CBS COPENHAGEN BUSINESS SCHOOL
HANDELSHØJSKOLEN

Selskabsledelse i foreningsejede finansielle selskaber

Thomsen, Steen

Document Version
Final published version

Publication date:
2019

License
Unspecified

Citation for published version (APA):
Thomsen, S. (Ed.) (2019). *Selskabsledelse i foreningsejede finansielle selskaber*. Copenhagen Business School, CBS.

Link to publication in CBS Research Portal

General rights
Copyright and moral rights for the publications made accessible in the public portal are retained by the authors and/or other copyright owners and it is a condition of accessing publications that users recognise and abide by the legal requirements associated with these rights.

Take down policy
If you believe that this document breaches copyright please contact us (research.lib@cbs.dk) providing details, and we will remove access to the work immediately and investigate your claim.

Download date: 04. Jul. 2025

CBS COPENHAGEN BUSINESS SCHOOL
HANDELSHØJSKOLEN

Center for Corporate Governance

SELSKABSLEDELSE I FORENINGSEJEDE FINANSIELLE SELSKABER

Selskabsledelse i foreningsejede finansielle selskaber

FORORD 3

EXECUTIVE SUMMARY 5

KAPITEL 1: GENNEMGANG AF LITTERATUR OG STUDIER 13

1. Definition af det foreningsejede selskab med ejerskabets dimensioner 17
2. Overblik: Data og statistik på de kooperative banker i Europa 23
3. Kvantitative undersøgelser: performance og komparative styrker og svagheder 29
4. Kvalitative aspekter: bløde styrker og svagheder i den kooperative ejerform 57
5. Opsummering med "rasion d'etre" og definition af det foreningsejede, finansielle selskab 69

KAPITEL 2: ANALYSE AF PERFORMANCE 78

1. Databeskrivelse 79
2. Performance- og risici mål 81
3. Resultater 83
4. Figurer 88
5. Regressioner 95
6. Konklusion 101

KAPITEL 3: JURIDISK ANALYSE AF BINDINGER OG MULIGHEDER I FORENINGSEJE 104

1. Særligt om finansielle virksomheder 116
2. Afgrænsning i forhold til andre sammenslutningsformer 121
3. Medlemsskabet 129
4. Foreningens organer og ledelse 134
5. Bestyrelsen 145
6. Ændring og opløsning 151

7. Afslutning 155

KAPITEL 4: CASESTUDIER 159

1. Rabobank 161
2. Raiffeisen Banking Group Austria 169
3. Crédit Agricole 177
4. OP Financial Group 184
5. Forsikringsselskabet Gjensidige 190
6. Sammenfatning og diskussion 194

KAPITEL 5: HÅNDTERING AF INTERESSEKONFLIKTER 206

1. Håndtering af interessekonflikter gennem selskabsledelse 238
2. Konsekvenser af børsnotering 249
3. Konklusion 254

KAPITEL 6: FORENINGSEJE SOM LANGSIGTET EJERSKAB 258

1. Kort- og langsigtet Selskabsledelse 258
2. Værdien af langsigtethed 260
3. Foreningsejerskab som langsigtet ejerform 265
4. Langsigtet Selskabsledelse i Foreningsejede Selskaber 266
5. Konklusion 278

REFERENCE LISTE 280

APPENDIKS 287

FORORD

Steen Thomsen

Det er en fornøjelse at forelægge vores rapport *Selskabsledelse i foreningsejede finansielle selskaber.*

De foreningsejede virksomheder spiller en vigtig rolle i dansk erhvervsliv. Nogle af de allerstørste danske virksomheder som Arla, Danish Crown og Nykredit er foreningsejede samt hundredevis af minder selskaber landet over. De er samtidig en del af fundamentet for Foreningsdanmark og den danske demokratiske tradition. Men i årtier har denne vigtige del af det danske samfund været forsømt af forskningen. Det er derfor glædeligt, at interessen er vokset i de senere år.

Med indeværende rapport har vi sat fokus på selskabsledelse i de finansielle foreningsejede selskaber, hvor medlemmerne er kunder i selskabet, mens de i landbrugets andelsselskaber er leverandører. Man kender de gensidige forsikringsselskaber, realkreditforeningerne og andelskasserne.

Foreningsejerskabet sætter nogle særlige rammer for ledelsen af de foreningsejede selskaber. Selskaberne har i udgangspunktet et andet rationale end at skabe afkast til deres aktionærerne. Deres retslige grundlag er foreningsret, der på afgørende punkter adskiller sig fra selskabsretten. Foreningerne er langsigtede aktionærer. Bestyrelserne vælges af et selskabernes kunder via et repræsentantskab.

Der er altså store forskelle til de investorejede aktieselskaber for slet ikke at tale om familievirksomheder. Når foreningsejede selskaber vælger at lade sig børsnotere eller tage andre ejere ind, kan der derfor blive tale om særlige interessekonflikter, der skal håndteres.

I rapporten har vi givet en oversigt over litteraturen på området (kapitel 1). Vi har studeret de foreningsejede finansielle selskabers økonomiske performance samlignet med andre finansielle selskaber (kapitel 2). Vi har undersøgt de jurdiske rammer for foreningsejerskabet (kapitel 3) og gennemført en række casestudier af finansielle foreningsejede selskaber i andre lande (kapitel 4). Vi har analyseret de interessekonflikter, der opstår, når ejerskabet deles mellem foreninger og eksterne investorer (kapitel 5). Endelig har vi behandlet de særlige muligheder og perspektiver der ligger i foreningsejerskabets langsigtethed (kapitel 6).

Vi ser frem til at diskutere resultaterne med kolleger og andre inetresserede, og vi håber fremover at kunne fortsætte forskningen i de foreningsejede selskaber.

Arbejdet med projektet er udført af Center for Corporate Governance på CBS. Det har stået på i mere end et år i forbilledligt samarbejde mellem projektleder Jette Jørgensen, ekstern forsker Søren Vincents Svendsen, professor Rasmus Feldthusen fra Københavns Universitet, lektor Thomas Poulsen fra CBS, post doc Caren Yinxia Nielsen CBS, forskningsassistent Siv Levorsen CBS, forskningsassistent Anders Christian Meelby CBS og undertegnede.

Vi takker Forenet Kredit for den finansielle støtte, der har muliggjort projektet.

EXECUTIVE SUMMARY

Thomas Poulsen

Gennem rapportens seks kapitler præsenteres en lang række væsentlige forhold for selskabsledelse i foreningsejede selskaber.

Gennemgang af litteratur og studier

I kapitel 1 identificeres medlemmernes dobbeltfunktion som brugere og ejere som noget særligt ved foreningseje, der også fører til en dobbelt bundlinje, hvor medlemmerne tilgodeses til dels gennem priser og muligvis gennem andre medlemsfordele og til dels gennem indtjening i selskabet.

I kapitlet redegøres der for, at synliggørelse af ejerformen over for medlemmerne er afgørende for realisering og udnyttelse af det foreningsejede selskabs rasion d'etre, og det fremhæves, at de særlige kendetegn i stigende grad kommunikeres overfor medlemmerne og potentielle kunder. Det gør det særligt vigtigt at forholde sig til:

- aktivitetsformålet og opgaver til udførelse med henblik på at optimere medlemmernes interesser
- medlemmernes ejerskab, andel i overskud og fordele
- governance og medlemmernes demokratiske indflydelse i selskabet for at sikre aktiviteten
- ledelsens rolle, varetagelse af aktivitetsformålet og samspil med medlemmerne

Kapitlets fokus er foreningsejede finansielle selskaber og i særlig grad kooperative banker og i mindre grad forsikringsselskaber med tilsvarende ejerform. Det fremgår af indsamlede data fra EACB, der er en sammenslutning af kooperative banker i Europa, at deres medlemmer fungerer godt med disse særlige karakteristika. Således har de fået større markedsandele siden midten af 2000erne.

En gennemgang af en lang række videnskabelige kvantitative studier på området viser også, at der ikke er forskel på risikojusterede afkast mellem kooperative finansielle selskaber og selskaber med anden ejerform, selvom de kooperative selskaber opererer med en dobbelt

bundlinje, varetager bredere formål og kunne forventes at have højere agentomkostninger samt omkostninger til varetagelse af det demokratiske medlemssystem. Et særskilt resultat i den videnskabelige litteratur er, at de kooperative finansielle selskaber har en lavere konkursrisiko end sektoren som helhed qua relativt gode og stabile resultater, og at de således sikrer en højere stabilitet i sektoren med deraf følgende positive effekter på samfundsøkonomien.

Litteraturen viser samtidig, at de kooperative banker har en mere jævn udlånsvækst med fastholdelse af udlån til deres primære kundegrupper (private husholdninger samt små- og mellemstore virksomheder) under finanskrisen. Det underbygger den nærhed (lokal forankring), tryghed og sikkerhed, der fremhæves som et centralt kendetegn ved den kooperative ejerform, og som de kooperative selskaber praktiserer i relationen med deres medlemmer med større effekt og overbevisning end øvrige ejerformer.

Kapitlets litteraturgennemgang understreger desuden, at omdannelse af kooperative selskaber til anden ejerform ikke er på dagsordenen, men at man i stedet fremhæver diversitet i ejerformer i den finansielle sektor som en afgørende parameter til at sikre stabilitet (også på samfundsniveau), varetagelse af medlemsinteresser med klart definerede langsigtede aktivitetsformål samt lokal forankring og opretholdelse af aktiviteter i lokal- og yderområder, etc.

Analyse af performance

I kapitel 2 gennemgås resultaterne fra en undersøgelse af nyt omfattende empirisk materiale, der er foretaget til denne rapport. Med udgangspunkt i data fra og med 2004 til og med 2017 undersøges sammenhængen mellem foreningsejerskab (i forhold til andet ejerskab) og finansiel performance i den finansielle sektor i Europa. En direkte sammenligning viser, at foreningsejede selskaber har lavere rentabilitet, men når der tages høje for firmastørrelse, branchevilkår og andre relevante forhold, klarer de foreningsejede selskaber sig lige så godt som andre selskaber.

Som udgangspunkt er billedet dog mindre positivt end det fra kapitel 1. Aktivernes afkastningsgrad er mindre og forskellen er statistisk signifikant. I lighed med de andre studier er den imidlertid også mindre volatil. Egenkapitalens afkastningsgrad såvel som soliditeten og aktivernes likviditet er også mindre i foreningsejede selskab – det gælder for hele sektoren såvel som for kreditinstitutterne specifikt.

Til forskel fra de andre studier, ser denne undersøgelse imidlertid også på det risikojusterede afkast. For kreditinstitutterne er der en række yderligere data til rådighed, som blandt andet gør det muligt at beregne den risikojusterede afkastningsgrad. For denne variabel er der ingen statistisk signifikant forskel mellem de to grupper – foreningsejede kreditinstitutter og kreditinstitutter med andet ejerskab. Selv på det direkte afkast er der ingen forskel, når vigtige risikoparametre tages i betragtning.
Ydermere ser vi, at indtægterne i foreningsejede kreditinstitutter, der omfatter realkreditinstitutter og banker, er mere rente-følsom end de øvrige banker. Vi ser også, at de har højere kvalitet i deres udlån (færre misligholdte lån).

Over hele perioden tegner der sig således et billede af, at når der tages hensyn til mange ting, er der ikke megen forskel tilbage, og den er ikke signifikant. Hen over den finansielle krise er der dog en signifikant positiv effekt af foreningseje; i krisetid ser denne ejerform således ud til at øge sektorens og samfundets resiliens.

Juridisk analyse af bindinger og muligheder i foreningseje

I kapitel 3 udstikkes de juridiske rammer for selskabsledelse i foreningsejede selskaber. I kapitlet foretages en sammenligning med en række andre sammenslutningsformer, herunder aktieselskaber og fonde, på en liste af forskellige dimensioner. Det understreges i kapitlet, at grænsedragningen mellem bl.a. fonde og foreninger kan være vanskelig og ligefrem hårfin. I lighed med fonde kan det f.eks. om en forenings formue være bestemt, at denne i tilfælde af en opløsning ikke må gå tilbage til stifterne eller medlemmerne. I modsætning til selskaber så er foreninger baseret på en kollektivitetstanke, hvilket bl.a. udmønter sig i en loyalitetspligt og muligheden for at blive ekskluderet.

Herved kommer medlemmets centrale rolle endnu engang til at stå tydeligt frem, hvad enten det er foreningens ansvar overfor medlemmet (nutidige som fremtidige) eller medlemmets pligter, rettighed og muligheder i forbindelse med den overordnede ledelse af foreningen (en variant af medlemmers dobbeltfunktion).

Kapitlet kommer desuden ind på foreningsejede finansielle selskaber, der er omdannede finansielle virksomheder, hvor den finansielle aktivitet er udskilt i et til formålet nystiftet aktieselskab, og hvor foreningen som led heri har modtaget kapitalandele i dette aktieselskab. Det er særligt det forstærkede tilsyn, der er med disse, der introduceres.

Det også interessant at fremhæve de muligheder og faktiske anvendelser af repræsentantskaber, som vises frem. På den ene side kan repræsentantskabet ses som en svækkelse af demokratiet, da der dermed indføres et ekstra led mellem medlemmerne og deres valgte bestyrelsesmedlemmer. På den anden side kan dette repræsentantskab være med til at sikre en mindre repræsentationskløft mellem de mange medlemmer og de få bestyrelsesmedlemmer, ligesom det kan være med til at styrke den lokale forankring. Muligheden for urafstemninger er også spændende at bemærke.

