

Hvorledes påvirkes danske (børsnoteret) bankers performance af tilstedeværelsen af stemmerets- og ejerbegrænsninger?

(Engelsk):

Does the usage of voting- and ownership limitations influence financial performance in the Danish bank sector? an empirical evidence.

Udarbejdet af:	Jens Skiffard
CPR:	
Studium:	Cand.merc.(jur) ved Handelshøjskolen i København (Copenhagen Business School)
Eksamenstermin:	Forår 2010
Afleveringsdato:	30-06-2010
Vejledere:	Caspar Rose (økonomisk vejleder) Frederik Meding (juridisk vejleder)
Antal anslag i alt:	162.002
- Heraf anslag i bilag:	- 2.239
Antal figurer i afhandlingen:	27 (800 x 27) = 21.600 anslag
Anslag i alt (med figurer – bilag):	181.363
Totale sideantal:	(181.363 / 2.275) = 79,72 sider

Underskrift: _____

Abstract

Since the beginning of the new millennium, an intense debate concerning whether or not a “one share - one vote” –principle should be obliged to the companies within the sphere of the European community, has risen.

The EU-Commission commenced an extensive study of the usage of CEM’s cross the Member states, but found no clear evidence of whether an implementation of the “one share – one vote” –principle would be an advantage or disadvantage. Besides concluding in the theoretical studies, that voting- and ownership limitations is among the most dangerous CEM’s, the studies more or less overlooked these voting- and ownership limitations. The EU-Commission ultimately concluded (in a footnote) that there is “an empty box” in relation to these CEM’s.

The Danish bank sector is prohibited by law to use dual class voting rights, thereby excluding the most widely used takeover defense in the Danish capital market. This paper documents an extensive usage of voting- and ownership limitations within the Danish bank sector, proving that the prohibition of dual class voting rights pushes the banks towards other mechanisms.

By using a sample of all listed Danish banks, this paper examines the hypothesis that the usage of voting- and ownership limitations has a negative impact on financial performance during the period of 2002-2009.

The performance analysis is conducted in two ways: firstly by using a ratio analysis, and secondly by statistical regression analysis.

Using a ratio analysis of performance variables, this paper shows that banks who are using voting- and ownership limitations, perform slightly worse than those who are not. The regression analysis however, does not show any significant causality, leaving the hypothesis to be rejected on the basis of the statistical analysis.

The results therefore show a somewhat ambiguous outcome, leaving room for improvements. This paper therefore presents three concrete initiatives on such improvements of the corporate governance in the Danish bank sector, consequently increasing shareholder value. These three initiatives are 1) prohibit the usage of voting- and ownership limitations, 2) increase the managerial base of liability and/or 3) abolish the prohibition of dual class voting rights for banks. While initiatives 1) and 3) seek to limit the free rider-problem, initiative 2) seeks to increase management performance and thereby limit private benefits.

Indholdsfortegnelse

Forkortelser	5
Kapitel 1	6
1.1. Indledning	6
1.2. Begrundelse for valg af emne	7
1.3. Problemformulering	7
1.4. Afgrænsning	8
1.5. Data	8
1.5.1. Skævheder	9
1.6. Metode	9
1.6.1. Juridisk metode	9
1.6.2. Økonomisk metode	10
1.6.3. Integreret metode	11
1.7. Struktur	11
Kapitel 2. One share – one vote – uklar konklusion fra EU	12
2.1. Kommissionens undersøgelser	12
2.1.1. Proportionalitetsprincippet	12
2.1.2. Teoretiske og empiriske studier	12
2.2. Direktiv 2004/25 ("Overtagelsesdirektivet")	14
2.3. Resume	14
Kapitel 3. Juridiske aspekter	16
3.1. Selskabsloven	16
3.1.1. Stemmeretsbegrænsning	16
3.1.2. Navnenotering og ejerbegrænsning	18
3.1.3. Majoritetsmisbrug	19
3.1.4. Ledelsens erstatningsansvar	20
3.2. Lov om finansiell virksomhed	22
3.3. Bankpakke II	23
3.4. anbefalinger for god selskabsledelse	25

3.5. Domspraksis.....	27
3.5.1. U.1991.180 H (Ringkjøbing Bank-dommen)	27
3.5.2. U. 1966.739 V	29
3.6. Bekendtgørelse om nøgletal.....	30
3.7. Resume	30
 Kapitel 4. Corporate Governance i danske børsnoterede banker.....	32
4.1. Teori.....	32
4.1.1. Ledelsen vs. aktionærerne.....	32
4.1.2. Aktionærerne internt.....	34
4.1.3. Ledelsens erstatningsansvar.....	35
4.1.4. Bestyrelsens sammensætning.....	36
4.1.5. Navnenotering.....	37
4.2. Den danske banksektors benyttelse af aktionærbegrænsninger.....	37
4.3. Resume	39
 Kapitel 5. Empiriske resultater	40
5.1. Udvalgte nøgletal.....	40
5.2. Perioden (2002-2009).....	43
5.2.1. Nøgletalsanalyse.....	43
5.2.2. Beskrivende statistik.....	45
5.2.3. Regressionsanalyse, EKF (før skat)	46
5.2.4. Regressionsanalyse, Indtjening pr. omkostningskrone	47
5.2.5. Regressionsanalyse, Kurs/indre værdi.....	48
5.2.6. Regressionsanalyse, Udlån/indlån.....	49
5.2.7. Resume, perioden (2002-2009).....	49
5.3. Perioden (2002-2007).....	50
5.3.1. Nøgletalsanalyse.....	50
5.3.2. Beskrivende statistik.....	52
5.3.3. Regressionsanalyse, EKF (før skat)	53
5.3.4. Regressionsanalyse, Indtjening pr. omkostningskrone	54
5.3.5. Regressionsanalyse, Kurs/indre værdi.....	55
5.3.6. Regressionsanalyse, Udlån/indlån.....	56

5.3.7. Resume, perioden (2002-2007).....	56
5.4. Perioden (2008-2009).....	57
5.4.1. Nøgletalsanalyse.....	57
5.4.2. Beskrivende statistik.....	58
5.4.3. Regressionsanalyse, EKF (før skat)	60
5.4.4. Regressionsanalyse, Indtjening pr. omkostningskrone	61
5.4.5. Regressionsanalyse, Kurs/indre værdi.....	62
5.4.6. Regressionsanalyse, Udlån/indlån.....	63
5.4.7. Resume, perioden (2008-2009).....	63
5.5. Resume	64
 Kapitel 6. Konklusion	 66
 Kapitel 7. Retspolitisk perspektivering	 68
7.1. Alternativ 1: Forbud mod anvendelsen af stemmerets- og ejerbegrænsninger.....	68
7.2. Alternativ 2: Skærpet erstatningsansvar for ledelsen	69
7.3. Alternativ 3: Forbud mod opdeling af aktiekapital i LFV	69
 Bilag	 71
 Litteraturliste.....	 73
Artikler	73
Bøger	74
Love og bekendtgørelser	74
Domme	74
Forarbejder og betænkninger	74
Direktiver	75
Soft-law.....	75
Hjemmesider	75
Årsrapporter (2002-2009) og vedtægter, (pr. dato).....	75

Forkortelser

APSL:	Anpartsselskabsloven
ASL:	Aktieselskabsloven
Bankpakke II:	LBK nr. 876 af 15/09/2009 – <i>Lov om statsligt kapitalindskud i kreditinstitutter</i>
Bekendtgørelsen om nøgletal:	BEK nr. 1305 af 16/12/2008 - <i>Bekendtgørelse om finansielle rapporter for kreditinstitutter og fondsmæglerselskaber m.fl.</i>
Kommissionen:	EU-Kommissionen
LFV:	LBK nr. 467 af 29/04/2010 – <i>Lov om finansiell virksomhed</i>
Noterne:	Karnovs noter til de analyserede love (optræder i kapitel 3)
OSOV-princippet:	"One share – one vote"-princippet
SEL:	LOV nr. 470 af 12/06/2009 - <i>Lov om aktie- og anpartsselskaber (Selskabsloven)</i>
VHL:	Værdipapirhandelsloven

Kapitel 1

1.1. Indledning

Køber man en aktie i et aktieselskab, køber man samtidig medindflydelse i det pågældende selskab. Udgangspunktet er et ligeretsprincip, hvormed der gælder at alle aktier i selskabet har lige ret. En modifikation til dette kan med et skærpet flertal vedtages i selskabets vedtægter, således at en stemmeretsbegrænsning giver alle aktionærerne lige dårlig ret.

Det er forbudt for danske banker at differentiere aktiekapitalen, hvilket ellers er hyppigt forekommende blandt børsnoterede selskaber. Som konsekvens anvender bankerne i meget høj grad andre aktionærbe-grænsninger, herunder især stemmerets- og ejerbegrænsninger, hvormed aktionærerne reelt kan sættes uden for indflydelse i selskabet. Dette kan være skadeligt for selskabet, idet ledelsen hermed efterlades med en stor grad af magt, som potentielt kan misbruges - eksempelvis gennem beslutninger, der er for risikobetonet eller alene i ledelsens interesse.

Kommissionen erkender i en undersøgelse, at teoretiske studier viser, at netop disse stemmerets- og ejerbegrænsninger, hører til blandt de "farligste". Overraskende står denne erkendelse alene, og bliver ikke fulgt op i de af Kommissionen anlagte undersøgelser.

I starten af årtusindet opstod der debat omkring indførelsen af et proportionalitetsprincip, der betyder at de investorer, som bærer den økonomiske risiko også bør have de tilsvarende proportionelle kontrolrettigheder. I den efterfølgende debat bliver dette omtalt som "one share – one vote"-princippet (forkortet OSOV-princippet).

Kommissionen har foretaget undersøgelser på tværs af medlemsstaterne, med hensigt på at kortlægge omfanget af afvigelser fra OSOV-princippet. På baggrund af disse undersøgelser, sammenholdt med teoretiske og empiriske studier, konkluderer Kommissionen at det ikke med tilstrækkelig sikkerhed kan fastslås om afvigelser fra OSOV-princippet er en fordel eller ulempe.

Erstatningsgrundlaget for ledelsen af selskaber omfattet af SEL er culpa. Ud fra normale corporate governance-betragtninger, er dette også hensigtsmæssigt. Dog bør det stå til diskussion om der burde gælde skærpende omstændigheder for ledelsen i selskaber, hvor aktionærerne kun har begrænset mulighed for at udøve indflydelse.

Denne afhandling betragter de af Kommissionen fundne resultater, og bidrager til den "boks" som Kommissionen erkender er tom, for så vidt angår virkningerne af stemmerets- og ejerbegrænsninger.

På baggrund af corporate governance-teorien, analyse af udvalgte nøgletal, gennemlæsning af vedtægter sammenholdt med statistiske beregninger, vil denne afhandling fremlægge empiriske performancemålinger for perioden 2002-2009. Her vurderes det om performance påvirkes af tilstedeværelsen af stemmerets- og ejerbegrænsninger i bankernes vedtægter. Resultaterne vil efterfølgende blive vurderet i et retspolitisk perspektiv, hvor konkrete tiltag på baggrund af resultaterne vil blive fremlagt.

1.2. Begrundelse for valg af emne

Som det beskrives ovenfor (og som senere vil blive uddybet i denne afhandling), så er stemmerets- og ejerbegrænsninger potentielt farlige, idet aktionærerne reelt kan sættes uden for indflydelse og dermed adskille interesserne blandt principalen (aktionærerne) og agenten (ledelsen).

At implementere OSOV-princippet skal vurderes ud fra en payoff-betragtning mellem aktionærdemokratiet på den ene side, og den kontraktuelle aftalefrihed på den anden. OSOV-princippet vil (gen)indføre et proportionelt aktionærdemokrati, men indførslen af et sådant princip vil samtidig være en forgrivelse på den aftalefrihed, som er vigtig for kapitalmarkedsretten.

Et spørgsmål er herefter; kan det retfærdiggøres at tvangsindføre et OSOV-princip, såfremt dette er til gavn for aktionærerne (shareholder value) eller måske andre interessenter (stakeholder orientation)? Den teoretiske og empiriske litteratur på området er delt, hvorfor det er motiverende at undersøge forholdene fra en ny vinkel.

Når den lovgivende forsamling har haft mod til at forbyde opdelingen af aktiekapitalen blandt finansielle virksomheder, hvorfor ikke også tage samme mod til at forbyde stemmerets- og ejerbegrænsninger, - såfremt det kan påvises at være af afgørende betydning for bankernes performance?

Disse begrundelser har motiveret til valget af dette emne, som forhåbentlig kan bidrage til diskussionen om hvorvidt et OSOV-princip bør indføres.

1.3. Problemformulering

På baggrund af ovenstående er denne afhandling udarbejdet med udgangspunkt i følgende problemformulering:

"Hvorledes påvirkes danske (børsnoteret) bankers performance af tilstedeværelsen af stemmerets- og ejerbegrænsninger?"

Til besvarelse af problemformuleringen opdeles afhandlingens undersøgelse i 3 perioder, hvortil der opstilles følgende hypoteser:

H₀: Banker med aktionærbegrænsninger performer dårligere, målt på EKF, før skat, end banker uden aktionærbegrænsninger

H₁: Banker med aktionærbegrænsninger performer dårligere, målt på Indtjening pr. omkostningskrone, end banker uden aktionærbegrænsninger

H₂: Banker med aktionærbegrænsninger performer dårligere, målt på Kurs/indre værdi, end banker uden aktionærbegrænsninger

H₃: Banker med aktionærbegrænsninger performer dårligere, målt på Udlån/indlån, end banker uden aktionærbegrænsninger

1.4. Afgrænsning

Denne afhandling vil alene omhandle danske børsnoterede banker. Alle forhold vedrørende EU's indre marked og andre grænseoverskridende elementer, vil således ikke blive betragtet. Dog er kapitel 2 undtaget herfra, hvori en kort beskrivelse af enkelte dele af Overtagelsesdirektivet¹ vil fremgå.

Afhandlingen vil endvidere ikke analysere bestemmelser om evt. ændring i regnskabspraksis i de år, som afhandlingen omhandler. Til indhentning af data er der således målt forskellige værdier for samme nøgle i forskellige årsrapporter i samme selskab. Det antages at dette skyldes en ændring i regnskabspraksis. For undersøgelsens målbarhed vurderes det ikke at give udslag, idet regnskabsreglerne har været ens for alle de undersøgte banker i samme år. Nøgletallets udsving er desuden af yderst begrænset omfang, hvilket også bidrager til holdningen om at undersøgelsen er verificerbar.

Afhandlingens juridiske kapitel behandles efter den nye SEL, som nu er ændret til både at omfatte aktie og anpartsselskaber. Der vil alene blive fortolket med udgangspunkt i aktieselskaber, idet afhandlingens undersøgelse kun omfatter børsnoteret aktieselskaber.

Endvidere vil koncerninterne forhold og andre interne strukturforhold mellem moder- og datterselskaber ikke blive uddybet. I enkelte årsrapporter er der fundet forskellige typer af koncernstrukturer, men eftersom de anvendte nøgletal fra årsrapporten stemmer overens med de i Finanstilsynets Nøgletalsdatabase (2008)² oplyste, findes det ikke nødvendigt at foretage analyse af koncernstrukturerne.

1.5. Data

Alle banker noteret på OMX-Københavns finansindeks pr. december 2009 indgår i denne afhandling. Dog er banken Capinordic undtaget fra afhandlingen, idet denne bank undervejs i afhandlingsprocessen, er erklæret konkurs og efterfølgende underlagt Finansiell Stabilitet. I alt indeholder afhandlingens undersøgelse 38 banker.

Nordea, som er en af de største banker i Danmark, er ikke optaget i det omtalte indeks og er dermed ikke en del af denne afhandlings undersøgelse.

Afhandlingen undersøger de børsnoterede bankers performance i perioden 2002-2009 og der vil i kapitel 4 ske en opdeling af denne periode til i alt 3 undersøgelsesperioder. Der er indhentet og analyseret årsrapporter for samtlige banker i alle af de for undersøgelsesperioden gældende år. Der er udvalgt i alt 4 nøgletal, der i afhandlingen optræder som performancevariabler. Nøgletallene, som er aflæst af årsrapporterne, er desuden (som stikprøvekontrol) blevet krydstjekket med Finanstilsynets Nøgletalsdatabase (2008).

Der er indhentet og analyseret vedtægter fra samtlige banker på nær en; Grønlandsbanken³. Vedtægterne er de for bankerne nugældende, hvorfor det ikke er undersøgt om en bestemmelse om stemmeretsbegrænsninger, ejerbegrænsninger, repræsentantskab eller navnenotering er tilføjet eller fjernet undervejs i undersøgelsesperioden. Hertil henvises til Bechmann & Raaballe (2009) som på baggrund af ældre vedtæg-

¹ Europa Parlamentets og Rådets direktiv 2004/25

² Finanstilsynets Nøgletalsdatabase (2008) – tilgængelig på www.finanstilsynet.dk

³ Der er forsøgt etableret kontakt via e-mail til Grønlandsbanken, hvori der en anmodning om seneste vedtægter er indeholdt. Desværre har Grønlandsbanken ikke ønsket at besvare henvendelsen.

ter, fastslår at stemmeretsbegrænsninger allerede er på plads før 1978-1986⁴. Bechmann & Raaballe (2009) fremhæver ligeledes at holdningen til ejerbegrænsninger i starten 1990'erne blev ændret således at en sådan begrænsning, under visse omstændigheder, ikke var til hinder for aktiens frie omsættelighed.

Amagerbanken fik ultimo 2009 en ny storaktionær, som kort efter sin indtræden i selskabet krævede og fik vedtaget vedtægtsændringer, således at stemmeretsbegrænsninger og ejerlofter blev afskaffet. Amagerbanken indgår dog i denne afhandlings undersøgelse som en bank med stemmeretsbegrænsninger (dog ikke ejerbegrænsninger), idet der tages udgangspunkt i vedtægter fra marts 2009 – før vedtægtsændringerne. Dette er gjort idet banken først fik vedtaget vedtægtsændringerne ultimo 2009 og således har performeret indtil da med stemmeretsbegrænsninger.

Med undtagelse af Amagerbanken, antages det opsummerende for undersøgelsesperioden, at der ikke har været foretaget ændringer i vedtægterne i de undersøgte banker, på en sådan måde at bankerne fuldstændig har fjernet eller tilføjet stemmeretsbegrænsninger, ejerbegrænsninger, repræsentantskab eller navnenotering.

1.5.1. Skævheder

Skælskør Bank har undervejs i afhandlingsperioden fået konverteret den hybride kernekapital, som banken lånte som led i Bankpakke II, til aktiekapital, hvilket har medført at staten nu optræder som storaktionær i banken. At en bank for konverteret hybrid kernekapital til aktiekapital sker ikke uden grund – heller ikke for Skælskør Bank, som i 2008-2009 kom ud af regnskabsårene med et underskud i resultatet før skat, som ligger et godt stykke under gennemsnittet. Skælskør Bank er medregnet i afhandlingens undersøgelse idet banken fortsat optræder som et børsnoteret aktieselskab og altså ikke er nødlidende i det omfang, at banken er overtaget af Finansiell Stabilitet. Regnskabsværdierne fra Skælskør Bank er høje (eller lave om man vil), men kan ikke kategoriseres som værende ekstreme observationer.

En ekstrem observation er konstateret i de af Alm. Brand Banks oplyste regnskabsværdier for 2008 og 2009. Banken oplyser i årsrapporten 2009 at der er konstateret store tab på udlån og at en nye strategier er iværksat og flere ventes på vej. Observationerne er ekstreme i forhold til gennemsnittet, men de er alligevel medregnet i afhandlingens undersøgelse, idet alle banker er i samme båd – krisen har ramt dem alle. Desuden er det netop hensigten at fastlægge om tilstedeværelsen af stemmerets- og ejerbegrænsninger påvirker bankernes performance. Fraregnes herefter banker med høje regnskabsværdier i forhold til gennemsnittet, giver det et uretmæssigt billede.

1.6. Metode

1.6.1. Juridisk metode

Selvom reguleringen af den finansielle sektor i Danmark er særdeles omfattende, er det stadig et ønske for den lovgivende forsamling at bevare en generel aftalefrihed mellem selskabet og dets aktionærer. Denne aftalefrihed kan medføre at selskabets vedtægter indeholder bestemmelser om stemmerets- og ejer-

⁴ Bechmann & Raaballe (2009), side 12

begrænsninger – overtagelsesværn som Kommissionen har konkluderet som værende blandt de teoretisk mest farlige, idet aktionærernes indflydelse reelt set udvandes. Om dette påvirker selskabets performance, undersøges i denne afhandling, hvortil en beskrivelse af de for denne afhandling mest relevante juridiske aspekter analyseres og fremlægges i kapitel 3. En egentlig analyse af gældende ret vil ikke blive foretaget.

Beskrivelsen vil omhandle en indledningsvis fremstilling af de relevante bestemmelser i lovgivningen, herunder SEL, LFV, Bankpakke II, Bekendtgørelse om nøgletal, mm. Beskrivelsen vil tage et naturligt udgangspunkt i bestemmelseernes ordlydsfortolkning fra lovteksten.

I SEL foretages analyse af de bestemmelser hvorefter stemmerets- og ejerbegrænsninger tillades. Desuden analyseres også reglerne for ledelsens erstatningsansvar samt forbuddet mod majoritetsmisbrug. Analysen tager udgangspunkt i Økonomi- og Erhvervsministeriets rapport om modernisering af selskabsretten. Rapporten har retskildeværdi som betænkning og anvendes i denne afhandling som fortolkningsbidrag.

For Bankpakke II tages ligeledes udgangspunkt i betænkningerne til loven. I den sammenhæng diskuteres især retsmæssigheden ved betænkningernes argumentation om kravet for ophævelse af stemmerets- og ejerbegrænsninger, i tilfælde af konvertering af hybrid kernekapital til aktiekapital.

Mens LFV forbyder finansielle selskaber at opdele aktiekapitalen i flere aktieklasser, er bestemmelsen ikke til hinder for at selskabets vedtægter indeholder bestemmelser om stemmerets- og ejerbegrænsninger. Dette bidrager til antagelsen om, at forbuddet i LFV presser bankerne til anvendelse af andre overtagelsesværn, herunder især stemmerets- og ejerbegrænsninger.

Afslutningsvis i kapitel 3 følger en analyse af to væsentlige domstolsafgørelser, med særlig vægt på U.1991.180H (Ringkjøbing Bank-dommen).

Det er hensigten at beskrivelsen i kapitel 3 kridter banen op for afhandlingens øvrige indhold, forstået således at når de juridiske aspekter er beskrevet og analyseret i kapitel 3, vil de finde anvendelse i afhandlingens øvrige kapitler.

På baggrund af de fundne resultater, som fremlægges i kapitel 5, vil kapitel 7 indeholde en retspolitisk perspektivering hvor den nugældende regulering evalueres, og hvor ændringer til de beskrevne juridiske aspekter vil blive fremlagt.

1.6.2. Økonomisk metode

Corporate governance er en stadig voksende disciplin inden for kapitalmarkedet, som har til formål at sikre at investorernes interesser varetages på bedste vis. I denne afhandling anvendes udvalgte synspunkter fra videnskabelige bidrag til beskrivelse af teorien bag de corporate governance-mekanismer, som er relevante i aktionærforhold.

Den økonomiske analyse af datamaterialet i denne afhandling foretages todelt. Først foretages en nøgletalsanalyse af de udvalgte nøgletal, hvor en beskrivelse og sammenligning af nøgletallene for de enkelte perioder foretages.

Dernæst anvendes statistiske værktøjer, først som beskrivende statistik og herefter som regressionsanalyser hvor de udvalgte nøgletal anvendes som performancevariabler. Stemmerets- og ejerbegrænsninger samles i de statistiske analyser i en dummyvariabel (kaldet aktionærbegrænsninger), hvis værdi er 1 såfremt vedtægterne indeholder enten stemmerets- eller ejerbegrænsninger, og 0 såfremt vedtægterne ikke indeholder aktionærbegrænsninger. Kun en banks vedtægter (Alm. Brand Bank) indeholder alene ejerbegrænsninger (men ingen stemmeretsbegrænsninger). Dette antages ikke at påvirke undersøgelsens resultater mærkbart.

Regressionsanalyserne anvendes til at teste de opstillede hypoteser, således at der undersøges for signifikant sammenhæng mellem aktionærbegrænsninger og bankernes performance.

1.6.3. Integreret metode

Den integrerede metode i denne afhandling, vil komme til udtryk ved at kombinere de beskrevne juridiske aspekter, de analyserede økonomiske teorier og de fremlagte empiriske resultater. Når de for afhandlingen relevante juridiske og økonomiske problemstillinger er analyseret, vil disse blive sammenført dels i afhandlingen konklusion, men primært i den efterfølgende retspolitiske perspektivering. I dette sidstnævnte kapitel vil der således, på baggrund af de fundne empiriske resultater, blive fremlagt overvejelser til optimering af den fremtidige regulering, hvilket kommer til udtryk gennem 3 konkrete anbefalinger. Hermed opnås det juridiske/økonomiske samspil.

1.7. Struktur

Afhandlingen er inddelt således, at der i kapitel 2 gives et resume af de omfattende undersøgelser, som EU-Kommissionen foranledigede undersøgt, og hvor hele diskussionen omkring indførslen OSOV-princippet opstod.

I kapitel 3 gives en beskrivelse af de for afhandlingen gældende juridiske aspekter, som bl.a. indeholder gennemgang af de relevante lovbestemmelser, soft-law og domspraksis.

I kapitel 4 foretages indledningsvis en kort beskrivelse af de for afhandlingen gældende corporate governance-teorier.

Kapitel 5 indeholder fremlæggelse af de foretagende empiriske undersøgelser, hvor der uddybende forklares om de fundne resultater.

På baggrund af de fundne resultater og beskrevne juridiske aspekter, vil afhandlingens konklusion blive fremlagt og forklaret i kapitel 6. I dette kapitel vil afhandlingens problemformulering endegyldigt blive besvaret.

Endelig afsluttes afhandlingen med tre konkrete retspolitiske overvejelser. Dette sker i kapitel 7 og vil tage sit naturlige udgangspunkt i de konkluderede resultater fra kapitel 6.

Kapitel 2. One share – one vote – uklar konklusion fra EU

I starten af dette årtusinde opstod diskussion i Kommissionen omkring muligheden for forbedring af fremtidige fællesskabsregler om virksomhedsovertagelser i EU. Diskussionen kastede et proportionalitetsprincip af sig, som efterfølgende blev undersøgt for argumentation for og imod vedtagelsen af dette.

I det følgende er givet et kort kronologisk resume af studierne omkring proportionalitetsprincippet, samt en vurdering af disses grundighed – med udgangspunkt i stemmerets- og ejerbegrænsninger.

2.1. Kommissionens undersøgelser

2.1.1. Proportionalitetsprincippet

Som led i debatten om et muligt overtagelsesdirektiv, nedsatte Kommissionen i 2001 et udvalg, anført af formand Jaap Winter, der i første instans havde til hensigt at foretage undersøgelse om reglerne for overtagelsestilbud og derefter modernisering af selskabsretten.

