå den overordnede, strategiske ledelse samtidig med, at den har tillid til, at direktionen vil udføre bestyrelsens beslutninger i familiens interesse. Er familien repræsenteret i det øverste ledelsesorgan, vil bestyrelsen ligeledes være at foretrække, da familien herigennem kan øve indflydelse på den overordnede, strategiske ledelse.

Da familien i de familieejede selskaber ofte identificeres med selskabet, er der en stærk formodning for, at medlemmerne af det øverste ledelsesorgan vil vægte familiens interesser i varetagelsen af deres funktion. Det øverste ledelsesorgan i et familieejet selskab vil derfor oftest ikke kunne karakteriseres som værende uafhængigt, hvorved anbefalingernes punkt 5.4.1. ikke vil kunne følges.

Når selskabet har en professionel bestyrelsen, kan anbefalingernes punkt 4.1.1. og 4.1.2. være med til at afhjælpe, at bestyrelsen handler i egeninteresse.

¹⁶¹ Kronenberg (2007)

7.3 Fondsejerskab

En fond er en juridisk person som er selvejende. Ingen juridisk eller fysisk person har ejendomsret til fondens formue, hvilket vil sige at ejendomsretten til fondens formue alene tilkommer fonden. Rådighedsbeføjelserne i fonden tilkommer en selvstændig ledelse¹⁶².

Fondsejerskab¹⁶³ falder umiddelbart uden for principal-agentteorien, da teorien forudsætter, at parterne ønsker at maksimere deres egen nytte¹⁶⁴, men en juridisk person er ikke nyttemaksimerende. Når en fond er aktionær i selskabet, bliver det ledelsen i fonden, der skal varetage fondens interesser, men ledelsen i fonden vil som udgangspunkt ikke have incitament til at profitmaksimere, da den ikke er aflønnet af residualen. En af ejernes væsentligste kontrolmekanismer er, at de kan afsætte selskabets bestyrelse, hvis den ikke handler i ejernes interesser. Denne kontrolmekanisme er ikke til stede i en fond, da fonden er selvejende, og fondsbestyrelsens medlemmer derved er selvsupplerende. Da der ikke er ejere i fonden, er der ikke et økonomisk incitament til at kontrollere, at fondsbestyrelsen handler ud fra et profitmaksimeringsperspektiv, og fondsbestyrelsen vil derfor i teorien udelukkende handle i egne interesser, når dette betaler sig¹⁶⁵.

Da ledelsen i fonden ikke har incitament til at profitmaksimere, vil de som følge heraf ikke give ledelsen i det af fonden ejede selskab incitament til at profitmaksimere. Grundet dette må det formodes, at ledelsen i selskabet vil forfølge egne interesser. Omdømmeeffekter hos både fondsbestyrelsen og bestyrelsen i selskabet kan dog være med til at forklare, hvorfor selskabet på trods af ovenstående alligevel profitmaksimerer. En anden forklaring på, at fonden kommer til at profitmaksimere, selvom det ikke var formålet, er, at fonden gennem et stabilt ejerskab, har mulighed for at foretage langsigtede investeringer, hvor det er usikkert, hvornår der kommer et afkast¹⁶⁶.

En ulempe ved fondsejerskab er, at fundatsen ofte foreskriver, at fonden skal besidde hovedparten af stemmerne og/eller aktiekapitalen i selskabet, og dermed opstilles værn mod at

¹⁶² ”Erhvervsdrivende fonde i Corporate Governance sammenhæng” (2003), s. 5

¹⁶³ Fondsejerskab er karakteriseret ved at en fond har en kapital- og/eller stemmeandel på over 50 %.

¹⁶⁴ Thomsen og Rose (2002), s. 3

¹⁶⁵ Rose (2003), s. 5

¹⁶⁶ Thomsen og Rose (2002), s. 27

andre overtager den bestemmende indflydelse i selskabet¹⁶⁷. Dette er en ulempe for selskabets øvrige ejere i det tilfælde, hvor en anden ejer vil kunne skabe bedre resultater i selskabet.

7.3.1 Fondsejerskab, ledelsesmodellerne og anbefalingerne

Grundet en fonds særkender samt det faktum at der ikke er fysiske ejere i en fond, vil vi i gennemgangen af scenarierne antage, at omdømmeeffekterne er til stede, da disse kan forklare, hvorfor fondsbestyrelsen søger at profitmaksimere i selskabet.

Hvis fondsbestyrelsen er påvirket af omdømmeeffekter, har den incitament til at kontrollere, at selskabet ledes i overensstemmelse med fondsbestyrelsens og dermed fondens interesser. Graden af omdømmeeffekterne hos fondsbestyrelsen har indflydelse på, hvor meget af deres indflydelse i selskabet de ønsker at gøre gældende. I mange af de fondsejede selskaber er fondskonstruktionen skabt for at bevare selskabet i stifterfamilien. Der kan være omdømmeeffekter ved, at familiemedlemmer sidder i fondsbestyrelsen. Dette kan indebære, at fondsbestyrelsen identificerer sig med selskabet og derved føler en forpligtigelse over for familien, hvilket medfører, at fondsbestyrelsen bliver risikoavers. Fondsbestyrelsen har således et incitament til at kontrollere ledelsen i det fondsejede selskab, når et familiemedlem er medlem af fondsbestyrelsen. Omdømmeeffekterne kan også have en indvirkning på fondsbestyrelsen på trods af, at familiebandet ikke er den bagvedliggende motivationsfaktor. Fondsbestyrelsen vil i dette tilfælde ikke nødvendigvis identificere sig med selskabet, men omdømmeeffekterne kan give incitament til at varetage familiens interesser, og dermed er der et incitament til at kontrollere ledelsen i selskabet.

Hvis fondsbestyrelsen ikke er påvirket af omdømmeeffekter, og ikke har en interesse i at profitmaksimere, kan man argumentere for, at fondsbestyrelsen er indifferent, hvorvidt selskabet har en bestyrelse eller et tilsynsråd. Fondsbestyrelsen har hverken incitament til at kontrollere selskabet eller incitament til at gøre sin indflydelse gældende ved at sidde i bestyrelsen i selskabet. De øvrige aktionærer i selskabet har derimod et incitament til at kontrollere, at selskabet drives ud fra et profitmaksimeringssynspunkt. Om dette bedst kan ske ved, at selskabet har en bestyrelse eller et tilsynsråd, vil derfor afhænge af informationsniveau kontra

¹⁶⁷ Schans Christensen (2007), s. 231

uafhængighed imellem ledelsesorganerne. Situationen uden omdømmeeffekter synes usandsynlig inden for rammerne af denne afhandling, da vi udelukkende ser på de 474 største danske noterede såvel som unoterede selskaber. Hvis fondsbestyrelserne ikke var påvirkede af omdømmeeffekter, kan det synes besynderligt, at de fondsejede selskaber vedvarende skaber gode resultater.

På baggrund af ovenstående vil vi vurdere scenarierne i lyset af situationen med omdømmeeffekter, hvor et familiemedlem er medlem af fondsbestyrelsen, og hvor der ikke er et familiemedlem i fondsbestyrelsen. Vi vurderer udelukkende de scenarier, hvor et fondsbestyrelsesmedlem er medlem af et eller flere ledelsesorganer eller ingen ledelsesorganer. Vi vil derfor ikke behandle situationen, hvor et familiemedlem, der er medlem af fondsbestyrelsen, er repræsenteret i selskabets ledelsesorganer, da dette er sammenligneligt med scenarierne gennemgået under familieejerskab.

7.3.1.1 Et fondsbestyrelsesmedlem er hverken medlem af direktion eller det øverste ledelsesorgan

I det tilfælde, hvor fondsbestyrelsen ikke ønsker at være repræsenteret i selskabets ledelse, kan kontrolbehovet varetages både gennem tilsynsrådet og bestyrelsen. I den situation, hvor der er et eller flere familiemedlemmer i fondsbestyrelsen, kan man argumentere for, at fondsbestyrelsen som helhed bliver mere risikoavers, hvorved kontrolbehovet er større, end når familien ikke er repræsenteret i fondsbestyrelsen. Rationalerne vedrørende dominerende ejerskab vil gøre sig gældende, når et familiemedlem er medlem af fondsbestyrelsen, da familien er interesseret i at få sine særinteresser gjort gældende i selskabet. Da familien ikke er repræsenteret i selskabets ledelsesorganer, vil rationalerne vedrørende familieeje ikke gøre sig gældende i dette scenarie.

Fonden har den bestemmende indflydelse i selskabet, hvorfor fondsbestyrelsen vil have stor indflydelse på, hvilke medlemmer der vælges til det øverste ledelsesorgan i selskabet. Hvis selskabet har en bestyrelse, vil disse medlemmer umiddelbart have et større indblik i selskabet end medlemmer i et tilsynsråd, hvorved bestyrelsen bedre vil kunne kontrollere, at direktionen handler i ejernes interesser og ikke opportunistisk. Understøttende for, at en bestyrelse vil være at foretrække, er, at ledelsesbeføjelserne er opdelt på to ledelsesorganer. Ved et tilsynsråd er alle ledelsesbeføjelserne samlet i et ledelsesorgan, hvorved risikoen for, at direktionen udelukkende

handler i egen interesse, er større, end hvis ledelsesbeføjelserne er opdelt på flere ledelsesorganer.

Hvis der ikke er familiemedlemmer i fondsbestyrelsen, vil omdømmeeffekter få fondsbestyrelsen til at handle i familiens interesse. Det kan dog diskuteres, om de vil varetage familiens interesser i samme grad, som hvis der er familiemedlemmer i fondsbestyrelsen. I denne situation kan det diskuteres, hvorvidt fondsbestyrelsen er indifferent mellem et tilsynsråd og en bestyrelse, da kontrolbehovet opfyldes i begge ledelsesorganer, og fondsbestyrelsen ikke er ejere, og derved ikke personligt bærer risikoen. Fondsbestyrelsen har i denne situation ikke nødvendigvis det samme behov for risikospredning i forhold til håndteringen af ledelsesbeføjelserne, hvorfor der kan argumenteres for, at et tilsynsråd vil være en løsning på lige fod med en bestyrelse.