Casestudier

I kapitel 4 præsenteres fem cases. Der er tale om fire banker (Rabobank, Raiffeisen Banking Group Austria, Crédit Agricole, OP Financial Group) og et forsikringsselskab (Gjensidige). Disse eksempler fremkalder meget skarpe billeder af den kooperative identitet og særegnethed. Gennem en række nedslag i deres historiske og aktuelle fortællinger og praksisser bliver det tydeligt, hvor stærkt disse foreningsejede selskaber hengiver sig til foreningens aktivitetsformål og det fælles ejerskab, og de eksponerer de unikke træk ved den kooperative model gennem synlig og aktiv omtale.

I sammenhæng hermed diskuteres det også i kapitlet, at den omfattende lov- og detailregulering i den finansielle sektor i noget omfang udvander og overflødiggør de unikke kooperative værdier samtidig med, at reguleringen forhindrer praktisering af den kooperative forretningsmodel.

Ejerskabet udøves gennem princippet om én stemme per medlem og et repræsentantskab som selskabets øverste ledelsesorgan og materialiserer sig (i hvert fald) på to niveauer: Der er makroniveauet, hvor der tænkes på hensynet til det omkringliggende samfund, og der er mikroniveauet, hvor der tænkes på brugerne og de lokalsamfund, som medlemmerne og de kooperative finansielle selskaber er en del af. Den lokale forankring med nærhed til de primære kundegrupper (private husholdninger samt små- og mellemstore virksomheder) samt lokal medlemsindflydelse er fundamentet under alle de undersøgte kooperative banker.

Det er interessant at notere, at det ikke ser ud til, at der blandt disse udvalgte selskaber er mangel på egenkapital, der primært fremskaffes gennem optjent overskud samt indskud fra medlemmer (i form af medlemscertifikater). Medlemscertifikater kan være omsættelige og evt. også erhverves af eksterne investorer men altid uden tilhørende stemmerettigheder, og aflønningen sker typisk med en fast forretning og i få tilfælde med korrektion i forhold til selskabets residuale indtjening. Det er i de sidstnævnte tilfælde, at der opstår potentiel risiko for interessekonflikter.

De kooperative selskaber er samtidig aktive på kapitalmarkedet og benytter en bred vifte af instrumenter til fremskaffelse af lånekapital men altså uden at dele kontrollen med eksterne aktører. Til gengæld har et par af de kooperative selskaber etableret børsnoterede selskaber, der fungerer uden direkte betydning for opretholdelse af aktivitetsformålet i det foreningsejede selskab. Således har de efter alt at dømme evnet at fremskaffe kapital fra nye eksterne investorer uden at måtte ændre adfærden i det kooperative selskab i forhold til den dobbelte bundlinje og medlemmernes dobbeltfunktion.

Casestudierne illustrerer derfor tydeligt, at de kooperative selskaber afskærmer sig fra de betydelige latente interessekonflikter, der opstår ved involvering af eksterne ejere. I tilfældet med OP Bank i Finland har man valgt den ultimative løsning at afnotere en børsnoteret gren af virksomheden. Forsikringsselskabet Gjensidige skiller sig ud fra disse observationer ved, at det er selve kerneaktiviteten, der er børsnoteret men dog stadig med de oprindelige medlemmer som majoritetsejere gennem en foreningsdannelse. Kapitlet er på den måde med til at vise, at aktivitetsformålet kan opretholdes ved deling af ejerskabet, men at de kooperative banker

opererer under vilkår, hvor denne sammenblanding af ejerinteresser er vanskelig ved samtidig fastholdelse af det aktivitetsformål, som foreningens medlemmer har defineret.

Håndtering af interessekonflikter

Kapitel 5 handler om håndtering af interessekonflikter mellem foreninger og eksterne investorer, når det operationelle selskab børsnoteres eller tiltrækker egenkapital i anden form. Det er altså en undersøgelse af de interessekonflikter, der opstår, når en forening af en eller anden grund sælger noget af sin ejerandel – eller udsteder nye aktier til andre end sine medlemmer – for at finansiere tiltag, der ellers ikke er penge til.

Den danske selskabsret har enkelte regler til håndtering af interessekonflikter, og ellers er det op til parterne at udnytte den udstrakte aftalefrihed som selskabsloven tilbyder. De har at gøre med ejeraftaler, de vedtægtsmæssige muligheder og så en række selskabsretlige grundsætninger og principper af betydning for interessekonflikten. Lignende regler findes ikke for foreninger, men de foreningsretlige grundsætninger arbejder i sig selv for at modvirke interessekonflikter, dersom:

- der gælder en loyalitetspligt for medlemmer ift. foreningens vedtægter, formål og beslutninger
- medlemmer, der ikke er loyale mod foreningen, kan ekskluderes
- alle medlemmer er som udgangspunkt ligestillede fsva. stemmeret
- ændring af vedtægt og særligt formål er bevidst vanskeligt og til tider umuligt.

I kapitlet redegøres samtidig for, at interessekonflikter kan håndteres gennem selskabsledelse. I den forbindelse inddrages en række observationer fra casestudierne, og det er tydeligt, at de foreningsejede selskaber i vid udstrækning benytter selskabsledelse til at udligne og forene interesser med såvel eksterne långivere som med eksterne ejere. Blandt andet vælger Rabobank, der er meget aktive på markedet for lånekapital og kun tilbyder eksterne ejere at erhverve medlemscertifikater uden stemmeret, at sammensætte bestyrelsen med alene eksterne medlemmer uafhængigt af medlemsorganisationen, og det kan være en tillidsskabende foranstaltning i forhold til eksterne interesser, långivere og investorer.

På tilsvarende vis er det tydeligt, at alle kooperative banker er aktive i kommunikationen over for låne- og kapitalmarkedet med bl.a. løbende kvartalsrapporter og meddelelser, selvom de ikke er børsnoteret. I forhold til aflønningen af lånekapital opereres helt overvejende med en fast forrentning og altså ikke en aflønning betinget af den residuale indtjening, der kunne udløse betydelige interessekonflikter mellem eksterne investorer og på den anden side medlemmer, der også er brugere af selskabets ydelser.

Når der sker en børsnotering af aktiviteter som i tilfældet med østrigske Raiffeisen og franske Credit Agricole, skal man bemærke, at det kun vedrører aktiviteter uden direkte relation til medlemmerne, og evt. transaktioner mellem det noterede selskab og den kooperative enhed sker på grundlag af markedspriser. Samtidig vil den noterede enhed typisk operere med udskilte aktiviteter, der også geografisk ligger væk fra medlemmerne i de kooperative enheder. Undtagelsen fra denne hovedregel er forsikringsselskabet Gjensidige, hvor børsnoteringen vedrører drifts- eller kerneaktiviteten for medlemmerne (kunderne), men det er omvendt en variation over den samme mekanisme, der forener ejerinteresserne i casene med de kooperative banker, idet forsikringsmarkedet er kendetegnet ved fuld konkurrence og høj grad af transparens.

Baseret på datamaterialet fra kapitel 2 undersøges også nogle konsekvenser af børsnotering af foreningsejede finansielle selskaber. Resultaterne peger på, at børsnoterede foreningsejede selskaber klarer sig bedre end ikke-børsnoterede (målt på finansielt afkast), mens det modsatte er tilfældet for selskaber med andet ejerskab. Det ser altså ud til, at en børsnotering kan have gavnlige effekter for foreningsejede selskaber, og at interessekonflikterne i forbindelse hermed i et vist omfang kan overkommes til gavn for selskabet. Det er dog bemærkelsesværdigt, at de fleste omdannede selskaber nu er forsvundet.

Foreningseje som langsigtet ejerskab

Rapporten sidste kapitel ser på foreningseje som langsigtet ejerskab. Foreningsejede selskaber vil ofte have et bredere formål end maksimering af afkastet på den investerede kapital. De vil ikke mindst vægte hensynet til medlemmernes dobbeltfunktion som brugere og ejere, ligesom

de typisk vil have en forpligtelse til at videreføre aktiviteten til gavn for fremtidige brugere og ejere. De er med andre ord født med en bredere målsætning end investorejede selskaber, og på den måde minder de meget om erhvervsfonde.

Foreningsejede selskaber vil i kraft af deres formål typisk være at betragte som langsigtede ejere, hvilket kan vise sig på flere måder i ledelsen af selskabet, eksempelvis gennem:

- ansvarligt, aktivt ejerskab – for at sikre foreningens formål
- fastholdelse af foreningens værdier – ikke bare profitmaksimering
- stabilitet i bestyrelsen
- stabilitet i direktionen
- langsigtede incitamenter
- langsigtet, bæredygtig strategi
- resultatmål i overensstemmelse med foreningens formål
- ansvarlighed i forhold til det omgivende samfund

Det er en kombination af gunstige forhold for alle disse mekanismer, der, hvis indløst på den rigtige måde, gør det muligt for en forening at udøve langsigtet ejerskab og med tiden profitere på det.

Formålet og resultatmålene er vigtige forudsætninger, og organisering af selskabsledelsen – forholdet mellem foreningen og alle de underliggende repræsentative organer (repræsentantskab, bestyrelse, direktion) – er afgørende for den succes, hvormed disse omsættes i driften. Det er for eksempel vigtigt, at foreningens ledelse hele tiden er med til at sikre, at den vedholdenhed, der er med til at værne om formålet, ikke bliver til sendrægtighed, der kan blive foreningens endeligt.

Som det sidste indeholder kapitlet en kvantitativ analyse af foreningsejede finansielle selskabers overlevelse – også her baseret på datamaterialet fra kapitel 2. Netop overlevelse kan siges at være den ultimative test af en ejerforms og en forretningsmodels bæredygtighed. Analysen viser at foreningsejede selskaber lever længere end andre finansielle selskaber, men det kan ikke afvises, at det skyldes branchevilkår og størrelsesforhold.

KAPITEL 1: GENNEMGANG AF LITTERATUR OG STUDIER

Søren Vincents Svendsen & Siv Levorsen

Det foreningsejede selskab bliver i litteraturen omtalt og behandlet under en række synonyme udtryk og betegnelser, herunder f.eks. andelsselskab, mutual, kooperativ, "stakeholder" selskab, det medlemsbaserede selskab eller det foreningsejede selskab[1]. I denne analyse af kooperative selskaber inden for det finansielle område, vil betegnelsen "*det foreningsejede, finansielle selskab*" blive anvendt som en gennemgående betegnelse, men udtrykkene dækker over samme ejerform og governance struktur.

Fællesnævneren for kooperative eller foreningsejede selskaber er medlemsfundamentet eller foreningen af medlemmer, der ejer og kontrollerer et selskab.

Det foreningsejede selskab adskiller sig dermed definitorisk fra f.eks. den erhvervsdrivende fond i kraft af medlemsbasen, der også er brugere af selskabets ydelser, ligesom der kan være en skillelinje over til en "non-profit" organisation, hvor der ikke er økonomisk involvering fra medlemmers side. Disse to eksempler illustrerer, at der er en række grænsedragninger i forståelsen af det kooperative selskab i forhold til øvrige ejerformer, og der vil være en lang række overlap mellem andelsselskabet og andre governance strukturer.

Fundamentalt for det kooperative selskab – uanset type af kooperativt selskab – er, at medlemmerne besidder en dobbeltfunktion eller -rolle som både kunder/brugere og som ejere af selskabet, hvor ejerrollen dækker over såvel retten til det økonomiske resultat som til at udøve kontrol og indflydelse[2].

En række forskellige begrænsninger på de residuale ejerrettigheder – retten til kontrol og retten til den residuale indtjening – vil markere ejerformens særlige karakter i forhold til andre

[1] I denne sammenhæng vil betegnelserne blive anvendt synonymt dog således, at betegnelsen"andelsselskab" og "kooperativ" vil blive anvendt i en generel omtale og analyse af denne ejerform, mens betegnelsen"det foreningsejede selskab" vil blive anvendt i den mere specifikke sammenhæng med finansielle selskaber, der falder ind under definitionen af et andelsselskab. I den engelsksprogede litteratur vil betegnelserne for det foreningsejede selskab kunne være: "co-operatives", "mutuals", "credit unions" og "member owned companies".

[2] ICA, The International Cooperative Alliance, fremhæver tre centrale dimensioner og interesser i det kooperative selskab og i forlængelse heraf understreges det, at disse interesser er forankret hos brugeren: "Co-operatives are business enterprises and thus can be defined in terms of three basic interests: ownership, control, and beneficiary. Only in the co-operative enterprise are all three interests vested directly in the hands of the user".

ejerformer, ligesom forskellige andelsselskaber vil kunne adskilles gennem afdækning af de forskellige begrænsninger på de residuale ejerrettigheder.

Litteraturen omkring finansielle foreningsejede selskaber afspejler i særlig grad:

- En definitorisk forankring af det kooperative selskab med afsæt i forskellige retninger og skoler, der betoner forskellige sider af det foreningsejede selskab.
- Kvantitative data om performance og effektivitet i foreningsejede, finansielle selskaber, herunder i særlig grad den komparative performance i sammenligning med kommercielle (børsnoterede) banker, offentligt ejede finansielle institutioner ("Sparkassen") og de privatejede, ikke noterede banker ("Savings banks"). I særlig grad fremhæves i denne sammenhæng manglen på dato og undersøgelser.[3]
- Mangel på komparative statistiske data mellem finansielle foreningsejede selskaber i forskellige lande, på tværs af lande og mellem forskellige ejerformer
- Fokus på "bløde" parametre og de kvalitative styrker, svagheder såvel som karaktertræk i de foreningsejede, finansielle selskaber med afsæt i forskellige skoler og ikke mindst en socialteoretisk litteratur.
- I sammenhæng med og i forlængelse af de øvrige emner er der et gennemgående, underliggende emne: Raison d'etre for de kooperative selskaber i almindelighed og herunder for det foreningsejede, finansielle selskab. Implicit i mange analyser ligger spørgsmålene om begrundelse og grundlag for de kooperative selskaber og herunder deres berettigelse i forhold til medlemmer såvel som til øvrige interessenter og samfundet.