Udvalget fremlagde i 2002 sin rapport⁵, hvori ejerskabets proportionalitetsprincip introduceres⁶ og som her i væsentligste hovedtræk er beskrevet:

- Dem som løber den økonomiske risiko, bør have tilsvarende proportionelle kontrolrettigheder.
- Disse er bedst udstyret til at beslutte selskabets handlinger, idet effekten af deres beslutning bliver båret af dem selv.

I de efterfølgende studier og debatter, optræder proportionalitetsprincippet som "one share – one vote"-princippet (OSOV-princippet).

Som skærende kontrast til implementeringen af OSOV-princippet står den generelle aftalefrihed, der også indgår i Kommissionens vurdering af følgerne af indførselen af OSOV-princippet:

"According to this argument, companies should be free to offer whatever voting arrangements they choose..."⁷

2.1.2. Teoretiske og empiriske studier

Som led i Kommissionens undersøgelser, udliciterede denne studierne til ISS⁸ i samarbejde med Shearman & Sterling og ECGI⁹.

ECGI udarbejde to rapporter, hvori de teoretiske studier (Bukhart og Lee (2007)) og empiriske studier (Adams og Ferreira (2007)) blev analyseret.

⁵ Winter-rapport (2002)

⁶ Winter-rapport (2002), side 3

⁷ Kommissionen (2007), afsnit 87, side 29

⁸ Institutional Shareholder Service

⁹ European Corporate Governance Institute

Shearman & Sterling foretog en undersøgelse af 16 medlemsstater¹⁰ (herunder Danmark), hvori afvigelser fra OSOV-princippet blev fremlagt.

Resultatet af undersøgelsen om markedsforholdene samt de teoretiske og empiriske studier, blev fremlagt i rapporten "Report on the proportionality principle in the European Union"¹¹.

I de teoretiske studier gennemgår Bukhart og Lee (2007) en række videnskabelige studier, men finder ikke at der foreligger en klar konklusion om hvorvidt det er en fordel eller ulempe at indføre eller afvige fra OSOV-princippet. Bukhart og Lee (2007) er dog mere konkrete når det kommer til de i denne afhandling omhandlende stemmerets- og ejerbegrænsninger:

*"The verdict in the case of depositary certificates, voting and ownership ceilings is less ambiguous, since they insulate managers from both takeovers and effective shareholder monitoring."*¹²

De empiriske studier, gennemført af Adams og Ferreira (2007), giver ikke et bedre overblik over situationen, idet disse studier heller ikke kan give en klart konklusion af om afvigelse fra OSOV-princippet vil være til skade eller være en fordel. Som en blød mellemtung konkluderes det, at yderligere undersøgelser er nødvendige. Det er samtidig værd at bemærke, at de empiriske studier ikke på noget tidspunkt forholder sig til stemmerets- eller ejerbegrænsninger. Konklusionen foretages således på en mangelfuld baggrund.

Kommissionen udgav 12.12.2007 en rapport¹³, hvori følgerne af indførselen af OSOV-princippet diskuteres. I rapporten erkender Kommissionen at de empiriske studier viser, at det ikke kan siges (*per se*) om CEM's¹⁴ har en negativ eller positiv økonomisk effekt¹⁵. Hertil indskyder Kommissionen med en fodnote, endelig en tilkendegivelse om at de empiriske undersøgelser i Adams og Ferreira (2007) ikke har omhandlet stemmerets- og ejerbegrænsninger:

*"[...] However, no research papers could be identified estimating the impact on firm value of [...] voting right ceilings, [...]. Therefore, there is an empty box in relation to those mechanisms. It should also be noted that some of them are identified by the theoretical survey as the most dangerous ones."*¹⁶

Som det ses, erkender Kommissionen at aktionærbegrænsninger i form af stemmerets- og ejerbegrænsninger i de teoretiske studier, betragtes som værende blandt de mest farlige. Kommissionen erkender endvidere at der er en "empty box" for disse aktionærbegrænsninger.

Shearman & Sterling (2007) dokumentere at stemmerets- og ejerbegrænsninger ikke er de hyppigst forekommende CEM's i undersøgelsen. Således viser Shearman & Sterling (2007), at stemmeretsbegrænsninger kun forekommer i 10 % af de undersøgte danske selskaber, mens ejerbegrænsninger udgør beskedne 5 %.

¹⁰ Shearman & Sterling (2007b)

¹¹ Shearman & Sterling (2007)

¹² Bukhart og Lee (2007), abstract

¹³ Kommissionen (2007)

¹⁴ CEM = Control Enhancing Mechanisms – samlet betegnelse for de tiltag i de undersøgte selskaber, der på den ene eller anden måde afviger fra OSOV-princippet

¹⁵ Kommissionen (2007), side 30

¹⁶ Kommissionen (2007), side 30, fodnote 43

Tendens blandt de øvrige EU-lande giver nogenlunde det samme indtryk og samlet set forekommer stemmeretsbegrænsning i 11 % af undersøgelsen, mens stemmeloft forekommer i 6 %.

Om den begrænsede anvendelsesflade af stemmerets- og ejerbegrænsninger er grunden til der ikke foretages yderligere studier, skal være usagt. Faktum er at Kommissionen erkender manglende studier om stemmerets- og ejerbegrænsninger, og at der ikke sker videre i sagen.

2.2. Direktiv 2004/25 ("Overtagelsesdirektivet")

Med Europa Parlamentets og Rådets direktiv 2004/25 ("Overtagelsesdirektivet") forsøgte de europæiske myndigheder at ensrette regler for overtagelsestilbud i medlemsstaterne. Direktivets artikel 9 og 11 indeholder bestemmelser i forbindelse med overtagelsestilbud, herunder en "gennembrudsregel", som er blevet implementeret i den nye SEL kapitel 18 (§§ 338-344). Reglerne har til formål at sikre, at det er aktionærerne der træffer afgørelse omkring hvorvidt selskabet skal sælges eller ej, eller om der skal ligges hindringer i vejen for et overtagelsesforsøg. Ordningen skal vedtages af generalforsamlingen, jf. SEL § 339, hvorefter det gælder at i tilfælde af et overtagelsesforsøg, skal generalforsamlingen godkende at der eks. ligges hindringer i vejen for tilbuddet.

At beslutningen om hvorvidt reglerne skal anvendes er overladt til selskaberne, skyldes at Overtagelsesdirektivets artikel 12 overlader det til den enkelte medlemsstat, om denne ønsker at implementere bestemmelserne, og gør medlemsstaten dette, skal beslutningen herefter overlades til selskaberne om de ønsker at anvende reglerne.

Det for denne afhandling vel nok meste interessante indhold i Overtagelsesdirektivet, findes i artikel 20, hvorefter det kan beslutes, at Kommissionen (hvis nødvendigt) 5 år efter ikrafttrædelsen af Overtagelsesdirektivet, vil tage det op til revision. Kommissionen vil i mellemtiden foretage undersøgelse af de kontrolstrukturer og hindringer for overtagelsestilbud, som ikke er omfattet af Overtagelsesdirektivet.

Denne afhandling sigter mod at bidrage til kategorien for sådanne undersøgelser, idet boksen for stemmerets- og ejerbegrænsninger jo netop er "tom".

2.3. Resume

Siden Winter-rapportens fremlæggelse i 2002, har der været diskussion omkring indførslen af OSOV-princippet, samt virkningerne af dette.

Kommissionen har undersøgt forholdene på såvel teoretisk-, empirisk- som national anvendelsesplan, og har derpå konkluderet at der ikke kan tegnes et tilstrækkelig klart billede af, om det vil være en fordel eller ulempe at indføre OSOV-princippet.

Kommissionen indrømmer samtidig, at stemmerets- og ejerbegrænsninger i aktionærforhold er blandt de teoretisk farligste. Men i stedet for at foretage undersøgelser omkring disse, efterlades blot en fodnote hvori der indrømmes at man ikke ved nok om det.

Overtagelsesdirektivet er en halvblød størrelse, hvor det overlades til medlemsstaterne og herefter disses selskaber, om de ønsker at benytte sig af OSOV-princippet. Overtagelsesdirektivet efterlader en dør på klem for Kommissionen til at foretage undersøgelser, således at der måske kan udstedes et hard-core overtagelsesdirektiv i 2011. Denne afhandling ønsker at bidrage til de undersøgelser, som Kommissionen pålægger sig selv at foretage.

Kapitel 3. Juridiske aspekter

Den finansielle sektor i Danmark er den vel nok mest gennemregulerede i den danske erhvervsregulering. Mange penge er involveret – penge som måske er investeret som led i eksistensgrundlaget for mange private investorer.

Som beskrevet i afsnit 1.4 vil denne afhandling, foruden de i kapitel 2 omhandlende, ikke behandle EU-retlige forhold – herunder direktiver og forordninger, men det kan blot nævnes at der alene ved indførslen af den nye SEL samtidig gennemførtes implementering af hele 19 direktiver¹⁷. Dette bidrager til forståelsen af omfanget af reguleringen på området.

I dette kapitel gives et overblik over de for denne afhandling væsentligste juridiske forhold, som også vil være en del af afhandlingens øvrige kapitler.

3.1. Selskabsloven

Den tidligere ASL og APSL blev i 2009 sammenlagt til en samlet lovgivning.

I dette afsnit følger en for stemmeretsbegrænsning, ejerbegrænsning, navnenotering, majoritetsmisbrug og ledelsens erstatningsansvar relevant analyse af de hertil hørende bestemmelser i SEL.

3.1.1. Stemmeretsbegrænsning

SEL § 107, stk. 2:

”Følgende beslutninger om vedtægtsændringer er kun gyldige, hvis de tiltrædes af mindst 9/10 såvel af de afgivne stemmer som af den på generalforsamlingen repræsenterede selskabskapital:

SEL § 107, stk. 2, nr. 4):

”Beslutning, hvorved kapitalejernes adgang til at udøve stemmeret for egne eller andres kapitalandele begrænses til en nærmere fastsat del af stemmerne eller af den stemmeberettigede selskabskapital.”

Som det fremgår af de fremhævede bestemmelser, er det tilladt for selskaber omfattet af SEL at aftale begrænsninger i stemmeafgivelsen. Det kræves at stemmeretsbegrænsningen indføres i selskabets vedtægter og at en sådan beslutning vedtages med det skærpede majoritetskrav i form af 9/10 såvel af de afgivne stemmer, som af den på generalforsamlingen repræsenterede selskabskapital.

SEL § 107, stk. 2, nr. 4) viderefører retstilstanden fra den nu tidligere ASL, hvor det ligeledes var tilladt at vedtage beslutning om stemmeretsbegrænsning med samme majoritetskrav. Efter samme ASL var det dog ikke tilladt at vedtage, at visse aktier var uden stemmeret (stammeløse aktier). Dette er nu tilladt efter SEL § 46 og overvejelserne bag kan findes i Betænkning om modernisering af selskabsretten. Heri beskrives

¹⁷ SEL, officielle noter, note 1

hvorledes det efter udvalgets opfattelse *"er vanskeligt at begrunde, at lovgiver skal opstille restriktioner for indholdet af den aftale og det arrangement, som selskabet måtte ønske at indgå med sine investorer"*¹⁸. På denne baggrund kan det konstateres, at udvalget lader det være op til aftalefriheden i selskabet at afgøre, om der skal gælde stemmeløse aktier eller ej. Udvalget vurderer endvidere, at et positivt argument herfor skal ses i begrundelsen for, at stemmeløse aktier giver bedre mulighed for at selskaber kan benytte egenkapitalfinansiering frem for gældsfinansiering, samt at selskaberne kan få værdipapirer noteret til handel, uden samtidig at skulle afgive kontrollen med selskabet.

Når der ovenfor beskrives omkring betænkningerne bag stemmeløse aktier (og ikke stemmeretsbegrænsning), skyldes det at kommissionsudvalget ikke fandt det nødvendigt, at spørgsmålet om stemmeretsbegrænsninger behandles i lovgivningen. Dette begrundes med, at disse forhold efter udvalgets opfattelse tilhørte problemkredsen omkring indretningen af selskabets ledelse og styring, og derfor ikke bør lovreguleres¹⁹.

Stemmeløse aktier og stemmeretsbegrænsninger afviger på samme måde fra OSOV-princippet, idet begge instrumenter medfører at aktionærerne ikke kan stemme proportionelt i forhold til aktionærens aktiebeholdning. På den baggrund kan det formodes, at overvejelserne bag genindførslen af stemmeløse aktier, også kan anvendes på stemmeretsbegrænsninger, hvormed det antydes at den lovgivende forsamling ønsker at vægte aftalefriheden højere end OSOV-princippet. Til argumentation herfor kan der henvises til følgende afsnit i samme betænkning:

"Kommissionen har i øvrigt iværksat flere undersøgelser af denne problemkreds [forskel mellem størrelsen af indskuddet og de tilknyttede kontrolrettigheder], men synes ikke at have dokumenteret skadevirkninger, der under hensyn til subsidiaritetsprincippet kan berettige indgreb i national ret.

*I mangel af klar empirisk støtte for at der er behov for begrænsninger i selskabernes og investorernes valgfrihed, finder udvalget, at der savnes fornødent grundlag for indgreb i den investeringsbeslutning, som udstedelse af aktier udgør, da denne bedst træffes af det involverede selskab og dets investorer"*²⁰

, og yderligere om den manglende empiriske dokumentation:

*"Rapporten [Shearman & Sterling (2007)] blev offentliggjort den 4. juni 2007 og konkluderer, at det ikke har kunnet påvises en sammenhæng mellem ejerstrukturen og selskabets resultat eller selskabsledelsen."*²¹

På baggrund af ovenstående kan det fastslås at stemmeretsbegrænsninger er tilladte for selskabets aktionærer at vedtage, og at dette skyldes den lovgivende forsamlings ønske om at lade beslutningen afgøre af aftalefriheden mellem selskabet og dets aktionærer – dog kun i det omfang vedtagelse har fundet sted med det skærpede majoritetskrav.

¹⁸ Økonomi- og Erhvervsministeriet (2008), side 163

¹⁹ Økonomi- og Erhvervsministeriet (2008), side 168

²⁰ Økonomi- og Erhvervsministeriet (2008), side 164

²¹ Økonomi- og Erhvervsministeriet (2008), side 264

3.1.2. Navnenotering og ejerbegrænsning

Navnenotering:

Selskaber omfattet af SEL kan vedtage, at de udstedte aktier kan udstedes på navn.

SEL § 48, stk. 2:

"Kapitalandele kan udstedes på navn. Vedtægterne kan i så fald fastsætte begrænsninger i omsætteligheden eller bestemmelser vedrørende indløsning. Aktier kan endvidere udstedes til ihændehaber."

Krav om navnenotering påkalder sig i denne afhandling ikke den store fokus, idet navnenotering ikke kan siges at være en egentlig aktionærbegrænsning²². Det anerkendes dog som værende en fordel for banken at kende sine aktionærer, hvilket også fremhæves i Bechmann & Raaballe (2009):

"[Kendskab til aktionærerne] er en stor fordel for bankens ledelse, eksempelvis ved fremskaffelse af blankofuldmagter fra "venligtsindede" aktionærer."²³

Ejerbegrænsning:

I denne afhandling foreligger der ejerbegrænsning ved aktiens omsættelighed, såfremt der kræves samtykke til salg eller såfremt ingen aktionær kan eje over en given del af den samlede aktiekapital. Reglerne herom findes i SEL §§ 48 (se ovenstående), 68 og 107.

SEL § 68, stk. 2:

"Er det i vedtægterne bestemt, at overgang af kapitalandele kun kan ske med samtykke fra kapitalselskabet, træffer selskabets centrale ledelsesorgan afgørelse herom, medmindre afgørelsen er henlagt til generalforsamlingen. Såfremt der ikke gives samtykke, skal begrundelsen derfor fremgå af underretningen, jf. stk. 1."

Bestemmelsen skal læses sammen med SEL § 107, stk. 2, pkt. 2).

SEL § 107, stk. 2, nr. 2):

"Beslutning, hvorved kapitalandelenes omsættelighed begrænses eller eksisterende begrænsninger skærpes, herunder vedtagelse af bestemmelser om, at kapitalselskabets samtykke kræves til overdragelse af kapitalandele, eller at ingen kapitalejer kan besidde kapitalandele ud over en nærmere fastsat del af selskabskapitalen."

Tilsvarende stemmeretsbegrænsninger er det også tilladt for selskaber omfattet af SEL, at aftale begrænsninger i aktiernes omsættelighed. Det kræves at ejerbegrænsningen indføres i selskabets vedtægter og at en sådan vedtægtsændring vedtages med samme skærpede majoritetskrav som beskrevet i afsnit 3.1.1.

²² Navnenotering vurderes ikke at begrænse aktionærernes indflydelse

²³ Bechmann & Raaballe (2009), side 19

Betragtes noten til SEL § 46, ses det at et afslag til samtykke skal være ”sagligt begrundet i hensynet til kapitalsekskabets tarv”²⁴. Sådanne saglige hensyn kunne eksempelvis tænkes, med henvisning til højesteretsdom U.1991.180H (se afsnit 3.6.1.), at være overdragelse til en eller flere aktionærer, som dermed opnår en betydelig andel af aktiekapitalen og dermed en kontrollerende indflydelse i selskabet – på bekostning af selskabets lokale tilknytning.

Betragtes endvidere overvejelserne i Betænkning om modernisering af selskabsretten fremgår det, at udvalget bag betænkningen igen vægter aftalefriheden blandt selskabet og dets aktionærer højest:

”Udvalget finder den vidtgående valgfrihed, som eksisterer efter gældende ret i både aktie- og anpartsselskaber, hensigtsmæssig, da det bør overlades selskabet og dets investorer at fastlægge de nærmere vilkår for den investering, som de enkelte aktier og anparter er udtryk for.”²⁵

Fælles for både stemmerets- og ejerbegrænsninger gælder, jf. SEL § 110, at aktionærer som har modsat sig vedtægtsændringer efter de beskrevne bestemmelser i § 107, kan kræve at selskabet indløser deres aktier – dog inden for en tidsfrist af 4 uger efter generalforsamlingens afholdelse.

3.1.3. Majoritetsmisbrug

Majoritetsmisbrug kan forekomme ved beslutning truffet på generalforsamlingen, som åbenbart er egnet til at skaffe visse kapitalejere eller andre en utilbørlig fordel på andre kapitalejeres eller kapitalsekskabets bekostning. Har en eller flere aktionærer i flerhed udpeget bestyrelsen (eller flertallet heraf), kan en indirekte form for majoritetsmisbrug ligeledes forekomme såfremt ledelsen har foretaget dispositioner af samme slags som ovenstående.

I SEL betragtes § 108 og § 127 som værende lovens generalklausuler og dermed et sikkerhedsnet for minoritetsaktionærerne. Bestemmelserne er tiltænkt værende dynamiske, således at bestemmelserne kan udvikles og tilpasses en skiftende retstilstand.

SEL § 108:

”Der må på generalforsamlingen ikke træffes beslutning, som åbenbart er egnet til at skaffe visse kapitalejere eller andre en utilbørlig fordel på andre kapitalejeres eller kapitalsekskabets bekostning.”

SEL § 127:

”Medlemmerne af kapitalsekskabets ledelse må ikke disponere således, at dispositionen er åbenbart egnet til at skaffe visse kapitalejere eller andre en utilbørlig fordel på andre kapitalejeres eller kapitalsekskabets bekostning. Medlemmerne af kapitalsekskabets ledelse må ikke efterkomme generalforsamlingsbeslutninger eller beslutninger truffet af andre selskabsorga-

²⁴ SEL (med noter), note 218, side 56

²⁵ Økonomi- og Erhvervsministeriet (2008), side 186

ner, hvis beslutningen måtte være ugyldig som stridende mod lovgivningen eller kapitalsselskabets vedtægter.

Af de nævnte bestemmelser fremgår det, at der gælder et generelt forbud mod dispositioner hvorved visse kapitalejere eller andre opnår en utilbørlig fordel på selskabets eller andre kapitalejeres bekostning.

Af noten til SEL § 108 fremgår det at førend en disposition er i strid med § 108, kræves at dispositionens egnethed til at skaffe visse kapitalejere (eller andre) en fordel, skal være "åbenbar", og i at denne fordel kan karakteriseres som "utilbørlig"²⁶. Noten uddyber endvidere begreberne, hvormed der ved "åbenbar" forstås "at der skal foreligge en klart urimelig udøvelse af indflydelse" og ved "utilbørlig fordel" forstås, "at der utvivlsomt skal foreligge urimelighed". Endvidere fortolkes "fordel" som "at der skal foreligge en formueforskydning, der opnås helt eller delvist vederlagsfrit".

Den analyserede note vedrørende SEL § 108, gælder tilsvarende for noten til SEL § 127.

Som beskrevet er SEL §§ 108 og 127 lovens generalklausuler som dermed har den fordel "at man opnår den elasticitet, som gør reglerne anvendelige over for nye kontraktsformer og nye tiders behov"²⁷. Herved overlades det samtidig til domstolene at fortolke bestemmelserne ud fra den dynamiske udvikling, som måtte forekomme. I afsnit 3.5.1. vil to domstolsafgørelser blive kommenteret – særligt med udgangspunkt i bl.a. den dynamiske udvikling i bankdrift, hvor det bl.a. andet fremhæves at bankerne ikke kun optræder i det lokalmiljø, som højesteret har accepteret at beskytte tilknytningen til.

3.1.4. Ledelsens erstatningsansvar

SEL § 361:

"Stiftere og medlemmer af ledelsen, som under udførelsen af deres hverv forsætligt eller uagtsomt har tilføjet kapitalsselskabet skade, er pligtige til at erstatte denne. Det samme gælder, når skaden er tilføjet kapitalejere eller tredjemand.

SEL § 361 er en helt central bestemmelse for så vidt angår aktionærbeskyttelse i dansk ret. Uden en mulighed for erstatningsansvar, vil et selskabs ledelse kun kunne mødes med ansvar i form af afskedigelse²⁸.

Af noten til SEL § 361 fremgår det, at § 361 er en videreførelse af de gældende regler efter ASL, og slår samtidig fast at der ikke gælder særlige ansvarsregler, men alene en henvisning til dansk rets almindelige erstatningsregler²⁹. Erstatningsgrundlaget efter SEL § 361 er derfor culpa.

Interessant er det samtidig at betragte Betænkning om modernisering af selskabsretten, hvori udvalget tager stilling til en ændring i erstatningsgrundlaget³⁰. Således argumenteres der for, at en forenkling af sel-

²⁶ SEL (med noter), note 367, side 64

²⁷ Lyng Andersen, Lennart & Bo Madsen, Palle (2001), side 177

²⁸ Afskedigelse af bestyrelsen foregår i praksis gennem indkaldelse til ekstraordinær generalforsamling, hvor denne kan undlade at vælge det bestyrelsesmedlem, som generalforsamlingen ikke finder kompetent. Bestyrelsen ansætter og afskediger direktionen, hvorfor generalforsamlingen ikke har direkte indflydelse på ansættelse og afskedigelse af direktionen

²⁹ SEL (med noter), note 990, side 100

skabsretten kunne medføre et "frihed under ansvar"-princip, hvorved et skærpede ansvar gælder såfremt ledelsen ikke kan leve op til den øgede frihed. Udvalget vurderer dog, *"at den gældende culpanorm og domstolenes fastlæggelse af det nærmere indhold heraf er udtryk for en hensigtsmæssig standard for ansvarsbedømmelsen"*³¹.

Udvalget vurderer samtidig om der bør ske en ændring i bevisbyrden, således om der for ledelsen bør gælde et præsumptionsansvar hvorefter ledelsen har bevisbyrden for, at deres handlinger var berettigede og forsvarlige. Udvalget finder dog, at det efter dets opfattelse ikke vil være fordelagtigt at vende bevisbyrden, primært af hensyn til *"ønsket om ikke at gøre ansvaret så byrdefuldt, at det vil afholde i øvrigt egnede personer fra at påtage sig ledelsesposter"*³². Disse hensyn stemmer overens med den økonomiske teori, hvilket vil blive nærmere beskrevet i afsnit 4.1.3.

Som det også vil blive diskuteret i afsnit 4.1.3. (på baggrund af den økonomiske teori), kan der ligeledes fra en juridisk betragtning stilles spørgsmålstegn ved, om der bør gælde et almindeligt culpaansvar for ledelsens erstatningsansvar i selskaber med stemmerets- og ejerbegrænsninger. Hvis man forestiller sig en vægt hvorpå aktionærdemokratiet vægtes på den ene side, og erstatningsansvaret på den anden, så giver ovenstående udvalgsbetænkning glimrende mening. Når så aktionærdemokratiet i selskabet udvandes på baggrund af stemmerets- og ejerbegrænsninger, kan det diskuteres om der tilsvarende bør gælde et skærpet erstatningsansvar for ledelsen (som jo alt andet lige mindsker sin risiko for sagsanlæg fra en generalforsamling med stemmeflertal). Denne diskussion vil på baggrund af de nedenfor i kapitel 4 beskrevne økonomiske teorier, samt afhandlingens empiriske resultater (kapitel 5), blive behandlet i afhandlingens retspolitiske perspektivering (kapitel 7).

Nedsættelse af erstatning:

SEL § 363:

Erstatning efter §§ 361 og 362³³ kan nedsættes, når dette findes rimeligt under hensyn til skyldgraden, skadens størrelse og omstændighederne i øvrigt.

I noten til SEL § 363³⁴ begrundes beføjelsen til domstolene til at nedsætte erstatningen med, at et sådant beløb efter omstændighederne kan dreje sig om anseelige økonomiske tab. En nedsættelse af erstatningen skal vurderes som værende rimelig, førend det kan realiseres.

Af samme note fremgår det endvidere, at nedsættelse af erstatning ikke kun kan ske i tilfælde af simpelt uagtsomhed, og at domstolene kun ganske undtagelsesvis, og i tilfælde af grov uagtsomhed, faktisk har nedsat erstatningen, hvilket er i overensstemmelse med lovens hensigt.

³⁰ Økonomi- og Erhvervsministeriet (2008), side 36-42

³¹ Økonomi- og Erhvervsministeriet (2008), side 41

³² Økonomi- og Erhvervsministeriet (2008), side 42

³³ SEL § 362 beskriver kapitalejeres erstatningsansvar for tab, som den pågældende forsætligt eller groft uagtsomt har tilføjet selskabet, andre kapitalejere eller tredjemand. Af hensyn til afhandlingens problemformulering, hvorefter det er selskabet (og ikke aktionæren), som er undersøgelsesobjektet, vil SEL § 362 ikke blive yderligere kommenteret i denne afhandling

³⁴ SEL (med noter), note 997, side 101

Hvilken domstolspraksis noten dækker over vides ikke, men det er nærtliggende at betragte U.2002.2067H (Hafnia-sagen):

Sagen omhandlede to investorer, som efter at have gennemlæst prospektet for en aktieemission, havde investeret i Hafnia-aktier. Aktieemissionen var et forsøg på at redde et ellers dødsdømt selskab, hvilket også kom til udtryk (indirekte) i prospektet. Forsøget på at redde selskabet mislykkedes, og Hafnia gik konkurs. De to investorer sagsøgte herefter både emissionsinstituttet, to fremtrædende medlemmer af bestyrelsen, revisor og selskabet selv (i form af konkursboet) med krav om erstatning. Højesteret gennemgik ansvarsnormen for de enkelte sagsøgte, men fandt at der ikke kunne gives medhold i sagens påstande, hvorfor samtlige blev frifundet. De to ledende bestyrelsesmedlemmer blev allerede i Sø og Handelsretten frikendt, men dette blev efterprøvet ved Højesteret, der fandt at det almindelige bestyrelses- og direktionsansvar ikke har den samme strength som professionsansvaret (gælder for emissionsinstituttet). Samtidig fastslog højesteret, at individuelle undskyldningsgrunde kan diskulpere for ledelsen.