I forhold til de gennemgåede anbefalinger, er der ikke noget, der direkte kan begrænse en fonds varetagelse af dens særinteresser. Anbefalingen om det øverste ledelsesorgans uafhængighed kan dog have en indvirkning, når der udpeges medlemmer til det øverste ledelsesorgan. Når man har at gøre med en familiefond, er der stor sandsynlighed for, at der vælges ledelsesmedlemmer, som kan varetage familiens interesser. Hvorvidt der er familiemedlemmer i fondsbestyrelsen, vil få en betydning i vurderingen af det materielle indhold af uafhængighedskriteriet. Når et ledelsesmedlem er valgt af fondsbestyrelsen, hvor familien direkte er repræsenteret, er der en større formodning for, at medlemmet af det øverste ledelsesorgan vil handle i fondens og dermed familiens interesser. Ledelsesmedlemmet vil på denne materielle baggrund ikke kunne anses for værende uafhængig.

Særligt i det tilfælde, hvor fondsbestyrelsens medlemmer ikke er repræsenterede i selskabets ledelsesorganer, vil anbefalingernes punkt 4.1. og 4.3. være med til at sikre, at ledelsens funktioner og opgaver varetages på bedst mulig måde, da disse anbefalinger præciserer selskabslovens bestemmelser herom.

7.3.1.2 Et fondsbestyrelsesmedlem er medlem af direktionen

Når et fondsbestyrelsesmedlem er medlem af selskabets direktion, vil fondsbestyrelsens kontrolbehov mindskes, hvis medlemmet er påvirket af omdømmeeffekter, og derved varetager

fondens interesser. Scenariet minder derfor som udgangspunkt om scenariet med en dominerende ejer som medlem af direktionen. Forskellen mellem de to ejerskabsstrukturer ligger først og fremmest i, at fonden har en højere kapital- og stemmeandel end en dominerende ejer har. Det betyder, at fonden enerådigt vil kunne vælge om selskabet skal have en bestyrelse eller et tilsynsråd, hvilket ikke nødvendigvis er tilfældet ved dominerende ejerskab. Det der desuden adskiller de to scenarier er, at den dominerende ejer handler i egen interesse og for egen risiko. Et fondsbestyrelsesmedlem handler hverken i egen interesse eller for egen risiko i kraft af, at fondsbestyrelsesmedlemmet ikke er ejer i selskabet. På trods af omdømmeeffekter er der derfor en risiko for, at fondsbestyrelsesmedlemmet vil forfølge egne interesser, hvis det kan betale sig. Denne risiko kan være større, når familien ikke er repræsenteret i fondsbestyrelsen, da fondsbestyrelsen i dette tilfælde ikke i samme grad vil identificere sig med familien. Således er kontrolbehovet større end i scenariet med en dominerende ejer.

Da der er en risiko for, at direktøren handler opportunistisk, vil det være en fordel for fondsbestyrelsen, at selskabet har en bestyrelse. Grunden til dette er, at hvis selskabet har et tilsynsråd, skal direktionen varetage samtlige ledelsesbeføjelserne, hvorved det er nemmere at gennemføre opportunistiske handlinger. En bestyrelse vil bedre kunne kontrollere en opportunistisk direktion, da bestyrelsen udsteder retningslinjer for direktionen, og er tættere på at kunne kontrollere, at disse overholdes. Dette vil desuden være i de øvrige ejeres interesse.

Når et fondsbestyrelsesmedlem er medlem af selskabets direktion vil det især være anbefalingernes punkt 4.3. om information fra direktion til det øverste ledelsesorgan, der vil kunne være med til at forbedre det øverste ledelsesorgans varetagelse af kontrolfunktionen. Denne kontrol er særlig vigtig, da fondsbestyrelsesmedlemmet ikke nødvendigvis har incitament til at handle i fondens interesser.

7.3.1.3 Et fondsbestyrelsesmedlem er medlem af det øverste ledelsesorgan

Vælger fondsbestyrelsen at lade sig repræsentere i selskabets øverste ledelsesorgan, vil det være en fordel, at selskabet har en bestyrelse, da fonden herigennem kan øve indflydelse på ledelsen af selskabet. Det er samme argumentation, der gør sig gældende som i scenariet, hvor en dominerende ejer er medlem af det øverste ledelsesorgan, men der vil være en risiko for, at

fondsbestyrelsesmedlemmet også forfølger egne interesser. Omdømmeeffekterne er dog med til at begrænse denne ulempe.

Hvis et fondsbestyrelsesmedlem i selskabets bestyrelse påvirker ledelsen af selskabet i retning af fondens særinteresser, vil et tilsynsråd være at foretrække for de øvrige ejere i selskabet, da fonden herigennem ikke i samme grad vil kunne gennemføre fondens særinteresser.

Da omdømmeeffekter med stor sandsynlighed vil få fondsbestyrelsesmedlemmet til at handle i fondens interesser, vil fondsbestyrelsesmedlemmet ikke kunne anses for værende uafhængig i forhold til kravet i anbefalingernes punkt 5.4.1. om ikke at repræsentere en kontrollerende ejers interesser.

7.3.1.4 Et fondsbestyrelsesmedlem er medlem af begge ledelsesorganer

I dette scenarie er der både mulighed for at have et fondsbestyrelsesmedlem i direktionen og henholdsvis bestyrelsen og tilsynsrådet. I tilsynsrådet kan dette dog kun ske så længe, der ikke er tale om samme fondsbestyrelsesmedlem, da dette vil være i strid med selskabslovens forbud mod personsammenfald. Fondsbestyrelsesmedlemmet i selskabets øverste ledelsesorgan vil med stor sandsynlighed have tillid til fondsbestyrelsesmedlemmet i direktionen, på grund af deres relation i fondsbestyrelsen. I dette tilfælde vil omdømmeeffekten spille ind, hvorved kontrolbehovet mindskes. Dette taler for en bestyrelse, da fondsbestyrelsesmedlemmet i et tilsynsråd vil være overflødigt, når det skal føre kontrol med en person, fondsbestyrelsesmedlemmet har tillid til. En bestyrelse har udover kontrolfunktionen andre funktioner, hvorved fondsbestyrelsen kan øve indflydelse på den overordnede, strategiske ledelse i selskabet.

For de øvrige ejere i selskabet vil en bestyrelse umiddelbart også være at foretrække, da ledelsesbeføjelserne herved er adskilt på to ledelsesorganer. Havde selskabet haft et tilsynsråd ville alle ledelsesbeføjelser være hos direktionen og derved et fondsbestyrelsesmedlem, der med god sandsynlighed ville forfølge fondens særinteresser eller handle opportunistisk.

Når fondsbestyrelsen er repræsenteret i begge ledelsesorganer vil det være vigtigt for de øvrige ejere i selskabet, at de gennemgåede anbefalinger følges, men da fonden i dette scenarie har stor

indflydelse, vil det være svært at få indført, hvis det ikke er i fondens interesse. Det kan dog tænkes, at fonden er interesseret i, at anbefalingernes punkt 4.1. og 4.3. følges, da disse kan være med til at understøtte varetagelsen af ledelsens funktioner og opgaver.

7.3.2 Sammenfatning

Fondsejerskab adskiller sig fra de øvrige ejerskabsstrukturer ved være selvejende. Fondsbestyrelsen varetager fondens interesser, men da fondsbestyrelsesmedlemmerne ikke er ejere, har de hverken et personligt behov for kontrol eller risikospredning i forhold til ledelsesbeføjelserne. Dette påvirkes dog af antagelsen om, at fondskonstruktionen er skabt for at bevare ejerskab i stifterfamilien, hvorved fondsbestyrelsesmedlemmerne påvirkes af omdømmeeffekter i forhold familien. Således kan fondsbestyrelsesmedlemmerne få incitament til at kontrollere selskabets ledelse.

Bestyrelsen vil også ved fondsejerskab være at foretrække, da bestyrelsen umiddelbart har et større indblik i selskabet end tilsynsrådet, hvorved bestyrelsen bedre vil kunne kontrollere, at direktionen handler i ejernes interesser og ikke opportunistisk. På trods af omdømmeeffekter har fondsbestyrelsesmedlemmerne ikke en personlig risiko forbundet med varetagelsen af ledelsen i selskabet. Dette kan tale for, at fondsbestyrelsen er indifferent mellem en bestyrelse og et tilsynsråd, da kontrolfunktionen varetages i begge ledelsesorganer.

Anbefalingernes punkt 4.1. og 4.3. kan med fordel følges ved fondsejerskab, da disse kan være med til at understøtte varetagelsen af ledelsens funktioner og opgaver. Omdømmeeffekter kan være medvirkende til, at det øverste ledelsesorgan ikke kan anses for værende uafhængigt i forhold til anbefalingernes punkt 5.4.1., når et fondsbestyrelsesmedlem er medlem af selskabets øverste ledelsesorgan.

7.4 Udenlandsk ejerskab

Ved udenlandsk ejerskab¹⁶⁸ er ejerne – moderselskabet – ofte fysisk langt fra selskabet og ejernes interesser skal derved udøves på lang afstand, hvilket umiddelbart giver udenlandsk

¹⁶⁸ Udenlandsk ejerskab er karakteriseret ved et datterselskab af udenlandsk moderselskab.

ejerskab en ulempe i forhold til de selskaber, hvor ejerne har hjemsted i Danmark¹⁶⁹. Denne ulempe kan dog opvejes ved, at ejerne har et nøje kendskab til den branche, selskabet agerer i. Desuden er der fuldt incitament til at kontrollere ledelsen i datterselskabet, da moderselskabet har hele residualkravet i et helejet datterselskab. Moderselskabet kan træffe alle overordnede beslutninger i selskabet og har mulighed for at iværksætte dem hurtigt¹⁷⁰.

7.4.1 Udenlandsk ejerskab, ledelsesmodellerne og anbefalingerne

Ved denne ejerskabsstruktur, antager vi at selskabet er 100 % ejet af en udenlandsk koncern, da scenarierne ellers vil blive sammenlignelige med dominerende ejerskab. Ved udenlandsk ejerskab er ejeren en juridisk person og ud fra vores antagelse, er der således ikke øvrige ejere at tage hensyn til. På baggrund af dette opstiller vi scenarierne anderledes end ved gennemgangen af de tre øvrige ejerskabsstrukturer. Det synes ikke sandsynligt, at moderselskabets øverste ledelsesorgan er repræsenteret i direktionen i det danske datterselskab, hvorfor vi kun vil gennemgå scenarierne, hvor et eller flere af medlemmerne i moderselskabets øverste ledelsesorgan enten er repræsenterede i datterselskabets øverste ledelsesorgan eller hvor de ikke er repræsenterede i datterselskabets ledelse.