Denne gennemgang er en opfølgning på et arbejde fra 2009 under overskriften "Selskabsledelse i foreningsejede finansielle selskaber", og de empiriske studier og den forskningsbaserede litteratur efter 2009 giver grundlag for følgende overordnede observationer:

[3] Som det udtrykkes i en IMF rapport (IMF 2006):" The literature devotes disproportionately little attention to cooperative banks in comparison with commercial banks, smaller than would correspond, for example, to their market share. For example, only about 0,1 percent of all banking-related entries in EconLit, a major database of economic research, relates to cooperative banking. This contrasts with the share of cooperative banks, which account on average for about 10 percent of banking system assets in advanced economies and emerging markets, reaching as much as 30 percent in some countries in terms of assets".

- Der er i kølvandet på finanskrisen og siden gældskrisen stor fokus på de kooperative finansielle selskabers økonomiske performance gennem perioden, herunder naturligvis i sammenligning med de kommercielle banker. I studiet fra 2009 kunne det konkluderes, at der ikke er "knock-outs" i litteraturen for så vidt angår økonomisk performance for det foreningsejede, finansielle selskab. Efterfølgende studier viser, at de kooperative banker i Europa vækster (markedsandel og antal medlemmer) og performer på linje med eller bedre på en række udvalgte nøgletal (omkostningseffektivitet og afkast af aktiver eller egenkapital).
- En høj grad af finansiel stabilitet i kooperative banker var et væsentligt punkt i analysen i 2009 og de efterfølgende studier synes i endnu højere grad at betone de kooperative bankers højere finansielle stabilitet målt på den såkaldte z-score, dvs. risikoen for insolvens. Forskellen i z-scoren mellem kooperative banker og kommercielle banker synes at være forøget i perioden efter finanskrisens udbrud, idet de kooperative banker har betydelig højere z-score i sammenligning med de kommercielle banker. Samtidig er soliditeten højere i kooperative banker.
- I tillæg til z-scoren har den samfundsøkonomiske periode givet et godt empirisk grundlag for at sammenligne forskellige finansielle selskabers tab på udlån, og de kooperative banker har i sammenligning med de kommercielle en betydelig lavere tabsprocent i perioden.
- I kølvandet på først finanskrisen og siden gældskrisen er bankernes udlånspolitik også i fokus. Resultaterne viser, at de kooperative banker i sammenligning med de kommercielle banker har været stabiliserende faktorer med en nærmest uændret udlånsvækst over perioden siden 2009, mens de kommercielle banker reducerede udlån meget kraftigt i specielt perioden mellem 2009 – 2013. Disse resultater understreger, at kooperative banker for det første har primær fokus på retail-forretninger og bygger på såkaldt "relationship-banking" med langvarige kunde-/medlemsrelationer. Wyman (2014) viser, at omsætningen fra retail aktiviteter i gennemsnit for kooperative banker i 8 europæiske lande[4] ligger 25% point højere i sammenligning med kommercielle banker, og denne del af omsætningen fra husholdninger og små og mellemstore virksomheder ligger som et gennemsnit (dog u-vægtet) for landene i niveauet omkring

[4] Finland, Tyskland, Schweiz, Italien, Frankrig og Holland.

78% af den samlede omsætning. Det dækker samtidig over betydelig variation i forskellen mellem landene, hvor de kooperative banker i Holland (Rabobank) ligger på niveau med de kommercielle banker, ligesom forskellen for de franske banker ligger på et niveau omkring 10%, men hvor det selvfølgelig skal tages i betragtning, at de kooperative i Frankrig har en meget betydelig total markedsandel og derfor også nødvendigvis må forventes varetage at en række opgaver, der rækker ud over retail-markedet.

- I forhold til en række performance mål viser tallene overordnet, at hvor de kommercielle banker op til finanskrisen præsterede højere forretning på egenkapitalen (ROE) såvel som afkastningsgraden (ROA), så faldt forrentningen voldsomt omkring tidspunktet for finanskrisen i begge ejerformer men mest i de kommercielle banker. Det er interessant, at de kooperative banker kan påvise en højere forrentning som et gennemsnit over en årrække siden 2002 og frem til 2016, men udsvingene spiller tydeligvis ind på gennemsnittet, og mere interessant er det, at de kommercielle banker kun har performet på niveau med de kooperative banker i et par enkelte år eller på et lavere niveau siden 2007.
- I forlængelse af finanskrisen og ønsket om / behovet for mindre risiko er der i kommercielle banker øget fokus på retail-markedet og herunder en udnyttelse af de styrker, der ligger i det traditionelle kooperative DNA. Det forstærker på den ene siden konkurrencesituationen for de kooperative banker – og kan måske forklare, at markedsandelen for de kooperative banker efter finanskrisen kun er steget svagt, fordi de kommercielle banker efterligner de særlige kooperative træk at drive forretning på – og samtidig forstærker det de kooperative bankers forsøg på at identificere, synliggøre og udnytte et unikt kooperativt DNA over for medlemmer og nye potentielle kunder.
- Det gennemgående tema (mantra) er "diversitet" i ejerform og behovet for forskellighed i governance strukturer i den finansielle sektor (Ayadi et al 2010). Diversitet er et tema, fordi studier under og efter finanskrisen konkluderer, at de kooperative banker stabiliserer markedet under kriser og i øvrigt performer på linje med kommercielle banker, samtidig med at de varetager bredere samfundshensyn og i højere grad betjener kunder i lokal- og yderområder i mange europæiske lande. Disse konklusioner appellerer således også direkte til lovgivning og indsatsområder på fælleseuropæisk plan.

- I væsentlig grad leder alle fokusområder tilbage til forståelsen af det kooperative selskab, baggrunden og dets "rasion d'etre" med fokus på de distinktive forhold ved ejerformen og muligheden for at eksponere ejerformens særtræk i forhold til medlemmer og potentielle kunder, og herunder sikre kapitalgenerering og fortsat medlemsinvolvering ved vækst som et evigtgyldigt tema i litteraturen.

Disse overordnede observationer vil være gennemgående fokus- og analyseområder for den videre analyse i denne rapport. Gennemgangen bygger i væsentlig grad videre på rapporten "Selskabsledelse i selskaber" fra slutningen af 2009, hvor ny publiceret litteratur i årene efter vil blive tilføjet til det tidligere lagte fundament for en mere omfattende forståelse af de kooperative banker og herunder naturligvis i væsentlig grad en forståelse af effekterne af først finanskrisen og siden gældskrisen på de kooperative banker og denne ejerform.

1. Definition af det foreningsejede selskab med ejerskabets dimensioner

Afsnittet giver et overblik over litteraturens definitioner af den kooperative ejerform samt en vurdering og analyse af, at forskellige ejerformer ikke (nødvendigvis) er væsensforskellige, og at anomalien af det kooperative selskab ikke kan reduceres til fraværet af omsættelige ejerrettigheder (andele / aktier) men dækker over den mangfoldighed af forskellige governance mekanismer, som ejerformen har til rådighed for at sikre effektiv governance og homogenitet i ejer- og medlemskredsen. På den baggrund afrundes afsnittet med en oversigt, hvor ejerformen defineres ud fra en række kategorier og dimensioner, og ethvert ejerskab / selskab kan indplaceres på disse dimensioner med henblik på en forståelse af selskabets virke. Det betyder med andre ord, at den juridiske klædedragt er mindre interessant (uinteressant) i forhold til en indplacering og forståelse af det konkrete selskabs indretning og brug af governance mekanismer, dets virke og forretningsstrategi, værdisæt, etc.

Litteraturen om andelsselskaber rummer ikke nogen entydige definitioner af et andelsselskab men mange forsøg på at indkredse det unikke ved ejerformen[5] er forsøgt. ICA[6] definerer andelsselskabet således: "*A co-operative is an autonomous association of persons united voluntarily to meet their common economic, social, and cultural needs and aspirations through a jointly-owned and democratically-controlled enterprise*". Denne definition er bredt anvendt i kooperative selskaber, og der henvises typisk til denne definition i selskaber såvel som i forskellige brancheorganisationer, der repræsenterer interesserne for forskellige typer af andelsselskaber.

Det vanskelige ved definitionen består bl.a. i, at andelsselskabet som ejerform dækker over en lang række selskaber, der ikke blot opererer i mange forskellige brancher og er af vidt forskellig størrelse men mere, at selskaberne styres efter forskellige målsætninger og med ganske forskellige forretningsstrategier. Samtidig bliver definitionen meget klart vanskeliggjort af, at andelsselskaberne har meget forskellig ejendomsrettighedsstruktur. De forskellige definitioner afspejler derfor ikke blot forskellige typer af andelsselskaber men selskabernes forskellige funktioner, der er bestemt af bl.a. den historiske og samfundsøkonomiske kontekst for selskabernes virke og i tilknytning hertil den lovgivning, der danner grundlag for selskabernes aktiviteter.

En definition kunne i en bred, rummelig form lyde: *et foreningsejet, finansielt selskab er et medlemsstyret selskab, hvor medlemmerne bruger selskabets ydelser og modtager gevinster og fordele i forhold til brugerrollen*.

Definitionen rummer formentlig alle foreningsejede selskaber med den afgørende pointe, at fundamentet under ethvert foreningsejet selskab er medlemmerne, der optræder både som ejere – enkeltvis eller i forening – og som brugere af selskabets ydelser. Medlemsfundamentet er med andre ord fællesnævneren for alle foreningsejede selskaber, og med den anførte definition bestemmes det, at det er medlemmerne, der styrer og kontrollerer selskabet. Til gengæld specificerer definitionen ikke de specifikke rettigheder for medlemmernes indflydelse. Definitionen indeholder ikke nogen antagelser omkring medlemmernes adgang til

[5] I den økonomiske litteratur om landbrugets andelsselskaber er der nogen konsensus om at definere et andelsselskab således: "A co-operative is a user-owned and user-controlled business that distributes benefits on the basis of use".
[6] ICA = The International Cooperative Alliance.

selskabets overskud og/eller formue. Definitionen angiver til gengæld, at brugen af selskabets ydelser og produktudbud er bestemmende for en fordeling af gevinster i bred forstand, og transaktionen bliver dermed en fordelingsnøgle, der understreger transaktionens/samhandelens betydning i andelssamarbejdet.

Den nævnte definition er så rummelig, at den er meget upræcis og utilstrækkelig til at indfange andre centrale træk ved andelsselskabet, og den angiver ikke noget om andelsselskabets målsætning og funktion for medlemmerne. Det kan være en berettiget kritik, og en række definitioner på andelsselskaber vil også medtage målsætning og funktion, men problemet er, at disse definitioner indsnævrer feltet af potentielle andelsselskaber, og definitionerne bliver ofte af normativ karakter på bekostning af betragtninger omkring økonomisk effektivitet. De normative betragtninger findes eksempelvis i flere af de andelsprincipper, der ofte ligger til grund for en definition på et andelsselskab. Andelsprincipperne angiver specifikke kriterier for, at et selskab kan defineres som et andelsselskab og danner grundlag for det kooperative selskabs vedtægter. Principperne bliver dermed overvejende parallelle til en lovgivning, der definerer rammebetingelser for en bestemt selskabsform.

De internationale andelsprincipper fastlagt af "International Cooperative Alliance (ICA)" er opdelt på 7 kategorier og lyder i overskriftsform:

1) Frivilligt og åbent medlemskab, 2) Demokratisk medlemsstyre - ét medlem - én stemme, 3) Ingen eller begrænset rente til medlemskapitalen, 4) Overskud fordeles til medlemmerne i forhold til deres omsætning med andelsselskabet, 5) Pligt til at oplyse om andelsbevægelsens principper, 6) Andelsselskaber skal tilstræbe at samarbejde med andre andelsselskaber og 7) Andelsselskabet arbejder for en bæredygtig udvikling af lokalsamfundet efter retningslinjer fra medlemmerne.

Mens andelsprincipperne ofte definerer andelsselskabet, kan der også identificeres nogle juridiske karakteristika for andelsselskabet. For eksempel vil andelsselskabet juridisk kunne defineres således: *"a) formålet skal være fælles erhvervsmæssigt samvirke til gavn for de i samvirket deltagende medlemmer, således at afkast alene opnås i forhold til deltagelsens (omsætningens) omfang og navnlig ikke i forhold til kapitalindsats; b) der skal være adgang til indtræden og udtræden, altså vekslende*

deltagerantal; c) der skal være lige stemmeret (stemmeret efter hoveder og ikke høveder)" (Erik Hørlyck, Dansk Andelsret, 1980: 20).

På det mere generelle plan definerer Hansmann (1996) ejerskab som retten til såvel den residuale kontrol som indtjening i virksomheden, mens f.eks. Fama & Jensen (1983) mere snævert definerer ejerskabet som råderetten over den residuale beslutningskontrol, dvs. retten til at træffe beslutninger i de tilfælde, der ikke er reguleret ved kontraktforhold. Med den residuale kontroladgang vil ejerne imidlertid også kunne disponere over den indtjening, der er tilbage efter afholdelse af alle kontraktmæssige forpligtelser med selskabets øvrige interessenter.