I denne afhandlings retspolitiske perspektivering vil der på baggrund af de fundne empiriske resultater, blive vurderet om muligheden for nedsættelse af erstatning fortsat bør gælde.

3.2. Lov om finansiel virksomhed

Med hele 438 bestemmelser rangerer LFV blandt de mest omfangsrige love i Danmark.

Efter LFV § 13, stk. 2 er det forbudt for selskaber omfattet af LFV at opdele aktiekapitalen, hvilket ellers er hyppigt forekommende blandt øvrige børsnoterede selskaber.

LFV § 13, stk. 2:

"I pengeinstitutter, fondsmæglerselskaber, investeringsforvaltningsselskaber, realkreditinstitutter og forsikringselskaber kan deling af aktiekapitalen i aktieklasser med forskellig stemmeværdi ikke finde sted."

Af noten til LFV § 13, stk. 2 fremgår det, at *"Formålet med bestemmelsen er at forhindre, at aktionærer, der kun er i besiddelse af en beskeden kapital, kan dominere en finansiel virksomhed"*³⁵. Efter notens fortolkning indebærer LFV § 13, stk. 2 endvidere, at alle aktier i en finansiel virksomhed har lige stemmeret, hvilket efter notens ordlyd, ikke hindre anvendelsesmulighederne af stemmeretsbegrænsninger i den finansielle virksomheds vedtægter. Dette gælder tilsvarende for ejerbegrænsninger i form af ejerloft.

Det kan med andre ord siges, at begrænsning af stemmeretten tillades, dog kun i det omfang alle aktionærer dermed opnår lige dårlig stemmeret.

Om det er en fordel eller ulempe at forbyde en opdeling af aktiekapitalen i forskellige aktieklasser, kan diskuteres. Det er et beskyttelsesværdigt hensyn at drage, at der ikke ønskes en situation hvor aktionærer, der kun er i besiddelse af en beskeden kapital, kan kontrollere selskabet uden at have de korrekte incitamenter bag. Omvendt presser forbuddet finansielle virksomheder til at anvende andre overtagelsesværn, hvilket kan føre til en så ekstrem anvendelse af eksempelvis stemmerets- og ejerbegrænsninger, at det ikke længe-

³⁵ LFV (med noter), note 160, side 98

re kan betale sig for aktionærerne at yde aktiv indflydelse på selskabet - set fra et økonomisk synspunkt. Aktionærernes stemmeret kan udvandes og såfremt der samtidig er et ejerloft indeholdt i vedtægterne, ligger den reelle magt over selskabet dermed hos ledelsen. Dette kan medføre opportunistisk adfærd blandt ledelsen, hvilket i værste tilfælde kan lede til så ekstreme situationer som bl.a. oplevet i Roskilde Bank. Man kan derfor om LFV § 13, stk. 2 sige, at hvor det er formålet at forhindre aktionærer, der kun er i besiddelse af en beskeden kapital at dominere selskabet, kan konsekvensen blive at magten i stedet ender hos ledelsen. Et oplagt spørgsmål er herefter; hvad er så bedst? At det er aktionærerne, som har investeret penge i selskabet, eller om det er ledelsen, som måske/måske ikke har den fornødne erfaring, kendskab og risikoprofil til at generere afkast for aktionærerne?

I afsnit 4.1 gives en økonomisk beskrivelse af aktionærforhold, herunder tilstedeværelsen af en kontrollerende aktionær. På baggrund heraf, samt ovenstående, vil der i afhandlingens retspolitiske perspektivering (kapitel 7) blive vurderet om den nuværende retstilstand er hensigtsmæssig.

3.3. Bankpakke II

Bankpakke II § 8 indeholder betingelser og vilkår for indskud af hybrid kernekapital for de ansøgende banker.

Bankpakke II § 8, stk. 6:

"I tilfælde, hvor et kreditinstituts hybride kernekapital udgør mere end 35 pct. af den samlede kernekapital, kan Finanstilsynet kræve kapitalen omdannet til aktiekapital, såfremt kreditinstituttet kommer i vanskeligheder [...] Omdannelse af hybrid kernekapital medfører ikke pligt til at afgive overtagelsestilbud efter reglerne i § 31 i lov om værdipapirhandel m.v."

Bankpakke II § 8, stk. 7:

"Såfremt der indgås aftale om aftalebaseret konvertering, jf. stk. 6, skal kreditinstituttet senest på den førstkommende ordinære generalforsamling træffe beslutning om at ophæve stemmeretsbegrænsninger og ejerlofter."

Som det fremgår af en ordlydsfortolkning af de fremhævede bestemmelser, er det en betingelse for at opnå lån af hybrid kernekapital, at banken senest på førstkommende ordinær generalforsamling træffer beslutning om at ophæve eventuelle stemmeretsbegrænsninger og ejerlofter. Pligten hertil indtræder jf. § 8, stk. 7, jf. § 8, stk. 6 i det tilfælde hvor bankens hybride kernekapital udgør mere end 35 pct. af den samlede kernekapital og når Finanstilsynet har krævet konvertering.

Af noterne til de fremhævede bestemmelser fremgår det, at i tilfælde af konvertering til aktiekapital, vil staten kunne få ejerandele i selskabet på væsentligt over 50 %, men ikke samtidig opnå "samme indflydelse, svarende til en normal majoritetsaktionær, hvilket vil forhindre staten i at forsvare værdien af sine aktier eksempelvis ved at gennemtvinge et salg af selskabet"³⁶. På denne baggrund opstiller staten, som vilkår for indskud af hybrid kernekapital, at eventuelle stemmeretsbegrænsninger og ejerlofter ophæves af selskabets generalforsamling. Ophævelsen kan gøres betinget, hvorefter det kan indskrives i selskabets vedtæg-

³⁶ Bankpakke II (med noter), note 42, side 8

ter, at i tilfælde af konvertering af hybrid kernekapital til aktiekapital, bortfalder evt. stemmerets- og ejerbegrænsninger.

Argumentet om at staten ikke kan opnå samme indflydelse om en "normal" majoritetsaktionær, kan være vanskeligt at forstå. Således tillades det efter både SEL og LFV at selskaberne indfører regler, hvormed stemmeretten og aktiens omsættelighed kan begrænses. Som fremhævet i afsnit 3.1. fremgår det endvidere klart, at den lovgivende forsamling prioriterer aftalefriheden mellem selskabet og dets aktionærer højest. Indskyder staten derfor hybrid kernekapital i et selskab, som efterfølgende bliver konverteret til aktiekapital, virker det besynderligt at staten derved skal opnå bedre ret, end den som gælder efter selskabets vedtægter. Det kunne jo tænkes at også andre aktionærer "ønsker at forsvare værdien af deres aktier" (aktivt ejerskab), hvilket ikke har været muligt grundet en stemmeretsbegrænsning i vedtægterne. Det virker derfor som om, at staten på den ene side bifalder en generel selskabsretlig aftalefrihed, men tilsidesætter selv samme i det øjeblik staten selv indtræder som aktionær.

Betegnelsen "en normal majoritetsaktionær" er desuden uheldig. Således er en majoritetsaktionærs indflydelse i selskaber med stemmeretsbegrænsning markant forskellig fra selskaber uden stemmeretsbegrænsninger. En "normal majoritetsaktionær" blandt børsnoterede banker har generelt en begrænset indflydelse³⁷ (qua stemmeretsbegrænsninger), hvilket dermed, med henvisning til de af staten fremsatte argumenter i noterne, også burde gælde for staten.

I Erhvervsudvalgets betænkning til Bankpakke II gives endvidere direkte udtryk for bekymring omkring aktionærernes rettigheder efter "de nuværende regler"³⁸. Således vurderer udvalget:

"Aktionærerne og i særdeleshed de små aktionærer er for ringe beskyttet af de nuværende regler. Det ville derfor have været på sin plads, at lovforslagene havde fjernet stemmeretsbegrænsninger på aktier, skabt større åbenhed om aktionærerne – f.eks. gennem åbne registre om aktionærer – og havde sikret forbud mod bestyrelses indsamling af fuldmagter. Sådanne ændringer ville have stillet de små aktionærer stærkere i forhold til indflydelse på bankernes drift og dispositioner".³⁹

Det kan på baggrund af ovenstående diskuteres hvorvidt en vedtaget bestemmelse i vedtægterne om ophævelse af eventuelle stemmeretsbegrænsninger (som led i ansøgning af lån efter Bankpakke II), er stridende mod SEL § 108. Således fremgår det, som også beskrevet i afsnit 3.1.3., at generalforsamlingen ikke må træffes beslutninger, som er åbenbart egnet til at skaffe visse kapitalejere eller andre en utilbørlig fordel på andre kapitalejeres eller kapitalselskabets bekostning. Hvorvidt en beslutning om vedtægtsændring hvormed stemmeretsbegrænsninger og ejerlofter fjernes, kan betragtes som værende en utilbørlig fordel for staten (på bekostning af de øvrige aktionærer eller selskabet), er uvist. Staten opnår en fordel (øget indflydelse) ved at der opnås proportionel stemmeret, hvilket også er gældende for de øvrige aktionærer. Dog skal der hertil bemærkes, at jo større aktiekapital en aktionær besidder, desto større fordel opnås ved

³⁷ At dette er mere en regel end undtagelse vil fremgå af kapitel 4.2.

³⁸ "Nuværende regler" må i denne sammenhæng antages at være den tidligere ASL. Retstilstanden er den samme i dag, som på daværende tidspunkt, idet muligheden for anvendelse af stemmeretsbegrænsning i SEL er en videreførelse af de tidligere regler i ASL

³⁹ Erhvervsudvalget (2008), side 4

ophævelse af en stemmeretsbegrænsning⁴⁰. Derfor vil ophævelse af stemmeretsbegrænsning stille de aktionærer, som har flest aktier, bedre end aktionærerne med få. Dermed opnås ikke en pareto-optimal tilstand⁴¹, hvilket alt andet lige må betyde, at statens krav om ophævelse af stemmeretsbegrænsning sker på bekostning af selskabets øvrige aktionærer.

Dette kan måske retfærdiggøres ud fra et utilitaristisk synspunkt, hvormed en handling kan være beskyttelsesværdig såfremt den samlede velfærd optimeres. Modsat en "normal" investor, handler staten jo med kapital rejst fra skatteyderne, hvilket betyder at såfremt staten opnår afkast af sin investering, vil en sådan værdiskabelse tilflyde samfundet som helhed, hvormed den samlede velfærd alt andet lige optimeres.

Hvorvidt betingelsen for konvertering af hybrid kernekapital til aktiekapital efter Bankpakke II § 8, stk. 6 og 7 er i strid med bestemmelserne i SEL må i sidste ende afgøres ved en konkret domstolsbehandling. Der ønskes blot i dette afsnit at give udtryk for forundring over, at der i betænkningerne til SEL udtrykkes stor opbakning til aftalefriheden, og at selv samme tilsidesættes når staten opnår status som aktionær.

Elementet omkring ejerloft syntes at være en ganske anden. Af praktiske årsager er det nødvendigt at opheve vedtægtsbestemmelser omkring et decideret ejerloft, idet staten, som det også fremgår af noten, kan få ejerandele i selskabet på væsentligt over 50 %. Dette ville selvsagt aldrig kunne lade sig gøre såfremt en vedtægtsbestemmelse begrænser nogen aktionærer i at eje over en given andel af aktiekapitalen.

Med hensyn til ejerbegrænsning i form af samtykke fra bestyrelsen til at en aktionær opnår mere end en given andel af den samlede aktiekapital, må det antages at dette samtykke gives i tilfælde af konvertering til aktiekapital. Denne antagelse bygger på argumentet om, at såfremt et sådant samtykke nægtes, vil banken ikke kunne opnå lån, hvilket i sidste ende kan medføre konkurs (og måske søgsmål om erstatningsansvar mod ledelsen for ikke at have givet samtykke).

Af de undersøgte banker har kun Skælskør Bank fået konverteret hybrid kernekapital til aktiekapital. Dette vil ikke blive beskrevet nærmere af omfangsmæssige årsager.

3.4. anbefalinger for god selskabsledelse⁴²

At være listet på Børsen har sine fordele og ulemper for både selskabet og dets aktionærer. Det er således en markedsplads, hvor selskabets aktier kan handles og hvor selskabet dermed har mulighed for at hente egenkapital hjem. Med disse muligheder følger også forpligtelser, herunder primært oplysningsforpligtelser efter VHL, men også efter soft-law-regler såsom Børsens egne regler for notering. Disse sidstnævnte omhandler eksempelvis de af Komitéen for god selskabsledelse udarbejdede anbefalinger for god selskabsle-

⁴⁰ Hermed menes, at hvor der gælder en stemmeretsbegrænsning på eks. maksimalt en stemme uanset aktiebeholdning, så vil der, når en stemmeretsbegrænsning ophæves, tilflyde en storaktionær større indflydelse end en minoritetsaktionær. Med en stemmeretsbegrænsning indehold i vedtægterne vil alle aktionærer have lige (dårlig) indflydelse, uanset om man er storaktionær eller minoritetsaktionær. En ophævelse af stemmeretsbegrænsning kan derfor (måske) medføre en utilbørlig fordel på de øvrige aktionærers bekostning

⁴¹ Ved en pareto-optimalitet forstås en tilstand, hvor det ikke er muligt at stille en agent bedre uden samtidig at stille andre agenter dårligere

⁴² Komitéen for god selskabsledelse (2010)

delse. Anbefalingerne følger "comply-or-explain"-princippet, hvormed det påhviler selskaberne at redegøre for de punkter i anbefalingerne, som selskabet ikke har valgt at følge.

I dette afsnit er udvalgt de for denne afhandling relevante anbefalinger.

1.2. Kapital- og aktiestruktur:

"Det anbefales, at det centrale ledelsesorgan årligt vurderer, hvorvidt selskabets kapital og aktiestruktur fortsat er i aktionærernes og selskabets interesse, samt redegør for denne vurdering i ledelsesberetningen i selskabets årsrapport og/eller på selskabets hjemmeside."

I kommentarerne til anbefaling 1.2. uddybes at der med "kapital og aktiestruktur" også menes stemmeretsbegrænsninger⁴³.

4.1.3. Overordnede opgaver og ansvar:

"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."

Anbefaling 4.1.3. er relevant for denne afhandling idet bankernes omfattende brug af stemmerets- og ejerbegrænsninger (dokumenteres i afsnit 4.2) kan allokere en stor grad af magt til direktionen i banken. Det er derfor vigtigt at denne monitoreres, således at der til enhver tid handles i bankens interesser. I kapitel 4 gennemgås den økonomiske teori herom, sammenholdt med en beskrivelse af anvendelsen af stemmerets- og ejerbegrænsninger blandt de undersøgte banker. Her dokumenteres, at der især blandt de mindre banker ikke er tilstrækkelig kompetence blandt det øverste ledelsesorgan til at varetage den i anbefaling 4.1.3. fremlagte kontrol.

At skulle redegøre for samtlige punkter i Anbefalingerne for god selskabsledelse er i sagens natur en større opgave, og det må antages ikke at være den mest attraktive del ved at drive bankforretning.

Et eksempel kan findes i Morsø Banks årsrapport for 2009⁴⁴, hvoraf det fremgår:

"Bestyrelsen vurderer løbende om bankens kapitalstruktur er i overensstemmelse med bankens og aktionærernes interesser. Det overordnede mål er at sikre en kapitalstruktur, som understøtter en langsigtet lønsom vækst."

Bankens vedtægter indeholder en stemmeretsbegrænsning, således at ingen aktionær kan stemme for mere end 1 procent af bankens aktiekapital. Bankens vedtægter indeholder ingen grænser for ejerskab. Hvis der fremsættes et tilbud om overtagelse af bankens aktier, vil bestyrelsen forholde sig hertil i overensstemmelse med lovgivningen. Bankens aktiekapital er ikke opdelt i klasser."

Det må konkluderes at Morsø Bank i denne sammenhæng til fulde lever op til "comply-or-explain"-forpligtelsen for så vidt angår kapitalstrukturen – herunder stemmerets- og ejerbegrænsning. Det er dog

⁴³ Komitén for god selskabsledelse (2010), side 7

⁴⁴ Morsø Bank, 2009, Årsrapport 2009

værd at bemærke, at såfremt der indløber et overtagelsestilbud på bankens aktier, *"vil bestyrelsen forholde sig hertil i overensstemmelse med lovgivningen"*. Dette er en lidt uklar formulering, idet SEL kapitel 18 jo netop (som beskrevet i afsnit 2.2) er frivilligt for selskaberne, eftersom generalforsamlingen "kan", men ikke "skal" involveres.

3.5. Domspraksis

3.5.1. U.1991.180 H (Ringkjøbing Bank-dommen)

Ved en sag for højesteret i 1991 bød muligheden sig for at tage stilling til en vedtægtsbestemmelse, om hvorvidt hensigterne for stemmerets- og ejerbegrænsninger var et sagligt hensyn for banken.

Sagen omhandlede to brødre, som i forvejen var aktionærer i Ringkjøbing Bank. Begge brødre havde forinden en generalforsamling i banken investeret i yderligere aktier, men disse var ikke noteret i bankes aktiebog inden for de 3 måneder, som bankens vedtægter krævede førend aktierne gav stemmeret.

Bestyrelsen foreslog til generalforsamlingen at bemyndige bestyrelsen dels med en ret til at erhverve egne aktier (10 %), og dels at udvide aktiekapitalen fra 28 mio.kr. til 80 mio.kr fordelt med 28 mio.kr med fortegningsret for bestående aktionærer, 19 mio.kr uden fortegningsret for bestående aktionærer og 1 mio.kr medarbejderaktier.

Bestyrelsens formand foreslog at stemme for forslaget, mens en af brødrene gjorde gældende for generalforsamlingen, at banken ikke havde behov for yderligere bemyndigelse til aktieudvidelse, og anbefalede herefter at stemme imod forslaget.

Ringkjøbing Banks direktør udtalte herefter, at banken ikke inden for det efterfølgende år ønskede at komme i en situation, hvor en storaktionær kunne have afgørende indflydelse på vilkårene for en aktieudvidelse.

Herefter blev der foretaget afstemning, som resulterede i en godkendelse af forslaget – dog med protest idet de to brødres stemmer kun blev beregnet med de dele af deres aktiebesiddelser, som havde været registreret i bankens aktiebog i mere end 3 måneder.

Efterfølgende skrivelser fra både Aktieselskabs-Registeret og Erhvervs- og Selskabsstyrelsen advokerer for de to brødres argumentation, idet det begge instanser ligger til grund, at den retslige fortolkning af den dagældende ASL fortæller, at også aktier som ikke havde været noteret i 3 måneder, også skulle have været medregnet i afstemningen.

De to brødre argumenterede desuden for, at generalforsamlingen og ledelsen i Ringkjøbing Bank havde foretaget dispositioner i strid med de dagældende generalklausuler i ASL §§ 63 (nuværende § 127) og 80 (nuværende § 108), idet banken var bekendt med at brødrene var i færd med at opkøbe bankens aktier, og at forslaget på dagsordenen dermed havde til hensigt at udvande brødrenes aktieandel, samt at kapitalforhøjelsen i dette tilfælde ikke var begrundet i et ønske om at tilføre ny kapital af hensyn til bankens drift, men alene i et ønske om størst mulig spredning af aktierne, således at bankens bestyrelse fik større magt.

De to brødre mente således at der blev gennemført vedtægtsændringer rettet imod brødrene, alene med det formål at fratage dem indflydelse, hvilket de mente var utilbørligt og i strid med ASL's generalklausuler.

Banken påstod frifindelse og argumenterede med, at "kup-reglen" efter den dagældende ASL § 67, stk. 2 netop havde til formål at beskytte en bestyrelse mod at blive væltet af spekulantangreb foretaget af en ny storaktionær, samt at det faktum at bemyndigelsen ikke var udnyttet, pr. definition betød at der ikke var truffet beslutninger i strid med § 80.

Højesteret fandt i sin afgørelse, at ud fra en sproglig fortolkning af "kup-reglen" skal aktier, der er omfattet af fristen (og herunder selskabets vedtægter på 3 måneder) ikke medregnes ved opgørelsen af den repræsenterede stemmeberettigede aktiekapital.

Hvad mere interessant er, at højesteret herefter anerkendte et særligt behov for Ringkjøbing Bank til at have en lokal tilknytning, og som følge heraf et særligt behov for en spredning af aktiekapitalen. Højesteret fandt derfor ikke, at der var varetaget usaglige hensyn, som var egnet til at skaffe andre utilbørlige fordele på brødrenes bekostning. Højesteret fandt i øvrigt, at den trufne generalforsamlingsbeslutning var i overensstemmelse med "sædvanlig pengeinstitutpraksis", idet der generelt er tendens blandt bankerne til at anvende stemmeretsbegrænsninger i disses vedtægter.

Højesteret frifandt på disse hensyn Ringkjøbing Bank.

Kommentar:

Ovenstående højesteretsafgørelse har sat overliggeren for hvorvidt stemmerets- og ejerbegrænsninger kan begrundes i saglige hensyn for banken. Højesteret slår således fast, at spredt ejerskab i bankerne med begrundelse i hensyn lokal tilknytning, er et sagligt hensyn.

Som det vil blive uddybet i afsnit 4.1., er højesterets afgørelse ikke ubetinget en fordel for de øvrige aktionærer, idet teorien inden for corporate governance siger, at tilstedeværelsen af en eller flere storaktionærer (og/eller koncentreret ejerskab), kan bidrage til værdiskabelse for alle de øvrige aktionærer. Ud fra dette synspunkt kan der sættes spørgsmålstejn ved rigtigheden af højesterets afgørelse i dommen.

Når højesteret retfærdiggør hensynet til den lokale tilknytning for banken, må det også forventes at banken rent faktisk kun opererer inden for denne lokale sfære. Omend dommen er fra 1991, må dens indhold stadig forventes at være gældende for 2009 og netop i regnskabet for 2009 har Ringkjøbing Landbobank (som banken hedder i dag) opstillet en nydelig geografisk figur⁴⁵, hvori fordelingen af bankens udlåns- og garantiportefølje før nedskrivninger og hensættelser vises ud fra kundernes bopæl. Heraf fremgår det at kun 27 % af bankens udlån foregår i Vestjylland. Medregnes nærmeste naboregion, region Midtjylland (på 21 %), opnås, for det som vel kan strækkes til at kunne kaldes "lokalområdet", kun 48 % af bankens portefølje. Alene i Nordsjælland tegner bankens portefølje sig for 17 %.

På denne baggrund er det svært at kalde Ringkjøbing Landbobank "lokal", for så vidt angår den oplyste portefølje.

⁴⁵ Ringkjøbing Landbobank, 2009, *Årsrapport 2009*, side 21

Antages den beskrevne portefølje at have haft nogenlunde samme fordeling i 1991, er det svært at kunne retfærdiggøre hensynet til den lokale tilknytning, når banken samtidig begår sig nationalt. På baggrund af disse omstændigheder, burde afgørelsens udfald således være anderledes, såfremt dommen skulle fældes i dag.

Det kan endvidere stå til diskussion om højesteret ville være nået til samme konklusion, havde sagsøgte været eksempelvis Jyske Bank i stedet for Ringkjøbing Bank. Jyske Bank indeholder i sine vedtægter både stemmerets-⁴⁶ og ejerbegrænsninger⁴⁷, men er stadig blandt landets største banker med stribevis af filialer i eksempelvis hovedstadsområdet – langt væk fra Silkeborg Kommune, som i vedtægternes § 1 opgives som værende hjemsted for banken.

3.5.2. U. 1966.739 V

I en tidligere sag indbragt for vestre landsret skulle det afgøres om en direktøraflønning var blevet til på baggrund af dels inhabilitet (vil ikke blive kommenteret i gennemgangen) og dels misbrug af generalforsamlingens flertal, med det formål at opnå urimelige fordele på mindretallets bekostning.

Sagen omhandlede to direktører i et selskab hvor begge var aktionærer, og hvor aktiekapitalen var ligelig delt mellem direktør 1 (og dennes hustru) og direktør 2 (og dennes hustru). I en aktionæroverenskomst mellem de to direktører aftaltes, at i tilfælde af den ene direktørs død, udløstes en købsret (på en enkelt aktie) til den længstlevende af de to direktører. Af aktionæroverenskomsten fremgik det ligeledes, at enken over en årrække kunne kræve sin aktiekapital opkøbt af den udlevende direktør.

Da den ene direktør afgik ved døden, opfyldte den anden direktør denne købsret, hvormed direktøren (og dennes hustru) efterfølgende besad flertallet af aktiekapitalen i selskabet.

Direktøren ønskede herefter at tildele sig selv en større aflønning + tantieme, end enken til den afdøde direktør ville acceptere. Beslutningen herom blev henlagt til generalforsamlingen, hvor hele aktiekapitalen var repræsenteret. Forslaget om aflønningsstrukturen blev vedtaget.

Enken til den afdøde direktør tog herefter retlige tiltag med påstand om inhabilitet ved afstemning, samt ugyldig generalforsamlingsbeslutning, idet hun mente at der ved aflønningsaftalen var opnået en urimelig fordel på bekostning af minoritetsaktionærerne.

Landsretten konkluderede, at aflønningsaftalen ikke medførte en urimelig fordel til direktøren på bekostning af minoritetsaktionærerne, og begrundede dette med at aktionæroverenskomsten netop tilsagde, at den udlevende direktør kunne afkræves at skulle opkøbe enkens aktiekapital. På denne baggrund fandtes generalforsamlingsbeslutningen ikke at stride mod den dagældende generalklausul, idet 1) aflønningen ikke var eksorbitant høj, 2) enkens udkast til en acceptabel aflønningsaftale ikke var mærkbar forskellig fra det vedtagne, og 3) for at kunne finansiere opkøb af enkens aktiekapital behøvede direktøren en højere gage. Til vidnesbyrd for sidstnævnte udtalte selskabets advokat, at den udlevende direktør, i perioden op til dødsfaldet af den anden direktør, havde udtrykt ønske om at beregne sig en ordentlig direktørgage, for derved at blive i stand til at indløse førstafdødes enke.

⁴⁶ Jyske Bank, 2009, *Vedtægter*, § 11

⁴⁷ Jyske Bank, 2009, *Vedtægter*, § 3

Kommentar:

U.1966.739V er endnu et eksempel på domstolenes tilbageholdenhed med at underkende en generalforsamlingsbeslutning. I denne sag kan der dog næppe være tvivl om rigtigheden i landsrettens afgørelse. Således fremgik rettighederne for den udlevende direktør klart af aktionæroverenskomsten, hvormed denne ville blive majoritetsaktionær i selskabet.