7.4.1.1 Moderselskabet er hverken repræsenteret i direktionen eller øverste ledelsesorgan

I en koncern træffes de overordnede retningslinjer ofte på koncernniveau. Moderselskabet vil således primært have behov for, at der føres tilsyn med, at den daglige ledelse driver selskabet i overensstemmelse med koncernens retningslinjer, hvorfor et tilsynsråd umiddelbart kan være at foretrække i det danske led i koncernen. Da ejerne er langt væk fra selskabet¹⁷¹, kan det desuden være en fordel, at der er uafhængighed mellem ledelsesorganerne i datterselskabet således, at direktionen ikke kan påvirke udførelsen af kontrolfunktionen. Det kan dog alligevel være en fordel med en bestyrelse, da direktionen, gennem varetagelsen af samtlige ledelsesbeføjelser, kan få for meget magt, hvis selskabet har et tilsynsråd. Der kan argumenteres for, at der ikke er

¹⁶⁹ Bjørn og Hovard (2001), s. 16

¹⁷⁰ Bjørn og Hovard (2001), s. 23

¹⁷¹ Her tænkes først og fremmest på den geografiske afstand, men også på forskelle i lovgivning, kultur, markedsforhold, sprog mv.

behov for at have en bestyrelse, der, udover at føre tilsyn med direktionen, også har til opgave at træffe de overordnede, strategiske beslutninger i selskabet. Dette skyldes, at denne funktion overordnet bliver varetaget på koncernniveau, hvorved funktionen i den danske bestyrelse delvist overflødiggøres. Omvendt kan der argumenteres for, at bestyrelsen bedre vil kunne varetage kontrolfunktionen, da den vil have en bedre information om den daglige ledelse af selskabet, end tilsynsrådet vil have.

Da der ikke entydigt kan gives et svar på, hvilken ledelsesmodel, der vil være mest fordelagtigt for et udenlandsk ejet selskab, kan moderselskabet med fordel vælge den ledelsesmodel, der er mest sammenlignelig med moderselskabets. Dette kan være en fordel, hvis man inden for koncernen ønsker en vis ensartethed på tværs af landegrænserne.

Hvis moderselskabet eksempelvis har hjemsted i Tyskland¹⁷², kan det være en fordel at ændre ledelsesmodel til et tilsynsråd, for det danske led i en koncern. Den umiddelbare fordel kan dog svækkes af, at reglerne for det danske tilsynsråd er mere rigide end i Tyskland. I Tyskland er kravene til tilsynsrådets beføjelser blødt op ved, at man har anerkendt, at et tilsynsråd kan godkende større beslutninger i selskabet. I Danmark derimod, er der ikke denne mulighed for, at tilsynsrådet kan bemyndiges til at skulle godkende beslutninger af større karakter, da tilsynsrådet udelukkende har en kontrolfunktion. Denne forskel medvirker til, at det ikke vil ensrette ledelsesstrukturen, da tilsynsrådet ikke har de samme funktioner i Danmark som i Tyskland.

Ønsker moderselskabet i Tyskland, at strukturere ledelsen i den danske del af koncernen som moderselskabets, kan selskabet med fordel beholde bestyrelsen som det øverste ledelsesorgan, da der er en større aftalefrihed i en bestyrelse end i et tilsynsråd. Hvis ejerne ønsker uafhængighed mellem bestyrelsen og direktionen eller ønsker at opstille specifikke krav for bestyrelsesarbejdet, kan dette skrives ind i vedtægterne. I et tilsynsråd er selskabet derimod mere begrænset af de rammer, der er opstillet i loven. Fordelen ved uafhængighed mellem direktionen og tilsynsrådet, kan således skabes i en bestyrelse, mens bestyrelsens fordel ved at være tættere på selskabet i kraft af bestyrelsens funktioner ikke kan skabes ved et tilsynsråd.

¹⁷² Tyskland og Holland er de lande efter Sverige, der ejer flest selskaber i Danmark, jf. Bjørn og Hovard (2001), s. 15

I og med at moderselskabet er langt fra selskabets ledelse, kan overholdelse af anbefalingernes punkt 4.1. være med til at sikre moderselskabet, at kontrollen i selskabet udføres optimalt. Særligt i forhold til varetagelsen af kontrolfunktionen, vil punkt 4.1.3. og 4.3.1. kunne afhjælpe moral hazard hos selskabets øverste ledelsesorgan i forhold til moderselskabet.

7.4.1.2 Moderselskabet er repræsenteret i det øverste ledelsesorgan

Ønsker moderselskabet at være repræsenteret i det danske datterselskabs øverste ledelsesorgan, vil det være fordelagtigt, hvis datterselskabet har en bestyrelse, da en bestyrelse er nærmere til at kunne kontrollere den daglige ledelse i og med, at informationsasymmetrien er mindre, end tilfældet er ved et tilsynsråd. En yderligere fordel ved bestyrelsen er, at repræsentanten for moderselskabet kan være med til at sikre, at moderselskabets retningslinjer følges i varetagelsen af den overordnede, strategiske ledelse. Den samme kontrol kan varetages, hvis moderselskabets repræsentant er medlem af tilsynsrådet, men ved en bestyrelse kan repræsentanten øve indflydelse ex ante udførelsen af den overordnede ledelse. I tilsynsrådet vil repræsentanten ikke have mulighed for at gribe ind i udførelsen, men alene føre kontrol ex post beslutningernes vedtagelse.

Der kan dog være et problem i forhold til, at moderselskabets repræsentant ikke er ejer og derved ikke aflønnes af residualen. Repræsentanten har således ikke en personlig risiko forbundet med udførelsen af ledelsen og derved ikke et incitament til at kontrollere ledelsen. Der består således et principal-agentproblem mellem moderselskabet og repræsentanten, og denne kan derfor vælge at handle opportunistisk. Det er således ikke en ubetinget fordel at have en repræsentant i selskabets øverste ledelsesorgan, men på den anden side vil adverse selection være væsentligt mindsket, da moderselskabet kender til repræsentanten. Omdømmeeffekter kan dog være med til at mindske risikoen for, at repræsentanten handler opportunistisk.

I selskaber ejet af et udenlandsk moderselskab, vil anbefalingernes punkt 5.4.1. om det øverste ledelsesorgans uafhængighed ikke have samme betydning, som ved de øvrige ejerskabsstrukturer, da der ikke er andre ejere i selskabet end moderselskabet. Eksempelvis vil kravet om, at ledelsesmedlemmerne ikke må varetage en kontrollerende ejers interesser ikke have betydning, da selskabet har til formål at varetage moderselskabets interesser. I forhold til anbefalingens øvrige krav bliver det alene moderselskabets vurdering, hvorvidt disse skal

overholdes. Vælger moderselskabet ikke at overholde kravene om uafhængighed, kan det dog få betydning for selskabets interesser¹⁷³.

7.4.2 Sammenfatning

Når et selskab ejes 100 % af et udenlandsk moderselskab, vil selskabet være underlagt nogle overordnede retningslinjer fra moderselskabet, hvilket umiddelbart taler for et tilsynsråd. Omvendt er en bestyrelse fordelagtig, da der gennem vedtægterne er mulighed for større aftalefrihed. Gennem selskabets vedtægter kan moderselskabet ensrette selskabets ledelsesmodel i forhold til moderselskabets. Desuden er der ved bestyrelsen mindre asymmetrisk information, hvilket taler for, at bestyrelsen kan varetage kontrolfunktionen på et mere oplyst grundlag end tilsynsrådet.

Anbefalingernes punkt 4.1. kan være med til at sikre moderselskabet, at kontrollen i selskabet udføres optimalt, hvilket er en fordel, da moderselskabet befinder sig langt fra selskabets ledelse. Særligt punkt 4.1.3. og 4.3.1. vil kunne afhjælpe moral hazard hos selskabets øverste ledelsesorgan i forhold til moderselskabet. Punkt 5.4.1. om det øverste ledelsesorgans uafhængighed vil ikke have samme betydning ved udenlandsk ejerskab, som ved de øvrige ejerskabsstrukturer, da der ikke er andre ejere i selskabet end moderselskabet.

¹⁷³ Dette behandles ikke yderligere på grund af afhandlingens synsvinkel.

8. Valg af ledelsesmodel

Vi har i afhandlingens foregående kapitler analyseret os frem til forskellene på de danske ledelsesmodeller samt deres individuelle fordele og ulemper. Ved det frie valg af ledelsesmodeller har ejerne således fået mulighed for at vælge den ledelsesmodel, der passer bedst til selskabets karakteristika, og er mest efficient for selskabet. Vi vil i det følgende kapitel finde frem til, hvilken ledelsesmodel der er efficient for de enkelte typer ejerskabsstrukturer, og herefter vurdere hvilke fordele og ulemper, der er ved at skifte ledelsesmodel, og hvorvidt disse kan påvirke selskabets endelige valg. Afslutningsvis vil vi analysere, om anbefalingerne kan påvirke dette valg og i den forbindelse om det gør en forskel, at de børsnoterede selskaber er underlagt 'følg eller forklar'-princippet.

8.1 Den efficiente ledelsesmodel

I kapitel 6 har vi fundet frem til, at en fordel ved bestyrelsen er, at den gennem varetagelsen af den overordnede, strategiske ledelse, og ved at et direktionsmedlem er medlem af bestyrelsen, kan opnå et indgående kendskab til selskabet. Herved mindskes den asymmetriske information mellem bestyrelsen og direktionen. Ulempen ved, at bestyrelsen har flere funktioner, og at direktionsmedlemmer kan være medlem af bestyrelsen, er dog, at dette kan påvirke udførelsen af kontrollen af direktionen negativt. Tilsynsrådet har den fordel, at kontrolfunktionen er dets eneste funktion, hvorved det bør kunne varetage kontrolfunktionen optimalt set i forhold til bestyrelsen, som har flere funktioner. Derudover er der fuldstændig uafhængighed mellem ledelsesorganerne på grund af forbuddet mod personsammenfald. Ulempen ved den fuldstændige adskillelse mellem tilsynsrådet og direktionen samt det, at tilsynsrådet kun har en kontrolfunktion, er, at informationsasymmetrien mellem tilsynsrådet og direktionen er stor.

På baggrund af de opstillede scenarier i kapitel 7 fandt vi frem til, at en bestyrelse vil være at foretrække i størstedelen af tilfældene. I det enkelte selskab vil vurderingen af, hvorvidt selskabet skal have en bestyrelse eller tilsynsråd, dog være afhængig af kontrolbehovet samt informationsflowet ledelsesorganer imellem kontra behovet for uafhængighed ledelsesorganer imellem.