Ejerskab dækker over, at ejeren forankrer sin transaktion med selskabet i et ejerskab i modsætning til at gennemføre transaktionen på markedsvilkår, og selskabets forskellige interessenter eller samhandelspartnere er (således) potentielle ejere. Hansmann (1999: 394-395) argumenterer, at "*..the efficient assignment of ownership in a firm is that which reduces the sum of all of the costs incurred by the firm's patrons. These include the costs of contracting for those patrons who are not owners, and the costs of ownership for those patrons who are owners*". Den gruppe af selskabets interessenter, der således ved forankring af transaktionen i ejerskab kan bidrage til de laveste samlede omkostninger for alle interessenter i selskabet, vil skulle besidde retten til såvel den residuale kontrol som til indtjeningen, efter at alle kontraktmæssige forpligtelser er afholdt. Begge rettigheder indebærer omkostninger. Hansmann (1996, 1999) understreger i særdeleshed omkostningerne for ejerne ved at skulle udøve den kollektive beslutningsproces, og denne kategori af omkostninger ved at råde over kontrollen i selskabet understøttes ligeledes af Holmström (1999). Det andet element i ejerskabet indebærer dog også omkostninger, og "*Most conspicuous among these is the cost of bearing important risks associated with the enterprise, since those risks are often reflected in the firm's residual earnings*", pointerer Hansmann (1996: 44).

I denne sammenhæng er pointen, at Hansmann betoner den omkostning, der følger af at bære risikoen ved selve forretningsaktiviteten, der danner grundlag for ejerskabet. Det følger heraf, at der både ligger en risiko i forhold til indtjeningsniveauet i forretningen som fluktuationen i indtjeningen. Det må forventes, at nogle grupper af selskabets interessenter er bedre til at

håndtere denne risiko f.eks. gennem en diversificeret portefølje af investeringer, men som også Hansmann anfører, er det ikke rigtigt, at "*lenders of capital are the only low-cost risk bearers*" (1996: 45), og det muliggør bl.a., at brugere også kan forankre deres transaktion i et ejerskab på effektiv vis. Brugernes forankring af transaktionen i et ejerskab afføder et andelsselskab eller et foreningsejet selskab, og som det tydeligt fremhæves hos Hansmann (1999: 388), er det ofte misvisende *"...to think of co-operatives as something very different from investor-owned business corporations".* Hansmann's argument er, at det investorejede selskab er forskelligt fra andelsselskabet "*...only with respect to the particular factor of production that the owners supply to the firm*" (1999: 388). Det traditionelle investorejede selskabet og/eller aktieselskabet er analytisk ikke andet end et "*lenders' co-operative*" og *"...lending capital is simply one of many types of transactions to which ownership of a firm can be tied*", som er det forklaret af Hansmann (1999: 389).

Med andre ord er pointen dermed også, at enhver ejerform kan identificeres på en række dimensioner og forskellige ejerformer dækker over forskellige dimensioner, der hver især kan betragtes som et kontinuum, som vist i nedenstående oversigt med en række dimensioner. Den centrale pointe bliver således, at forskellige ejerformer kan (skal) sammenlignes på tværs af indplaceringen på de forskellige dimensioner. Det muliggør et langt mere nuanceret billede af forskellige ejerformer (juridiske klædedragter), hvor eksempelvis karakteren af ejerne, forretningspraksis, strategi, forretningsmodel, værdier og ejer rettigheder i det foreningsejede, finansielle selskab kan være sammenfaldende med / have lighedspunkter med finansielle selskaber med anden ejerform.

Med denne fortolkning af ejerskabet bliver det naturligt at nedtone forskelle mellem ejerformer og (naturligvis) mellem andelsselskabet og andre økonomiske organisationer, men det gælder også, at andelsselskabet typisk vil være kendetegnet ved særlige træk i forhold til karakteren af ejerne. Som udgangspunkt vil andelsselskabet være kendetegnet ved et spredt ejerskab med mange, mindre ejere og samtidig vil det være et ikke-specialiseret ejerskab med ejere, der har forskellige forudsætninger og interesser i selskabet og dets udvikling. Det spredte ejerskab og ejere med heterogene interesser og forudsætninger for deltagelse i ejerrollen kan have flere implikationer for selskabets adfærd og strategi og udløser flere styrker og svagheder, der gennemgås nærmere i figur 1.

Figur 1: Ejerskabet / ejerformen på forskellige udvalgte, men ikke udtømmende dimensioner

Kontekst / sektor	
Ingen konkurrence	*Fuld konkurrence*
Ingen udbud	*Fuldt udbud*
Ejernes karakter / Kendetegn	
Spredt ejerskab	*Koncentreret ejerskab*
Ikke-specialiseret ejerskab (heterogene ejere)	*Specialiseret ejerskab (homogene ejere)*
Ikke veldefineret	*Veldefineret*
Værdier / CSR	
Sociale værdier	*Traditionel profitmaksimering*
Forretningsmodel	
Lokalt marked	*Internationalt marked*
Retail marked	*Ikke-retail marked*
Lav risiko	*Høj risiko*
Ledelse	
Ikke bonusaflønning	*Bonusaflønning*
Forening	*Forretning*
Økonomisk involvering (residual rights of income)	
Ikke omsættelige andele	*Omsættelige andele*
Ikke andel i overskud	*Andel i overskud*
Hæftelse	*Ingen hæftelse*
Demokrati (residual rights of control)	
Én stemme	*Stemme efter andele*
Direkte	*Repræsentativ*
Medlemskab	
Fri adgang	*Lukket*
Ikke betaling	*Betaling*
Forening	*Forretning*

2. Overblik: Data og statistik på de kooperative banker i Europa

Afsnittet er struktureret med henblik på at give et overblik over omfang og betydning af de kooperative banker i Europa, og i den forbindelse vil der indgå tal for eksempelvis markedsandele og antal medlemmer, som også kan belyse den komparative performance i forhold til kommercielle banker (afsnit 4).

The European Association of Co-operative Banks, EACB, repræsenterer de kooperative banker i Europa. Medlemsskaren består af kooperative banker fra 26 europæiske lande i EU + Schweiz. Foreningen repræsenterer mere end 80 millioner medlemmer og over 200 millioner kunder. Inden for EU 27 landene har EACB en markedsandel på over 20 procent. De væsentligste hovedtal for de kooperative banker i EACB er vist i tabel 1, og det bemærkes, at aktivmassen er fordoblet over perioden fra 2004 og frem til 2016 til nu over -ottetusind mia Euro i de kooperative banker.

Tabel 1: Oversigt med akkumulerede hovedtal for alle 26 kooperative banker/medlemmer af EACB

År	Medlemmer (mio.)	Kunder (mio.)	Ansatte (1000)	Markeds-andel, udlån (%)	Markeds-andel, indlån (%)	Aktiver (1000 mia. euro)	Udlån (mio. euro)
2004	47	126	660	15	17	4,1	2,1
2005	45	128	702	15	19	4,2	2,1
2006	47	143	731	14	20	4,7	2,4
2007	60	209	815	18	21	6	3
2008	58	227	826	19	21	5,6	3
2009	61	176	1.054	20,1	18,8	6,2	3,3
2010	61	181	1.043	19	21	6,4	3,5
2011	68	226	1.133	21,2	21,4	7,9	4,1
2012	67	223	1.119	21,5	21,9	8,3	4,4
2013	89	215	1.124	21,8	22,1	8,1	4,3
2014	89	216	858	22,1	21,9	8,3	4,4
2015	86	218	809	22,3	21,9	8,1	4,3
2016	83	213	793	22,5	21,8	8,4	4,5

Kilde: EACB[7]

[7] Hovedparten af de deskriptive figurer og tabeller præsenteret i denne fremstilling bygger på data fra the European Association of Co-operative Banks (EACB) eller er fra papirer forfattet af Hans Groeneveld; papirer som ofte er økonomisk støttet af EACB. Hertil kan det tilføjes, at Groeneveld ved siden af sit virke som professor på TIAS

Tabel 2 giver en oversigt over de 10 største kooperative banker (realkreditselskaber) i Europa. Det er tydeligt, at de 3 franske kooperative banker dominerer, mens sammenslutningen af tyske kooperative også har et betydeligt omfang. Det samme er tilfældet i Østrig, og i Finland dominerer OP Financial Group med en betydelig markedsandel, hvor Rabobank har en næsten tilsvarende markedsposition i Holland. I UK er "The Cooperative Bank" ikke længere klassificeret som en kooperativ bank, mens de såkaldte "Building societies" nu indgår og har en stærk position i realkredit og også en betydelig markedsandel på indlånssiden. I Italien er markedsandelen for de kooperative banker faldet meget betragteligt over perioden. Det skyldes, at Associazione Nazionale fra le Banche ikke har været medlem af EACB siden 2015 – sidste gang banken indgår i EACBs oversigt over nøgletal er i 2014. I 2014 havde Associazione Nazionale fra le Banche markedsandele på 25,9% og 25,5% for henholdsvis udlån og indlån.

Tabel 2: De 10 største banker i EACB, 2017

Kooperative bank	Aktiver	Ansatte	Medlemmer	Markedsandele	
	(mia euro)	**(1000)**	**(1000)**	**Udlån (%)**	**Indlån (%)**
Crédit Agricole (Fr)	1.723	138	9.300	21,4	24,4
BPCE (Fr)	1.235	108	9.000	20,7	21,5
Co-operative Financial Network (De)	1.216	181,7	18.436	21,1	21,4
Crédit Mutuel (Fr)	794	81,7	7.700	17,1	15,5
Rabobank (NL)	663	40	1.927	n.a.	34,0
Building Societies Association (UK)	426	32,7	23.000	n.a.	18,4[8]
Österreichische Raiffeisenbanken (AT)	280	29	1.700	29	30,2
Federcasse (BCC) (IT)	218	30,5	1.250	7,2	7,7
Nykredit (DK)	189	3,6	328	30,8	5,4
OP Financial Group (FI)	134	12,2	1.747	35,4	38,5
Kilde: EACB					

besidder titlen som Senior Vice President Strategic, Governance and Organisational Issues ved Rabobank, Holland. Det er vores vurdering, at figurer og tabeller giver et retvisende billede på kooperative bankers performance og flugter med hovedkonklusioner i anden videnskabelig litteratur.

[8] Skyldes optagelse af "Building Societies Association" i EACB

De samlede markedsandele for en række udvalgte lande er vist i tabel 3, og den totale markedsandel for kooperative banker i Europa stiger over perioden samlet set både for ind- og udlån. Det er bemærkelsesværdigt, at markedsandelen i Frankrig stiger betydeligt over perioden, og det sker tilmed fra det højeste niveau for alle lande med år 2007 som udgangspunkt. Ligeledes ligger markedsandelen Finland på et højt niveau, og den er også stigende i perioden. Markedsandelen stiger også i Tyskland, mens den falder voldsomt i Italien, hvor en af de væsentlige kooperative banker i forbindelse med finans- og den efterfølgende gældskrise blev overtaget af staten. Rabobank har altid stået særdeles stærkt i Holland og kom igennem finanskrisen uden statslig indblanding, men banken har dog mistet kunder på indlånssiden over perioden.

Tabel 3: Markedsandele (%) for kooperative banker i udvalgte lande, samt udviklingen i forholdet mellem medlemmer og befolkningstal

	2007		2016		2004	2011
Land	Udlån	Indlån	Udlån	Indlån	Medlemmer ift. befolkningstal (%) (indeks 1997=100)	Medlemmer ift. befolkningstal (indeks 1997=100)
UK	3	1	-	18[1]		
Tyskland	16	18	21	21	76	70
Frankrig	45	53	59	61	125	141
Holland	28	41	-	34	71	48
Italien	30	34	7[2]	8[2]	139	178
Østrig	31	36	33	34	73	73
Spanien	5	5	7	8	132	141
Finland	31	32	35	39	91	72
Schweiz	12,1	18,6	11	17,4	92	83
Europa	18	21	23	22	104	112

Kilde: Markedsandele er fra EACB, mens medlems-/befolkningsratio er fra ECBGs og ECB

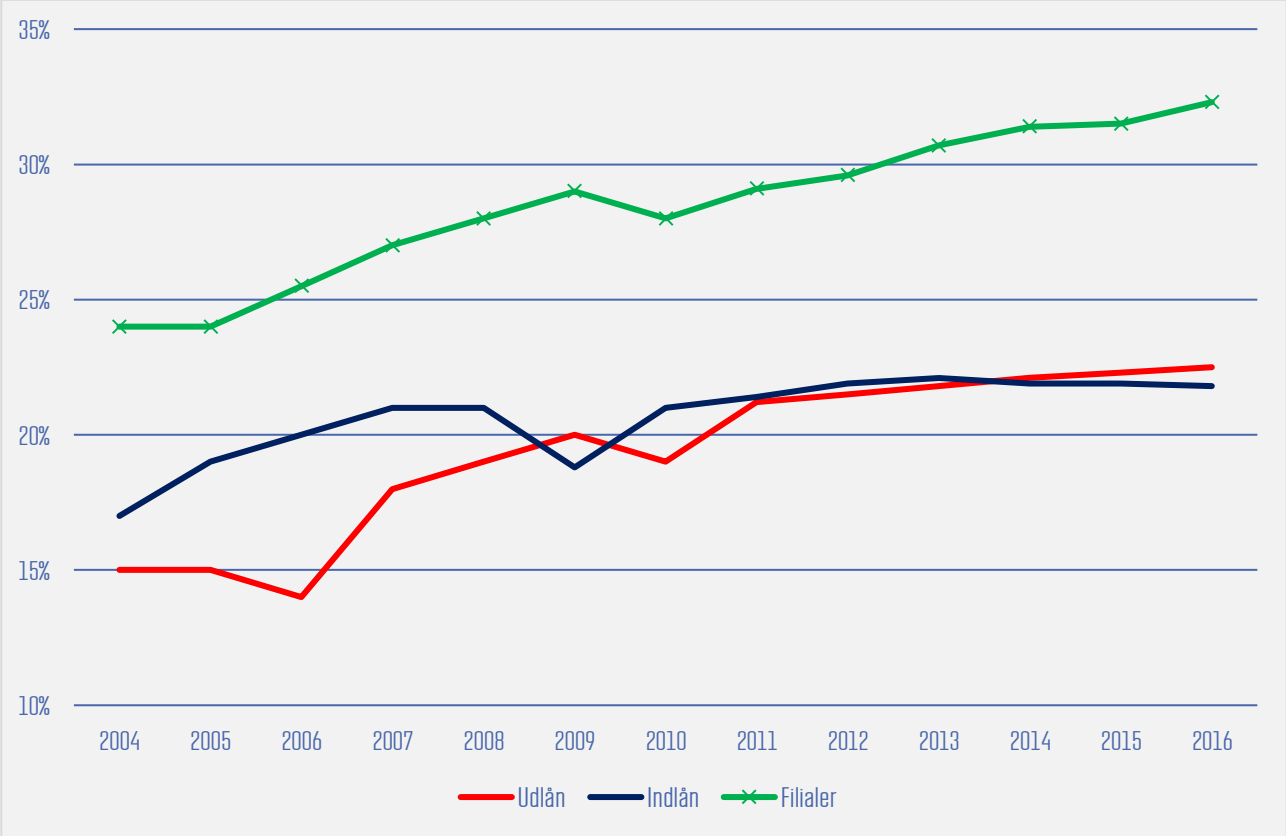
Note: Basis år for medlems-/befolkningsratio er 1997, tallene er derfor relativt til basisåret.