3.6. Bekendtgørelse om nøgletal

Årsrapporterne for de undersøgte banker er underlagt stram regulering efter bl.a. Årsregnskabsloven, men også efter Bekendtgørelsen om nøgletal.

Dette afsnit vil kort fremlægge den lovhjemlede forpligtelse til at oplyse de i denne afhandling anvendte nøgletal.

Bekendtgørelsen om nøgletal § 87a:

"Der skal gives en femårsoversigt med hoved- og nøgletal i overensstemmelse med bilag 6⁴⁸ ..."

Bekendtgørelsen er udstedt i medfør af LFV § 196, § 341, stk. 4, og § 373, stk. 4.

Der gælder endvidere krav om sammenlignelighed efter § 87a, stk. 3, hvormed det sikres at nøgletallene danner en verificerbar ramme i analysesammenhæng.

Bekendtgørelsen om nøgletal, § 87a, stk. 3:

"Hvis tallene i femårsoversigten ikke er sammenlignelige, skal der så vidt muligt foretages en tilpasning af tallene. Manglende sammenlignelighed eller foretaget tilpasning skal angives og behørigt begrundes."

Bekendtgørelsen om nøgletal sikre dermed et sammenligneligt datagrundlag for de i denne afhandling gennemførte undersøgelser.

Bekendtgørelsen om nøgletal vil ikke blive analyseret nærmere i denne afhandling.

3.7. Resume

Indledningsvis er SEL's bestemmelser analyseret, hvoraf det fremgår, at såfremt det skærpede majoritetskrav efter § 107 overholdes, er det tilladt for selskabets vedtægter at indeholde stemmerets- og ejerbegrænsninger. At sådanne indgreb i OSOV-princippet tillades, fandtes i noterne til SEL at være begrundet med et hensyn til aftalefriheden mellem selskabet og dets aktionærer.

⁴⁸ Bilag 6 indeholder en oversigt over de konkrete nøgletal som banker, der er omfattet af Bekendtgørelsen af nøgletal er forpligtet til at oplyse – herunder de i kapitel 5 anvendte performancevariabler (EKF før skat, Indtjening pr. omkostningskrone, Udlån/indlån samt Kurs/indre værdi) og kontrolvariabler (Årets resultat, Aktiver i alt samt Solvensprocent)

Samme aftalefrihed syntes også at gælde efter LFV § 13, stk. 2, hvoraf det ikke tillades finansielle virksomheder at opdele aktiekapitalen (i eks. A- og B-aktier), men at bestemmelsen ikke er til hinder for en generel begrænsning af stemmerettighederne. Således kan det konkluderes, at aktionærernes indflydelse godt må begrænses, bare der herefter gælder lige (dårlig) indflydelse for alle aktier.

Da finanskrisen opstod medførte det en kreditklemme, hvormed interbankmarkedet stort set kollapsede. For at sætte skub i markedet iværksatte den lovgivende forsamling (bl.a.) Bankpakke II, hvorefter hybrid kernekapital kunne lånes – dog på de i Bankpakke II gældende betingelser. Disse foreskriver, at i tilfælde af konvertering af den hybride kernekapital til aktiekapital, skal selskabet senest på den førstkommande ordinære generalforsamling ophæve eventuelle vedtægtsbestemmelser om stemmeretsbegrænsninger og ejerlofter.

Der er i kapitlet blevet kritisk vurderet om Bankpakke II's betingelser kan retfærdiggøres. Kritikken udspringer på baggrund af, at den ønskede aftalefrihed efter SEL og LFV ikke syntes at skulle gælde i det øjeblik staten selv bliver aktionærer. At staten opstiller som betingelse for lån, at der skal ske ophævelse af stemmeretsbegrænsning og ejerloft, kan for så vidt være et udtryk for den omtalte aftalefrihed (bankerne kunne jo lade være med at ansøge om tilskud). Problemet ligger i, at staten som begrundelse for ophævelsen af de nævnte begrænsninger, ligger til grund at hvis ikke vedtægtsbestemmelserne ophæves, *vil staten i så fald ikke få en indflydelse svarende til en normal majoritetsaktionær, hvilket vil forhindre staten i at forsvare værdien af sine aktier eksempelvis ved at gennemtvinge et salg af selskabet*. Denne argumentation virker tynd idet 1) en "normal majoritetsaktionær" i en børsnoteret bank ikke har proportionel stemmeret i forhold til dennes stemmer, og 2) enhver investor ønsker at forsvare værdien af sine aktier – ikke kun staten (hvilket kan gøres ved gennemtvungne salg).

Denne diskussion kan ikke færdiggøres i denne afhandling, men må i sidste ende bero på en domstolsvurdering herom. Skulle det findes at statens argumentation ikke er beskyttelsesværdige, kan det tænkes at en generalforsamlingsbeslutning hvori stemmeretsbegrænsninger og ejerlofter ophæves, vil ske på bekostning af andre aktionærer i selskabet.

I kapitlet er fremhævet to domstolsafgørelser til illustration af den omtalte aftalefrihed. I begge domme er sagsøgte frifundet, idet domstolene ikke har vurderet, at de omhandlende generalforsamlingsbeslutninger udgjorde tilstrækkelig grundlag til at statuere en utilbørlig fordel, opnået på andre aktionærers bekostning.

Den afslutningsvise fremlagte beskrivelse af Bekendtgørelse om nøgletal tilsikrer at afhandlingens empiriske undersøgelse er foretaget på baggrund af sammenlignelige nøgletal.

Kapitel 4. Corporate Governance i danske børsnoterede banker

I dette kapitel foretages indledningsvis en beskrivelse af de corporate governance teorier, som er relevante for denne afhandling. Teorien beskrives med udgangspunkt i litteraturen på området, samt i den for Danmark gældende lovgivning.

Efter den teoretiske beskrivelse følger en analyse af de danske bankers benyttelse af instrumenter, hvorved aktionærernes indflydelse begrænses. Her er de 38 undersøgte bankers vedtægter analyseret med henblik på, at fastlægge anvendelsen af stemmeretsbegrænsninger, ejerbegrænsninger, repræsentantskab og navnenotering.

Det er hensigten at dette kapitel dels skal beskrive den relevante teori, og dels belyse at det benyttede omfang af stemmerets- og ejerbegrænsninger ikke stemmer overens med de af Kommissionen foretagne undersøgelser.

4.1. Teori

Der findes i teorien to mulige konflikter i aktieselskaber: 1) ledelsen vs. aktionærerne og 2) aktionærerne internt. Nedenfor gives en kort beskrivelse af disse konflikter, samt disses forhold til OSOV-debatten. Herefter følger en beskrivelse af betydningen af erstatningsansvaret for ledelsen i selskaber omfattet af SEL. Endelig afsluttes den teoretiske beskrivelse med en belysning af bestyrelsens sammensætning, samt betydningen af dette.

4.1.1. Ledelsen vs. aktionærerne

I henhold til SEL § 105, vælges bestyrelsen i aktieselskaber ved simpelt flertal af generalforsamlingen, mens direktionen udpeges af den valgte bestyrelse. Uden tilstedeværelse af aktionærbegrænsninger bestemmer aktionærdemokratiet ultimativt over selskabet, og kan afsætte bestyrelsen såfremt generalforsamlingen ikke er tilfreds med den siddende.

I sådanne selskaber er der altid en reel trussel for bestyrelsen for at blive afsat, og for at selskabet kan blive opkøbt som led i et overtagelsestilbud (venligt eller fjendtligt)⁴⁹. Dette forplanter sig til direktionen, da denne jo udpeges af bestyrelsen. Aktionærerne vil dermed monitorere ledelsen, hvilket dermed giver denne incitament til at performe optimalt (eks. i form af at foretage investeringer som ikke er for risikobetonet) og begrænse/udelukke opportunistisk adfærd (eks. i form af at udtage private benefits som minimerer selskabets værdi).

⁴⁹ Hvis bestyrelsen/selskabet ikke performer effektivt siger teorien om Marked for Corporate Control (MCC), at i sådanne tilfælde vil aktiekursen falde og dermed gøre selskabet mere attraktiv for potentielle købere. Med aktionærbegrænsninger (overtagelsesværn), forhindres MCC effektivt i at kunne fungere. Falder selskabets aktier, vil en potentiel opkøber ikke kunne opnå kontrollen i selskabet, da denne ikke kan udøve aktivt ejerskab som følge af eks. stemmeretsbegrænsninger. Som konsekvens bidrager dette til at MCC stort set ikke er forekommende i DK, hvilket også fremhæves i Rose & Mejer (2003)

Koncentreret ejerskab og/eller tilstedeværelsen af en (eller flere) storaktionær(er)⁵⁰ bidrager til monitorering af ledelsen. Disse har således qua større investering i selskabets aktier (og dertilhørende stemmer) øget indflydelse i selskabet. Dette bidrager til at løse free rider-problemet, hvilket beskrives nærmere nedenfor i afsnit 4.1.2.

I en verden med stemmerets- og/eller ejerbegrænsninger er situationen en helt anden. Mens ejerbegrænsninger har til formål at begrænse en given aktionærs beholdning i selskabet⁵¹, ligger stemmeretsbegrænsninger et loft over hvor mange stemmer en aktionær kan afgive på generalforsamlingen.

Ejerbegrænsninger sikre et spredt ejerskab i selskabet, hvilket medfører 1) at en storaktionær højst kan opnå en begrænset aktiekapital i selskabet, eller 2) vedtægterne fuldstændig blokerer for tilstedeværelsen af storaktionærer.

Stemmeretsbegrænsninger hindrer effektivt en aktionær i at stemme for alle dennes aktier på generalforsamlingen. For de banker som indgår i denne afhandling, gælder typisk, at en aktionær enten kun kan afgive X-antal stemmer uanset hvor mange aktier aktionæren måtte være i besiddelse af, eller at ingen aktionær kan udøve stemmeret for mere end X % af den samlede aktiekapital, hvor X ofte kan aflæses til bare 1 %.

Et glimrende eksempel kan findes i Hvidbjerg Banks vedtægter:

"Enhver aktionær har kun én stemme, uanset hvor mange aktier aktionæren ejer⁵²."

I selskaber med både stemmerets- og ejerbegrænsninger sikres således både et spredt ejerskab, samt at aktionærernes indflydelse begrænses. Den tid en aktionær måtte bruge på at monitorere ledelsen, er således spildt når aktionæren ikke kan disciplinere denne – tid som kunne være blevet brugt på at skabe værdi for aktionæren på anden måde.

Når det ikke kan betale sig for nogen aktionærer at monitorere ledelsen, opstår dermed det problem, at alle aktionærerne afstår fra at monitorere og disciplinere, og regner med/håber på at andre gør det (free-rider problemet – beskrives nærmere nedenfor i afsnit 4.1.2). Som konsekvens kan ledelsen i sidste ende få frit slag, idet ingen aktionærer påtager sig monitoreringsomkostningerne.

Forudsat at der ikke gælder ejerbegrænsninger herom, så kan tilstedeværelsen af en storaktionær i nogen grad hjælpe med monitorering af ledelsen. Dog vil også storaktionærens aktier være underlagt samme stemmeretsbegrænsning, hvilket eksempelvis for aktionærerne i Hvidbjerg Bank medfører at det ikke betyder noget om banken har storaktionærer eller ej.

⁵⁰ En aktionær betragtes som værende "storaktionær" såfremt denne har erhvervet 5 % eller mere af den samlede aktiekapital. En sådan storaktionær er underlagt oplysningspligt efter både SEL § 55 og VHL § 29, stk. 2, hvorefter der skal gives selskabet meddelelse såfremt en 5 % -grænse nås eller ikke længere er nået

⁵¹ En bestemmelse i et selskabs vedtægter om ejerbegrænsninger kan udformes på forskellige måder. For de undersøgte banker, som indgår i denne afhandling, gælder typisk at en aktionær ikke uden bestyrelsens samtykke må overdrage sine aktier til en erhverver, der har eller ved overdragelsen opnår mere end XX % af aktiekapitalen (typisk 5 – 10 %). For enkelte banker gælder et direkte forbud mod at eje mere end XX % af aktiekapitalen

⁵² Hvidbjerg Bank A/S, *Vedtægter*, § 10, side 4

Opsummerende kan det konkluderes at tilstedeværelsen af stemmerets- og ejerbegrænsninger, medfører at ledelsen ikke vil blive monitoreret eller disciplineret, hvilket giver denne et forkert incitamentsgrundlag til at varetage selskabets interesser, da der er mulighed for ledelsen til at handle opportunistisk.

4.1.2. Aktionærerne internt

I portefølje-teorien sammensætter investoren sin portefølje, således at den virksomhedsspecifikke risiko bort diversificeres, hvormed alene markedsrisiko er tilbage. Når investoren alene skal betragte markedsrisikoen, kan det ikke betale sig for ham at monitorere ledelsen på "selskabsniveau", idet omkostningerne (agency costs) ved at gøre så, oftest vil overstige den fortjeneste aktionæren får ud af sin indsats. Dette skyldes at aktionæren skal dele en eventuel værdiskabende indsats med de øvrige aktionærer (som dermed free rider på dennes indsats)⁵³. "Free-rider"-problemet opstår når det ikke kan betale sig for nogen af selskabets aktionærer at monitorere ledelsen, og hvor aktionærerne forventer at andre aktionærer påtager sig monitoreringen. Dette ser ledelsen og kan dermed handle opportunistisk og i andre interesser end principalens (aktionærerne).

Stemmerets- og ejerbegrænsninger bidrager til at øge free rider-problemet. Ejerbegrænsninger tilsikre en spredning af aktiekapitalen, hvormed ingen aktionærer tillades at have så stor en aktiebeholdning, at denne er villig til at påtage sig monitoreringsomkostningerne. Stemmeretsbegrænsninger medfører, at selvom ejerskabet er koncentreret, vil det alligevel ikke kunne betale sig for aktionærerne at påtage sig monitoreringsomkostningerne, idet stemmeretsbegrænsningerne forhindrer udøvelsen af aktivt ejerskab.

Shleifer & Vishny (1997) dokumenterer at tilstedeværelsen af en storaktionær, i en verden uden aktionærbegrænsninger, ellers kan bidrage til at løse "free-rider"-problemet, da denne qua sin større ejerandel, vil være villig til at bære omkostningerne for at monitorere ledelsen. Omend fordelingen af monitoreringsomkostningerne blandt aktionærerne vil være disproportionelt fordelt, vil ledelsen dog blive monitoreret fordi storaktionærens gevinst ved monitoreringen overtager dennes agency costs.

Franks & Mayer (2001) viser desuden, at tilstedeværelsen af storaktionærer i Tyskland er forbundet med både større grad af disciplinering af ledelsen i dårlig præsterende selskaber, samt større omsætning i direktører. Dette bidrager til indtrykket af at teorien holder i virkeligheden.

En storaktionær kan altså bidrage positivt til monitoreringen af et selskabs ledelse, men en storaktionær med tilstrækkelig meget indflydelse i selskabet, kan i teorien også misbruge sin status som storaktionær til at udtage private benefits fra selskabet, som dermed mister værdi til skade for alle andre aktionærer. Khachaturyan (2006) mener at dette behøver større opmærksomhed end at indføre OSOV-princippet⁵⁴, idet han finder at det vil være mere effektivt at indføre regulering, som effektivt kan forhindre storaktionærers udnyttelse af private benefits, end at bruge kræfter på at implementere et OSOV-princip.

⁵³ Eks. en aktionær investerer tid i at monitorere ledelsen (omkostning = 5.000, tid som kunne være brugt på anden indkomsttjenelige formål). Der genereres en profit på 10.000, men denne skal deles med 1.000.000 andre aktionærer. Herved overstiger omkostningerne profitten, hvilket medfører at aktionæren ikke vil investere tiden og omkostningerne hermed

⁵⁴ Khachaturyan (2006), side 9

Som beskrevet i afsnit 3.1. indeholder SEL's generalklausuler forbud mod beslutninger, som åbenbart er egnet til at skaffe visse kapitalejere eller andre en utilbørlig fordel på andre kapitalejeres eller kapitalsselskabets bekostning. Khachaturyan's ønske er derfor taget til følge efter danske regler.

Ovenstående teori skal ses i sammenhæng med den i afsnit 3.5.1. beskrevne højesteretsdom (Ringkjøbing Bank-dommen), hvor højesteret anerkendte et særligt behov for spredningen af aktierne i Ringkjøbing Bank, for på den måde at bevare tilknytningen mellem banken og lokalmiljøet.

Set i lyset af den beskrevne teori virker dommen dermed på en måde både forkert og rigtig. Forkert, i og med Højesteret sætter bankens påståede lokale tilknytning højere end aktionærernes værdiskabelse af deres investerede kapital. Rigtig, fordi de ikke-stemmeberettigede aktier var underlagt reglen om navnetøring i minimum 3 måneder i bankens aktiebog, og at vedtægtsbestemmelserne herom er et udtryk for aftalefriheden mellem banken og aktionærerne, samt håndhævelsen af dette princip. Det er dog værd at bemærke, at højesteret ikke begrundede sin afgørelse med hensynet til aktionærernes aftalefrihed, men alene den sproglige fortolkning af ordlyden af "kup-reglen", samt hensynet til den lokale tilknytning. På den baggrund, sammenholdt med argumentet om at banken ikke opererer lokalt (og dermed ikke bør beskyttes som subjekt herfor), syntes højesteretsdommen ikke at være afsagt på et tilstrækkeligt grundlag. Der savnes i dommen en vurdering af de økonomiske teoris anvendelse på de stemmerets- og ejerbegrænsninger, som højesteret anerkender som værende "sædvanlig pengeinstitutpraksis". Da dommen er fra 1991 kan en forklaring være, at corporate governance ikke var så udbredt som det i høj grad er blevet i dag.

4.1.3. Ledelsens erstatningsansvar

Som beskrevet i afsnit 3.1.4. er ansvarsgrundlaget for erstatning i aktieselskaber culpa.

Der skal således være udvist forsæt eller uagtsomhed, førend ledelsen i selskabet kan blive erstatningsansvarlig.

Ud fra en corporate governance betragtning kan det stå til diskussion, om det gældende ansvarsgrundlag er optimalt for aktionærerne. Rose (2006) argumenterer for, at et skærpet ledelsesansvar ikke ubetinget er til aktionærernes fordel, da dette kan medføre 1) at ledelsen bliver mere risikoavers, 2) præmien for en eventuel bestyrelsesansvarsforsikring vil stige og/eller 3) ledelsens kræver højere lønninger som risikopræmie for det skærpede ansvarsgrundlag⁵⁵.

Ovenstående argumentation virker logisk og korrekt ud fra et ønske om at optimere en investors afkast.

Corporate governance teorien syntes dog at have overset problemet med stemmerets- og ejerbegrænsninger contra ledelsens erstatningsansvar. Efter ordlyden i SEL § 364 gælder at beslutningen om et søgsmål mod et eller flere ansvarssubjekter, træffes af generalforsamlingen. Som beskrevet ovenfor, vil stemmerets- og ejerbegrænsninger medføre at ledelsen ikke vil blive monitoreret, hvorfor et søgsmål efter SEL § 364 syntes urealistisk. "Free-rider"-problemet siger jo netop, at det ikke kan betale sig for aktionærerne at monitorere ledelsen, hvorfor det aldrig vil opdages om denne optræder forsætligt eller uagtsomt⁵⁶.

⁵⁵ Rose (2006), side 101

⁵⁶ Grove tilfælde vil dog nok blive opdaget, men måske først for sent – ligesom i Roskilde Bank

Skulle en aktionær (trods teorien om det modsatte) have monitoreret ledelsen, og ønsker denne at anlægge et søgsmål mod ledelsen, vil aktionæren skulle opnå flertal herom på generalforsamlingen, og eftersom aktionæren kun har en beskedent stemmeret (måske kun én stemme, uanset antal aktier), skal aktionæren således have held til at overbevise de resterende fremmødte aktionærer om at anlægge søgsmålet.

I selskaber som anvender stemmerets- og ejerbegrænsninger, kan det derfor diskuteres om der bør gælde et skærpet ansvarsgrundlag – eks. præsumptionsansvar eller måske endda et objektivi ansvar.

I kapitel 5 analyseres de undersøgte bankers performance. På baggrund af disse empiriske resultater vil en retspolitisk perspektivering i kapitel 7 diskutere, om der bør gælde et skærpet erstatningsansvar for ledelsen.

4.1.4. Bestyrelsens sammensætning

Komiteen for god selskabsledelse (2010) indeholder i punkt 5 anbefalinger til sammensætningen og organiseringen af det øverste ledelsesorgan. Anbefalingerne indeholder bl.a. anbefalinger om mødefrekvens, antal medlemmer af det øverste ledelsesorgan, uafhængighed, mm. Anbefalingerne har til formål at øge kvaliteten af selskabsledelsen, primært blandt de børsnoterede selskaber i Danmark.

Rose (2005) foretager en analyse af finansiell performance i en række børsnoteret selskaber over en årrække. Banker og forsikringsselskaber er undtaget fra undersøgelsen. I sin undersøgelse, som bygger på regressionsanalyser på baggrund af performancevariabler, finder Rose (2005) *”at de undersøgte bestyrelsesvariable overordnet set kun har beskedent indflydelse på performance”*⁵⁷. Rose (2005) mener desuden at det kun er når selskabet er i vanskeligheder, eller står over for en alvorlig udfordring, at der er meget der taler for at sammensætningen af bestyrelsen er udslagsgivende. I en sådan situation er det dog ikke udslagsgivende at de enkelte bestyrelsesmedlemmer besidder stærke kompetencer.

Bankerne i denne afhandling analyseres i de i kapitel 5 inddelte perioder – herunder i en periode med finansiell krise i markedet (2008-2009). I mange af bankerne vælges et repræsentantskab, hvis opgave er at udpege bestyrelsesmedlemmerne i banken. Som resultat heraf vælger medlemmer af repræsentantskabet sig selv til bestyrelsen, som mange gange består af personer med en atypisk baggrund i forhold til professionelle bestyrelsesmedlemmer. Som eksempel herpå kan man i årsrapporten 2009 for Møns Bank⁵⁸ læse, at repræsentantskabet på 30 personer udvælger en bestyrelse på 5 medlemmer. I repræsentantskabet findes medlemmer, hvis beskæftigelse indeholder alt fra sygehjælper, muremester, uddeler og tankejer til direktør og civiløkonom. Samtlige medlemmer af bestyrelsen er samtidig medlemmer af repræsentantskabet – de har således valgt sig selv til bestyrelsen (i overensstemmelse med vedtægterne).

Hvad bankernes repræsentantskaber kan tilføre af værdi til bankerne, er usikkert. Udadtil fremstår det som en unødigt bureaukratisk instans, idet repræsentantskabet (som vælges på generalforsamlingen) herefter skal udvælge bestyrelsen. Som beskrevet resulterer dette ofte i selvudvælgelse blandt repræsentantskabets egne medlemmer.

⁵⁷ Rose (2005), side 228

⁵⁸ Møns Bank, 2009, *Årsrapport 2009*

Den reelle magt i banken ligger i praksis hos direktionen. I eksemplet fra Møns Bank består bestyrelsen af en fabrikant, en proprietær, en direktør, en gårdejer og en undervisningskonsulent. Med al respekt for de nævnte erhverv, må det udadtil konstateres at bestyrelsen mangler bankfaglig kompetence. Forestiller man sig eks., at direktionen for bestyrelsen fremlægger et konkret (men enorm bankteknisk kompliceret) investeringsforslag, er det vanskeligt at se hvor bestyrelsen skal byde ind med modargumenter for det af direktionen fremlagte investeringsprojekt. Af vedtægternes § 10 fremgår det, at bestyrelsen kan henvise sagen til repræsentantskabet, men som beskrevet bidrager denne instans ikke just med den ønskede bankfaglige kompetence. Med aktionærene sat uden for indflydelse, en faglig svag bestyrelse (måske også repræsentantskab), og talegaverne i orden, virker det ikke urealistisk at direktionen i Møns Bank, kan gennemføre netop de tiltag som denne ønsker. Dette kunne eks. være at føre aggressiv udlånstaktik, hvormed der udlånes mere end der indlånes.

Ovenstående beskriver et klassisk problem for især de mindre banker i denne afhandlings undersøgelse. For at ændre ved sådanne forhold kræves en vedtægtsændring, hvilket besværliggøres (i nogen grad umuliggøres) af tilstedeværelsen af stemmerets- og ejerbegrænsninger. Dette element vil indgå i den retspolitiske perspektivering i kapitel 7, hvor konkrete forslag på baggrund af afhandlingens empiriske resultater fremlægges.

4.1.5. Navnenotering

Navnenotering bliver i denne afhandling ikke betragtet som en decideret aktionærbegrænsning. Omfanget af navnenotering er alene medtaget som oplysende information omkring "sædvanlig pengeinstitutpraksis", idet omfanget af navnenotering blandt de undersøgte banker, afviger kraftigt fra tendensen fra tidligere studier (se nedenfor afsnit 4.2).

Holdningen til navnenotering er, at det påhviler aktionærene at skulle ændre i vedtægterne, såfremt aktionærene ønsker at ændre dette – en ændring som lider af samme problem som beskrevet ovenfor.

4.2. Den danske banksektors benyttelse af aktionærbegrænsninger

Som det fremgår i kapitel 2, er den generelle tendens blandt de af Shearman & Sterling undersøgte selskaber, at der er en relativt beskedne forekomst af stemmerets- og ejerbegrænsninger.

I tabel 4.2. ses forekomsten af stemmerets- og ejerbegrænsninger, repræsentantskab samt navnenotering blandt de i alt 38 undersøgte børsnoterede banker.

Her ses det tydeligt at situationen er en helt anden når der alene betragtes de undersøgte banker. Som det fremgår af tabellen, indeholder vedtægterne i hele 32 banker (svarende til 84,2 %) regler om stemmeretsbegrænsning, mens ejerbegrænsninger findes i 18 (svarende til 47,4 %).

Foruden disse aktionærbegrænsninger ses endvidere en særdeles udbredt grad af repræsentantskab og navnenotering, som tegner sig for henholdsvis 28 (svarende til 73,7 %) og 34 (89,5 %).

Disse fundne undersøgelser viser at Kommissionen nok har undersøgt forekomsten af CEM's blandt 23 danske selskaber, men at dette ikke har kastet lys over udbredelsen af stemmerets- og ejerbegrænsninger

Hvorledes påvirkes danske (børsnoteret) bankers performance af tilstedeværelsen af stemmerets- og ejerbegrænsninger?

blandt de børsnoterede danske banker. Det kan næppe kritiseres at Kommissionen har valgt at lade den generelle tendens i medlemsstaterne undersøge. Således ville omfanget af Kommissionens undersøgelser være ganske uoverskuelige, såfremt alle brancher i samtlige medlemsstater skulle undersøges.