I det følgende vil vi ved hjælp af spilteori opstille et beslutningstræ i forhold til hver af de udvalgte ejerskabsstrukturer for på baggrund af konklusionerne i kapitel 6 og 7 at finde frem til, hvilken ledelsesmodel der er mest efficient, og dermed om bestyrelsen eller tilsynsrådet er bedst som Governance-mekanisme. Ved hver ejerskabsstruktur fremhæver vi det scenarie, vi synes mest realistisk. Vi anvender en Kaldor-Hicks efficiensbetragtning, hvilket vil sige, hvor det samlede pay-off er maksimeret og situationen således er efficient. Vi opstiller dynamiske spil¹⁷⁴ med perfekt information¹⁷⁵, hvor spiller 1 vælger mellem bestyrelse og tilsynsråd og spiller 2 på baggrund af spiller 1's handling vælger højt eller lavt kontrolniveau. Spillene og deres pay-offs er opstillede på baggrund af diskussionerne og konklusionerne i kapitel 6 og 7, og vi har forsøgt at afveje fordele og ulemper således, at de givne pay-offs signalerer disse.

8.1.1 Dominerede ejerskab

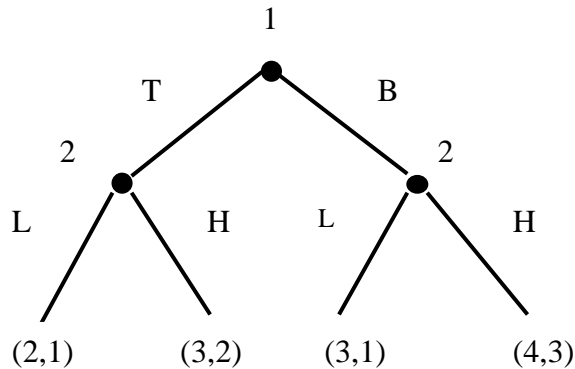
Ved dominerende ejerskab har den dominerende ejer incitament til at kontrollere den daglige ledelse, hvilket minoritetsaktionærerne kan free ride på. Vi ser det mest realistisk, at den dominerende ejer enten er medlem af det øverste ledelsesorgan eller slet ikke er medlem af ledelsen, men da udfaldet af spillene ville være sammenlignelige, vælger vi at opstille spillet for scenariet, hvor den dominerende ejer ikke er medlem af det øverste ledelsesorgan.

I scenariet, hvor den dominerende ejer ikke selv er medlem af selskabets ledelsesorganer, vil denne foretrække en bestyrelse, da der er en formodning for, at en bestyrelse vil være bedre informeret omkring selskabet i kraft af dens funktion, og derved bedre vil kunne varetage kontrolfunktionen. Hvis spiller 1 er den dominerende ejer, vil denne således vælge B for bestyrelse i beslutningstræet, da spiller 1 ved dette valg kan maksimere sit pay-off. Hvis spiller 1 vælger B, vil spiller 2 vælge H for højt kontrolniveau, da dette valg giver spiller 2 det største pay-off. Udfaldet er Nash-ligevægten og bliver derfor en bestyrelse med højt kontrolniveau. Dette udfald er desuden Kaldor-Hicks efficient, da spillernes samlede pay-off er maksimeret ved $4 + 3 = 7$. Spillernes individuelle pay-off er ligeledes maksimeret i denne situation og en bestyrelse med et højt kontrolniveau kan betegnes som en dominerende strategi for begge

¹⁷⁴ Et dynamisk spil anvendes, når rækkefølgen i spillet har en betydning.

¹⁷⁵ Alle spillere kender de foregående spilleres handlinger.

spillere, da spillerne ville vælge dette uanset den anden spillers strategi. En bestyrelse med et højt kontrolniveau er således mest efficient ved dominerende ejerskab.



Figur 6

Kilde: Egen tilvirkning

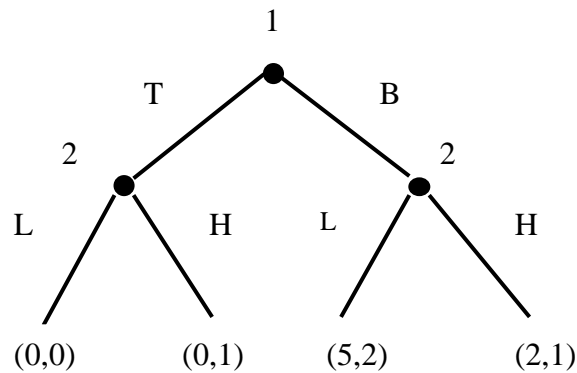
Ved et tilsynsråd vil der være større asymmetrisk information end ved en bestyrelse, hvilket som udgangspunkt taler for, at bestyrelsen er bedre til at varetage kontrolfunktionen. Derfor er $T,L < B,L$ og $T,H < B,H$. Den dominerende ejer har dog et behov for et højt kontrolniveau, da denne er risikoavers, hvorfor et tilsynsråd med højt kontrolniveau er bedre end en bestyrelse med lavt kontrolniveau, således er $T,H > B,L$.

8.1.2 Familieejt selskab

Karakteristisk for de familieejede selskaber er, at et eller flere familiemedlemmer ofte er medlem af ledelsen. Vi foretager en efficiensbetragtning på baggrund af scenariet, hvor familien både er repræsenteret i direktionen og i det øverste ledelsesorgan, da dette ofte er tilfældet i danske familieejede selskaber¹⁷⁶. Ved at familien er repræsenteret i begge ledelsesorganer ved familiemedlemmer, har familien en større sikkerhed for at dennes interesser varetages, grundet tilstedeværelse af altruisme. Dette eliminerer en del af familiens behov for kontrol af direktionen. Kendetegnet for et familieejt selskab er således, at der ofte ikke er en uafhængig bestyrelse, hvilket både kan vise sig i forhold til særinteresser, men også i forhold til personsammenfald. De familieejede selskaber vægter således ikke uafhængighed mellem ledelsesorganerne, hvorfor

¹⁷⁶ Bennedsen, Nielsen, Pérez-González and Wolfenzon (2005), s. 2

familien som spiller 1 vil vælge B i beslutningstræet. Spiller 2 vil i denne situation vælge lavt kontrolniveau, da dette er Kaldor-Hicks efficient og det samlede pay-off er således $5 + 2 = 7$. Den efficiente ledelsesmodel for et familieejet selskab er derved en bestyrelse med lavt kontrolniveau.



Figur 7

Kilde: Egen tilvirkning

Når familiemedlemmer er med i ledelsen, vil et tilsynsråd som Governance-mekanismen ikke have den tiltænkte virkning, da familien som ejer vil forhindre tilsynsrådet i at afsætte direktionen, hvorved tilsynsrådet eneste reelle mulighed for at disciplinere direktionen elimineres. Derved bliver tilsynsrådet som kontrolorgan overflødig i familieejede selskaber. Dette er i beslutningstræet illustreret ved T,L og T,H. På grund af altruisme er familiens kontrolbehov lavt, hvorfor $B,L > B,H$. B,H har et lavt pay-off, grundet unødvendige omkostninger forbundet med højt kontrolniveau.

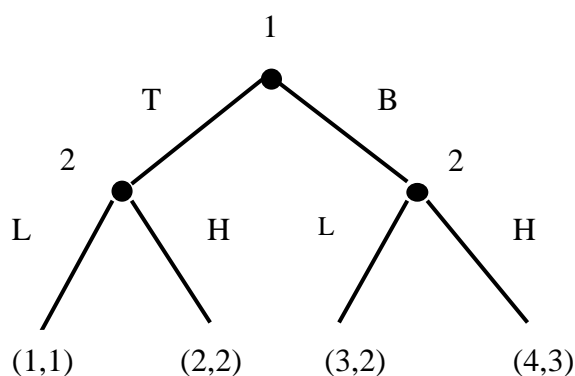
8.1.3 Fondsejet selskab

Da en fond er selvejende, er der ikke hos fonden som ejer et økonomisk incitament til at kontrollere, at ledelsen i selskabet handler ud fra et profitmaksimeringsperspektiv, og fondsbestyrelsen vil derfor i teorien handle i egne interesser, når dette betaler sig¹⁷⁷. Omdømmeeffekter hos både fondsbestyrelsen og selskabets øverste ledelsesorgan vil dog kunne give incitamenter til at kontrollere ledelsen i selskabet. Vi vælger at opstille et beslutningstræ i

¹⁷⁷ Rose (2003), s. 5

forhold til scenariet, hvor et fondsbestyrelsesmedlem er medlem af selskabets øverste ledelsesorgan, da mange fonde er skabt for, at familien kan bevare indflydelsen i selskabet. Grundet denne fondskonstruktion går vi ud fra, at et familiemedlem ofte vil være medlem af fondsbestyrelsen samt det øverste ledelsesorgan i selskabet.

Ud fra scenariet, hvor fondsbestyrelsen er repræsenteret i selskabets øverste ledelsesorgan, vil det være en fordel, at selskabet har en bestyrelse, da fonden herigennem kan øve indflydelse på ledelsen af selskabet. Hvis fonden er spiller 1 vil denne vælge B, da spiller 1's mulige pay-off er større ved at vælge B, end hvis spiller 1 valgte T. Når spiller 1 har valgt B, vælger spiller 2 H. Den efficiente ledelsesmodel for et fondsejet selskab er således en bestyrelse med højt kontrolniveau, da det samlede pay-off er maksimeret i dette punkt, $4 + 3 = 7$.



Figur 8

Kilde: Egen tilvirkning

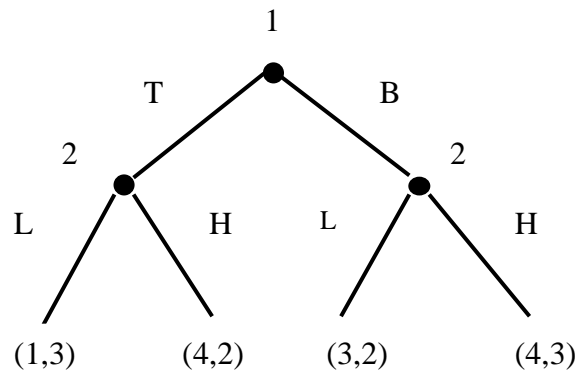
Pay-off ved en bestyrelse er højere end ved et tilsynsråd, da fondsbestyrelsen i selskabets bestyrelse kan gøre sin indflydelse gældende. På grund af omdømmeeffekter bliver fondsbestyrelsen risikoavers, hvorfor højt kontrolniveau er bedre end lavt kontrolniveau, $B,H > B,L$ og $T,H > T,L$. Dog vil en bestyrelse med lavt kontrolniveau være bedre end et tilsynsråd med højt kontrolniveau, $B,L > T,H$.