[1] Building societies indgår nu, efter at den kooperative bank er udgået pga. overdragelse af en kommerciel virksomhed.

[2] Efter 2014 indgår Associazione Nazionale fra le Banche Popolar ikke længere i statistikken over nøgletal fra EACB, så forskellen mellem markedsandele 2007 og 2016 skyldes, at der nu kun indgår én bank fra Italien.

Figur 2 giver et grafisk overblik over udviklingen i den samlede markedsandel såvel som udviklingen i antal filialer. Udviklingen viser, at markedsandel er stigende, og det ses, at de kooperative banker får en stadig større andel af filialer i banksektoren hen over perioden fra 2004 og frem til 2016. Som det vil fremgå af afsnit 3 kan markedsandelen bruges som en væsentlig indikator for ejerformens konkurrencedygtighed, og der følger en nærmere fortolkning og vurdering af udviklingen nedenfor.

Figur 2: Udviklingen i markedsandele på ind- og udlån for kooperative banker samt udvikling i antal filialer relativt til hele banksektoren.



Til og med 2010 er tallene for markedsandele for hhv. udlån og indlån fra EACB, et estimat over deres medlemmers samlede markedsandel i Europa. Efter 2010 er det beregninger fra TIAS baseret på data fra følgende banker; Financial Group of the German Volks- und Raiffeisenbanken (Tyskland), Austrian Volksbanken Group (Østrig), Raiffeisenbanken Group (Østrig), Federazione Italiana delle Banche di Credito Cooperativo-Casse Rurali ed Artigane (Italy), Unión Nacional de Cooperativas de Crédito (Spanien), Banco de Crédito Cooperativo (Spanien), Federacao Nacional das Caixas de Crédito Agricola Mútuo (Portugal), Rabobank (Holland), Banque Raiffeisen Luxembourg (Luxemborg), Raiffeisen Switzerland (Schweiz), Nykredit (Danmark), Crédit Agricole Group (Frankrig), Crédit Mutuel Group (Frankrig), BPCE (Frankrig), OP Financial Group (Finland), Building Socities (Stor Britannien), BPS Group (Polen) og SGB Group (Polen)
Branch shares er indtil 2010 skøn, herefter beregner på samme gruppe fra TIAS.

Tabel 4 viser udviklingen i antal medlemmer i forhold til befolkningstallet (ratio i %) såvel som antal filialer af kooperative banker såvel som i den samlede banksektor opgjort som et indeks med år 1997 som indeks 100.

Det er interessant, at der ikke kan konstateres nogen (entydig) sammenhæng mellem et indeks for antal filialer og den generelle udvikling i markedsandelen. Således reduceres antallet af filialer i Finland betydeligt, men som vist i tabel 3 er markedsandel for den kooperative bank i Finland stigende, og det er specielt bemærkelsesværdigt, eftersom antallet af filialer i øvrige ejerformer / i kommercielle banker tilsyneladende er stigende over perioden 2004 – 2011.

I Frankrig stiger antallet af filialer til gengæld betydeligt over perioden i de kooperative banker – sammen med en betydelig stigning i markedsandelen uden påstand om nogen sammenhæng – men det sker samtidig med et betragteligt fald i de øvrige bankers filialer. I Tyskland er udviklingen i filialnettet og et faldende antal filialer mere parallel mellem de 2 ejerformer over perioden.

Tabel 4: Overblik over antal filialer og medlemmer i kooperative banker

Lande	Filialer (indeks 1997=100)				Medlemmer i forhold til befolkningstal (%)			Medlemmer (indeks 1997=100)
	ECBGs		TBS					
	2004	2011	2004	2011	1997	2004	2011	2011
Østrig	73	73	129	135	29,8	28,2	28,7	102
Danmark	98	119	70	56	10,4	7,7	5,3	53
Finland	91	72	120	117	12,6	21,1	24,7	205
Frankrig	125	141	84	67	25,2	29,4	34	147
Tyskland	76	70	70	56	17,3	18,8	20,8	120
Italien	139	178	113	111	3	3	4	140
Holland	71	48	50	38	3,4	8,9	11,1	355
Portugal	121	135	112	135	2,6	2,9	3,8	148
Spanien	132	141	104	102	2,8	3,9	5,3	220

Schweiz	92	83	78	78	10	16,9	22,1	246
Total gns	*104*	*112*	*89*	*80*	*12,9*	*14,8*	*16,9*	*140*

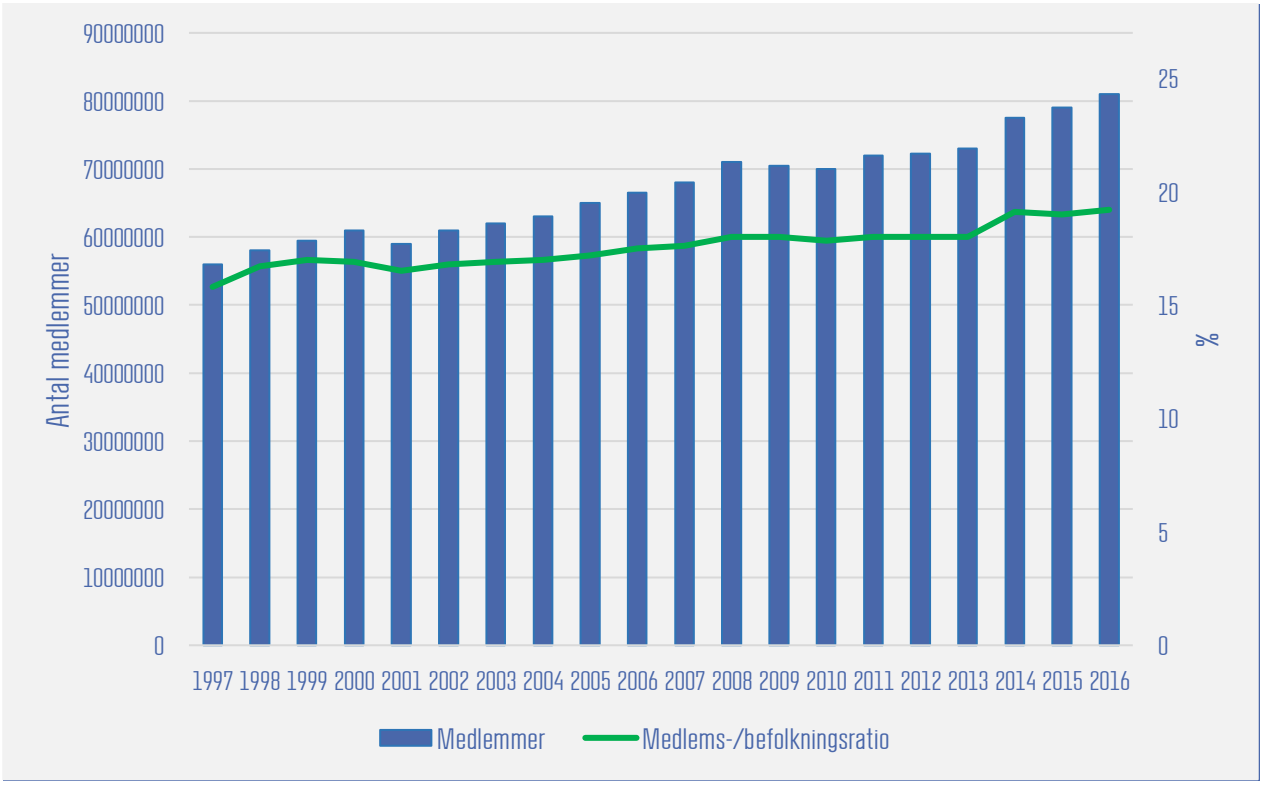
Kilde: ECBGs & ECB

Note: Basis år for antal medlemmer og filialer er 1997, tallene er derfor relative ift. basisåret.

Figur 3 viser udviklingen i antal medlemmer, der som vist i tabel 1 tæller mere end 80 mio. mennesker, og samtidig illustrerer figuren udviklingen i forholdet (ration) mellem antallet af medlemmer og befolkningstallet.

Forholdet stiger fra en ration under 16 til over 19 eller næsten hver femte indbygger i Europa som medlem af en kooperativ bank i 2016. Det er også interessant at se, at medlemstallet stiger betragteligt i lande som Finland og Holland og betydeligt mere end markedsandelen for de kooperative banker i de lande (faktisk faldende i Holland), ligesom det er ganske tankevækkende, at medlemstallet stiger så betydeligt og til et højt niveau i et land som Schweiz. Frankrig skiller sig også ud med en betydelig stigning i medlemstallet og fra et højt niveau.

Figur 3: Antal medlemmer sammenlignet med medlemmer i forhold til befolkningstal i procent.



Kilde: Research Letter European Co-operative Banks, Hans Groeneveld, 2017. Til beregninger er der anvendt data fra kooperative bank netværk og nationale demografiske statistikker.

3. Kvantitative undersøgelser: performance og komparative styrker og svagheder

Afsnittet er struktureret med nogle overordnede betragtninger omkring metode- og måleproblemer, efterfulgt af en oversigt med en række udvalgte mål for den komparative performance i kooperative banker. Derefter følger en række betragtninger omkring den finansielle stabilitet i kooperative banker og deres bidrag til stabilitet i samfundsøkonomien. Afsnittet sluttes af med en oversigt over litteraturen på området, dvs. videnskabelig litteratur med primær fokus på den komparative performance i kooperative banker.

Metode- og måleproblemer

Metode- og måleproblemer er en udtalt problemstilling i forbindelse med kvantitative analyser af andelsselskaber generelt såvel som for finansielle foreningsejede selskaber specifikt. Det gælder også ved komparative undersøgelser og studier af den finansielle performance i kooperative selskaber og øvrige, kommercielle finansielle virksomheder.

Som det anføres i IMF-rapporten (Fonteyne 2007: 19) kan kooperative og kommercielle banker have en række forskellige målsætninger, men "*most of the available literature does not consider this fundamental measurement problem and simply compares the financial performance of both types of institutions*". De kooperative banker og finansielle selskaber vil søge en optimering af værdiskabelsen under hensyntagen til en maksimering af medlemmernes eller kundernes interesser, ligesom øvrige interessenters interesser kan indgå i selskabets målsætning. I den forbindelse bør det også indgå i vurderingen af komparative analyser, at kooperative selskaber kan have lavere omkostninger til aflønning af egenkapitalen, og det kan muliggøre forfølgelsen af andre målsætninger end en mere simpel form for profitmaksimering. Lavere kapitalomkostninger kan gøre det muligt for de finansielle kooperative selskaber at tilbyde medlemmerne en pris/omkostning for produkter og serviceydelser, der ligger under markedsprisen eller tilbyde løsninger, der på anden vis maksimerer medlemsinteresserne. Men det muliggør samtidig, at det kooperative selskab kan opretholde konkurrencedygtigheden, selvom f.eks. effektiviteten er lavere end i øvrige kommercielle finansielle selskaber. Tilsvarende vil det kooperative selskab kunne være konkurrencedygtigt selv med højere agentomkostninger og dårligere nøgletal i sammenligning med kommercielle selskaber.

Et andet væsentligt forhold, som IMF-rapporten diskuterer, er forskellen i forretningsmodeller mellem de forskellige finansielle institutioner, og pointen er, at komparative analyser skal ske mellem selskaber, der forfølger samme forretningsmodel. Typisk vil de kooperative banker følge en strategi eller en forretningsmodel, der i overvejende grad er fokuseret på privatkundemarkedet, og som (derfor) er ressourcekrævende, ligesom denne forretningsmodel kræver flere omkostninger til at vedligeholde en infrastruktur med mange afdelinger og et forholdsvist højt antal ansatte. Det kan muliggøre et højt afkast i forhold til aktiverne og med en relativ lav gearing af egenkapitalen. Denne konservative forretningsstrategi med en relativ lav risikoeksponering står over for en strategi, hvor der med en højere gearing af egenkapitalen kan opnås en høj forrentning selv ved et lavt afkast på aktiverne men med en højere risikoprofil i forretningen til følge.

Litteraturen er ganske entydig i en fremhævelse af problemet ved de komparative studier mellem kommercielle og kooperative selskaber; de forskellige målsætninger i de to selskaber vanskeliggør komparative studier med indtjeningen som sammenligningsgrundlag. Derfor er der behov for at detaljere sammenligningsgrundlaget. Det indebærer, at sammenligningsgrundlaget kan være et mål for omkostningseffektiviteten, der opgøres som forholdet mellem omkostninger og indtægter.