#	Pengeinstitut:	Seneste vedtægter:	Stemmeretsbegrænsning	Ejerloft / ejerbegrænsning	Repræsentanskab	Navnenotering
1	Aarhus Lokalbank	23-12-2009	Ja, § 11	Ja, § 3	Ja, § 13	Ja, § 3
2	Alm. Brand	30-11-2009	Nej, § 10	Ja, § 5	Nej	Ja
3	Amagerbanken	17-12-2009	Ja, § 8	Nej	Nej	Ja, § 4
4	DiBa Bank	16-03-2010	Ja, § 3	Ja, § 9	Ja, § 11	Ja, § 3
5	Djurslands Bank	11-03-2009	Ja, § 9, stk. 4	Ja, § 4	Ja, § 13	Ja, § 2, stk. 3
6	Eik Banki	11-04-2008	Ja, § 6, stk. 5	Ja, § 4	Ja, § 6	Ja, § 2, stk. 2
7	Hvidbjerg Bank	04-03-2009	Ja, § 10	Ja, § 3	Ja, § 12	Ja, § 2
8	Jyske Bank	09-11-2009	Ja, § 11	Ja, § 3	Ja, § 14	Ja, § 3
9	Lollands Bank	14-03-2007	Ja, § 10	Nej	Ja, § 13	Ja, § 3
10	Lån og Spar Bank	08-03-2010	Ja, § 8, stk. 2	Ja, § 2, stk. 4	Ja, § 10	Ja, § 2, stk. 2
11	Max Bank	01-08-2009	Ja, § 7	Ja, § 4	Nej	Ja, § 4
12	Morsø Bank	09-03-2010	Ja, § 11	Nej	Ja, § 13	Nej
13	Møns Bank	03-04-2009	Ja, § 7	Nej	Ja, § 9	Ja, § 3
14	Nordjyske Bank	01-03-2010	Ja, § 9	Ja, § 3	Ja, § 12	Ja, § 2
15	Nordfyns Bank	01-03-2010	Ja, § 8	Nej	Ja, § 10	Ja, § 2, stk. 5
16	Nørresundby Bank	11-03-2008	Ja, § 10, stk. 2	Nej	Ja, § 12	Ja, § 3
17	Ringkjøbing Landbobank	01-03-2010	Ja, § 9	Nej	Ja, § 11	Ja, § 3
18	Salling Bank	03-03-2009	Ja, § 10	Nej	Ja, § 14	Ja, § 3
19	Skjern Bank	08-03-2010	Ja, § 9	Nej	Ja, § 11	Ja, § 4
20	Skælskør Bank	18-12-2009	Ja, § 8	Ja, § 3	Ja, § 13	Ja, § 2
21	Sparbank	11-09-2009	Ja, § 11, stk. 2	Ja, § 4, stk. 1	Nej	Ja, § 2, stk. 2
22	Sparekassen Faaborg	16-03-2009	Ja, § 11	Ja, § 4, stk. 1	Ja, § 13	Ja, § 2
23	Sparekassen Himmerland	10-03-2009	Ja, § 10, stk. 2	Ja, § 5	Ja, § 12	Ja, § 3, stk. 2
24	Sparekassen Hvetbo	10-03-2009	Ja, § 10, stk. 2	Ja, § 5	Ja, § 12	Ja, § 3, stk. 2
25	Sparekassen Lolland	18-03-2010	Ja, § 9	Ja, § 4	Ja, § 11	Ja, § 2, stk. 2
26	Svendborg Sparekasse	16-02-2010	Ja, § 11, stk. 4	Ja, § 3, stk. 1	Ja, § 13	Ja, § 2, stk. 2
27	Sydbank	15-09-2009	Ja, § 10	Nej	Ja, § 12	Ja, § 2, stk. 2
28	Totalbanken	27-03-2009	Ja, § 8	Ja, § 3	Ja, § 12	Ja, § 3
29	Tønder Bank	11-03-2010	Ja, § 10	Nej	Nej	Ja, § 3
30	Vinderup Bank	11-03-2009	Ja, § 12	Nej	Nej	Ja, § 4
31	Vestjysk Bank	21-08-2009	Ja, § 9, stk. 2	Nej	Nej	Ja, § 5
32	Vordingborg Bank	16-03-2010	Ja, § 11	Nej	Ja, § 14	Ja, § 4
33	Østjysk Bank	15-04-2009	Ja, § 10	Nej	Ja, § 12	Ja, § 3
34	Danske Bank	14-05-2009	Nej	Nej	Nej	Nej
35	Grønlandsbanken	N/A	Nej	Nej	N/A	N/A
36	Kreditbanken	10-03-2010	Nej	Nej	Nej	Ja, § 3
37	Spar Nord Bank	01-08-2009	Nej	Nej	Ja/nej	Frivilligt, § 2, stk. 2
38	Vestfyns Bank	24-03-2010	Nej	Nej	Ja, § 11	Ja, § 5
Antal banker med aktionærbegrænsninger I pct.			32 84,2%	18 47,4%	28 73,7%	34 89,5%

Tabel 4.2.

Af tabel 4.2 kan der herske lidt tvivl om Spar Nord Banks repræsentantskab og navnenotering. Navnenoteringen er frivillig og er dermed ikke medregnet som en begrænsning. Der gælder ikke et decideret repræsentantskab i bankens vedtægter. I stedet gælder en underligt system med aktionærmøder, delegerede stemmeberettigede, mm. Samlet bidrager det til opfattelsen af, at der i banken hersker en form for indirekte valg til bestyrelsen - et maskeret repræsentantskab, som i afhandlingens undersøgelse er medregnet som et repræsentantskab.

Som det fremgår af tabellen, er navnenotering hyppigt anvendt blandt de undersøgte banker. Navnenotering begrænser ikke i sig selv aktionærens indflydelse på selskabet. Det kan endda være en fordel for aktionæren at være navnenoteret, idet aktionæren dermed sikre sig automatisk information fra banken når denne har kontaktoplysningerne noteret i navnebogen.

De undersøgte banker anvender altså i stort omfang aktionærbegrænsninger som de beskrevne. En årsag til dette kan skyldes, som beskrevet i afsnit 3.2., at LFV § 13, stk. 2 forbyder finansielle virksomheder at opdele aktiekapitalen, og at bankerne som respons herpå anvender de ellers tilgængelige værn mod overtagelse. Dette argument understreges tydeligt i Bechmann & Raaballe (2009), som til sammenligning i deres resultater, finder at der blandt 129 øvrige børsnoterede selskaber, forekommer stemmeretsbegrænsninger i 3 (2 %), ejerbegrænsninger i 0 (0 %), repræsentantskab i 0 (0 %) og navnenotering i 41 (32 %).

4.3. Resume

I dette kapitel er fremlagt de for afhandlingen mest relevante corporate governance teorier. Det er beskrevet at stemmerets- og ejerbegrænsninger øger free rider problemet, som ellers kunne mindskes i tilfælde af koncentreret ejerskab og/eller tilstedeværelsen af en storaktionær.

Bestyrelsens erstatningsansvar er ligeledes beskrevet, hvortil det bemærkes at corporate governance teorien ikke tager hensyn til den situation hvor aktionærernes indflydelse udvandes som følge af aktionærbegrænsninger.

En gennemgang af de undersøgte bankers vedtægter viser at stemmerets- og ejerbegrænsninger, repræsentantskab samt navnenotering er hyppigt forekommende i bankernes vedtægter.

I den efterfølgende empiriske undersøgelse i kapitel 5, analyseres om aktionærbegrænsningerne (stemmerets- og ejerbegrænsning) påvirker bankernes performance. Repræsentantskab og navnenotering vil ikke blive analyseret yderligere, hvilket skyldtes en antagelse om at såfremt stemmerets- og ejerbegrænsninger fjernes fra vedtægterne, vil det herefter være op til aktionærerne om de fortsat ønsker sådanne strukturer i banken.

Kapitel 5. Empiriske resultater

Dette kapitel er indrettet således, at der indledningsvis følger en kort beskrivelse af de udvalgte nøgletal, som danner rammen om afhandlingens undersøgelse.

Herefter følger den egentlige fremlæggelse af de fundne resultater, hvor kapitlets analyser er inddelt i perioderne

- 1) (2002-2009),
- 2) (2002-2007) og
- 3) (2008-2009).

Dette er gjort med henblik på at foretage en fuldstændig analyse af hele perioden under 1). Som bekendt blev verdensøkonomien ramt af en international finanskrisen i 2007, hvorfor en analyse af periode 2) skal give indblik i bankernes performance i perioden før og op til krisens udbrud. Endelig er perioden 3) interessant at betragte, idet denne viser hvorledes bankerne har performet under en krisetid.

Selve perioderne er inddelt på en sådan måde, at de først analyseres ved en simpel nøgletalsanalyse, herefter ved beskrivende statistik og afslutningsvis ved hjælp af regressionsanalyser af de enkelte nøgletal, hvor der undersøges for statistisk signifikans mellem den analyserede performancevariabel, kontrolvariabler og dummyvariabel.

Regressionsanalyserne er foretaget på baggrund af følgende formel:

$$Y = \alpha + \beta_1 x + \beta_2 x + \varepsilon$$

, hvor Y-værdien er performancevariablen, α er en konstant (skæringen med y-aksen), $\beta_1 x$ er kontrolvariablerne, $\beta_2 x$ er dummyvariablen for aktionærbegrænsninger og ε er restleddet, som dækker over den statistiske usikkerhed.

Der er til analyse for signifikans i regressionsanalyserne benyttet t-værdier, hvis signifikansniveau ligger mellem +/-1,64 for signifikans med 10 % og +/-1,94 for signifikans med 5 %. Desuden er anvendt "justeret R kvadreret" som er den justerede determinationskoefficient, der måler hvor stor en andel af variationen i performancevariablen (y-værdien), der forklares af kontrolvariablerne. Den justerede R kvadreret er anvendt i stedet for den "almindelige" R kvadreret, idet den justerede R kvadreret justerer for antallet af forklarende variabler (kontrolvariabler).

I regressionstabellerne er desuden anvendt signifikansniveau F som angiver ligningens forklaringsgrad.

Kapitlet afrundes med et resume af de væsentligste fundne resultater både for de enkelte perioder, og herefter samlet.

5.1. Udvalgte nøgletal

"Performance" er en åben formulering, for hvilken der ikke gælder nogen fast standard. I denne afhandling er der derfor taget udgangspunkt i de nøgletal, som er underlagt oplysningspligt i årsrapporten efter § 87a i bekendtgørelse om nøgletal og som dermed er direkte sammenlignelige.

Disse nøgletal er:

- 1) Egenkapitalens forrentning før skat (herefter blot EKF (før skat))
- 2) Kurs/indre værdi
- 3) Indtjening pr. omkostningskrone
- 4) Udlån/indlån

De angivne nøgletal anvendes i de følgende statistiske beregninger som performancevariabler.

Som kontrolvariabler i anvendes:

- a) Resultat før skat
- b) Aktiver i alt
- c) Solvens pct. (også nøgletal, jf. bekendtgørelse om nøgletal)

Nedenfor følger her en kort forklaring af de enkelte performancevariabler, samt kontrolvariablen c).

Ad 1) EKF (før skat) – (performancevariabel)

Egenkapitalens forrentning udtrykker hvor stor forrentning den investerede kapital (egenkapitalen) kan afføde.

Nøgletallet skal sammenholdes med en alternativ investering, med henblik på at belyse hvorvidt investeringen i selskabet egentlig er acceptabel, eller om der kan findes alternative investeringer.

EKF (før skat) er et nøgletal som ofte anvendes til sammenligning af performance, hvorfor det syntes oplagt at anvende i denne afhandling.

Ad 2) Kurs/indre værdi – (performancevariabel)

Nøgletallet kan defineres som kursen på selskabets aktier, i forhold til egenkapitalen pr. aktie. Tallet fortæller hvor meget en investor skal betale for at få del i en krones egenkapital.

En høj værdi af kurs/indre værdi fortæller at markedet har stor tillid til, at selskabet vil have vækst og fortsat vil præstere fremgang. Samtidig kan høj værdi skyldes, at markedet vurderer, at der er skjulte værdier i selskabet. Omvendt betyder en lav værdi af kurs/indre værdi, at aktien handles for dyrt eller at forventningerne til selskabets vækst er begrænset.

Tallet anvendes ofte som vurdering for om en aktie er højt eller lavt prisfastsat, og svinger typisk omkring en værdi på 1, hvormed der altså betales 1 krone for 1 krones egenkapital.

Kurs/indre værdi anvendes ofte i praksis i forbindelse med M&A, hvor det køvende selskab vurderer værdien af det påtænkte målselskab på baggrund af kurs/indre værdi.

Nøgletallet anvendes i denne afhandling, da det er relevant at betragte aktionærernes forventninger til aktien, samt om aktionærerne i perioder har betalt mere eller mindre for 1 krones egenkapital. Især gen-

nem optikken af corporate governance teorien, hvor det ikke kan betale sig for aktionærerne at monitorere ledelsen, er det interessant at undersøge om aktien dermed er handlet for dyrt i forhold til dens værdi.

Ad 3) Indtjening pr. omkostningskrone – (performancevariabel)

Nøgletallet er relativt selvforklarende og angiver således hvor meget indtjening der genereres i selskabet for hver omkostningskrone der erlægges.

Det er målsætningen for et selskab at holde nøgletallet over 1, da dette angiver at selskabet tjener mere end det koster at generere indtjeningen. En negativ værdi af nøgletallet betyder derfor at selskabet bruger en krone på at genere en indtjening som er mindre end en – altså et tab på hver investeret krone.

Nøgletallet anvendes i denne afhandling, da det kan give en indikation af ledelsens evne til at skabe indtjening i selskabet, og dermed værdi for aktionærerne (shareholder value).

Ad 4) Udlån/indlån – (performancevariabel)

Også dette nøgletal er selvforklarende, idet det samlede udlån divideres med det samlede indlån.

Bankers udlån er langsigtede (eks. udlån til finansiering af fast ejendom), mens indlån kan være meget kort-sigtet (eks. kan et indestående på en konto hæves på én gang – måske fordi der skal købes ferie, mm.).

Nøgletallet angiver hvor meget selskabet er villig til at låne ud, i forhold til de penge som indlånes i banken. Nøgletallet fortæller dermed noget om ledelsens risikovillighed, hvilket er interessant for denne afhandling i forhold til corporate governance teorien, samt om ledelsens erstatningsansvar (har ledelsen handlet for risikobetonet? – interessant i lyset af free rider problemet).

Ad c) Solvens pct. – (kontrolvariabel)

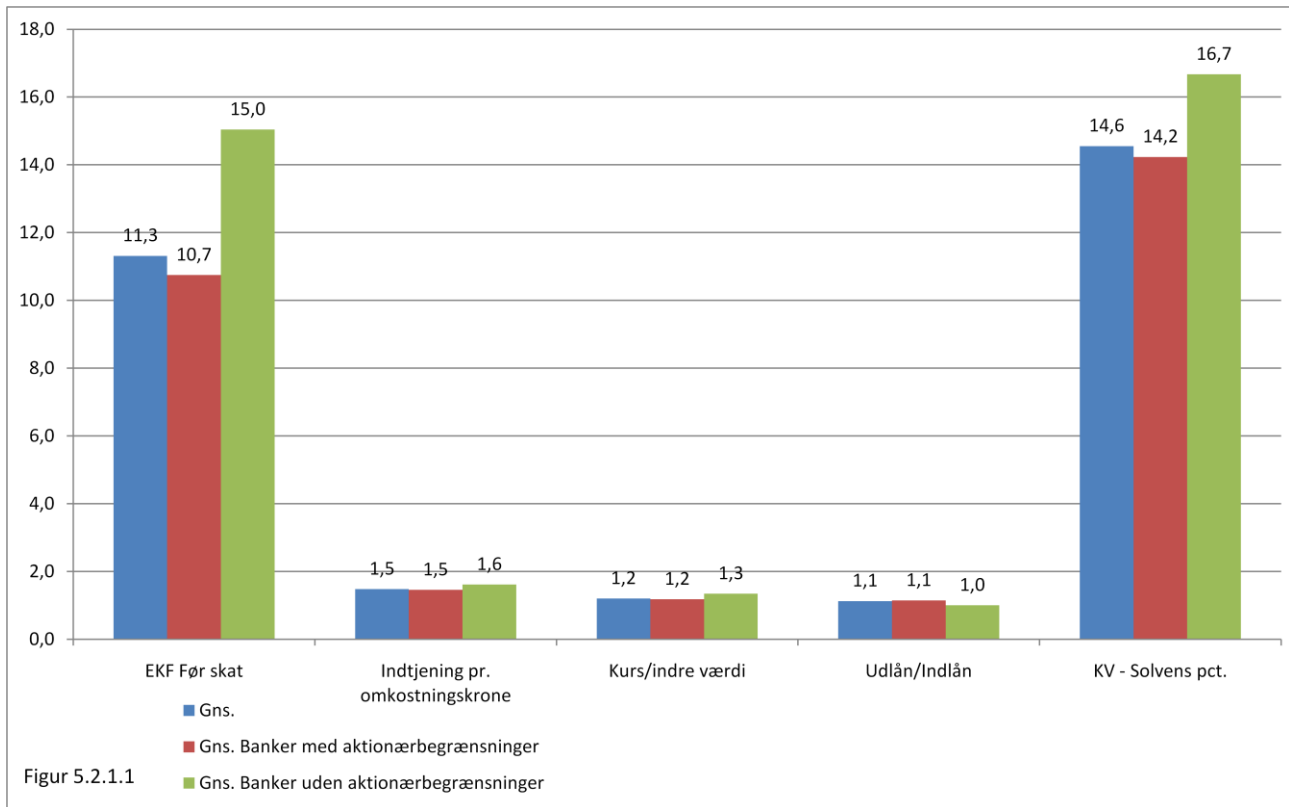
Efter LFV § 124, stk. 2 skal solvenskravet udgøre mindst 8 % de risikovægtede poster.

Nøgletallet beregnes som basiskapital i forhold til de risikovægtede poster og angiver således om og hvor meget solvenskravet er overholdt med.

5.2. Perioden (2002-2009)

5.2.1. Nøgletalsanalyse

For at tegne så klart et billede af bankernes generelle performance som muligt, analyseres i dette afsnit den samlede periode (2002-2009).

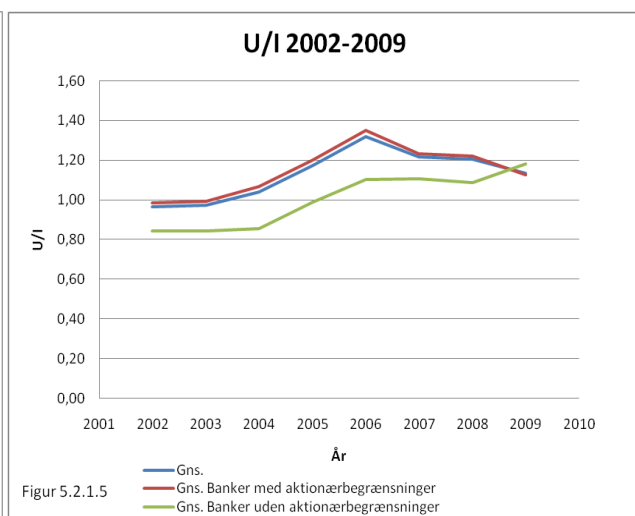
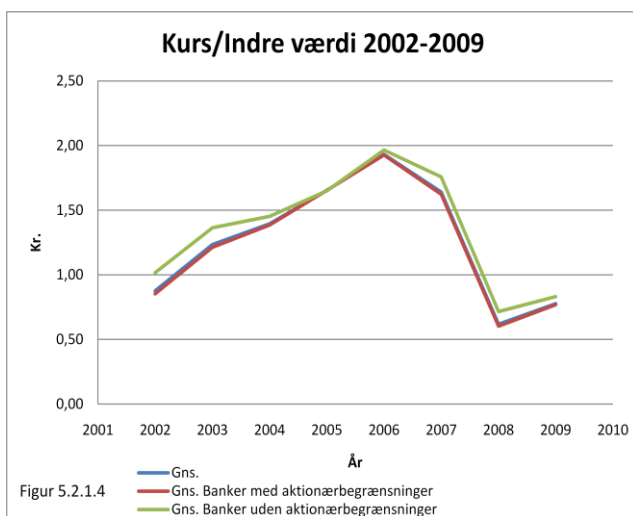
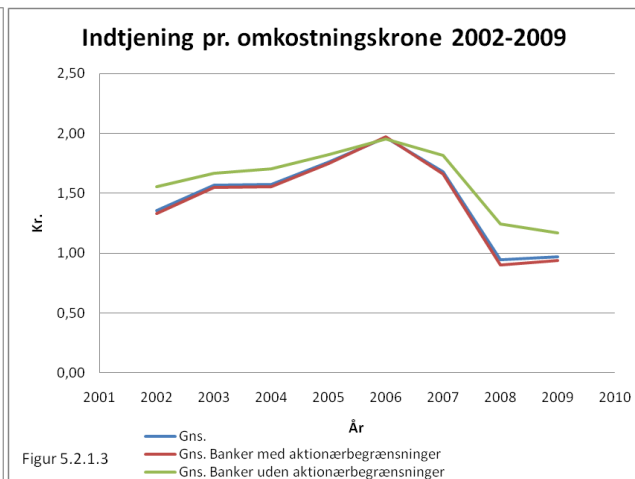
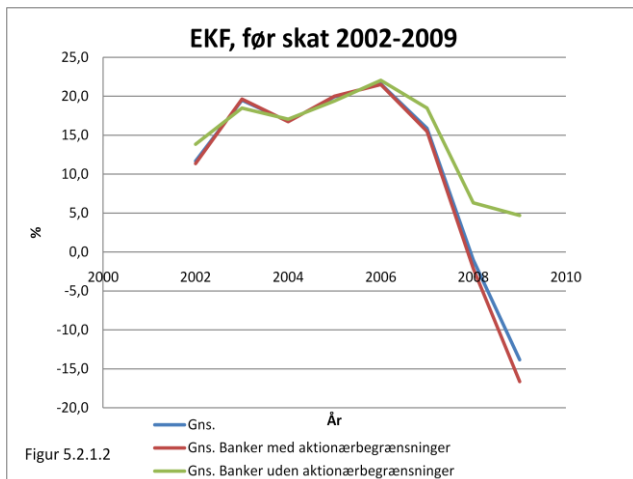


Figur 5.2.1.1. viser de gennemsnitlige værdier for de enkelte nøgletal.

Af figuren er nøgletallet EKF (før skat) særligt iøjnefaldende, idet gennemsnitsværdien for banker uden aktionærbegrænsninger ligger markant højere end både gennemsnittet og mere interessant; bankerne med aktionærbegrænsninger.

Ud fra de øvrige nøgletal kan det endvidere konstateres, at bankerne uden aktionærbegrænsninger klarer sig marginalt bedre end gennemsnit og bankerne med aktionærbegrænsninger.

Det er desuden værd at bemærke, at bankerne uden aktionærbegrænsninger i denne periode er mere solvente end både gennemsnittet og bankerne med aktionærbegrænsninger. Både bankerne med og uden aktionærbegrænsningerne, samt gennemsnittet ligger over lovgivningskravet på 8 % efter LFV § 124, stk. 2.



Figurene 5.2.1.2 -5.2.1.5 illustrerer den kronologiske udvikling i de udvalgte nøgletal, hvor figur 5.2.1.2 (EKF før skat) viser at bankernes forrentning af egenkapitalen har været nogenlunde ensartet indtil krisens start. Herefter opstår der en kæmpe spredning, som vil blive nærmere kommenteret i afsnit 5.4.

Den generelle tendens illustrerer at banker uden aktionærbegrænsninger performer marginalt bedre end bankerne med. Kurs/indre værdi viser at en investor marginalt har skullet betale mere for en krones egenkapital i bankerne uden aktionærbegrænsninger, end bankerne med. På sin højeste værdi har investorerne skullet betale næsten 2kr for 1 krones egenkapital i bankerne. Dette må siges at være et udtryk for den massive optimisme, som prægede markedet i perioden op til krisen. Effekten af krisen ses tydeligt i de efterfølgende år, hvor kurs/indre værdi herefter i gennemsnit falder til ca. 0,7 – et udtryk for at investorerne var meget tilbageholdende i et nervøst marked, hvor flere banker måtte lukke.

5.2.2. Beskrivende statistik

Beskrivende statistik for banker med og uden aktionærbegrænsninger, perioden 2002-2009								
	EKF Før skat		Indtjening pr omkostningskrone		Kurs/indre værdi		Udlån/Indlån	
	Med	Uden	Med	Uden	Med	Uden	Med	Uden
Gennemsnit	10,7	15,0	1,5	1,6	1,2	1,3	1,1	1,0
Median	13,4	15,2	1,5	1,7	1,2	1,4	1,1	1,0
Standard afvigelse	8,8	1,3	0,3	0,2	0,2	0,1	0,4	0,2
Minimum	-22,5	13,2	1,1	1,3	0,4	1,1	0,7	0,7
Maximum	24,7	16,3	2,3	1,9	1,6	1,5	3,1	1,3
Observationer	33	5	33	5	33	5	33	5

Tabel 5.2.2.

Af tabel 5.2.2. er det interessant at bemærke det kæmpe spænd der findes i de enkelte nøgletal. Alm. Brand Bank tegner sig for den lave værdi af EKF (før skat) på -22,5 % og er et udtryk for negative årsresultater for de seneste to år⁵⁹. Selvom det er ekstreme observationer, er de alligevel medregnet idet hensigten med denne afhandling netop er at afdække, om banker med aktionærbegrænsninger performer dårligere end banker uden. Desuden påvirker det kun minimalt det samlede gennemsnit, såfremt Alm. Brand Bank udelades.

Bankerne har i hele perioden været i stand til at generere indtjening i forhold til omkostningerne. Selv de laveste observationer i nøgletallet "indtjening pr. omkostningskrone" viser at bankerne har skabt indtjening. Med en værdi på 2,3 performer Ringkjøbing Landbobank på dette nøgletal langt bedre end de øvrige banker (både med og uden aktionærbegrænsninger) og tjener altså 1,3 krone når den erlagte omkostningskrone er fratrullet. Til sammenligning tjener Alm. Brand Bank og Lån og Spar Bank samtidig 0,1 kr. når samme omkostningskrone er fratrullet.

Markedet har gennem hele perioden vurderet, at bankernes aktier i gennemsnit har været mere værd end den bogførte værdi. Årene 2002-2009 dækker både perioden op til og under finanskrisen. Nøgletallet "kurs/indre værdi" dækker derfor i denne periode over både en tid med stor optimisme, samt en periode med krise på finansmarkedet. Disse to perioder analyseres nærmere under afsnit 5.3. og 5.4.

Op til finanskrisen har det næsten være umuligt for banker ikke at tjene penge, hvorfor denne periode har båret præg af optimisme. Gennemsnitligt har både bankerne med og uden aktionærbegrænsninger udlånt ca. det samme som der er indlånt. Den høje observation af "udlån/indlån" på 3,1 kan henføres til Eik Banki, som alene i perioden (2003-2006) udlånte i gennemsnit 4,9 gange mere ud end der blev lånt ind i banken. Eik Banki er dermed den bank i afhandlingens undersøgelse, som har været suveræn mest villige til at udlåne penge, bl.a. til et boligmarked som i de efterfølgende år oplevede historiske fald. Således fremgår det af Eik Bankis årsrapport 2006 om forventningerne til 2007:

"Banken forventer også i 2007, at transaktionerne indenfor ejendomsbranchen bliver større og mere internationale... det er fortsat bankens holdning at følge bankens kunder i internationale transaktioner..."⁶⁰.