8.1.4 Udenlandsk ejerskab

Ved udenlandsk ejerskab er kontrolbehovet stort, da ejeren er risikoavers. Ejeren er ofte fysisk langt fra selskabet, hvilket kan give et behov for, at der er uafhængighed mellem

ledelsesorganerne, så kontrollen kan optimeres. På denne baggrund har vi valgt at opstille et beslutningstræ i forhold til scenariet, hvor moderselskabet ikke er repræsenteret i selskabets øverste ledelsesorgan.

I udfaldet med højt kontrolniveau i både en bestyrelse og et tilsynsråd vil spiller 1 få et pay-off på 4, og spiller 1 er derfor nødt til at overveje spiller 2's mulige strategier for at beslutte sig for sin egen strategi. Vælger spiller 1 T, vil spiller 2 vælge L, hvorved spiller 1's pay-off ved at vælge T vil være 1 og ikke 4. Da spiller 1's valg er afhængigt af spiller 2's strategi vil spiller 1 vælge B, da han derved opnår det højeste pay-off. Spiller 2 vil derefter vælge H. Ved udenlandsk ejerskab er en bestyrelse med højt kontrolniveau således mest efficient.



Figur 9

Kilde: Egen tilvirkning

Moderselskabet er interesseret i et højt kontrolniveau, hvorfor $T,H > T,L$ og $B,H > B,L$ og $T,H > B,L$. Derudover ønsker moderselskabet uafhængighed mellem ledelsesorganerne, hvilket umiddelbart taler for et tilsynsråd. Uafhængigheden kan dog skabes i en bestyrelse, da der er større fleksibilitet i bestyrelsens struktur, hvorfor $B,H > T,H$.

8.1.5 Diskussion og sammenfatning

Set ud fra en efficiensbetragtning samt de store danske selskabers karakteristika har vi ud fra de opstillede spil vist, at en bestyrelse er at foretrække ved samtlige udvalgte ejerskabsstrukturer.

Ens for de fire udvalgte ejerskabsstrukturer er, at de alle har en majoritetsaktionær, hvorfor der er et stort behov for kontrol. En bestyrelse med højt kontrolniveau er således efficient ved disse ejerskabsstrukturer. En afvigelse fra dette vedrører de familieejede selskaber, hvor et familiemedlem er medlem af direktionen. I denne situation påvirker altruisme kontrolbehovet, da direktionen og ejernes interesser bliver delvist sammenfaldende, hvorfor en bestyrelse med lavt kontrolniveau er efficient.

Forud for afhandlingens start havde vi en hypotese om, at tilsynsrådet ville afhjælpe principal-agentproblemet, og at tilsynsrådet kunne være en fordelagtig Governance-mekanisme. Dette særligt i forhold til sager som eksempelvis IT Factory. Vores analyser har dog vist, at en bestyrelse er bedre som Governance-mekanisme, da kontrolfunktionen er afhængig af informationsflowet mellem ledelsesorganerne, og da kontrollen alene har værdi, såfremt det øverste ledelsesorgan har mulighed for at gribe ind over for direktionen.

I dansk erhvervsliv er udgangspunktet, at parterne har tillid til hinanden, da man i Danmark er uskyldig til det modsatte er bevist¹⁷⁸. Hertil kan man på den ene side sige, at hvis tilliden misbruges, som tilfældet var i IT Factory, vil tilsynsrådet være en fordel. På den anden side vil ingen selskaber vælge et tilsynsråd grundet denne tillid. Da vi har vist, at den mest efficiente ledelsesmodel er bestyrelsen med et højt kontrolniveau, kan det betyde, at danske bestyrelser i højere grad bør basere sine beslutninger på baggrund af kontrol og i mindre grad på tillid.

8.2 Skift af ledelsesmodel

Vi er kommet frem til, at en bestyrelse er at foretrække i de fleste af vores opstillede scenarier, på trods af de forskellige karakteristika ved de udvalgte ejerskabsstrukturer. Teoretisk set indikerer dette, at de danske selskaber ikke vil benytte sig af muligheden, for at ændre deres øverste ledelsesorgan til et tilsynsråd. Praksis viser dog, at tendenserne i Frankrig og Italien er, at få selskaber har benyttet sig af muligheden for at skifte ledelsesmodel. I både Frankrig og Italien har det særligt været de børsnoterede udenlandsk ejede selskaber, der har ændret deres ledelsesmodel til at være tostrengt¹⁷⁹. På denne baggrund er der en formodning for, at nogle

¹⁷⁸ Rose (2009)

¹⁷⁹ Ghezzi og Malberti (2008), s. 42 og Hopt og Leyens (2004), s. 16

danske selskaber, hovedsageligt selskaber med udenlandsk ejerskab, vil ændre deres øverste ledelsesorgan til et tilsynsråd. I dette afsnit vil vi derfor analysere, hvilke fordele og ulemper der er forbundet med skift af ledelsesmodel, og om reglerne om medarbejderrepræsentation kan have en indflydelse på dette valg. Vi ser således udelukkende på de selskaber, som har vurderet det fordelagtigt at skifte ledelsesmodel.

En ulempe for selskaber, der ønsker at skifte ledelsesmodel, er, at der ikke er danske erfaringer med at have et tilsynsråd. Det kan derfor være svært at forudsige, hvilke konkrete fordele og ulemper skiftet kan medføre for selskabet. De umiddelbare fordele kan vise sig ikke at være fordelagtige, men det vil først vise sig, efter skiftet er foretaget. En anden ulempe er således, at selskabet ikke ex ante vil kunne forudsige de omkostninger, der er forbundet med skiftet. En umiddelbar løsning på disse ulemper er at drage konklusioner fra andre landes erfaringer med et tilsynsråd. Dette er dog langt fra den optimale løsning, da de danske regler for et tilsynsråd ikke er direkte sammenlignelige med andre landes regler¹⁸⁰. Dertil vil de enkelte landes traditioner og kulturelle forskelle også være medvirkende til, at man ikke umiddelbart vil kunne overføre andre landes erfaringer med et tilsynsråd.

Disse ulemper kan medføre, at selskaberne venter med at skifte ledelsesmodel, til andre selskaber har foretaget skiftet til et tilsynsråd. Således kan selskaberne basere beslutningen om at skifte ledelsesmodel på andre selskabers erfaringer med skiftet. Det kan dog medføre det dilemma, at alle der ønsker at skifte ledelsesmodel venter indtil andre har skiftet for at kunne drage nytte af deres erfaringer. Hvis alle selskaber venter på, at andre selskaber skifter først, vil det ende i en deadlock¹⁸¹ situation, hvor ingen selskaber skifter ledelsesmodel. Denne situation kan sammenlignes med prisoner's dilemma, da alle ender i den situation, der er mindst fordelagtig for dem selv¹⁸². Dette kan illustreres i følgende matrix:

¹⁸⁰ Her tænkes på Tyskland, Holland, Frankrig og Italien.

¹⁸¹ Deadlock er en situation, hvor to eller flere konkurrerende handlinger venter på, at den anden er færdig, således at handlingerne aldrig bliver effektueret.

¹⁸² Ghezzi and Malberti (2008), s. 25-26

	Vente	Skifte
Vente	0,0	1,2
Skifte	2,1	3,3

Figur 10

Kilde: Egen tilvirkning

Ud fra spillet ses det, at begge spillere vil få mest ud af at skifte ledelsesmodel, men da begge spillere venter på, at den anden spiller skifter først, vil spillet ende med, at begge spillere venter. Spillernes pay-off bliver i denne situation (0,0). Begge spillere vil derved blive stillet værre end, hvis en eller begge spillere skiftede uden at kunne se, hvilke konsekvenser der er forbundet med skiftet. Spillet viser, at det vil være en fordel, at en spiller skifter ledelsesmodel, da den anden spiller også vil skifte, hvis den første spiller skifter. Spillerne vil i denne situation få et pay-off på (3,3). Dette er Kaldor-Hicks efficient, da det samlede pay-off maksimeres. Dette vil dog ikke ske grundet deadlock situationen, og spillet vil ende med, at begge venter, hvorved det samlede pay-off bliver 0.

En umiddelbar fordel ved at skifte ledelsesmodel til et tilsynsråd kan være, at selskabet ved skiftet signalerer til omverdenen, at kontrollen med den daglige ledelse vægtes højt. Hvis eksempelvis investorer¹⁸³ har mistillid til selskabet, kan selskabet ved at signalere sin type afhjælpe denne mistillid fra investorerne. Skiftet til et tilsynsråd, kan således bruges som en middel til at forbedre selskabets omdømme udadtil. Dette synspunkt kan bakkes op af erfaringerne fra Frankrig og Italien, hvor der også er valgfrihed mellem flere ledelsesmodeller. I Frankrig og Italien er det hovedsageligt børsnoterede selskaber, der har valgt en tostrengt ledelsesmodel. I de børsnoterede selskaber er der mange ejere med små aktieposter, som ikke har mulighed for at gøres deres indflydelse gældende på generalforsamlingen. Ved at have et tilsynsråd kan mindre investorer have en større sikkerhed for, at der føres kontrol med, at den daglige ledelse forvalter selskabets ressourcer på bedst mulig måde. Et tilsynsråd kan således være med til at gøre selskabet mere attraktivt for mindre investorer. I en bestyrelse er der

¹⁸³ Potentielle kommende ejere.

derimod risiko for, at kontrolfunktionen nedprioriteres til fordel for varetagelsen af den overordnede, strategiske ledelse og eventuelt på grund af tillid til direktionen.

I forbindelse med vurderingen af, hvorvidt selskabet skal have en bestyrelse eller et tilsynsråd, kan medarbejderrepræsentation spille ind. Hvis ejerne frygter, at medarbejderrepræsentation kan have negativ indvirkning på varetagelsen af ejernes interesser, kan skiftet til et tilsynsråd være et middel til at udelukke medarbejdernes indflydelse på beslutninger om selskabet overordnede, strategiske ledelse¹⁸⁴. Medarbejderrepræsentanterne kan tænkes at varetage de ansattes interesser frem for ejernes, eksempelvis ved at medarbejderrepræsentanterne stemmer imod nødvendig outsourcing af produktionen til udlandet. Udelukkelsen af medarbejdernes indflydelse skal dog opvejes i forhold til de fordele, der er ved en bestyrelse, da bestyrelsen overvejende vil være mere efficient end et tilsynsråd. Overvejer et selskab alligevel at skifte til et tilsynsråd, kan medarbejderrepræsentanterne være med til at mindske den asymmetriske information, hvorved den største ulempe ved et tilsynsråd mindskes. Medarbejderrepræsentation kan således have indflydelse på selskabets valg af ledelsesmodel, men vil med stor sandsynlighed ikke være den afgørende faktor.