Det giver et mål for selskabets evne til at maksimere fordelene i forhold til ressourcegrundlaget. Derved bliver dette mål også en direkte adressering af agentproblematikken og omfanget af agentomkostninger. Det er samtidig en mulighed for at vurdere, hvorvidt lave omkostninger til aflønning af egenkapitalen i det kooperative selskab – qua den kollektive kapital eller som følge af et lavt direkte udbytte af en eventuel medlemskapital – kommer medlemmerne til gode (på anden vis) i form af forskellige medlemsfordele eller blot er en mulighed for at dække over høje agentomkostninger. Problemet med omkostningseffektivitet som et komparativt mål er, at det kræver en tydelig afgrænsning af de enheder, der skal sammenlignes, fordi de forskellige enheder/banker kan have forskellig omkostningsprofil afhængig af den valgte forretningsmodel.

Et andet mål for den komparative effektivitet og konkurrencekraft er væksten i indtægts- eller forretningsgrundlaget. Vækst[9] vil være en indikation på konkurrencedygtighed i den valgte forretningsmodel og –strategi, hvis væksten kan anvendes i komparative studier på tværs af selskaber og ejerformer. Pointen er, at "*Those co-operatives that deliver high relative growth can be considered as good co-operatives: they are succesfully extending the appeal of the cooperative model through more members and deeper member relationships. Those that deliver high relative efficiency can be considered as good managers: they are creating the most economic value from the resources available. Those that score highly on both dimensions represent ideal co-operative performance*" (Wyman 2008: 30).

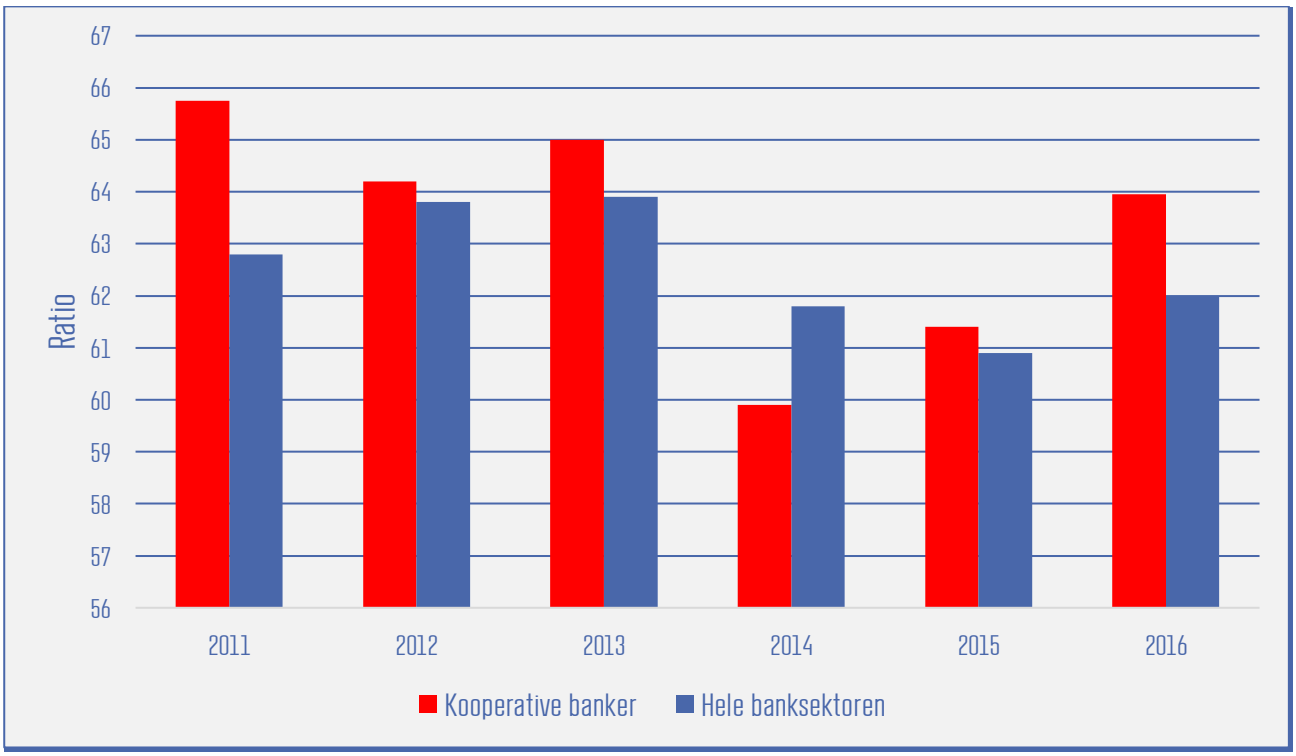
Oversigt over komparativ performance i kooperative banker på udvalgte nøgletal

Til trods for en række overvejelser om måle- og metodeproblemer kan der identificeres en række mål, som der typisk bliver målt performance på, både absolut og komparativt mellem selskaber og ejerformer.

Et af de væsentlige mål for performance eller effektivitet - er omkostningseffektivitet opgjort som forholdet mellem omkostninger og indtjening (C/I), altså et mål for selskabets evne til at generere indtjening ved en given ressourceindsats. Det betyder også, at jo højere tal for forholdet mellem omkostninger og indtjening, jo lavere effektivitet. Figur 4 viser omkostningseffektivitet over en 5 års periode og på nær i år 2014 ligger omkostningseffektiviteten på et højere niveau i hele banksektoren end i de kooperative banker, men forskellene er ikke betydelige, og som et gennemsnit over perioden er forskellen i omkostningseffektivitet ikke signifikant.

[9] Et mål for vækst i forretningsomfanget vil i modsætning til en aggregeret markedsandel på sektorniveau være uafhængig af, at eksempelvis finansielle andelsselskaber bliver omdannet til aktieselskaber, og et mål for vækst tilvejebringer således information uafhængigt af de årsager, der måtte lægge til grund for en omdannelse (de-mutualization)

Figur 4: Udviklingen i omkostningseffektivitet for kooperative banker & hele banksektoren (C/I ratio)



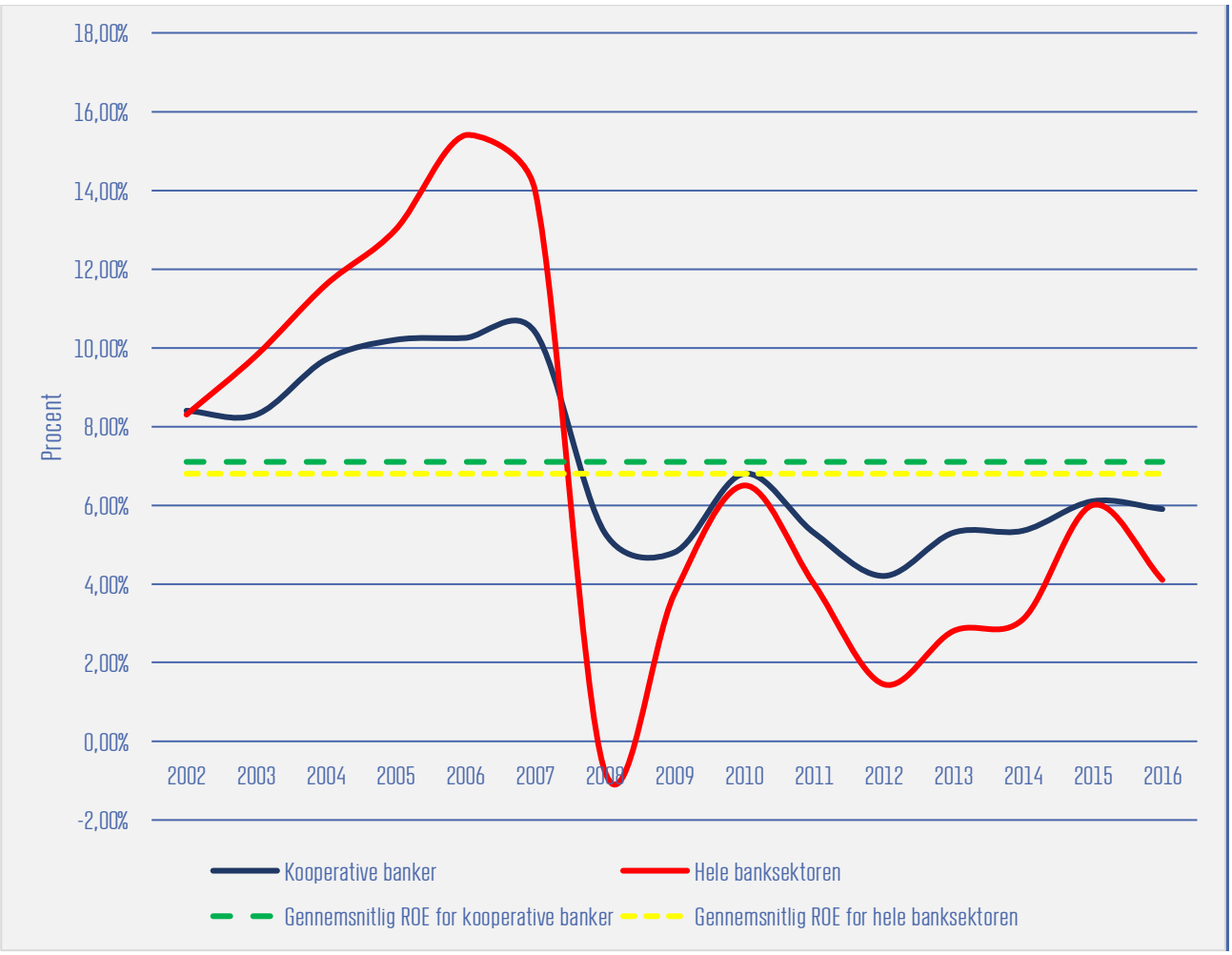
Kilde: Features, facts and figures of ECGBs, Hans Groeneveld 2013. Beregninger baseret på data fra kooperative banknetværk, nationale regulerende instanser, EBC og Swiss National Bank

Tilsvarende finder Casu (2015) ved studier af omkostningseffektivitet i "Building societies" i UK over en periode fra 2000 og frem til 2014, at "*Overall, building societies are just as efficient as banks*". I forholdet til målet for omkostningseffektivitet viser en analyse hos Mäkinen & Jones (2015) af banker i 15 europæiske lande over perioden, at de kooperative banker er mere omkostningseffektive end kommercielle banker.

Forrentningen af egenkapitalen er et andet væsentligt mål. I figur 5 vises udviklingen for de kooperative banker samt for alle øvrige banker under et. Der sker tydeligvis et meget kraftigt fald i egenkapitalens forrentning i forbindelse med finanskrisen, hvorefter de 2 ejerformer performer på niveau men aldrig med et lavere afkast i de kooperative banker i forhold til sektorens tal og med betydelig større variation i forrentningen hos alle ikke-kooperative banker.

Gennemsnitstallene på 7,3% for kooperative banker og 6,9% for hele sektoren er vanskelige at benytte for en periode med de voldsomme udsving, der indvirker på gennemsnittet, og hvor sektoren tilmed får negativ forrentning i forbindelse med finanskrisen. Det mest retvisende er at konkludere, at de 2 ejerformer performer på niveau i perioden som et gennemsnitsmål. I perioden 2003 – 2010 var den gennemsnitlige forrentning af egenkapitalen for kooperative banker 7,5% og 5,7% for hele sektoren.

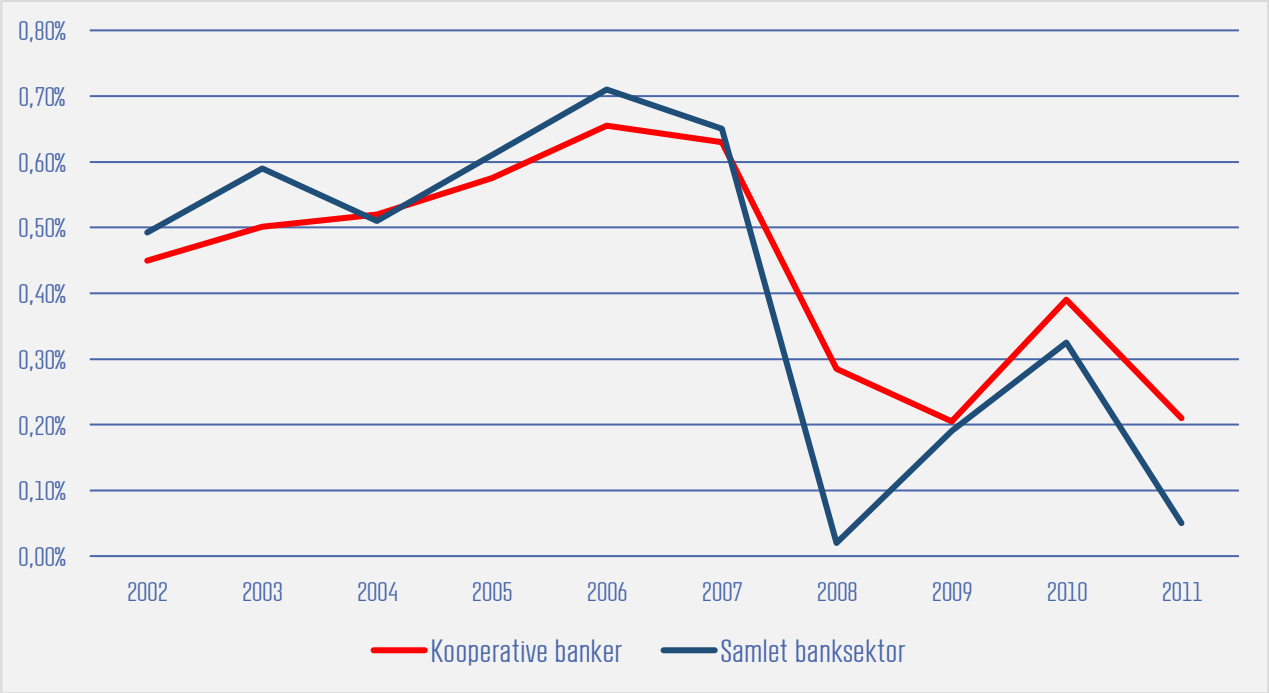
Figur 5: Egenkapitalens forrentning for hhv. kooperative banke & hele banksektoren



Kilde: Features, facts and figures of ECGBs, Hans Groeneveld 2013. Beregninger baseret på data fra kooperative banknetværk, nationale regulerende instanser, EBC og verdensbanken

Figur 6 viser udviklingen i afkastningsgraden i de kooperative banker og den samlede banksektor over perioden 2002 – 2011. Figuren viser for det første, at afkastet er kraftigt faldende for begge ejerformer over perioden og fra tiden r før finanskrisen, og hvor den samlede banksektor kunne præstere et lidt højere afkast i perioden op til finanskrisen så viser tallene, at billedet er vendt, og de kooperative banker performer efter finanskrisen lidt over eller på niveau med den samlede banksektor. Afkastningsgraden er interessant, fordi volatiliteten målt ved standardafvigelsen på afkastningsgraden er mindre for kooperative banker, og den lavere standardafvigelse er begrundelsen for, at kooperative har en højere z-score end kommercielle banker. Z-scoren er et mål for bankers stabilitet[10].