⁵⁹ Alm. Brand Bank oplyser i årsrapporterne for 2008 og 2009 tab i årets resultat på hhv. -1.829 mio.kr. og -773 mio.kr.

⁶⁰ Eik Banki, 2006, Årsrapport 2006, side 12

Opsummerende kan det konstateres at der på baggrund af performancevariablerne "Indtjening pr. omkostningskrone", "kurs/indre værdi" og "udlån/indlån" kun kan siges at være en marginal forskel mellem de gennemsnitlige værdier blandt banker med og uden aktionærbegrænsninger. Dog viser den beskrivende statistik (i overensstemmelse med nøgletalsanalysen og de grafiske illustrationer), at bankerne uden aktionærbegrænsninger har forrentet deres egenkapital markant bedre end bankerne med, og dermed på dette nøgletal performer bedre end bankerne med aktionærbegrænsninger.

Der vil i de følgende regressionsanalyser blive testet for signifikans, hvor performancevariablerne vil være de afhængige variabler. Det er hensigten med regressionsanalyserne, at undersøge om disse giver samme billede som de netop foretagne.

5.2.3. Regressionsanalyse, EKF (før skat)

EKF				
Uafhængige variabler	1	2	3	4
Alpha	20,6076 (+1,1645)	21,0868 (+2,3853)**	13,7809 (3,2856)**	15,04 (4,0673)**
KV Årets resultat før skat	0,0010 (+1,0378)	0,0010 (+1,0744)	0,0005 (+0,6547)	
KV - ln(Aktiver i alt)	-0,8738 (-0,8133)	-0,8889 (-0,9393)		
KV Solvensprocent	0,0208 (+0,0314)			
Aktionærbegrænsninger	-2,8142 (-0,5857)	-2,8691 (-0,6507)	-3,0979 (-0,7048)	-4,2902 (-1,0811)
Justeret R kvadreret	-0,0149	-0,0149	-0,0115	0,0045
F signifikansniveau	(+0,5962)	(+0,8187)	(+0,7895)	(+1,1689)
** = signifikant med 5% +/-1,96				
* = signifikant med 10 % +/-1,64				
Tabel 5.2.3.				

I tabel 5.2.3. er foretaget regressionsanalyse af den opstillede hypotese, H_0 , hvor der i kørsel 1-3 er medregnet alle forklarende variabler (kontrolvariablerne), mens 4.kørsel alene anvender dummyvariablen "aktionærbegrænsninger" som eneste forklarende variabel. Som det ses findes der ikke at være signifikant sandsynlighed for, at banker uden aktionærbegrænsninger performer bedre end banker med. Det bemærkes også at t-værdierne for aktionærbegrænsninger går mod det negative signifikansniveau, og ender i 4.kørsel med en negativ værdi på (-1,0811) i det tilfælde hvor kun dummyvariablen medregnes som forklarende variabel. Omend dette ikke findes at være en signifikant observation, er det stadig værd at bemærke at aktionærbegrænsninger i et vist omfang påvirker performance negativt.

Hypotesen, H_0 , forkastes idet det ikke med signifikant sandsynlighed kan siges at banker med aktionærbegrænsninger performer dårligere end banker uden, målt på EKF, før skat.

5.2.4. Regressionsanalyse, Indtjening pr. omkostningskrone

Indtjening pr. omkostningskrone				
Uafhængige variabler	1	2	3	4
Alpha	0,2945 (+0,5959)	0,8898 (+2,8492)**	0,9887 (+3,3013)**	1,6170 (+14,1681)**
KV Årets resultat før skat	0,0000 (+0,0078)	0,0000 (+1,0869)		
KV - ln(Aktiver i alt)	0,0460 (+1,5349)			
KV Solvensprocent	0,0527 (+2,8511)**	0,0400 (+2,3731)**	0,0377 (+2,2496)**	
Aktionærbegrænsninger	0,0197 (+0,1465)	-0,0044 (-0,0324)	-0,0677 (-0,5501)	-0,1595 (-1,3027)
Justeret R kvadreret F signifikansniveau	0,1562 (+2,7120)**	0,1225 (+2,7221)**	0,1180 (+3,4745)**	0,0185 (+1,6969)*
** = signifikant med 5% +/-1,96 * = signifikant med 10 % +/-1,64				
Tabel 5.2.4.				

I tabel 5.2.4. er foretaget regressionsanalyse af den opstillede hypotesen H_1 . Som det ses findes der ikke at være signifikant sandsynlighed for, at banker uden aktionærbegrænsninger performer bedre end banker med. Det bemærkes, at også i denne regressionstabel går t-værdierne for aktionærbegrænsninger mod det negative signifikansniveau, og ender i 4.kørsel med en negativ værdi på (-1,3027) i det tilfælde hvor kun dummyvariablen medregnes som forklarende variabel. Omend dette ikke findes at være en signifikant observation, er det stadig værd at bemærke at aktionærbegrænsninger i et vist omfang påvirker performance negativt – endda mere negativt end de i afsnit 5.2.3. fundne resultater.

Det er desuden værd at bemærke, at kontrolvariablen "KV-Solvensprocent" viser en signifikant indflydelse på bankernes performance, målt på indtjening pr. omkostningskrone. Dette betyder at der findes at være en positiv sammenhæng mellem bankernes solvensprocent i forhold til indtjeningen pr. omkostningskrone. Det ses endvidere at regressionsligningens forklaringsgrad (F signifikansniveau) er signifikant i alle kørslerne (dog kun med et 10 % niveau i 4.kørsel).

Hypotesen, H_1 , forkastes idet det ikke med signifikant sandsynlighed kan siges at banker med aktionærbegrænsninger performer dårligere end banker uden, målt på indtjening pr. omkostningskrone.

5.2.5. Regressionsanalyse, Kurs/indre værdi

Kurs/indre værdi				
Uafhængige variabler	1	2	3	4
Alpha	1,3810 (+2,7549)**	1,3544 (+2,8833)**	1,1161 (4,7587)**	1,3444 (+12,7944)**
KV Årets resultat før skat	0,0000 (+0,1711)			
KV - ln(Aktiver i alt)	0,0144 (+0,4734)	0,0174 (+0,7150)	0,0237 (+1,0883)	
KV Solvensprocent	-0,0112 (-0,5996)	-0,0107 (-0,5874)		
Aktionærbegrænsninger	-0,1639 (-1,2046)	-0,1704 (-1,3226)	-0,1375 (-1,1963)	-0,1634 (-1,4494)
Justeret R kvadreret	-0,0135	0,0154	0,0338	0,0289
F signifikansniveau	(+0,8766)	(+1,1931)	(+1,6480)*	(+2,1009)**
** = signifikant med 5% +/-1,96 * = signifikant med 10 % +/-1,64				
Tabel 5.2.5.				

I tabel 5.2.5. er foretaget regressionsanalyse af hypotesen H₂. Der findes ej heller her at være signifikant sandsynlighed for, at banker uden aktionærbegrænsninger performer bedre end banker med.

Det bemærkes, at også i denne regressionstabel går t-værdierne for aktionærbegrænsninger går mod det negative signifikansniveau og ender med en negativ værdi på (-1,4494) i 4. kørsel. Omend dette ikke findes at være en signifikant observation, er det stadig værd at bemærke at aktionærbegrænsninger i et vist omfang påvirker performance negativt – endda mere negativt end de i afsnit 5.2.3 og 5.2.4. fundne resultater.

Tabel 5.2.5. adskiller sig fra de øvrige tabeller idet "aktionærbegrænsninger" er relativt (negativ) konstante. Dette betyder for 1.kørsel, at selvom alle øvrige kontrolvariabler er medregnet i regressionsanalysen, findes der stadig at være en negativ t-værdi på (-1,2046). Selvom dette ikke er en signifikant observation, fortæller det alligevel at kurs/indre værdi er mere negativ i banker med aktionærbegrænsninger end i banker uden.

Hypotesen H₂ må dog forkastes idet det ikke med signifikant sandsynlighed kan siges at banker med aktionærbegrænsninger performer dårligere end banker uden, målt på kurs/indre værdi.

5.2.6. Regressionsanalyse, Udlån/indlån

Udlån/indlån				
Uafhængige variabler	1	2	3	4
Alpha	0,6923 (+0,8617)	0,7019 (+0,9327)	0,3979 (+1,0610)	1,0014 (+5,7982)**
KV Årets resultat før skat	0,0000 (-0,0386)			
KV - ln(Aktiver i alt)	0,0557 (+1,1424)	0,0546 (+1,3980)	0,0626 (+1,7990)*	
KV Solvensprocent	-0,0134 (-0,4475)	-0,0136 (-0,4677)		
Aktionærbegrænsninger	0,1699 (+0,7790)	0,1722 (+0,8346)	0,2142 (+1,1651)	0,1457 (+0,7862)
Justeret R kvadreret	-0,0025	0,0270	0,0487	-0,0104
F signifikansniveau	(+0,9770)	(+1,3416)	(+1,9465)*	(+0,6181)
** = signifikant med 5% +/-1,96 * = signifikant med 10 % +/-1,64				
Tabel 5.2.6.				

I tabel 5.2.6. er foretaget regressionsanalyse af hypotesen H₃. Som det kan aflæses af tabellen, findes der heller ikke i dette tilfælde at være signifikant sandsynlighed for, at banker uden aktionærbegrænsninger performer bedre end banker med.

Eneste signifikante observation i regressionsanalysen er 3.kørsel for Ln(aktier i alt). Denne observation fortæller at 1 % procent stigning i aktiverne signifikant påvirker performance, målt på udlån/indlån. Med andre ord så øges bankens udlån når aktiverne øges.

Hypotesen H₃ må dog også forkastes, da det ikke med signifikant sandsynlighed kan siges at banker med aktionærbegrænsninger performer dårligere end banker uden, målt på udlån/indlån værdi.

5.2.7. Resume, perioden (2002-2009)

I dette afsnit er foretaget analyse af hele afhandlingens undersøgelsesperiode (2002-2009). Den indledningsvise nøgletalsanalyse og beskrivende statistik viser, at bankerne uden aktionærbegrænsninger performer markant bedre end bankerne med, for så vidt angår nøgletallet EKF, før skat. Desuden konstateres det, at bankerne uden aktionærbegrænsninger har en højere solvensprocent end bankerne med. Analyse af de øvrige nøgletal viser kun marginale forskelle.

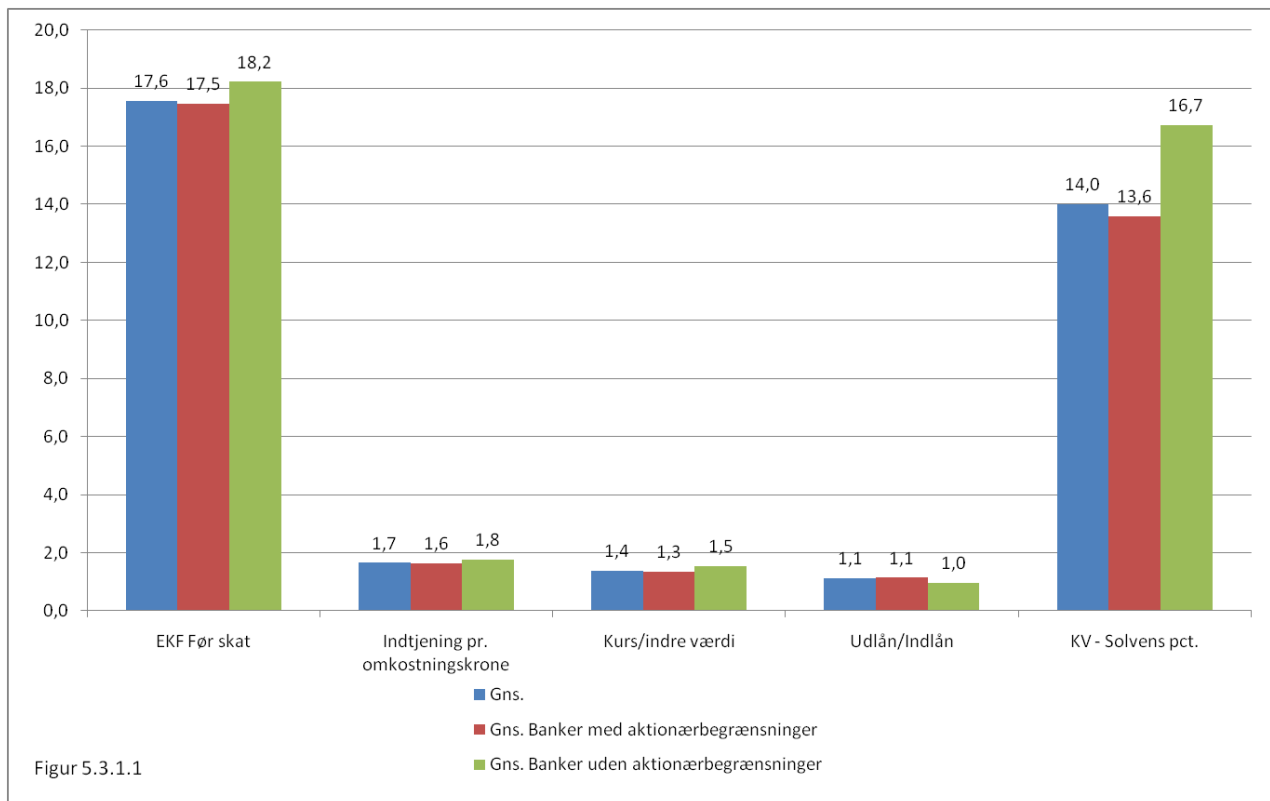
Fælles for alle tabellerne er, at der er lave forklaringsgrader for de estimerede ligninger (lav værdi af justeret R kvadreret). Dette er dog hyppigt forekommende i tværsnitsregressioner af selskabers performance, hvilket også fremhæves i bl.a. Rose (2005)⁶¹.

De i dette afsnit foretagne regressionsanalyser for de enkelte nøgletal viser ingen signifikante sammenhæng mellem tilstedeværelsen af aktionærbegrænsninger og bankernes performance. På den baggrund forkastes hypoteserne $H_0 - H_3$, og det må derfor for perioden 2002-2009 (på baggrund af de statistiske undersøgelser) konstateres at banker med aktionærbegrænsninger ikke performer dårligere end banker uden.

5.3. Perioden (2002-2007)

5.3.1. Nøgletalsanalyse

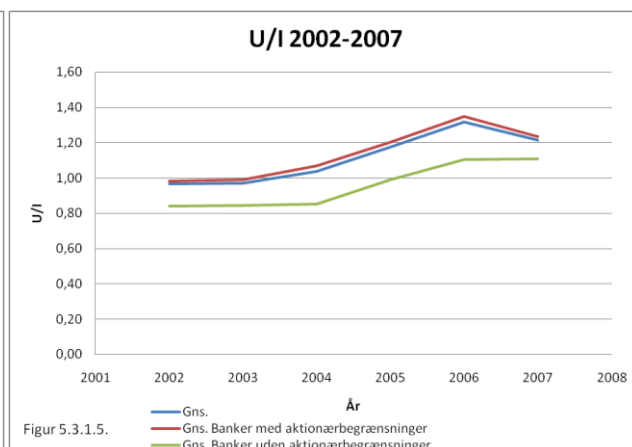
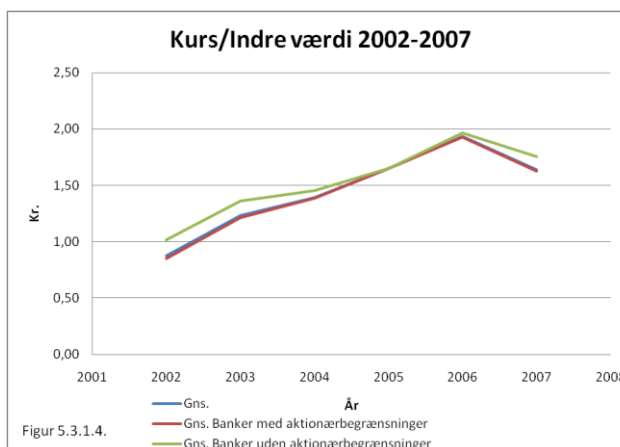
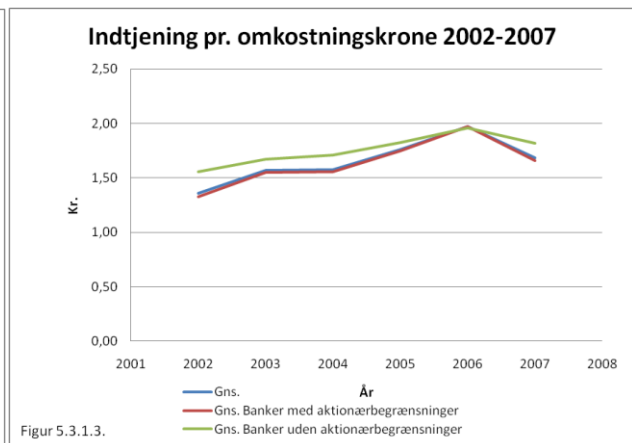
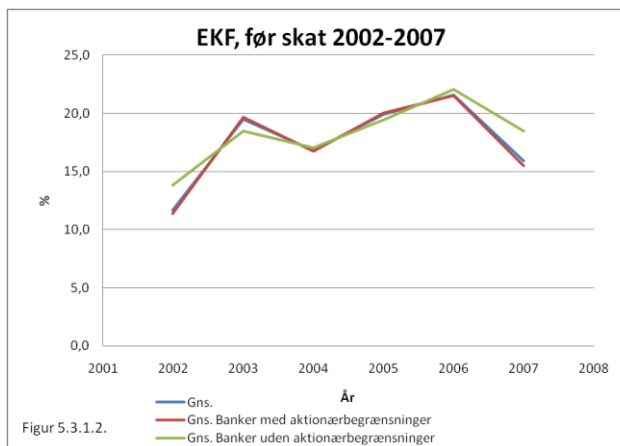
Perioden 2002-2007 var for mange banker rekordernes år. Gang på gang blev der i årene op til krisen i 2007 annonceret rekordregnskaber – det var stort set umuligt ikke at tjene penge.



Som det ses af figur 5.3.1.1. er der ikke umiddelbart iøjnefaldende grafiske forskelle mellem banker med og uden aktionærbegrænsningers performance, sammenlignet på de enkelte nøgletal. Som i perioden (2002-2009) performer bankerne uden aktionærbegrænsninger marginalt bedre end bankerne med. Således kan det af figurerne ses, at bankerne uden aktionærbegrænsninger er mest effektive i indtjeningen pr. omkostningskrone og er højst værdiansat ud fra kurs/indre værdi. Det ses også at bankerne uden aktionærbegrænsninger over hele perioden udlåner præcis det samme, som der indlånes i bankerne. Ses det i sam-

⁶¹ Rose (2005), side 223

menhæng med den højere solvens pct. kan det forsigtigt konkluderes at bankerne uden aktionærbegrænsninger handler mere forsigtigt i en ellers optimistisk tid. Det er nærtliggende at antage, at hvor bankerne uden aktionærbegrænsninger hensætter flere penge (og dermed opnår højere solvens pct.), handler bankerne med aktionærbegrænsninger mere risikobetonet, hvilket medfører en tilsvarende lavere solvens pct. Spændet udgør blot 2,7 % -point, hvorfor der næppe kan tales om en markant forskel.



Figurerne 5.3.1.2 – 5.3.1.5 viser den kronologiske udvikling i nøgletallene for perioden. Som det ses er der ingen markante grafiske forskelle i bankernes performance. Eneste illustrative umiddelbare forskel kan ses i figur 5.3.1.5 hvor bankerne uden aktionærbegrænsninger generelt er mere tilbageholdende med udlån/indlån i forhold til bankerne med aktionærbegrænsninger.

At markedet præges af en tid med optimisme ses i udviklingen i figurerne 5.3.1.3 – 5.3.1.5., hvor kurverne generelt har opadgående tendenser. EKF, før skat giver derimod et mere uklart indtryk af egenkapitalens forrentning.

Udviklingen i "udlån/indlån" viser en generel tendens blandt samtlige banker til gradvist at øge sine udlån i forhold til indlån. Det kan bidrage til opfattelsen af den optimistiske adfærd, hvilket især kommer til udtryk i det øjeblik bankerne udlåner mere end der bliver lånt ind i banken (værdi = 1). Dette opnås både af bankerne med og uden aktionærbegrænsninger.

Samtlige figurere viser et dyk i regnskabsåret 2006, som samtidig er den spæde periode for finanskrisen. Dette beskrives nærmere i afsnit 5.4.

5.3.2. Beskrivende statistik

Beskrivende statistik for banker med og uden aktionærbegrænsninger, perioden 2002-2007								
	EKF Før skat		Indtjening pr omkostningskrone		Kurs/indre værdi		Udlån/Indlån	
	Med	Uden	Med	Uden	Med	Uden	Med	Uden
Gennemsnit	17,5	18,2	1,6	1,8	1,3	1,5	1,1	1,0
Median	17,7	19,1	1,6	1,9	1,4	1,6	1,1	1,0
Standard afvigelse	4,8	2,6	0,3	0,3	0,4	0,1	0,5	0,2
Minimum	6,4	14,7	1,1	1,4	0,2	1,3	0,6	0,6
Maximum	27,4	21,2	2,9	2,0	2,0	1,6	3,8	1,2
Observationer	33	5	33	5	33	5	33	5

Tabel 5.3.2.

I tabel 5.3.2. ses beskrivende statistik for perioden 2002-2007. Det bemærkes at der findes værdier som afviger kraftigt fra gennemsnittet af både banker med og uden aktionærbegrænsninger, hvilket kommer til udtryk i det store spænd mellem min og max værdierne.

I EKF, før skat for banker uden aktionærbegrænsninger ses en minimumværdi på kun 6,4 % som præsteres af Lån og Spar Bank. En imponerende dårlig præstation i en tid hvor markedets gennemsnit lå på 17,5 %.

Ringkjøbing Landbobank præsterer igen bedst blandt bankerne med aktionærbegrænsninger og har således, udover den højeste værdi af EKF, før skat, også præsteret at tjene 2,9 kroner i indtjening for hver omkostningskrone. Blandt bankerne uden aktionærbegrænsninger er gennemsnitsværdien på 1,8 – godt trukket op af både Danske Bank og Grønlandsbanken med en indtjening pr. omkostningskrone på 2,0.

Den høje enkeltmåling på 3,8 af udlån/indlån skal igen henføres til Eik Banki, der ligesom beskrevet i perioden (2002-2009) har ført en særdeles aggressiv udlånspolitik.

Sammenfattende viser den beskrivende statistik, at der for perioden 2002-2007 ikke er markant forskel i bankernes performance, målt på de udvalgte nøgletal. Bankerne uden aktionærbegrænsninger har klaret sig marginalt bedre end bankerne med, men det skal samtidig huskes at der i denne kategori kun er 5 observationer.

De grafiske illustrationer viser en opadgående kurve i bankernes performance, målt på nøgletallene "indtjening pr. omkostningskrone" og "kurs/indre værdi". Samtidig viser figuren for "udlån/indlån", at bankerne over perioden udlåner mere end tidligere (i forhold til indlån). Denne tendens illustrerer dermed en øget opportunistisk adfærd blandt bankerne og selvom stigningen er marginal, krydses værdien på 1,0 hvormed bankerne herefter udlåner mere end der indlånes i banken. Tendensen gælder både bankerne med og uden aktionærbegrænsninger, dog med bankerne uden aktionærbegrænsninger som de mest forsigtige.

Der vil i de følgende regressionsanalyser blive testet for signifikans, hvor det er hensigten at undersøge om disse giver samme billede som de netop foretagne.

5.3.3. Regressionsanalyse, EKF (før skat)

EKF				
Uafhængige variabler	1	2	3	4
Alpha	10,0502 (+1,2213)	7,9457 (+1,8779)*	18,2167 (+8,8620)**	
KV Årets resultat før skat	-0,0001 (-0,3455)			
KV - ln(Aktiver i alt)	1,1093 (+2,0708)**	1,0754 (+2,7149)**		
KV Solvensprocent	-0,1196 (-0,3936)			
Aktionærbegrænsninger	-0,2573 (-0,1012)	0,4806 (+0,2306)	-0,7568 (-0,3431)	
Justeret R kvadreret	0,0849	0,1296	-0,0244	
F signifikansniveau	(+1,8585)*	(+3,7547)**	(+0,1177)	
** = signifikant med 5% +/-1,96 * = signifikant med 10 % +/-1,64				
Tabel 5.3.3.				

I tabel 5.3.3. er foretaget regressionsanalyse af hypotesen H_0 . Som det ses findes der ikke at være signifikant sandsynlighed for, at banker uden aktionærbegrænsninger performer bedre end banker med.

Ligesom i tabel 5.2.6. er det værd at bemærke, at kontrolvariablen "KV ln(aktiver i alt) viser en signifikant observation. I denne regressionsanalyse er signifikansniveauet på 5 % og ses både i 1. og 2. kørsel hvilket betyder at der kan konstateres en signifikant positiv sammenhæng mellem ln(aktiver i alt) og EKF, før skat.

F signifikansniveau, som angiver forklaringsgraden for regressionsligningen, findes i 1. og 2. kørsler at være signifikant.

Hypotesen H_0 må dog forkastes eftersom det ikke med signifikant sandsynlighed kan konstateres, at banker med aktionærbegrænsninger performer dårligere end banker uden, målt på EKF, før skat.

5.3.4. Regressionsanalyse, Indtjening pr. omkostningskrone

Indtjening pr. omkostningskrone				
Uafhængige variabler	1	2	3	4
Alpha	0,3620 (+0,6427)	1,2109 (+3,3933)**	1,7540 (+12,5019)**	
KV Årets resultat før skat	0,0000 (+0,1181)			
KV - ln(Aktiver i alt)	0,0592 (+1,6139)			
KV Solvensprocent	0,0488 (+2,3492)**	0,0325 (+1,6484)*		
Aktionærbegrænsninger	0,1122 (+0,6452)	-0,0165 (-0,1033)	-0,1180 (-0,7840)	
Justeret R kvadreret F signifikansniveau	0,0921 (+1,9385)*	0,0355 (+1,6806)*	-0,0105 (+0,6147)	
** = signifikant med 5%	+/-1,96			
* = signifikant med 10 %	+/-1,64			
Tabel 5.3.4				

I tabel 5.3.4. er foretaget regressionsanalyse af hypotesen H_1 . Heller ikke på baggrund af indtjening pr. omkostningskrone kan der konstateres at være signifikant sandsynlighed for, at banker uden aktionærbegrænsninger performer bedre end banker med.

Det ses endvidere i tabel 5.3.4. at kontrolvariablen "KV Solvensprocent" i 1.kørsel viser en signifikant (5 %) påvirkning af performancevariablen, ligesom der i 2.kørsel findes at være signifikant sammenhæng på et 10 %-niveau. Der er således en positiv signifikant sammenhæng mellem solvensprocenten og indtjening pr. omkostningskrone.