8.3 Udvidelse af anbefalingernes anvendelsesområde

I dette afsnit vil vi undersøge, hvorvidt det gør en forskel for valget af ledelsesmodel, om selskabet er bundet af 'følg eller forklar'-princippet. I lyset af dette vil vi diskutere, hvorvidt unoterede selskaber med fordel kan anvende dele af anbefalingerne i forhold til det frie valg mellem ledelsesmodellerne.

Afhandlingen er afgrænset til de 474 største selskaber i Danmark på baggrund af rapporten "Debatoplæg om aktivt ejerskab" fra 1999. Kun ca. en tredjedel af disse selskaber er børsnoterede og dermed omfattede af anbefalingerne og 'følg eller forklar'-princippet, hvorfor det er relevant at diskutere om flere selskaber kan opnå fordele ved at følge anbefalingerne.

I unoterede selskaber er der ikke som udgangspunkt samme behov for transparens som i børsnoterede selskaber. De unoterede selskaber skal ikke på samme måde som de børsnoterede

¹⁸⁴ Werlauff (2009), s. 3

selskaber tiltrække investorer, da ejerkredsen er mere koncentreret og stabil. Anbefalingernes formål som helhed er at skabe transparens, hvilket kan forklare, hvorfor det kun er de børsnoterede selskaber, der er bundet af 'følg eller forklar'-princippet. De unoterede selskaber kan dog med fordel frivilligt vælge at følge dele af anbefalingerne, da de kan være med til at mindske asymmetrisk information, forbedre kontrolfunktionen og skabe uafhængighed.

I analysen i kapitel 4 har vi fundet frem til, at punkt 4.1. og 4.3.1. i anbefalingerne supplerer og præciserer selskabslovens bestemmelser om ledelsesorganernes funktioner og opgaver samt information fra direktionen til det øverste ledelsesorgan. I kapitel 7 fandt vi også en generelt positiv sammenhæng i forhold til de udvalgte anbefalinger og ejerskabsstrukturerne. I forhold til de gennemgåede ejerskabsstrukturer kan punkt 4.1. og 4.3.1. i alle tilfælde være med til at afhjælpe, at det øverste ledelsesorgan handler opportunistisk. Punkt 4.1.1. vil være fordelagtig at følge for alle selskaber, da det er med til at sikre, at selskabet følger den planlagte strategi, og at strategien løbende opdateres i forhold til selskabets aktuelle situation. På den måde kan anbefalingen være med til at modvirke, at det centrale ledelsesorgan handler opportunistisk. Punkt 4.1.2. støtter det øverste ledelsesorgans varetagelse af kontrolfunktionen, hvorimod punkt 4.1.3. fastlægger hvordan kontrolfunktionen skal varetages.

Hvis majoritetsaktionæren ikke er medlem af det øverste ledelsesorgan, vil anbefalingernes punkt 4.1.2. og 4.1.3. og delvist 4.1.1. være særligt vigtige, da de er medvirkende til at afhjælpe principal-agentproblemet mellem ejerne og det øverste ledelsesorgan. Disse anbefalinger er således med til at sikre, at det øverste ledelsesorgan varetager kontrolfunktionen i overensstemmelse med ejernes behov. Er majoritetsaktionæren derimod medlem af det øverste ledelsesorgan, vil anbefalingerne ikke have samme effekt, da majoritetsaktionærens tilstedeværelse kan ændre det øverste ledelsesorgans medlemmers adfærd. Anbefalingerne og majoritetsaktionærens tilstedeværelse har således samme effekt, da de kan være medvirkende til at påvirke ledelsens adfærd. Majoritetsaktionæren handler automatisk, som anbefalingerne foreskriver, da han har incitamentet til at handle således, hvorimod anbefalingerne søger at give det øverste ledelsesorgan dette incitament. Herved bliver anbefalingerne ikke nær så væsentlige, når majoritetsaktionæren er medlem af det øverste ledelsesorgan. Forskellen på de to situationer ligger således i adskillelsen mellem ejerskab og ledelse, og den fuldstændige adskillelse kræver mere kontrol, hvorfor anbefalingerne i dette tilfælde er mere væsentlige. I de unoterede selskaber

er der en formodning for, at ejerne i højere grad er repræsenterede i ledelsen, da der er ikke samme krav til bestyrelsen som i børsnoterede selskaber, hvorfor anbefalingerne sandsynligvis allerede følges. De vil derved ikke have samme effekt for unoterede selskaber.

Anbefalingernes punkt 4.3.1. søger at afhjælpe principal-agentproblemet mellem direktionen og det øverste ledelsesorgan ved at mindske den asymmetriske information. Information fra direktionen er fundamentet for, at det øverste ledelsesorgan kan varetage kontrolfunktionen på bedst mulig måde, hvilket gør anbefalingen meget relevant. Anbefalingen kan derfor med fordel også anvendes i unoterede selskaber. I de familieejede selskaber er familien ofte repræsenteret i begge ledelsesorganer, hvorved den asymmetriske information allerede er mindsket grundet interessesammenfald mellem ledelsesorganer. Derfor vil anbefalingen ikke have samme effekt i de familieejede selskaber. Anbefalingerne vil derimod have stor effekt ved de øvrige typer ejerskabsstrukturer, da den generelt kan være med til at mindske asymmetrisk information ledelsesorganerne imellem og herigennem moral hazard og adverse selection.

Uafhængighed af særinteresser er vigtig for, at det øverste ledelsesorgan kan varetage dets funktioner i overensstemmelse med ejernes interesse om profitmaksimering. Anbefalingernes punkt 5.4.1. er medvirkende til at sikre denne uafhængighed, og særligt i de børsnoterede selskaber er det vigtigt, at anbefalingen bliver fulgt grundet behovet for transparens i forhold til, at der i børsnoterede ofte er mange minoritetsaktionærer. Børsnoterede selskaber kan derved blive stillet i et dårligt lys, hvis denne anbefaling ikke følges. I forhold til de unoterede selskaber vil anbefalingen ikke have samme effekt, da ejerskabet generelt er mere koncentreret, hvorved der ikke er samme behov for transparens. I de unoterede selskaber, giver det således ikke mening, at anbefalingen skal følges, hvis man ser det ud fra majoritetsaktionærens synspunkt, da denne ønsker særinteresser varetaget. I forhold til de unoterede selskaber synes punkt 5.4.1. desuden at have for store administrative omkostninger. Det er ejerne selv, der vælger ledelsen, og er de utilfredse med den, eksempelvis hvis ledelsen handler uafhængigt af særinteresser, kan de afsætte dem igen. Derfor vil anbefalingen som hovedregel ikke være fordelagtig for unoterede selskaber.

De udvalgte anbefalinger kan således være med til at støtte ledelsesorganernes varetagelse af deres funktioner samt afhjælpe asymmetrisk information ledelsesorganerne imellem.

Anbefalingerne løser ikke principal-agentproblemet, men er med til at mindske det, hvorfor også unoterede selskaber kan have fordel af at følge punkt 4.1. og 4.3.1., men ikke nødvendigvis punkt 5.4.1. Hertil kan det diskuteres, hvorvidt anbefalingerne på sigt kan komme i betragtning som en slags sædvane i en eventuel retssag. Dette vil påvirke de unoterede selskaber indirekte, hvorved fordelene ved at følge anbefalingerne forstærkes. På den måde kan det på sigt tvinge de unoterede selskaber til at forholde sig til anbefalingerne, da de på den måde kan blive underlagt anbefalingerne alligevel.

De gennemgåede anbefalinger kan således påvirke varetagelsen af ledelsen positivt, da de understøtter kontrolorganerne som Governance-mekanisme. Dog synes anbefalingerne ikke at kunne påvirke selskaberne i overvejelserne af, hvorvidt de skal fortsætte med en bestyrelse eller skifte til et tilsynsråd. Der er fordele og ulemper ved både bestyrelse og tilsynsråd ud fra selskabslovens bestemmelser, men anbefalingerne ændrer ikke på forholdet mellem disse. Da de udvalgte anbefalinger ikke kan påvirke selskabernes valg af ledelsesmodel, gør det i denne situation ikke en forskel, hvorvidt selskaberne er bundet af 'følg eller forklar'-princippet.

8.4 Sammenfatning

På baggrund af de udvalgte ejerskabsstrukturer har vi fundet frem til, at en bestyrelse med højt kontrolniveau er Kaldor-Hicks efficient ved dominerende ejerskab, fondsejerskab og udenlandsk ejerskab. Ved familieejerskab er det ligeledes efficient med en bestyrelse, men i dette tilfælde er det bestyrelsen med et lavt kontrolniveau, der er Kaldor-Hicks efficient.

I forhold til hvorvidt selskabet skal skifte ledelsesmodel, bliver de manglende danske erfaringer med et tilsynsråd en vigtig faktor, da tilsynsrådet er et nyt begreb i dansk selskabsret. Dette kan medføre, at selskaber, der overvejer at skifte fra en bestyrelse til et tilsynsråd, havner i en deadlock situation, hvor ingen selskaber tør skifte, før andre selskaber har foretaget skiftet.

Medarbejderrepræsentation vil kunne have indflydelse på selskabets valg af ledelsesmodel, men det vil med stor sandsynlighed ikke være den afgørende faktor, da de generelle fordele ved en bestyrelse vejer tungere end fordelene ved, at medarbejderne er repræsenteret i tilsynsrådet.

Anbefalingerne for god Selskabsledelse vil derimod ikke have en indflydelse på selskabernes valg af ledelsesmodel, da de fordele, der er ved at følge anbefalingerne, hverken favoriserer bestyrelsen eller tilsynsrådet. Derfor gør ikke en forskel i forhold til valget af ledelsesmodel, at de børsnoterede selskaber er bundet af 'følg eller forklar'-princippet.

Disse forhold kan betyde, at indførelsen af det frie valg af ledelsesmodeller vil få en begrænset betydning for danske selskabers strukturering af ledelsen – i børsnoterede såvel som unoterede.