Figur 6: Afkastningsgraden for kooperative banker & den samlede banksektor



Kilde: Features, facts and figures of ECGBs, Hans Groeneveld 2013. Data fra den Europæiske Centralbank, International Monetary Fund og tal fra nationale tilsyn.

[10] Z-scoren er bestemt af tre mål: egenkapital i forhold til totale aktiver (E/A) – se også figur 9, afkastningsgraden og den tilhørende volatilitet (standardafvigelse på afkastningsgraden). Z-scoren måler antallet af standardafvigelser som afkastningsgraden kan falde, førend bankens egenkapital er udtømt.

Smolders et al (2012) konkluderer ligeledes, at den højere stabilitet målt på z-scoren for kommercielle banker i høj grad er grundet, at standardafvigelsen på afkastningsgraden er lavere sammenlignet med kommercielle banker.

I artiklen har forfatterne valgt at fokusere på 6 europæiske lande, hvor den kooperative banksektor er stor og signifikant i forhold til den samlede banksektor. Performancemålene i artiklen er gennemsnit over perioden 2003-2010, og i tabel 5 fremgår det, at kooperative banker i de respektive lande har gennemsnitslig højere soliditetsgrad (E/A) end kommercielle banker over perioden, og at størstedelen også har en større afkastningsgrad end kommercielle banker. Høje mål af både afkastningsgrad og soliditetsgrad bidrager positivt til størrelsen af z-scoren, og implicit en højere stabilitet.

	Kooperative banker				Kommercielle banker			
Land	Z-score	Afkast-ningsgrad	Solidi-tetsgrad	Std. afv. Afk.-grad	Z-score	Afkast-ningsgrad	Solidi-tetsgrad	Std. afv. Afk.-grad
		(Procentpoint)				(Procentpoint)		
Tyskland	59	0,30	5,4	0,10	16	0,05	4,2	0,27
Holland	141	0,42	5,5	0,04	8	0,29	3,2	0,41
Østrig	34	0,53	8,6	0,27	41	0,11	7,9	0,20
Finland	29	0,79	8,4	0,32	19	0,81	8,0	0,45
Frankrig	29	0,37	4,6	0,17	16	0,40	4,1	0,29
Italien	55	0,73	11,0	0,21	29	0,47	6,9	0,25
Kilde: Smolders, N., Koetsier, I. & de Vries, B.								

Den største faktiske forskel mellem kooperative og kommercielle banker findes i Holland, hvor kooperative banker har en meget lav standardafvigelse og en relativt høj afkastningsgrad. I lande, hvor kooperative banker har højere rentabilitet end i Holland, er der samtidig tendens til en større standardafvigelse på afkastningsgraden.

Tabel 5: Z-score for perioden 2003-2010

Af de repræsenterede lande er det kun i Østrig, at kommercielle banker udviser højere stabilitet end kooperative banker, da kooperative bankers stabilitet påvirkes negativt af en relativt høj standardafvigelse over perioden. Bemærkelsesværdigt er det, at kommercielle banker i Italien performer dårligere end de kooperative banker taget i betragtning, at de italienske kooperative banker taber markedsandele i perioden.

De overordnede konklusioner hos Groeneveld (2017) af de kooperative bankers relative performance til de kommercielle banker understøttes af analysen hos Ferri et al (2012) med et datamateriale bestående af 300 banker fra 19 europæiske lande og over en periode fra 1994 og frem til 2007. Artiklen tager afsæt i den generelle opfattelse af, at kommercielle banker performede bedre end kooperative banker inden den finansielle krise men viser samtidig, at de kooperative banker under krisen viste sig mindre påvirkelige sammenlignet med kommercielle banker og udviste dermed større stabilitet.

Det undersøges, hvorvidt kommercielle banker faktisk performede bedre end kooperative banker før den finansielle krise ved at sammenligne deres performance på følgende mål: Rentabilitet, tab på udlån og omkostningseffektivitet.

Inden den finansielle krise performede kommercielle banker bedre end kooperative banker målt på rentabilitet. Omvendt er det, de kooperative banker der performer bedst når der måles på tab på udlån. Her havde de kooperative banker et tab på udlån på 0,39%, et tab som er signifikant mindre sammenlignet med kommercielle banker og specialiserede kommercielle bankers tab på henholdsvis 0,63% og 0,52%. Omkostningseffektiviteten er i kommercielle og specialiserede kommercielle banker 0,74% og 0,73%, mens den for kooperative banker er 0,71%. Forskellen er statistisk signifikant om end moderat, så kommercielle banker performer altså bedre end kooperative banker målt på omkostningseffektivitet.

Ovenstående resultater på aggregeret niveau er alle påvirket af forskelle i performance i enkelte lande, ydermere kan resultaterne for rentabilitet og omkostningseffektivitet på aggregeret niveau være biased. Biasen opstår idet kooperative banker i nogle lande er over- eller underrepræsenteret relativt til antallet af det totale antal banker i det respektive land, som indgår i undersøgelsen.

Analysen viser, at de kommercielle banker ikke performede bedre end de kooperative banker inden den finansielle krise, og for så vidt angår omkostningseffektivitet samt tab på udlån viser undersøgelsen, at kooperative banker i flere lande performer signifikant bedre end kommercielle banker.

Rabobank (2011) formidler data fra Bloomberg (WDCI), der viser, at "*European cooperative banks accounted for 7% of all the European banking industry's writedowns and losses in the period Q3 2007 – Q1 2011. The cooperative bank's weight in the European banking sector and economy is, however, much greater with an average market share of 20%*". Resultatet er en funktion af flere forhold, herunder at de kooperative banker i langt mindre grad end øvrige kommercielle banker var eksponeret over for de risikofyldte amerikanske realkreditlån (subprime mortgage), men det dækker mere generelt over en lavere risikoprofil i de kooperative banker og dermed også en større stabilitet.

De overordnede betragtninger og vurderinger af den komparative performance – og ved inddragelse af udviklingen i markedsandelen for de kooperative banker over en længere periode som gennemgået i det tidligere afsnit – i sammenligning med hele banksektoren kan således opsummeres i følgende punkter:

- Overordnet er der ikke knock-outs i litteraturen! Det betyder, at selvom man kunne antage, at kooperative banker ville performe ringere på en række mål bl.a. i lyset af, at de kunne forventes at have en højere omkostningsstruktur (med flere filialer), en dobbelt bundlinje med mindre fokus på traditionelle performance mål (og i stedet højere fokus på optimale medlemsvilkår i transaktionen) og varetagelse af værdier og en stakeholder orientering, så er der ikke signifikante, systematiske forskelle i performance mål ved komparative studier mellem kooperative banker og kommercielle selskaber.
- Der kan ikke identificeres systematiske forskelle i omkostningseffektiviteten (cost/income forholdet) mellem finansielle foreningsejede selskaber og kommercielle / børsnoterede selskaber. Omkostningseffektiviteten er en indikator på selskabets evne til at skabe værdi gennem dets normale forretningsaktiviteter med en opgørelse af forholdet mellem omkostninger og indtjening.

- Der kan ikke findes støtte til en tese om "expense preference behavior" eller særlige agentomkostninger i det foreningsejede, finansielle selskab i forhold til øvrige ejerformer, selvom den teoretiske hypotese vil være, at kooperative selskaber lider under højere omkostninger qua ledelsesdominans og mangel på markedskontrol.
- Et andet mål for performance er afkastet af selskabets aktiver; afkastningsgraden. Tallene fra Groeneveld (2013) viser, at de kooperative banker performer på niveau med de øvrige banker, idet der for begge ejerformers vedkommende er sket et meget kraftigt fald i afkastet efter finanskrisen og afkastet ligger på et meget lavt niveau (i perioden frem til 2011, som tallene dækker), men det er uanset ejerform.
- Tallene for egenkapitalens forrentning for perioden 2002 og frem til 2016 ved sammenligning mellem kooperative banker og den øvrige banksektor i Europa viser, at den øvrige sektor havde en højere forrentning af egenkapitalen i tiden frem til finanskrisen, hvorefter der kan observeres et meget kraftigt fald i forretningen i de ikke-kooperative banker. Som et gennemsnitsmål for hele perioden opnår de kooperative banker en forrentning på 7,1%, mens egenkapitalens forrentning er 6,8% for den øvrige sektor. Gennemsnitstallet er dog stærkt påvirket af de voldsomme udsving omkring tiden for finanskrisen og efterfølgende omkring gældskrisen. Det interessante er nok nærmere, at udsvingene i forrentning af egenkapitalen over perioden er betydelig lavere i kooperative banker og – nok som det væsentligste – de ikke-kooperative banker performer ikke bedre men med ringere og kun i nogle år på niveau med de kooperative banker på dette mål i tiden efter finanskrisen. Resultatet skal samtidig ses i forhold til, at det kooperative selskab og det investorejede selskab har forskellige målsætninger, og det forstærker konklusionen, at egenkapitalens forrentning må ses i forhold til:
    - Optimering af medlemsfordele i det foreningsejede, finansielle selskab, og ikke ren profitmaksimering som i det investorejede selskab
    - Overkapitalisering (for høj EK) i det foreningsejede, finansielle selskab
- Der kan over en længere periode konstateres en stigende markedsandel for kooperative banker i Europa, men det ser også ud til, at markedsandelen stiger mest op til finanskrisen, mens den efterfølgende kun er steget ganske svagt og mindst fsva. indlån. Det ændrer ikke ved en stigende markedsandel, men det virker ikke til, at de kooperative banker i Europa har været i stand til at udnytte den finansielle uro, selvom man kunne forvente en større opmærksomhed hos potentielle kunder omkring de værdier og det

kooperative DNA, som de kooperative banker eksponerer. Forklaringen kan også ligge i, at de kommercielle banker har skærpet konkurrencen i forhold til traditionelle kooperative konkurrenceparametre såsom nærhed til kunder, "relationship-banking", relationer og rådgivning, etc. Markedsandelen vil i nogen udstrækning afspejle selskabets konkurrencedygtighed, fordi det må antages, at kunderne søger at optimere egne fordele gennem indgåelse af en samhandelsrelation / et kundeforhold med de selskaber, der kan tilbyde de mest konkurrencedygtige vilkår. Den stigende markedsandel for kooperative banker står i kontrast til tab af betydelige markedsandele for øvrige foreningsejede, finansielle selskaber, herunder livsforsikringsselskaber i Europa samt "credit unions" i USA og "building societies" i UK, ligesom "the Cooperative Bank" i UK ikke længere defineres som medlemsejet, og markedsandelen for kooperative banker er ligeledes faldet voldsomt, fordi en stor kooperativ bank måtte lade sig opkøbe under finanskrisen. Udviklingen inden for "building societies" og "credit unions" skal ses i lyset af en betydelig omdannelsesproces, og problemet med markedsandelen som et mål er, at det ikke tager højde for omdannelsesprocessen (demutualization), hvor en lang række øvrige årsager end mangel på konkurrencedygtighed (qua manglende effektivitet) er mulige. Derfor kan et mål for væksten i de enkelte selskabers forretningsomfang være en stærkere indikator på selskabets konkurrencedygtighed, og der synes ikke at være systematiske forskelle på denne indikator mellem forskellige ejerformer (IMF 2007).

Performance målt ved finansiel stabilitet på makroniveau og i forhold til medlemmer: Z-score, egenkapital og udlånsvækst

Forankring af en transaktion hos brugere af et selskabs ydelser kan afføde flere fordele, og den tentative hypotese kan være, at det kan afstedkomme mere loyale kunder. En højere grad af loyalitet i kundebasen kan eksempelvis reducere omkostningerne i produktionen[11], fordi der er mulighed for en bedre planlægning af produktionen, når efterspørgslen (eller forsyningerne) er rimeligt forudsigelige. Loyale kunder kan formentlig også have en positiv betydning for stabiliteten i andelsselskabets forretning og dermed afstedkomme en konkurrencefordel, fordi

[11] Inden for landbrugets andelsselskaber er det et anerkendt argument, at loyale leverandører – qua bindingsperioder – f.eks. muliggør stabile leverancer af råvarer og en dermed optimal udnyttelse af produktionsapparatet i selskabet, hvorved de samlede produktionsomkostninger kan reduceres.

det giver mulighed for at signalere pålidelige og stabile samhandelsrelationer til øvrige interessenter i selskabet. Den hypotese finder nogen støtte i en omfattende undersøgelse af finansielle foreningsejede selskaber foretaget af IMF (Hess & Cihák 2007), hvor det analyseres, hvorvidt kooperative banker er mere finansielt stabile end banker med andre ejerformer.