"Aktionærbegrænsninger" viser dog ingen signifikante observationer, hvorfor hypotesen H_1 må forkastes. Det kan altså ikke med en signifikant sandsynlighed konstateres, at banker med aktionærbegrænsninger performer dårligere end banker uden, målt på indtjening pr. omkostningskrone.

5.3.5. Regressionsanalyse, Kurs/indre værdi

Kurs/indre værdi				
Uafhængige variabler	1	2	3	4
Alpha	1,6713 (+2,6375)**	1,6753 (+2,7634)**	2,0900 (+5,4640)**	1,5346 (+10,2373)**
KV Årets resultat før skat	0,0000 (-0,0266)			
KV - ln(Aktiver i alt)	0,0302 (+0,7317)	0,0296 (+0,8835)		
KV Solvensprocent	-0,0253 (-1,080)	-0,0253 (-1,0998)	-0,0332 (-1,5727)	
Aktionærbegrænsninger	-0,2353 (-1,2026)	-0,2338 (-1,2709)	-0,2925 (-1,7113)*	-0,1887 (-1,1728)
Justeret R kvadreret F signifikansniveau	0,0140 (+1,1313)	0,0430 (+1,5539)	0,0490 (+1,9527)*	0,0100 (+1,3755)
** = signifikant med 5% +/-1,96 * = signifikant med 10 % +/-1,64				
Tabel 5.3.5				

I tabel 5.3.5. er foretaget regressionsanalyse af hypotesen H₂. I 1. og 2. kørsel findes der ikke at være signifikant sandsynlighed for, at banker uden aktionærbegrænsninger performer bedre end banker med. I 3.kørsel er alene kontrolvariablen "KV Solvensprocent" medregnet som forklarende variabel, og her findes det at bankerne uden aktionærbegrænsninger performer signifikant bedre (på et 10 % -niveau) end bankerne med aktionærbegrænsninger. I 4.kørsel, hvor alene dummyvariablen for aktionærbegrænsninger er medregnet, findes ingen signifikans.

Omend der ikke findes at være signifikante observationer i alle kørslerne, er det stadig værd at bemærke at aktionærbegrænsninger i et vist omfang påvirker performance negativt.

Modsat de øvrige fremsatte hypoteser, må hypotesen H₂ betragtes som værende plausibel idet det kan konstateres, at tilstedeværelsen af aktionærbegrænsninger påvirker performance negativt, målt på kurs/indre værdi. Det konkluderes "kun" som værende plausibelt fordi 1) der kun konstateres signifikant observation i en af 4 regressionskørsler, 2) signifikansniveauet "kun" er på et 10 % -niveau og 3) der ikke efterfølgende konstateres signifikans i 4.kørsel (hvor der alene testes med dummyvariablen).

5.3.6. Regressionsanalyse, Udlån/indlån

Udlån/indlån				
Uafhængige variabler	1	2	3	4
Alpha	0,4053 (+0,4263)	0,4267 (+0,4691)	0,5085 (+1,0445)	0,9570 (+4,3861)**
KV Årets resultat før skat	0,0000 (-0,0945)			
KV - ln(Aktiver i alt)	0,0524 (+0,8463)	0,0491 (+0,9771)	0,0470 (+1,0303)	
KV Solvensprocent	0,0039 (+0,1108)	0,0037 (+0,1070)		
Aktionærbegrænsninger	0,2409 (+0,8205)	0,2492 (+0,9029)	0,2352 (+0,9811)	0,1812 (+0,7738)
Justeret R kvadreret	-0,0697	0,0456	-0,0092	-0,0110
F signifikansniveau	(+0,3969)	(+0,5420)	(+0,8307)	(+0,5988)
** = signifikant med 5% +/-1,96 * = signifikant med 10 % +/-1,64				
Tabel 5.3.6				

I tabel 5.3.6. er foretaget regressionsanalyse af hypotesen H₃. Af tabellen fremgår ingen signifikante observationer, hvormed der ikke findes at være signifikant sandsynlighed for, at banker uden aktionærbegrænsninger performer bedre end banker med.

Hypotesen H₃ forkastes dermed, da det ikke med signifikant sandsynlighed kan siges at banker med aktionærbegrænsninger performer dårligere end banker uden, målt på udlån/indlån værdi.

5.3.7. Resume, perioden (2002-2007)

I dette afsnit er foretaget analyse af perioden (2002-2007), hvilket dækker perioden op til, samt starten på finanskrisen.

Den indledningsvise nøgletalsanalyse og beskrivende statistik viser, at der ikke er markante forskelle i performance mellem bankerne med og uden aktionærbegrænsninger, for så vidt angår de gennemsnitlige værdier.

Betragtes nøgletallenes kronologiske udvikling, gives et indtryk af den optimisme der prægede markedet for tiden før krisens udspring. Det ses samtidig, at bankerne uden aktionærbegrænsninger viser en mindre villighed til at udlåne i forhold til det indlånte – dog opnår både bankerne med og uden aktionærbegrænsninger at krydse værdien på 1, hvormed der udlånes mere end der indlånes.

Den beskrivende statistik giver et indtryk af de gennemsnitlige værdier for perioden, og fremhæver også de målinger som ligger relativt langt fra gennemsnittet.

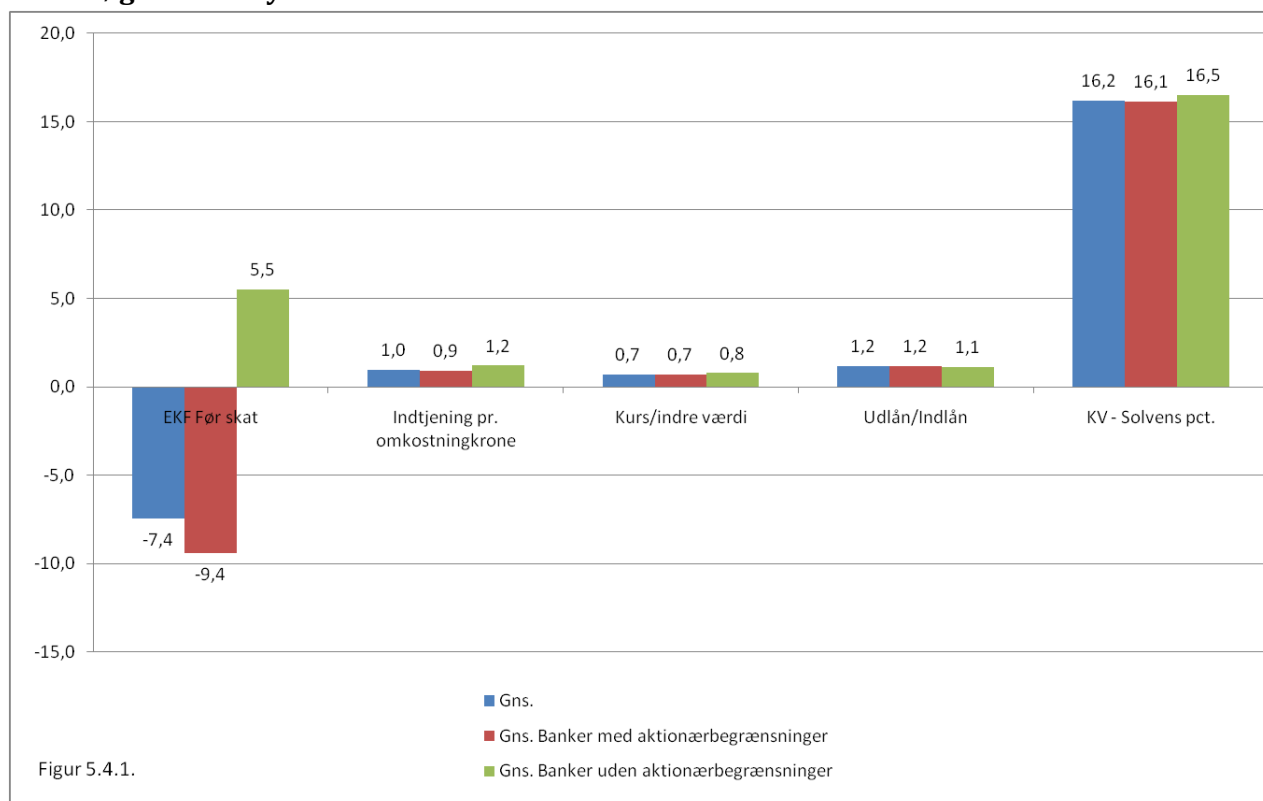
De i afsnit 5.3.3, 5.3.4. og 5.3.6. udarbejdede regressionsanalyser for de enkelte nøgletal, viser ingen signifikante sammenhæng mellem aktionærbegrænsninger og bankernes performance. På den baggrund forkastes hypoteserne H_0 , H_1 og H_3 og det må derfor for perioden 2002-2007, på baggrund af de statistiske undersøgelser konstateres, at banker med aktionærbegrænsninger ikke performer dårligere end banker uden aktionærbegrænsninger.

For så vidt angår performancevariablen "kurs/indre værdi" må der konstateres at være en plausibel sandsynlighed for, at bankerne med aktionærbegrænsninger performer dårligere end bankerne uden. På den baggrund kan det ikke udelukkes at H_2 forekommer sand, men de bagvedliggende regressionsanalyser må siges at være for svage til at kunne acceptere H_2 .

Tilsvarende regressionsanalyserne i afsnit 5.2., forekommer der lave forklaringsgrader for de estimerede ligninger (lav værdi af justeret R kvadreret).

5.4. Perioden (2008-2009)

5.4.1. Nøgletalsanalyse



Som det ses af figur 5.4.1. adskiller bankerne uden aktionærbegrænsninger sig markant fra både gennemsnittet og bankerne med aktionærbegrænsninger for så vidt angår EKF, før skat. Således udgør spændet hele 14,9 % -point, hvilket må siges at være en væsentlig forskel.

Også i forhold til indtjeningen pr. omkostningskrone har bankerne uden aktionærbegrænsninger klaret sig over både gennemsnit og bankerne med aktionærbegrænsninger. Bankerne uden aktionærbegrænsninger formår således i en krisetid at skabe indtjening pr. omkostningskrone, mens bankerne med aktionærbegrænsninger i samme periode taber penge for hver omkostningskrone der investeres.

Kurs/indre værdi for både bankerne med og uden aktionærbegrænsninger er under værdi = 1, hvormed forventningerne til bankernes fremtidige performance har været pessimistiske. De lave værdier af kurs/indre værdi er den direkte afspejling af det for perioden meget nervøse aktiemarked, hvor store fald blandt stort set alle noterede selskaber var en realitet – ikke kun i Danmark. Flere banker måtte kapitulere i kriseperioden, hvilket også antages at måtte påvirke investorernes forventning til de tilbageværende banker.

Det ses at bankernes solvens pct. for perioden er nogenlunde ens omkring de 16 %. I forhold til de øvrige analyserede perioder ses det at bankerne med aktionærbegrænsninger har øget deres solvens pct. mens bankerne uden aktionærbegrænsninger ligger på et stabilt niveau. Årsagen bag den øgede solvens pct. skal formodentlig findes i Bankpakke II, som netop efter ansøgning (og godkendelse heraf) tilførte de banker, som fik bevillet lånet, hybrid kernekapital. Alt andet lige må det antages at dette har medført udligningen af solvens pct.

Modsat afsnit 5.2. og 5.3. forekommer der ingen kronologiske illustrationer af de undersøgte performancevariabler. Det vurderes således ikke at yde illustrativt bidrag at indsætte figurere med en kronologisk udvikling for kun to år.

5.4.2. Beskrivende statistik

Beskrivende statistik for banker med og uden aktionærbegrænsninger, perioden 2008-2009								
	EKF Før skat		Indtjening pr omkostningskrone		Kurs/indre værdi		Udlån/Indlån	
	Med	Uden	Med	Uden	Med	Uden	Med	Uden
Gennemsnit	-9,4	5,5	0,9	1,2	0,7	0,8	1,2	1,1
Median	-0,2	3,7	1	1,1	0,7	0,7	1,1	1
Standard afvigelse	29,4	4,5	0,3	0,3	0,3	0,2	0,3	0,4
Minimum	-138,2	1,8	0,2	1	0,4	0,6	0,8	0,9
Maximum	16,9	13,2	1,4	1,7	1,3	1	2	1,8
Observationer	33	5	33	5	33	5	33	5

Tabel 5.4.2.

Af tabel 5.4.2. ses den beskrivende statistik for perioden 2008-2009. De negative værdier for EKF, før skat for bankerne med aktionærbegrænsninger er særdeles iøjnefaldende. Især den negative værdi på hele 138,2 er et udtryk for en ekstrem observation, som igen kan henføres til de i afsnit 5.2. beskrevne forhold for Alm. Brand Bank. De banker som også performer markant negativt fra gennemsnittet er desuden Skælskør Bank (-76,2) og Amagerbanken (-37,5). Begge banker har i løbet af 2009 og 2010 oplevet strukturelle ændringer som følge af de dårlige resultater, hvor Skælskør Bank har fået konverteret den lånte hybride kernekapital til aktiekapital (og har dermed staten som storaktionær i banken), mens Amagerbanken har fået tilført nye midler som følge af Karsten Ree's indtrædelse som storaktionær i banken. De nævnte banker påvirker således EKF, før skat i negativ retning for bankerne med aktionærbegrænsninger. Ingen af de

nævnte banker betragtes dog i denne afhandlings undersøgelse som værende nødlidende, idet ingen af de nævnte er underlagt Finansiell Stabilitet.

Bankernes formåen til at skabe indtjening pr. omkostningskrone er faldet til et kritisk niveau, hvor gennemsnittet for bankerne med aktionærbegrænsninger i 2008-2009 faktisk betyder at for hver krone der erlægges i omkostninger, tabes samtidig 0,1 krone. Bankerne uden aktionærbegrænsninger formår modsat at skabe indtjening på 0,2 krone når omkostningskronen er fratrasket.

Bankernes kurs/indre værdi er i hele perioden under 1, som også er beskrevet ovenfor i afsnit 5.4.1.

Udlån/indlån viser igen at både bankerne med og uden aktionærbegrænsninger udlåner mere, end der bliver indlånt i banken. Den høje værdi blandt bankerne med aktionærbegrænsninger findes hos Amagerbanken, som med en værdi på 2 altså er villige til (i en krise tid), at udlåne dobbelt så meget som der indlånes i banken. Det kan formodes at dette har været medvirkende til bankens problemer, og at bankens skæbne havde nok været anderledes negativ, såfremt Karsten Ree ikke havde indtrådt som aktionær med et stort kapitalindskud. Den lidt overraskende og næsten tilsvarende høje værdi på 1,8 blandt bankerne uden aktionærbegrænsninger findes hos Danske Bank, som dermed har højere andel af udlån/indlån i perioden for krisen (2008-2009) end i opgangsperioden (2002-2007). Det antages hertil at være særlige argumenter for netop landets største bank, nemlig princippet om "too big to fail", hvormed det kan diskuteres om der for selskaber omfattet af dette argument ikke menes at være nogen reel trussel for konkurs. Det argumenteres således for, at konkurs blandt selskaber omfattet af argumentet, vil medføre så katastrofale økonomiske konsekvenser, at staten aldrig vil tillade dette. Dermed forsvinder enhver termineringstrussel og der kan i teorien handles opportunistisk i sådanne selskaber.

Igen vil der i de følgende regressionsanalyser blive testet for signifikans, med henblik på at undersøge om disse giver samme billede som de netop foretagne.

5.4.3. Regressionsanalyse, EKF (før skat)

EKF				
Uafhængige variabler	1	2	3	4
Alpha	45,1571 (+1,0785)	64,2459 (+2,8396)**	-7,9331 (-0,6258)	5,5100 (+0,4437)
KV Årets resultat før skat	0,0258 (+3,6213)**	0,0272 (+4,1735)**	0,0180 (+2,5728)**	
KV - ln(Aktiver i alt)	-7,2872 (-2,8237)**	-8,0027 (-3,6414)**		
KV Solvensprocent	0,7939 (+0,5442)			
Aktionærbegrænsninger	-2,0757 (-0,1767)	-1,9584 (-0,1685)	-1,1028 (-0,0816)	-14,8903 (-1,1175)
Justeret R kvadreret F signifikansniveau	0,3502 (+5,9860)**	0,3637 (+8,0492)**	0,1408 (+4,0314)**	0,0067 (+1,2487)
** = signifikant med 5%	+/-1,96			
* = signifikant med 10 %	+/-1,64			

Tabel 5.4.3.

I tabel 5.4.3. er foretaget regressionsanalyse af den opstillede hypotesen H_0 . Som det ses, findes der ikke at være signifikant sandsynlighed for, at banker uden aktionærbegrænsninger performer bedre end banker med.

Det er værd at bemærke, at kontrolvariablerne "KV Årets resultat før skat" og "KV ln(aktiver i alt)" viser en signifikant indflydelse på bankernes performance, målt på EKF, før skat.

KV EKF, før skat viser en positiv signifikant observation, som betyder, at årets resultat før skat positivt påvirker EKF, før skat. Ln(aktiver i alt) viser derimod, at når der sker 1 % stigning i aktiverne, påvirkes EKF, før skat negativt.

Da denne afhandling omhandler performanceanalyse på baggrund af aktionærbegrænsninger, må hypotesen H_0 dog forkastes, idet det ikke med signifikant sandsynlighed kan siges at banker med aktionærbegrænsninger performer dårligere end banker uden, målt på EKF, før skat.

5.4.4. Regressionsanalyse, Indtjening pr. omkostningskrone

Indtjening pr. omkostningskrone				
Uafhængige variabler	1	2	3	4
Alpha	1,2006 (+2,5329)**	1,1233 (+8,3358)**	1,206 (+9,6610)**	
KV Årets resultat før skat	0,0001 (+1,8111)*	0,0001 (+1,4882)		
KV - ln(Aktiver i alt)	-0,0446 (-1,5267)			
KV Solvensprocent	0,0204 (+1,2366)			
Aktionærbegrænsninger	-0,2090 (-1,5716)	-0,1992 (-1,3880)	-0,2840 (-2,1203)**	
Justeret R kvadreret F signifikansniveau	0,2420 (+3,9531)**	0,1161 (+3,4310)**	0,0863 (+4,4958)**	
** = signifikant med 5%	+/-1,96			
* = signifikant med 10 %	+/-1,64			

Tabel 5.4.4.

I tabel 5.4.4. er foretaget regressionsanalyse af hypotesen H_1 . Omend der ikke findes at være signifikante observationer i alle kørslerne, er det stadig værd at bemærke at aktionærbegrænsninger i et vist omfang påvirker performance negativt. I 3. kørsel findes endvidere at bankerne med aktionærbegrænsninger performer signifikant dårligere (på 5 % -niveau) end bankerne uden aktionærbegrænsninger.

Endvidere findes der i tabel 5.4.4. at være positiv sammenhæng mellem årets resultat før skat og indtjening pr. omkostningskrone. Dette forekommer naturligt, idet positivt årsresultat alt andet lige bør medføre højere grad af indtjening.

Hypotesen H_1 må betragtes som værende plausibel, idet det kan konstateres at tilstedeværelsen af aktionærbegrænsninger påvirker performance negativt, målt på indtjening pr. omkostningskrone. Det konkluderes "kun" som værende plausibelt fordi 1) der kun konstateres en signifikant observation i et af 3 tilfælde og 2) signifikans konstateres kun i 3.kørsel, hvor der alene testes med dummyvariablen og hvor der således ikke er andre forklarende variabler medregnet.

5.4.5. Regressionsanalyse, Kurs/indre værdi

Kurs/indre værdi				
Uafhængige variabler	1	2	3	4
Alpha	0,3782 (+0,9050)	0,1387 (+0,6235)	0,774 (+7,0518)**	
KV Årets resultat før skat	0,0000 (+0,2150)			
KV - ln(Aktiver i alt)	-0,0175 (-0,6784)			
KV Solvensprocent	0,0337 (+2,3182)**	0,0385 (+3,1828)**		
Aktionærbegrænsninger	-0,0812 (-0,6924)	-0,0738 (-0,7005)	-0,0878 (-0,7453)	
Justeret R kvadreret F signifikansniveau	0,1560 (+2,7096)**	0,1926 (+5,4133)**	-0,0122 (+0,5555)	
** = signifikant med 5% +/-1,96 * = signifikant med 10 % +/-1,64				
Tabel 5.4.5.				

I tabel 5.4.5. er foretaget regressionsanalyse af hypotesen H₂. Som det ses findes der ikke at være signifikant sandsynlighed for, at banker uden aktionærbegrænsninger performer bedre end banker med.

Det bemærkes desuden at t-værdierne for aktionærbegrænsninger generelt går mod det negative signifikansniveau, hvilket tyder på at aktionærbegrænsninger i et vist omfang påvirker performance negativt.

Det bemærkes desuden at der findes positiv signifikant sammenhæng mellem solvensprocenten og kurs/indre værdi.

Hypotesen, H₂, forkastes idet det ikke med signifikant sandsynlighed kan siges at banker med aktionærbegrænsninger performer dårligere end banker uden, målt på kurs/indre værdi.

5.4.6. Regressionsanalyse, Udlån/indlån

Udlån/Indlån				
Uafhængige variabler	1	2	3	4
Alpha	0,4329 (+0,9362)	0,2674 (+1,0957)	1,1348 (+8,8027)**	
KV Årets resultat før skat	0,0000 (-0,3228)			
KV - ln(Aktiver i alt)	0,0859 (+3,0148)**	0,0877 (+3,9693)**		
KV Solvensprocent	-0,0078 (-0,4838)			
Aktionærbegrænsninger	0,1026 (+0,7908)	0,1267 (+1,0687)	0,0393 (+0,2841)	
Justeret R kvadreret F signifikansniveau	0,2408 (+3,9338)**	0,2727 (+7,9349)**	-0,0255 (+0,0807)	
** = signifikant med 5% +/-1,96 * = signifikant med 10 % +/-1,64				
Tabel 5.4.6.				

I tabel 5.4.6. er foretaget regressionsanalyse af hypotesen H₃. Som det ses, findes der ikke at være signifikant sandsynlighed for, at banker uden aktionærbegrænsninger performer bedre end banker med.

Der findes dog at være positiv signifikant sammenhæng mellem ln(aktiver i alt) og udlån/indlån, hvilket fortæller at når bankernes aktiver øges med 1 %, da sker der samtidig en stigning i udlån/indlån.

Hypotesen H₃ forkastes dog, idet det ikke med signifikant sandsynlighed kan siges at banker med aktionærbegrænsninger performer dårligere end banker uden, målt på udlån/indlån, hvilket stemmer overens med de foretagne analyser i afsnit 5.1. og 5.2.

5.4.7. Resume, perioden (2008-2009)

I dette afsnit er foretaget analyse af perioden (2008-2009), hvilket dækker perioden for den økonomiske krises værste år.

De indledningsvise nøgletalsanalyser og beskrivende statistik viser en særdeles markant forskel i performance mellem bankerne med og uden aktionærbegrænsninger, for så vidt angår EKF, før skat.

Performancevariablen "indtjening pr. omkostningskrone" viser desuden også at der findes forskel mellem bankerne med og uden aktionærbegrænsninger, hvormed bankerne uden aktionærbegrænsninger performer bedre end bankerne med – som faktisk ikke er i stand til gennemsnitligt at generere indtjening.

Den beskrivende statistik giver et indtryk af de gennemsnitlige værdier for perioden, og fremhæver også de målinger som ligger langt fra gennemsnittet. Da krisen har været særlig hård for nogle af de undersøgte banker, er disse resultater særligt fremhævet og forklaret.

De i afsnit 5.4.3., 5.4.5. og 5.4.6. udarbejdede regressionsanalyser for de enkelte nøgletal viser ingen signifikante sammenhæng mellem aktionærbegrænsninger og bankernes performance. På den baggrund forkastes hypoteserne H_0 , H_2 og H_3 og det må derfor for perioden 2008-2009 (på baggrund af de statistiske undersøgelser af disse performancevariabler) konstateres, at banker med aktionærbegrænsninger ikke performer dårligere end banker uden aktionærbegrænsninger.

For så vidt angår performancevariablen "indtjening pr. omkostningskrone" må der konstateres at være en plausibel sandsynlighed for, at bankerne med aktionærbegrænsninger performer dårligere end bankerne med. På den baggrund kan det ikke udelukkes at H_1 forekommer sand, men de bagvedliggende regressionsanalyser må også i dette tilfælde siges at være for svage til at kunne acceptere H_1 .

Tilsvarende regressionsanalyserne i afsnit 5.2. og 5.3., forekommer der lave forklaringsgrader for de estimerede ligninger (lav værdi af justeret R kvadreret).

F signifikansniveauet er stort et signifikant i hele perioden, hvilket betyder at modellens medtagne variable ikke kan anses at være lig 0.

5.5. Resume

I dette kapitel er fremlagt den for afhandlingen foretaget empiriske undersøgelse, som er opdelt i perioderne:

- 1) (2002-2009),
- 2) (2002-2007) og
- 3) (2008-2009).

Der er i de enkelte perioder foretaget analyse af de enkelte performancevariabler ved nøgletalsanalyse, grafisk illustration, beskrivende statistik og ved hjælp af regressionsanalyser.

For periode 1) er der i nøgletalsanalysen fundet at være en markant forskel i EKF, før skat, mens der kun er fundet marginale forskelle i de øvrige performancevariabler.

Af de udarbejdede regressionsanalyser for periode 1) findes det ikke at kunne konstateres, at bankerne med aktionærbegrænsninger performer dårligere end bankerne uden.

For periode 2) findes ikke at være markante forskelle i performancevariablerne ud fra en nøgletalsanalyse. Det vises dog, at den kronologiske udvikling i markedet udviser tendens til optimisme i tiden op til krisen, og at der også er tilbøjelighed til at udlåne mere end der bliver indlånt i banken.

De udarbejdede regressionsanalyser for periode 2) viser at aktionærbegrænsninger ikke har signifikant indflydelse på performance, målt på de enkelte performancevariabler. Omend resultatet er svagt, kan det dog

ikke udelukkes at tilstedeværelse af aktionærbegrænsninger påvirker performance negativt, målt på performancevariablen "kurs/indre værdi".

For perioden 3) er der igen konstateret markante forskelle i bankernes performance, målt på EKF, før skat ud fra den beskrivende statistik og ved nøgletalsanalyse af performancevariablerne.

De tilhørende regressionsanalyser for periode 3) viser samtidig at aktionærbegrænsninger ikke generelt har negativ signifikant indflydelse på performance. Omend resultatet også her er svagt, kan det for periode 3) ikke udelukkes at tilstedeværelsen af aktionærbegrænsninger påvirker performance negativt, målt på performancevariablen "indtjening pr. omkostningskrone".

På baggrund af ovenstående må det samlet konstateres, at selvom performancevariablerne viser små udslag, kan der ikke generelt siges at være en statistisk signifikant sammenhæng mellem tilstedeværelsen af aktionærbegrænsninger og negativ performance.

Ud af i alt 12 foretagne regressionsanalyser med 3-4 kørsler pr. stk., findes kun to målinger af negativ signifikant performance- heraf kun en af disse observationer med signifikansniveau på 5 %.