9. Konklusion

Sigtet med afhandlingen har været at finde frem til, hvordan indførelsen af det frie valg af ledelsesmodeller i selskabslovens § 111 fremover vil påvirke store danske selskaber – børsnoterede såvel som unoterede. Herunder om én ledelsesmodel er økonomisk efficient vurderet på baggrund af selskabers størrelse samt ejerskabsstruktur. Dette har været relevant at undersøge, da indførelsen af det frie valg af ledelsesmodeller blev begrundet med, at man ikke overordnet kunne sige, at én ledelsesmodel er bedre end en anden.

Vores hypotese var ved påbegyndelsen af afhandlingen, at tilsynsrådet ved enkelte typer ejerskabsstrukturer kunne være en fordel, da kontrolfunktionen heri kunne varetages optimalt på grund af forbuddet mod personsammenfald. Derfor har afhandlingens omdrejningspunkt været, hvorvidt bestyrelsen eller tilsynsrådet som kontrolorgan er bedst til at varetage kontrolfunktionen i kraft af deres funktioner og muligheden for personsammenfald. Således er problemformuleringen besvaret ud fra et Corporate Governance perspektiv.

Vi har baseret besvarelsen af problemformuleringen på de fire følgende ejerskabsstrukturer: Dominerende ejerskab, familieejerskab, fondsejerskab og udenlandsk ejerskab. På baggrund af disse fandt vi, at de store danske selskaber børsnoterede såvel som unoterede bør vælge ledelsesmodellen med en bestyrelse, da bestyrelsen er efficient ved samtlige udvalgte ejerskabsstrukturer. Grunden til, at bestyrelsen ved samtlige ejerskabsstrukturer er efficient, er, at bestyrelsen gennem varetagelsen af den overordnede, strategiske ledelse samt muligheden for personsammenfald, kan mindske den asymmetriske information mellem direktionen og bestyrelsen. Ved tilsynsrådet er der en højere grad af asymmetrisk information, hvorfor bestyrelsen bedre vil kunne varetage kontrolfunktionen. Bestyrelsen har desuden den fordel, at den kan udføre kontrol af direktionen ex ante, da den varetager den overordnede, strategiske ledelse. Tilsynsrådets har derimod kun mulighed for at føre kontrol ex post.

Da vi i udarbejdelsen af afhandlingen har fundet frem til, at bestyrelsen som kontrolorgan er efficient for samtlige udvalgte ejerskabsstrukturer, og derfor overordnet set er bedre end tilsynsrådet, vil indførelsen af det frie valg af ledelsesmodeller fremover få en begrænset betydning i forhold til store danske selskabers ledelsesstruktur.

10. Perspektiverende diskussion

Der er blevet talt meget om, at det efter indførelsen af selskabsloven er blevet muligt at vælge mellem tre ledelsesmodeller: Den enstrengede, den tostrengede og den traditionelle danske halvandetstrengede ledelsesmodel. Faktum er dog, at det hele tiden har været en mulighed i dansk ret at have en enstrengt ledelsesmodel, da den halvandetstrengede ledelsesmodel kan siges at indeholde den enstrengede ledelsesmodel. Dette skyldes, at det altid har været muligt for samtlige af et selskabs direktører at være medlem af bestyrelsen, dog så længe de udgør et mindretal.

I de tidligere Anbefalinger for god Selskabsledelse var det anbefalet, at selskabets direktører ikke er medlem af bestyrelsen. Selskaber, der har fulgt denne anbefaling, har således reelt haft en tostrengt ledelsesmodel, hvorfor denne ledelsesmodel ej heller er så ny. Derfor kan man sige, at valgfriheden ikke går på om selskabet skal have en enstrengt, tostrengt eller halvandetstrengt ledelsesmodel, men derimod bliver et valg af, hvilke funktioner selskabet ønsker det øverste ledelsesorgan skal varetage. Det nye ved indførelsen af det frie valg er således, at man kan have en ledelsesstruktur, hvor det øverste ledelsesorgan alene varetager kontrolfunktionen.

I afhandlingen har vi konkluderet, at en bestyrelse er mere efficient end et tilsynsråd. Denne konklusion er foretaget på baggrund af en analyse af, hvilken af de to ledelsesorganer der bedst kan varetage kontrolfunktionen. I virkelighedens verden kan det dog tænkes, at det er sjovere for bestyrelsesmedlemmerne at deltage i arbejdet med det overordnede, strategiske ledelse i forhold til at varetage kontrolfunktionen. Hvis kontrolfunktionen helt nedprioriteres i bestyrelsen, taler det for, at bestyrelsen alligevel ikke er efficient. En naturlig fortsættelse af afhandlingens problemstilling vil derfor være at undersøge henholdsvis bestyrelsens og tilsynsrådets ansvar i forbindelse med varetagelsen af deres funktioner og i den forbindelse, om ansvaret differentieres alt efter, hvorvidt selskabet har en bestyrelse eller et tilsynsråd. Der kan på den ene side argumenteres for, at tilsynsrådet i kraft af kun at skulle varetage én funktion bør have et skærpet ansvar. På den anden side kan man sige, at den store grad af informationsasymmetri mellem direktionen og tilsynsråd gør tilsynsrådet dårligere i stand til at varetage kontrolfunktionen, hvorfor ansvaret ikke bør skærpes. Dette understøttes af, at det er direktionen i den tostrengede ledelsesmodel, der skal sikre en forsvarlig organisation af kapital-selskabets virksomhed, jf. SL § 117, stk. 2, 2. pkt.

Hvis det er tilfældet, at kontrolfunktionen nedprioriteres til skade for selskabets ejere, kan en løsning være at oprette et repræsentantskab ud over bestyrelsen. Denne konstruktion kan give bestyrelsen incitament til at varetage kontrolfunktionen, da ejernes Governance-mekanisme er sværere at effektuere i store selskaber med mange ejere. I sidste ende er det dog ejerne, der vurderer, hvor meget kontrol de ønsker, og er ejerne ikke tilfredse med kontrolniveauet, kan de gøre brug af deres mulighed for at afsætte bestyrelsen.

De ejerskabsstrukturer vi har behandlet i afhandlingen har det til fælles, at ejerne har stor indflydelse i selskabet i kraft af deres kapital- og/eller stemmeandele. Derfor kunne det være interessant at undersøge afhandlingens problemstilling i forhold til andre typer ejerskabsstrukturer for at se, hvorvidt konklusionen ville blive den samme.

11. Litteraturfortegnelse

11.1 Artikler

- Bearle, Adolf and Gardiner Means. (1932). "The Modern Corporation and Private Property", *Macmillan*, New York.
- Bennedsen, Morten. (2004). "Selskabsstyring i unoterede virksomheder: Hvad ved vi, og hvad kan det bruges til?". *Working paper 2-2004. Department of Economics, CBS*.
- Bennedsen, Morten, Nielsen, Kasper, Pérez-González, Francisco and Wolfenzon, Daniel. (2005). "Inside the family firm: The role of families in Succession Decisions and Performance". *Working Paper 21-2005. Department for Economics, CBS*.
- Bjørn, Niels Henning og Hovard, Thomas. (2001). "Betydningen af fondsejerskab og udenlandsk ejerskab i dansk erhvervsliv". *Arbejdsrapport 2001:2. Det økonomiske råd, Sekretariatet*.
- Christensen, Jan Schans. (2001). "Hvorledes kan corporate governance-debatten bidrage til udvikling af dansk selskabsret?". *Nordisk Tidsskrift for Selskabsret 2001:3: s. 294-330*.
- Christensen, Jan Schans. (2009). "Ledelsesmodeller, tilsynsråd, bestyrelse og direktion – pligter og ansvar". *INSPI*, nr. 7/8, s. 36-40.
- Coase, Ronald H. (1937), "The Nature of the Firm", *Economica* N.S., vol. 4, No. 16 (Nov., 1937), pp. 386-405.
- Eisenhardt, Kathleen M. (1989). "Agency Theory: An Assessment and Review". *Academy of Management Review*. Vol. 14, No. 1, 57-74.
- Fama, E. F. and Michael Jensen (1983) "Separation of Ownership and Control", *Journal of Law and Economics* Vol.26. No. 2, pp. 301-325.
- Ghezzi, Federico and Malberti, Corrado. (2008). "The Two-Tier Model and the One-Tier Model of Corporate Governance in the Italian Reform of Corporate Law". *European Council on Foreign Relations, ECFR 1/2008, 1-47*.
- Hopt, Klaus J. og Leyens, Patrick C. (2004). "Board Models in Europe. Recent Developments of Internal Corporate Governance Structures in Germany, the United

Kingdom, France, and Italy”. *European Corporate Governance Institute. Law Working Paper No. 18/2004. January 2004.*

- Jensen, Michael and William Meckling. (1976). “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure”. *Journal of Financial Economics*. Vol. 3: 305-360.
- Jungmann, Carsten. (2006). ”The Effectiveness of Corporate Governance in One-Tier and Two-Tier Board Systems – Evidence from the UK and Germany”. *European Council on Foreign Relations, ECFR 4/2006, 426-474.*
- Kragh-Schwarz, Maja. (2007). ”Comply or Explain – Virker det?”. *Nordisk Tidsskrift for Selskabsret 2007:4*, s. 94-108
- Kronenberg, Kasper. (2007). ”Familie-firmaer slår de store på børsen”. *Berlingske Tidende* d.11. marts 2007, Business. <http://www.business.dk/article/20070311/industri/103111248/>
- Mörsdorf, Roland. (2008). ”Ledelse og corporate governance i tyske og norske allmennaksjeselskaper”. *Nordisk Tidsskrift for Selskabsret 2008:2*: s. 85-92.
- Neville, Mette. (2000). ”Ejerstrukturer og Corporate Governance”. *Nordisk Tidsskrift for Selskabsret 2000:1*: s. 72-97.
- Rose, Casper (2003). “Aktier med differentieret stemmeret (A- og B-aktier): En retsøkonomisk analyse”. *Samfundsøkonomen 2003*, nr. 5, s. 4-10.
- Rose, Caspar. (2005a). ”The Composition of Semi-Two-Tier Corporate Boards and Firm Performance”. *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 13, No. 5, pp. 691-701, September 2005.
- Rose, Caspar. (2009). “Læren fra IT Factory – Mindre tillid og mere kontrol?”. *Børsen* d.17.4.2009. http://borsen.dk/blog/2598/8627/23030/Caspar_Rose
- Schulze, William S., Lubatkin, Michael H., Dino, Richard N. and Bucholtz, Ann K. (2001). “Agency Relationships in Family Firms: Theory and Evidence”. *Organization Science*, Vol. 12, No. 2, pp. 99-116.
- Smith, H. Jeff. (2003). “The Shareholders vs. Stakeholders Debate”. *MIT Sloan Management Review*, Summer 2003, pp. 85-90.
- Werlauff, Erik. (2009). ”Bestyrelse eller tilsynsråd – juridiske aspekter af valget mellem én- og tostrengt ledelse”. *Ugeskrift for Retsvæsen Vol. 2009*, Nr. 34, s.247-253. U.2009B.247.

11.2 Bøger

- Andenas, Mads og Wooldridge, Frank. (2009). "European Comparative Company Law". *Cambridge University Press*. First published 2009.
- Andersen, Ib. (2005). "Den skinbarlige virkelighed – vidensproduktion inden for samfundsvidenskaberne". *Forlaget Samfundslitteratur*. 3. udgave 2005.
- Eide, Erling og Stavang, Endre. (2003). "Rettsøkonomi – Analyse for privatrett og miljørett". *Cappelen Akademisk Forlag*. 1. udgave, 2. oplag 2003.
- Knudsen, Christian. (1997). "Økonomisk metodologi. Bind 2. Virksomhedsteori og industriøkonomi". *Jurist- og Økonomiforbundets Forlag*. 2. udgave, 1. oplag 1997.
- Krenchel, Jens Valdemar og Thomsen, Steen. (2004). "Corporate governance i Danmark. Om god selskabsledelse i et dansk og internationalt perspektiv". Udgivet af Dansk Industri.
- Kronenberg, Kasper. (2007). "Familie-firmaer slår de store på børsen". *Berlingske Tidende d.11. marts 2007*. <http://www.business.dk/article/20070311/industri/103111248/>
- Neville, Mette og Sørensen, Karsten Engsig (red.). (2009). "Den nye selskabslov". *Jurist- og Økonomiforbundets Forlag*. 1. oplag, 1. udgave 2009.
- Schans Christensen, Jan. (2007). "Kapitalselskaber aktie- og anpartsselskabsret". *Forlaget Thomsen*. 1. Oplag. 2. Udgave 2007.
- Smith, Adam. (2007). "Wealth of Nations". *Cosimo*.
- Thomsen, Steen. (2008). "An Introduction to Corporate Governance. Mechanisms and Systems". *DJØF Publishing Copenhagen*. First Edition.
- Thomsen, Steen og Rose, Caspar. (2002), "Foundation ownership and financial performance – Do companies need owners", *Working paper 2002-3. Department of Finance, CBS*.
- Thomsen, Steen, Pedersen, Torben og Strandskov, Jesper. (2002). "Ejerskab og indflydelse i dansk erhvervsliv". *Magtudredningen*.
- Watson, Joel. (2008). "Strategy: An introduction to game theory". *W.W. Norton & Company*. Second edition.

11.3 Andet

- Cadbury Commission. (1992). "Report of the committee on the financial aspects of corporate governance". *London Gee and Co.*
- "Debat: For mange Grand Oldies i danske bestyrelser?" og kommentarer hertil. *Udgivet af Mandag Morgen*. Udgave 06, 2010. <http://www.mm.dk/debat-for-mange-grand-oldies-i-danske-bestyrelser>
- "Debatoplæg om aktivt ejerskab" af Erhvervsministeriet, Finansministeriet, Skatteministeriet og Økonomiministeriet. Maj 1999. <http://www.fm.dk/FM/GamlePub/aktivejerskab1999/data/index.htm#indhold>
- "Erhvervsdrivende fonde i Corporate Governance sammenhæng" af Erhvervs- og Selskabsstyrelsen. 14. februar 2003. <http://www.eogs.dk/sw26093.asp>
- Landeundersøgelse til Betænkning 1498/2008: "Selskabsretlig regulering i udvalgte lande". (2006). *Bech-Bruun Advikatfirma*. November 2006.
- "Nørby-udvalgets rapport om Corporate Governance i Danmark. Anbefalinger for god selskabsledelse i Danmark". 2001.
- Nyhedsbrev for bestyrelser. Nr. 13 – 7. august 2009
- "Regler for udstedere af aktier", NASDAQ OMX Copenhagen A/S, 30.12.2009.
- "Selvregulering i selskabs- og børsretten" af Jesper Lau Hansen. Det 37. nordiske jurist møde i Reykjavik 2005. http://jura.ku.dk/njm/37/Jesper_Lau_Hansen.pdf
- "Vedtægter for Komitéen for god Selskabsledelse" (2007), www.corporategovernance.dk

11.4 Lovgivning mm.

- "Anbefalinger for god Selskabsledelse". Komitéen for god Selskabsledelse. April 2010.
- Companys Act 2006, Chapter 46.
- "Komitéen for god Selskabsledelses Anbefalinger for god selskabsledelse af 15. august 2005, afsnit VI opdateret den 6. februar 2008 og afsnit III og V opdateret den 10. december 2008."
- BEK nr. 172 af 22/02/2010. Bekendtgørelse om delvis ikrafttræden af lov om aktieselskaber og anpartsselskaber (selskabsloven).
- LBK nr. 395 af 25/05/2009. Bekendtgørelse af årsregnskabsloven.
- LBK nr. 649 af 15/06/2006. Bekendtgørelse af lov om aktieselskaber.

- LBK nr. 650 af 15/06/2006. Bekendtgørelse af lov om anpartsselskaber.
- LBK nr. 793 af 20/08/2009. Bekendtgørelse af lov om finansiel virksomhed.
- LOV nr. 470 af 12/06/2009. Lov om aktie- og anpartsselskaber (selskabsloven).
- LOV nr. 363 af 19/05/2004. Lov om det europæiske selskab (SE-loven).
- Lovforslag nr. L 170. Forslag til Lov om aktie- og anpartsselskaber (selskabsloven). Fremsat den 25. marts 2009.
- “Meddelelse fra Kommissionen til Rådet og Europa-Parlamentet om modernisering af selskabsretten og forbedret virksomhedsledelse i Den Europæiske Union – vejen frem”, KOM(2003) 284, d. 21.5.2003.
- “Modernisering af selskabsretten”. Betænkning 1498, november 2008. *Udgivet af Økonomi- og Erhvervsministeriet.*
- Rådets forordning (EF) nr. 2157/2001 af 8. oktober 2001 om statut for det europæiske selskab (SE)
- ”The Combined Code on Corporate Governance”, Financial Reporting Council, June 2008.
- ”Udkast til Anbefalinger for god Selskabsledelse”, Komitéen for god Selskabsledelse. December 2009.

Bilag 1 – Oversigt over arbejdsspørgsmål

I kapitel 3 besvares følgende arbejdsspørgsmål:

- *Hvad er det retlige indhold af § 111 og hvilke regler skal iagttages i forbindelse med de danske ledelsesmodeller?*

I kapitel 4 besvares følgende arbejdsspørgsmål:

- *Hvordan harmonerer Anbefalingerne for god Selskabsledelse med selskabslovens bestemmelser om ledelsesmodeller?*

I kapitel 5 besvares følgende arbejdsspørgsmål:

- *Hvordan adskiller den enstrengede ledelsesmodel i England sig fra den traditionelle danske ledelsesmodel?*
- *Hvordan adskiller den tostrengede ledelsesmodel i Tyskland sig fra den danske tostrengede ledelsesmodel?*
- *Set i lyset af de lande i Europa, der har valgfrihed i dag, tegner der sig nogle tendenser for valg af ledelsesmodel?*

I kapitel 6 besvares følgende arbejdsspørgsmål:

- *Hvilke fordele og ulemper er der ved de danske ledelsesmodeller set ud fra principal-agentteorien?*

I kapitel 7 besvares følgende arbejdsspørgsmål:

- *Set i forhold til de udvalgte ejerskabsstrukturer, hvordan kommer principal-agentproblemet til udtryk og hvordan kan ledelsesmodellerne og anbefalingerne være med til at afhjælpe dette?*

I kapitel 8 besvares følgende arbejdsspørgsmål:

- *Set ud fra en efficiensbetragtning samt de store danske selskabers karakteristika, hvorledes bør de store danske selskaber vælge ledelsesmodel?*
- *Hvilke fordele og ulemper er forbundet med skift af ledelsesmodel? Herunder hvordan reglerne om medarbejderrepræsentation kan have indflydelse på valget af ledelsesmodel?*
- *Hvordan gør det en forskel om noterede danske selskaber er bundet af "følg eller forklar"-princippet? Herunder om det giver mening at anvende dele af anbefalingerne på danske unoterede selskaber, set i forhold til de valgte ejerskabsstrukturer.*

Bilag 2 – Udkast til anbefalinger for god Selskabsledelse

Udleveres i tillæg til kandidatafhandlingen.

Bilag 3 – Opgørelse af medlemmer i tilsynsrådet i Tyskland

Tilsynsrådet skal minimum have 3 medlemmer og kan maksimalt have 21 medlemmer, jf. AktG § 95. Det specifikke antal medlemmer afhænger dog af aktiekapitalens størrelse og antal medarbejdere. I Tyskland er der et krav om, at når selskabskapitalen når visse grænser er det maksimale antal medlemmer af tilsynsrådet fastlagt. Når selskabskapitalen beløber sig op til 1,5 mio. € kan der maksimalt være 9 medlemmer. Er selskabskapitalen mellem 1,5 mio. € og 10 mio. € kan der maksimalt være 15 medlemmer og der kan maksimalt være 21 medlemmer, når selskabskapitalen er over 10 mio. €.

Som udgangspunkt vælges tilsynsrådets medlemmer af generalforsamlingen, jf. AktG § 101(1), men har selskabet over et vis antal ansatte, finder den tysk arbejdsretlige lovgivning om medarbejderrepræsentation anvendelse. I et selskab med mere end 500 ansatte, vælges 2/3 af generalforsamlingen og den sidste 1/3 vælges af selskabets ansatte. Har et selskab over 2000 ansatte vælges halvdelen af tilsynsrådets medlemmer af generalforsamlingen og den anden halvdel af selskabets ansatte. Hvor et selskab har over 2000 ansatte, er der et krav om minimum 12 medlemmer af tilsynsrådet, men afhængigt af antallet af ansatte, må der ikke være flere end 20 medlemmer. Dette stemmer godt overens med, at der ikke kan være 21 medlemmer, da kravet om at medarbejderrepræsentanterne skal udgøre halvdelen af tilsynsrådet ellers ikke kan opfyldes.