Selvom der ikke generelt findes at være signifikant negativ sammenhæng mellem performance og tilstedeværelsen af aktionærbegrænsninger, viser det generelle billede af de undersøgte t-værdier dog en tendens til negativ sammenhæng mellem aktionærbegrænsninger og de analyserede performancevariabler. En nøgletalsanalyse af performancevariablerne viser også, at der generelt er tendens til at bankerne uden aktionærbegrænsninger performer marginalt bedre end bankerne med.

Kapitel 6. Konklusion

I gennem længere tid har det været kraftigt debatteret om der bør gælde et proportionalitetsprincip i europæiske aktionærforhold. Et OSOV-princip har været foreslået, hvortil Kommissionen har foretaget dybtgående analyser på tværs af medlemsstaterne, med henblik på at fastslå i hvilket omfang afvigelser fra OSOV-princippet påvirker selskabernes performance. Undersøgelserne har været opdelt i både empiriske og teoretiske studier, og på baggrund af disse, har Kommissionen fastslået at det ikke med tilstrækkelig overbevisning kan fastslås om afvigelser fra OSOV-princippet er til skade eller en fordel.

De omfangsrige studier beskæftiger sig dog stort set ikke med stemmerets- og ejerbegrænsninger, hvilket kan skyldes at disse CEM's generelt er særdeles begrænset anvendt af de undersøgte medlemsstaters selskaber. De teoretiske studier erkender dog, at stemmerets- og ejerbegrænsninger hører til blandt de farligste CEM's, hvilket har fået Kommissionen til at medgive at der findes en "empty box" for så vidt angår empiriske undersøgelser herom.

Et noget blødt overtagelsesdirektiv er udstedt, hvilket lader døren stå på klem for Kommissionen til at indføre et mere hardcore direktiv i 2011, såfremt empiriske undersøgelser i mellemtiden påviser at dette er nødvendigt.

Aftalefriheden mellem et selskab og dets aktionærer vægter tungt i dansk selskabslovgivning. Således tillades selskaber at vedtage stemmerets- og ejerbegrænsninger i vedtægterne, men kun såfremt et flertal opnås med et skærpet majoritetskrav.

Ledelsens erstatningsansvar har i betænkningerne til modernisering af selskabsretten været til diskussion, men udvalget bag betænkningerne har ikke fundet det nødvendigt at anbefale en ændring i det eksisterende erstatningsansvar. Derfor gælder der fortsat et culpaansvar for selskabets ledelse.

Den internationale finanskrisen medførte et hurtigt sammenbrud på interbankmarkedet. For at undgå en kreditklemme iværksatte staten en række tiltag som havde til formål at skabe ro i banksektoren. Bankpakke II er i denne afhandling blevet fremhævet, hvorefter det kræves af bankerne at ophæve eventuelle stemmerets- og ejerbegrænsninger, såfremt den hybride kernekapital konverteres til aktiekapital. Det er blevet diskuteret om statens argumentation kan retfærdiggøre kravet om ophævelsen af stemmerets- og ejerbegrænsningerne, med påstand om at staten ønsker at opnå "samme indflydelse som en normal majoritetsaktionær". I afhandlingens undersøgelse er det således dokumenteret, at en normal majoritetsaktionær i banksektoren enten 1) slet ikke eksisterer pga. ejerbegrænsninger eller 2) kun har beskeden stemmeret pga. stemmeretsbegrænsninger. Statens argumentation virker dermed uforståelige set i dette lys.

Det er desuden fremhævet, at staten på den ene side (efter de undersøgte retskilder i både SEL og LFV) bifalder aftalefriheden mellem selskabets og dets aktionærer, men at selv samme tilsidesættes når staten selv opnår status som aktionær. Det er dog frivilligt for bankerne at ansøge om lån efter Bankpakke II, hvorfor statens betingelser om at der skal ske ophævelse af stemmerets- og ejerbegrænsning, på den anden side samtidig kan være et udtryk for den omtale aftalefrihed (bankerne kunne jo lade være med at ansøge om tilskud).

I denne afhandling er foretaget empirisk undersøgelse af 38 danske børsnoteret bankers vedtægter og årsrapporter for perioden 2002-2009. Det er her fundet, at anvendelse af stemmerets- og ejerbegrænsninger

er hyppigt forekommende blandt bankerne. Kun 5 af de 38 undersøgte banker har hverken stemmerets- og ejerbegrænsninger. Repræsentantskab og navnenotering er ligeledes særdeles anvendt.

I kapitel 5 er afhandlingens empiriske resultater fremlagt, hvor undersøgelsen er opdelt i 3 perioder. For hver af perioderne er først foretaget en nøgletalsanalyse af de udvalgte performancevariabler, efterfulgt af statistiske beregninger.

De fremlagte resultater viser, at der ud fra en nøgletalsanalyse generelt er tendens til at bankerne uden aktionærbegrænsninger performer bedre end bankerne med. Især målt på egenkapitalens forrentning dokumenteres en markant forskel mellem bankgrupperne.

De foretagne regressionsanalyser viser dog samtidig, at der ikke kan siges at være en signifikant sammenhæng mellem de udvalgte performancevariabler og tilstedeværelsen af aktionærbegrænsninger. Af i alt 12 foretagne regressionsanalyser med 3-4 regressionskørsler i hver, findes kun negative signifikante observationer i 2 regressionskørsler – heraf kun en observation på et 5 % -niveau. Det vurderes derfor, at omend disse observationer ikke kan ignoreres, er det ikke tilstrækkeligt til at kunne konkludere at aktionærbegrænsninger påvirker bankernes performance.

Nøgletalsanalysen viser således tendens til at banker uden aktionærbegrænsninger performer bedre end bankerne med, mens de statistiske undersøgelser ikke finder nogen signifikant sammenhæng mellem tilstedeværelsen af aktionærbegrænsninger og performance.

Det må derfor på baggrund af de fremlagte empiriske resultater konkluderes, at resultaterne er tvetydige, og at den generelle finansielle performance kun i begrænset omfang påvirkes af tilstedeværelse af aktionærbegrænsninger.

Kapitel 7. Retspolitisk perspektivering

Free rider-problemet er i sig selv en væsentlig problemstilling, som ifølge corporate governance-teorien kan være værdiforringende for selskabet. Når agenten ikke monitoreres, kan dennes incitamenter til at performe i principalens interesser udeblive. Værste nyere eksempel herpå er krakket i Roskilde Bank, hvis vedtægter også indeholdte stemmeretsbegrænsninger⁶².

Som også beskrevet i kapitel 2, anerkender Bukhart og Lee (2007) den teoretiske farlighed ved stemmerets- og ejerbegrænsninger. Skal det således fortsat være tilladt at anvende disse aktionærbegrænsninger, må det også gøres med tilsvarende forsigtighed.

På denne baggrund vurderes det, at ændringer er påkrævet.

Som beskrevet i ovenstående konklusion, findes der at være tvetydige resultater omkring hvorvidt aktionærbegrænsninger påvirker bankernes performance. Der vurderes derfor ikke at være tilstrækkelig belæg for udelukkende at forbyde stemmerets- og ejerbegrænsninger i selskabernes vedtægter. Alternative metoder kan anvendes til at sikre aktionærerne et bedre afkast af deres investering, hvilket derfor i dette kapitel leder til tre konkrete retspolitiske anbefalinger:

- 1) Forbud mod anvendelsen af stemmerets- og ejerbegrænsninger,
- 2) Fortsat tillade stemmerets- og ejerbegrænsninger, men i så fald skærpe ledelsens erstatningsansvar, eller
- 3) Fortsat tillade stemmerets- og ejerbegrænsninger, men i så fald også tillade opdeling af aktiekapitalen i finansielle selskaber.

7.1. Alternativ 1: Forbud mod anvendelsen af stemmerets- og ejerbegrænsninger

I selskaber med stemmerets- og ejerbegrænsninger er der argumenteret for at den reelle magt i selskabet ligger hos ledelsen, nærmere præcis direktionen. I selskaber med repræsentantskab fordrejes balancen yderligere, idet der her først skal ske valg til repræsentantskabet, og først herefter til selskabets bestyrelse. I de undersøgte banker opleves desuden, at især blandt de mindre banker præges bestyrelsen og repræsentantskabets uddannelsesbaggrund af en generel mangel på bankfaglig kompetence.

Endvidere er det beskrevet at free rider problemet har særlige gunstige vækstvilkår i den danske banksektor, eftersom stemmerets- og ejerbegrænsninger effektivt hindrer tilstedeværelsen af en eller flere storaktionærer, som dermed medfører at det ikke kan betale sig for nogen aktionærer at påtage sig monitoreringsomkostningerne.

Aftalefriheden mellem et selskab og dets aktionær er i lovgivningsprocessen vægtet højere end behovet for et OSOV-princip. Dog er det ligeledes konkluderet i de af Kommissionen foranledigede teoretiske undersøgelser, at stemmerets- og ejerbegrænsninger er at betragte som værende blandt de farligste CEM's, hvilket må antages at bero på free rider problemets potentielt værdiforringende effekt.

⁶² Roskilde Bank, *vedtægter*, § 9, side 4

Det anbefales derfor, som første alternativ til det nugældende udgangspunkt, at indføre OSOV-princippet som en beskyttelsespræceptiv bestemmelse i SEL, som dermed tilsikrer at bestemmelserne om OSOV-princippet i ikke kan fraviges til skade for aktionærerne.

7.2. Alternativ 2: Skærpet erstatningsansvar for ledelsen

Når banker anvender stemmerets- og ejerbegrænsninger udvandes aktionærernes indflydelse, hvilket kan få store konsekvenser. På denne baggrund vurderes derfor at være behov for et skærpet erstatningsansvar for ledelsen i sådanne banker. Når aktionærernes indflydelse udvandes, og/eller når storaktionærer forbydes som følge af ejerbegrænsninger, vurderes der således at være ekstra opmærksomhed rettet mod ledelsens forsvarlige drift af banken.

Derfor anbefales, som andet alternativ, at der i banker, som anvender stemmerets- og ejerbegrænsninger, bør gælde et præsumptionsansvar hvorefter det påhviler ledelsen at skulle bevise, at dens handlinger var berettigede og forsvarlige. Løftes beviset ikke tilstrækkeligt, vil ledelsen ifalde ansvar.

Et sådant præsumptionsansvar vil sikre en ligevægt mellem aktionærernes indflydelse og ledelsens ansvar.

Som beskrevet i kapitel 4 kan det ikke udelukkes at dette dels 1) vil afholde visse personer fra at påtage sig et ledelseshverv, 2) øge forsikringspræmien ved en bestyrelsesansvarsforsikring og/eller 3) medføre at sådanne personer vil kræve en større risikopræmie for deltagelse i ledelsesfunktionen. Netop af disse årsager bør præsumptionsansvaret ikke gælde for banker uden de nævnte aktionærbegrænsninger, idet balancen mellem ledelsens erstatningsansvar og aktionærernes indflydelse i disse banker er afbalanceret.

Det anbefales samtidig at individuelle diskulperingsgrunde kun i helt særlige tilfælde bør tillægges værdi i fremtidige retssager, idet muligheden for diskulpering giver ledelsen indtryk af at "gode undskyldninger" kan fratage dem fra ansvar.

7.3. Alternativ 3: Forbud mod opdeling af aktiekapital i LFV

Det er i kapitel 3 beskrevet, at der for selskaber omfattet af LFV gælder et forbud mod at opdele aktiekapitalen. Blandt øvrige børsnoterede selskaber er dette en særdeles udbredt aktiekapitalstruktur, som både kan virke som effektivt overtagelsesværn og samtidig sikre at de stemmetunge aktionærer kan udøve aktivt ejerskab, herunder monitorering og disciplinering af ledelsen. Ofte anvendes strukturen sammen med fondsejerskab, hvortil fondens fundats foreskriver at fondens formål er at kontrollere en bestemmende indflydelse i et selskab.

Trods modsat teori herom⁶³, viser en undersøgelse foretaget af Thomson & Rose (2004) at fondsejerskab ikke påvirker de undersøgte selskabers performance negativt. Et argument herfor kunne antages at være den omdømmeeffekt, som er forbundet med bestyrelsesmedlemskabet blandt fondene, samt at denne kan have en disciplinerende effekt på bestyrelsesmedlemmerne i et lille land som Danmark.

⁶³ Den traditionelle P/A-teori

På denne baggrund anbefales, som tredje alternativ, at ophæve forbuddet mod opdelingen af aktiekapitalen, hvorefter selskaberne er frit stillet til at oprette fonde, hvis fundats kan foreskrive det ovenfor nævnte. (samtidig kan det foreskrives, at fondens formål er at sikre, at den pågældende bank skal bevarer den så evigt vigtige tilknytning til lokalområdet).

I stedet for at en inkompetent bestyrelse (eller repræsentantskab) påser at bankens direktion ikke optræder opportunistisk, eller på anden måde udviser værdiforringende adfærd for selskabet, vil fondene (med dygtige og erfarne erhvervsledere i bestyrelsen) gennem de stemmetunge aktier, bedre kunne varetage selskabets og de samlede aktionærers interesser.

Det er desuden en klar nødvendighed, at der i samme fundats indeholdes et forbud mod at selskabets direktion samtidig kan besidde bestyrelsesposter i fonden.

Bilag

Af pladsmæssige årsager indsættes som bilag til denne afhandling nedenstående korrelationsmatrix'er for de enkelte perioder.

<i>Korrelationsmatrix (2002-2009)</i>	1.	2.	3.	4.	5.	6.	7.	8.
1. EKF Før skat	1							
2. Indtjening pr. omkostningskrone	0,6597	1						
3. Kurs/indre værdi	0,3591	0,3134	1					
4. Udlån/Indlån	-0,1695	-0,0526	0,0170	1				
5. KV - Res. Før skat	0,1720	0,1997	0,1978	0,0826	1			
6. KV - ln(aktiver i alt)	-0,0271	0,1479	0,2207	0,2553	0,5970	1		
7. KV - Solvens pct.	0,1157	0,3980	-0,0757	-0,2260	0,0306	-0,3330	1	
8. Aktionærbegrænsninger (ja = 1, nej = 0)	-0,1773	-0,2122	-0,2348	0,1299	-0,4143	-0,2070	-0,3317	1
Bilag 1								

<i>Korrelationsmatrix (2002-2007)</i>	1.	2.	3.	4.	5.	6.	7.	8.
1. EKF Før skat	1							
2. Indtjening pr. omkostningskrone	0,6194	1						
3. Kurs/indre værdi	0,5193	0,2095	1					
4. Udlån/Indlån	0,0495	0,0540	0,1108	1				
5. KV - Res. Før skat	0,2028	0,1850	0,1905	0,0270	1			
6. KV - ln(aktiver i alt)	0,4188	0,2146	0,2655	0,1381	0,6108	1		
7. KV - Solvens pct.	-0,1829	0,2955	-0,1585	-0,0953	0,0044	-0,2661	1	
8. Aktionærbegrænsninger (ja = 1, nej = 0)	-0,0571	-0,1296	-0,1918	0,1279	-0,4124	-0,2187	-0,3864	1
Bilag 2								

<i>Korrelationsmatrix (2008-2009)</i>	1.	2.	3.	4.	5.	6.	7.	8.
1. EKF Før skat	1							
2. Indtjening pr. omkostningskrone	0,7511	1						
3. Kurs/indre værdi	0,2540	0,2842	1					
4. Udlån/Indlån	-0,3476	-0,4321	-0,3966	1				
5. KV - Res. Før skat	0,4325	0,3434	0,0988	0,1146	1			
6. KV - ln(aktiver i alt)	-0,0311	-0,0079	-0,1114	0,4274	0,8223	1		
7. KV - Solvens pct.	0,3721	0,3815	0,4749	-0,3100	0,1650	0,0595	1	
8. Aktionærbegrænsninger (ja = 1, nej = 0)	-0,1831	-0,3332	-0,1233	0,0473	-0,3969	-0,4020	-0,0419	1
Bilag 3								

Det ses, at der for alle perioder er en negativ korrelation mellem "aktionærbegrænsninger" og "Res. Før skat", hvormed det forsigtigt kan konkluderes, at der er en vis sammenhæng mellem de to variabler. Sker der således ændringer i en banks vedtægter, således at dummyvariablen for aktionærbegrænsninger stiger til 1, fortæller ovenstående, at performance i et vist omfang vil påvirkes negativt, målt på årets resultat før skat.

I bilag 1 og 2 ses endvidere en negativ sammenhæng mellem aktionærbegrænsninger og $\ln(\text{aktiver})$, som i dette tilfælde kan antyde, at der er en negativ sammenhæng mellem aktionærbegrænsninger og stigning i aktiverne.

Ligeledes ses i bilag 1 og 2 en vis negativ sammenhæng mellem aktionærbegrænsninger og solvensprocenten, hvilket også er tendensen fra afsnit 5.2. og 5.3. Med en negativ korrelationskoefficient på hhv. 0,3317 og 0,3864 er det altså kun i ca. 1/3 af tilfældene hvor der sker en stigning i aktionærbegrænsninger, at dette medfører en negativ værdi af solvensprocenten.

I kapitel 5 fandtes for periode 2) at være en svag signifikant observation mellem aktionærbegrænsninger og kurs/indre værdi. Betragtes bilag 2, kan observationen ikke bekræftes af korrelationsmatrixen.

I samme kapitel fandtes tilsvarende for periode 3) at være en svag signifikant observation mellem aktionærbegrænsninger og indtjening pr. omkostningskrone. Betragtes bilag 3 findes en værdi på -0,3332, hvormed den i kapitel 5 fundne observation delvist kan bekræftes af korrelationsmatrixen (som samtidig bekræfter at den signifikante observation er svag).

Da ingen af værdierne for dummyvariablen "aktionærbegrænsninger" tilnærmelsesvis er tæt på en værdi omkring +/- 1, kan korrelationsmatrix'erne ikke bidrage til endeligt at konkludere om tilstedeværelsen af aktionærbegrænsninger negativt påvirker bankernes performance. De enkelte fremhævede værdier kan således supplere de fundne resultater, som ud fra nøgletalsanalysen viser en tendens for bankerne uden aktionærbegrænsninger til at performe bedre end bankerne med, men at de statistiske resultater ikke viser nogen signifikant sammenhæng.

Litteraturliste

Artikler

1. Adams og Ferreira (2007): Adams, Renée & Ferreira, Daniel, 2007, *One Share, One Vote: The Imperial Evidence*, ECGI, Finance Working Paper Nr. 177/2007
2. Bechmann og Raballe (2009): Bechmann, Ken L. & Raaballe, Johannes, 2009, *Manglende bremseklodser i danske banker*, Management Working Paper, 2009-4
3. Bechmann og Raaballe (2010): Bechmann, Ken L. & Raaballe, Johannes, 2010, *Bad Corporate Governance and Powerful CEOs in Banks*, working paper
4. Bukhart og Lee (2007): Burkart, Mike & Lee, Samuel, 2007, *The One Share - One Vote Debate: A Theoretical Perspective*, ECGI, Finance Working Paper Nr. 176/2007
5. Franks & Mayer (2001): Franks, Julian & Mayer, Colin, 2001, *The ownership and control of German corporations*, The Review of Financial Studies, Winter 2001, Vol. 14, No. 4, 943-977.
6. Grossman og Hart (1980): Sanford J. Grossman & Oliver D. Hart, 1980, *Takeover Bids, The Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation*, The Bell Journal of Economics, Vol. 11, No. 1 (Spring, 1980), pp. 42-64
7. Jensen & Meckling (1976): Jensen, Michael C. & Meckling, William H., *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, Journal of Financial Economics, October, 1976, V. 3, No. 4, pp. 305-360.
8. Khachaturyan (2006): Khachaturyan, Arman, 2006, *The One-Share-One-Vote Controversy in the EU*, ECMI, No. 1, August 2006.
9. Kommissionen (2007): Commission of the European Communities, 2007, *Impact Assessment on the Proportionality between Capital and Control in Listed Companies*
10. Rose & Mejer (2003): Rose, Caspar & Mejer, Carsten, *The Danish Corporate Governance System: from stakeholder orientation towards shareholder value*, Blackwell Publishing, Volume 11 Number 4, 335-344.
11. Rose (2002): Rose, Caspar, *Overtagelsesværns indflydelse på ledelsens incitamenter*, Ledelse og Erhvervsøkonomi/Handelsvidenskabeligt Tidsskrift/Erhvervsøkonomisk Tidsskrift, Bind 66 (2002) 4, 189-199.
12. Rose (2002b): Rose, Caspar, *Corporate financial performance and the use of takeover defences*, European Journal of Law and Economics, 13: 91-112, 2002
13. Rose (2005): Rose, Caspar, 2005, *Bestyrelsessammensætning og finansiell performance i børsnoterede virksomheder – belyst i et corporate governance perspektiv*, Ledelse & Erhvervsøkonomi, Årg. 69, Nr. 4, 215-230.
14. Rose (2006): Rose, Caspar, 2006, *Bør ledelsesansvaret strammes? - Et retsøkonomisk bidrag*, NTS, 2006:3, 91-106.
15. Shearman & Sterling (2007): Shearman & Sterling, 2007, *Report on the Proportionality Principle in the European Union*
16. Shearman & Sterling (2007b): Shearman & Sterling, 2007, *Proportionality between ownership and control in listed Companies: Comparative legal study (Exhibit C (Part I), Legal study for each jurisdiction)*.
17. Shleifer & Vishny (1997): Shleifer, Andrei & Vishny, Robert W., 1997, *A Survey of Corporate Governance*, The Journal of Finance, Vol. 52, No. 2 (Jun., 1997), 737-783.

18. Thomsen & Rose (2004): Thomsen, Steen & Rose, Caspar, *Foundation ownership and financial performance- Do companies need owners*, European Journal of Law and Economics, 18: 343–364, 2004
19. Werlauf (2000): Werlauff, Erik, 2000, "*Best company practice: A duty of loyalty for the purpose of preventing abuse of powers under company law*", Scandinavian Studies in Law (SSL) vol. 38 (2000), legal issues of the 1990's, 55-87.
20. Winter-rapporten (2002): Report of the High Level Group of Company Law experts, 2002, issues related to takeover bids.

Bøger

1. Econometrics (1999): Gujarati, Damodar, 1999, *Essentials of Econometrics*, West Point, McGraw Hill International Editions, 2nd edition.
2. Lyng Andersen, Lennart & Bo Madsen, Palle, 2001, *Aftaler og mellemænd*, København, Forlaget Thomson, 4. udgave.
3. Nielsen, Ruth & D. Tvarnø, Christina, 2005, *Retskilder og retsteorier*, København, Jurist- og Økonomiforbundets Forlag, 1. udgave.

Love og bekendtgørelser

1. Bankpakke II: LBK nr. 876 af 15/09/2009 - *Bekendtgørelse af lov om statsligt kapitalindskud i kreditinstitutter (med noter)*
2. Bekendtgørelsen om nøgletal: BEK nr. 1305 af 16/12/2008 - *Bekendtgørelse om finansielle rapporter for kreditinstitutter og fondsmæglerselskaber m.fl. (med noter)*
3. LFV: LBK 2009-08-20 nr. 793 - *Bekendtgørelse af lov om finansiel virksomhed (med noter)*
4. SEL: LOV nr. 470 af 12/06/2009 - *Lov om aktie- og anpartsselskaber (med noter)*

Domme

1. U 1991.180H, Ringkjøbing Bank-dommen
2. U.1966.739V, Enke-dommen
3. U.2002.2067H, Hafnia-dommen

Forarbejder og betænkninger

1. Erhvervsudvalget (2008): Erhvervsudvalget 2008-09, L 102 Bilag 8, L 103 Bilag 8, *Betænkning over 1. Forslag til lov om statsligt kapitalindskud i kreditinstitutter og 2. Forslag til lov om ændring af lov om finansiel stabilitet*, Betænkning afgivet af Erhvervsudvalget den 27. januar 2009.
2. Økonomi- og Erhvervsministeriet (2008): Økonomi- og Erhvervsministeriet, november 2008, *Modernisering af selskabsretten – Betænkning 1498*, Schultz Distribution.

Direktiver

1. Overtagelsesdirektivet: Europa-parlamentets og Rådets direktiv 2004/25/EF af 21. april 2004 om overtagelsestilbud

Soft-law

1. Komitén for god selskabsledelse (2010): Komitéen for god Selskabsledelse, 2010, *Anbefalinger for god selskabsledelse*

Hjemmesider

1. Finanstilsynets nøgletalsdatabase (2008): (<http://www.finanstilsynet.dk/da/Tal-og-fakta/Statistik-noegletal-analyser/Noegletal.aspx>)
2. borsen.dk, (27-05-2010), Skælskør Bank fusionerer med Max Bank. (<http://borsen.dk/finans/nyhed/183887/>)
3. borsen.dk, (27-05-2010b), Max Bank-chef: Endnu en fusion er en mulighed (<http://borsen.dk/finans/nyhed/183899/>)
4. E&Y, Hvad er virksomheden værd? (http://www.ey.com/DK/da/Services/Transactions/About-Transaction-Advisory-Services/artikel_hvad_er_virksomheden_vaerd_031103)

Årsrapporter (2002-2009) og vedtægter, (pr. dato)

- | | |
|--|--|
| 1. Aarhus Lokalkbank, 23-12-2009 | 20. Skælskør Bank, 18-12-2009 |
| 2. Alm. Brand, 30-11-2009 | 21. Sparbank, 11-09-2009 |
| 3. Amagerbanken, 23-03-2009 | 22. Sparekassen Faaborg, 16-03-2009 |
| 4. DiBa Bank, 16-03-2010 | 23. Sparekassen Himmerland, 10-03-2009 |
| 5. Djurslands Bank, 11-03-2009 | 24. Sparekassen Hvetbo, 10-03-2009 |
| 6. Eik Banki, 11-04-2008 | 25. Sparekassen Lolland, 18-03-2010 |
| 7. Hvidbjerg Bank, 04-03-2009 | 26. Svendborg Sparekasse, 16-02-2010 |
| 8. Jyske Bank, 09-11-2009 | 27. Sydbank, 15-09-2009 |
| 9. Lollands Bank, 14-03-2007 | 28. Totalbanken, 27-03-2009 |
| 10. Lån og Spar Bank, 08-03-2010 | 29. Tønder Bank, 11-03-2010 |
| 11. Max Bank, 01-08-2009 | 30. Vinderup Bank, 11-03-2009 |
| 12. Morsø Bank, 09-03-2010 | 31. Vestjysk Bank, 21-08-2009 |
| 13. Møns Bank, 03-04-2009 | 32. Vordingborg Bank, 16-03-2010 |
| 14. Nordjyske Bank, 01-03-2010 | 33. Østjysk Bank, 15-04-2009 |
| 15. Nordfyns Bank, 01-03-2010 | 34. Danske Bank, 14-05-2009 |
| 16. Nørresundby Bank, 11-03-2008 | 35. Grønlandsbanken, N/A |
| 17. Ringkjøbing Landbobank, 01-03-2010 | 36. Kreditbanken, 10-03-2010 |
| 18. Salling Bank, 03-03-2009 | 37. Spar Nord Bank, 01-08-2009 |
| 19. Skjern Bank, 08-03-2010 | 38. Vestfyns Bank, 24-03-2010 |