Cihak & Hesse (2007) vurderer i en analyse af banker i flere lande, at de kooperative banker er mere stabile end øvrige, kommercielle banker. Der peges bl.a. på, at de franske kooperative banker var mindre påvirkede af ændringer i samfundsøkonomisk forhold i 80'erne og 90'erne, ligesom de italienske kooperative banker har haft færre tab på udlån i de senere år end de kommercielle banker. Problemet med en type undersøgelse som denne kan imidlertid være, at der sammenlignes på tværs af ejerformer, der er vanskeligt sammenlignelige, fordi de opererer med forskellige forretningsmodeller eller i forskellige markeder. Således kan lavere tab for schweiziske banker i starten af 90'erne muligvis forklares med kommercielle bankers tab på ejendomsprojekter i byområder, mens de kooperative bankers primære forretningsområde er i landområderne. Lavere tab er derfor ikke nødvendigvis en konsekvens af ejerformen, idet der dog kan være den sammenhæng, at kooperative banker er fokuserede på en lokal forankring i mindre befolkede områder, og det kan afstedkomme en lavere risikoprofil ud over en højere grad af kendskab til potentielle låntagere og mindre asymmetrisk information.

En antagelse om højere stabilitet i kooperative banker skal ses i sammenhæng med en generel vurdering af, at kooperative banker påtager sig engagementer med mindre risiko. Denne vurdering følger en antagelse om incitamentsstrukturen hos ledelsen, idet der både er mindre pres på ledelsen fra medlemmernes side for en traditionel profitmaksimering samtidig med, at ledelsen har færre personlige incitamenter til at maksimere indtjeningen i finansielle kooperative selskaber gennem f.eks. en højere gearing af egenkapitalen eller ved indgåelse af engagementer med større risiko (Rajan 1994).

Tilsvarende kunne antagelsen være, at medlemmer af kooperative banker i sammenligning med investorer og aktionærer i kommercielle banker vil være mere risikoaverse, og derfor vil kravene fra det folkevalgte system til ledelsen afspejle denne grundlæggende medlemspræference for lavere risiko (Gurtner et al 2002). Flere studier synes at underbygge

en generel vurdering af, at kooperative banker har en lavere risikoeksponering end kommercielle banker.

Det fremhæves bl.a. hos Hansmann (1996), der har primær empirisk fokus på amerikanske forhold, at de kommercielle eller investorejede "Saving & Loan" banker i USA qua en højere risikoeksponering i låneengagementer og i investeringspolitikken gik gennem den finansielle krise i starten af 90'erne med betydeligt større tab end i de medlemsejede "S & L" banker. Det er konklusionen hos Hansmann, at de kommercielle banker er langt mere villige til at spekulere med kundernes indlånsmidler end de medlemsejede eller kooperative banker. Den vurdering understreger samtidig en væsentlig sammenhæng mellem forretningsmodel og lovgivning på området for sikring af indskydere af kapital i banker. Qua en (antagelse om en) forsigtig forretningsstrategi, en (mere) konservativ udlånspolitik og et indlånsoverskud[12] har de finansielle foreningsejede selskaber kunnet bruge sikkerheden for indskydere som et konkurrenceparameter i strategien. Argumentet er derfor også, at forskellige indskydergarantiordninger svækker de finansielle foreningsejede selskabers relative konkurrencedygtighed, mens de kommercielle banker med en større risikoeksponering har kunnet drage betydelig fordel af en indskyderordning.

I flere artikler fremhæves det, at finansielle kooperative selskaber eller, mere generelt, såkaldte "non-profit-maximizing" selskaber kan gøre det finansielle system mere skrøbeligt eller sårbart. Sammenhængen mellem den kooperative ejerform og stabiliteten i det finansielle system forklares således i en IMF rapport (Hess & Cihák 2007: 5): "*If a cooperative bank's pursuit of objectives other than profit maximization results in a very low profitability, its balance sheet risks grow faster than its capital, leading to deteriorating solvency. If cooperative banks accept lower profitability as the price to pay for delivering financial services at below-market prices to retail clients, they may pull down the profitability of the banking system, with negative repercussions for other banks' soundness*". Vurderingen hos IMF følger konklusionen hos Goodhart (2004), at en høj andel af kooperative banker, der forfølger en strategi om ikke at maksimere indtjeningen, kan svække de kommercielle banker og trække stabiliteten ned i det finansielle system. Det gælder specielt for de kommercielle banker, der

[12] Groeneveld (2013) opgør ratioen for lån til indlån for kooperative banker i forhold til alle øvrige banker i Europa for 3 perioder. For alle perioder er ratioen signifikant lavere for kooperative banker. Over hele perioden 1997 – 2011 findes en ratio på 1,01 for kooperative og 1,25 for øvrige banker, og hhv. 0,92 og 1,31 for perioden i perioden 1997 – 2004, mens den indsnævres til hhv. 1,11 og 1,18 i perioden 2005 – 2011.

hviler på et svagt kapitalgrundlag og er afhængige af mindre stabile indtjeningskilder såsom f.eks. investment banking.

Som det også understreges i IMF rapporten (Hess & Cihák 2007), er litteraturens vurdering af kooperative selskabers indvirkning på den finansielle stabilitet ikke entydig, men "*Several papers suggest that cooperative banks may have more difficulties adjusting to adverse circumstances and changing risks*" (Hess & Cihák 2007: 5). IMF fremhæver derfor også, at det er et empirisk spørgsmål, om kooperative selskaber har positiv eller negativ indflydelse på den finansielle stabilitet. Til en nærmere afklaring af spørgsmålet har IMF gennemført en empirisk undersøgelse af data fra 16.577 banker[13] i 29 lande og over en periode på 10 år fra 1994 og frem til 2004.

Studiet er gennemført således, at den afhængige variabel i undersøgelsen er den såkaldte "z-score"[14], der er et mål for den enkelte banks risiko, og z-scoren "*measures the number of standard deviations a return realization has to fall in order to deplete equity, under the assumption of normality of banks' returns*" (Hess & Cihák 2007: 7). Det betyder med andre ord, at en høj z-score implicerer en lav sandsynlighed for insolvens.

Analysens resultater viser, at "*...the cooperative banks' z-scores are on average significantly higher than for commercial banks, suggesting that cooperative banks are more stable than commercial banks*" (Hess & Cihák 2007: 11). Resultatet er interessant, men forklaringen på dette resultat er formentlig mere interessant. Resultatet kan således ikke tilskrives indtjeningen eller kapitaliseringen i det kooperative selskab, eftersom "*those two are on average weaker for cooperative banks than for commercial banks*". Derimod er resultatet en funktion af, at standardafvigelsen for indtjeningen i kooperative banker er betydelig lavere end i kommercielle banker.

Casu (2015) viser til eksempel, at Building societies i UK over perioden 2000 – 2014 har en signifikant mindre standard afvigelse på egenkapitalens forrentning end de kommercielle

[13] De 16.577 banker fordeler sig med 11.090 kommercielle banker, 3.072 kooperative banker og 2.415 såkaldte "saving banks", der typisk er offentligt eller statsejede.

[14] Z-scoren er et mål for den enkelte banks "sundhedstilstand" (Beck og Laeven 2006), og det er direkte relateret til sandsynligheden for en banks insolvens, dvs. sandsynligheden for, at aktivernes værdi er lavere end gælden. Z-scoren kan matematisk opstilles således: $z = (k + u)/a$, "where k is equity capital as percent of assets, u is average after-tax return as percent on assets, and a is standard deviation of the after-tax return on assets, as a proxy for return volatility" (IMF 2006: 7).

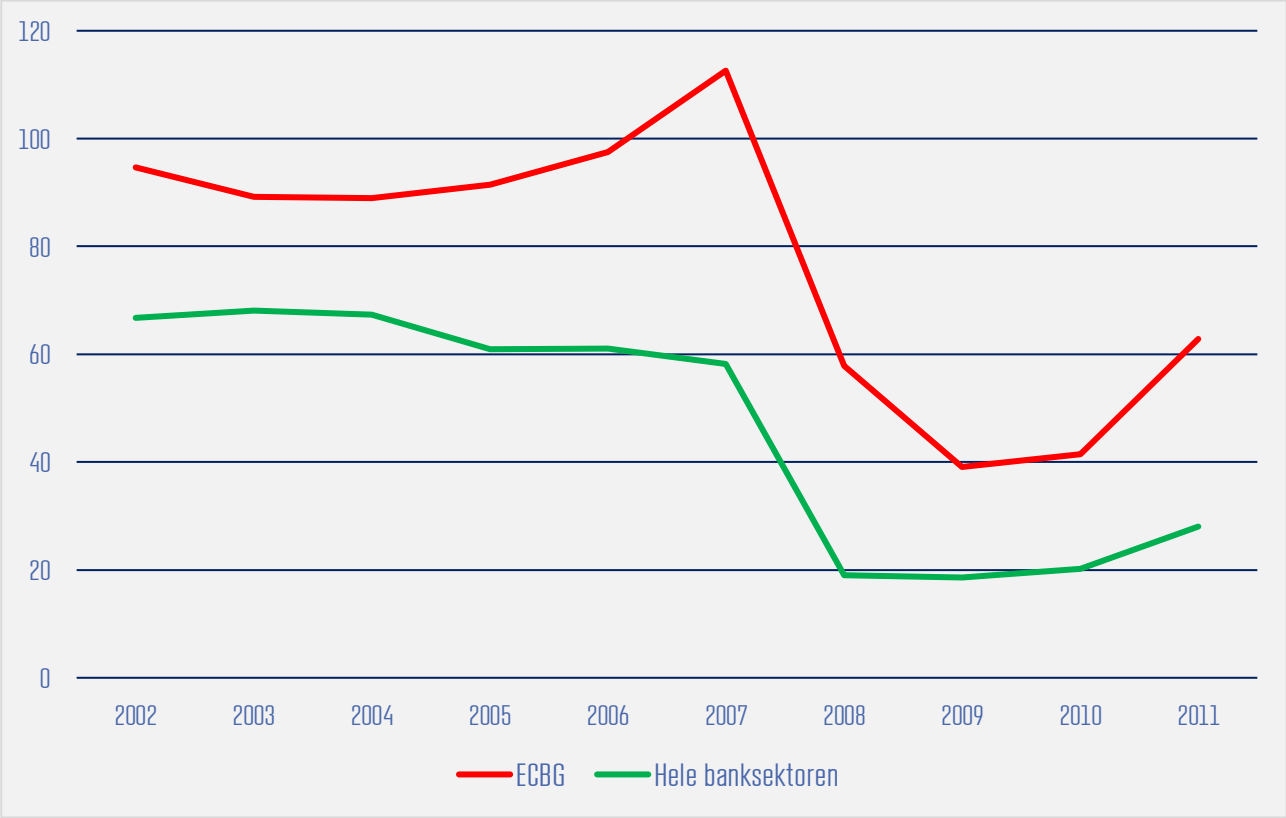
banker. Egenkapitalens forrentning i de medlemsbaserede realkreditselskaber i UK ligger samtidig som et gennemsnit for perioden markant under det tilsvarende niveau i de kommercielle banker, men forskellen indsnævres betydeligt fra år 2008 og efter 2012 ligger de to ejerformer på niveau eller endog med en lidt højere forrentning af egenkapitalen i Building societies.

Spørgsmålet er selvfølgelig, hvad der betinger en højere stabilitet i indtjeningen over tid i kooperative banker. Fortolkningen hos IMF (Hess & Cihák 2007) er, at forklaringen skal ses i sammenhæng med det grundlæggende formål med de kooperative selskaber, nemlig at maksimere medlemmernes interesser (ikke selskabets indtjening), og medlemmernes fordele bliver derved "*the first line of defense for cooperative banks, in a similar way as profits are the first line of defense for commercial banks*". Konklusionen hos IMF er derfor, at en lavere volatilitet i indtjeningen i kooperative selskaber er en funktion af, at de kooperative banker under normale markedsforhold videregiver indtjeningen til medlemmerne, mens de er i stand til at regulere på disse medlemsfordele i perioder med lave indtjeningsmuligheder med henblik på at udligne indtjeningen over tid.

Den vurdering er konsistent med de resultater, der viser, at kooperative banker nok har en lavere indtjening, men det skyldes ikke en lavere effektivitet men en maksimering af medlemmernes fordele. Med dette resultat har de kooperative banker således en evne til at generere indtjening og en mulighed for at bruge medlemsfordele – og herunder afregningsprisen på produkter og serviceydelser – som en residual til at udligne indtjeningen over tid. Der synes i analysen hos IMF dog ikke at være nogen stillingtagen til et nærliggende spørgsmål om, hvorfor kooperative banker skulle være i en bedre position til at udligne resultaterne end kommercielle banker, der kan udnytte udbyttet til aktionærer som en residual i udligning af selskabets resultater.

Tilsvarende finder Casu (2015), at de såkaldte "Building societies" i UK har en markant og signifikant højere Z-score end kommercielle banker over en periode fra år 2000 og frem til 2014. Z-scoren for Building societies ligger i den periode mellem knap 70% i år 2000 og lige knap 50% da den lavest i år 2008. Omvendt ligger Z-scoren for de kommercielle mellem 25% og under 15%, da den er lavest omkring år 2006 og igen i slutningen af perioden.

Figur 7: Udvikling i gennemsnitlig Z-score for kooperative banker og for den samlede banksektor



Kilde: Features,facts and figures of ECBGs in recent years, Hans Groeneveld 2013. Beregninger er baseret på data fra ECBGs, den Europæiske Centralbank, International Monetary Fund og nationale tilsyn.
Note: Figuren viser tal for 15 ECBGs i 10 forskellige lande, Z-scoren for hele banksektoren er afgrænset til disse 10 lande.

Tabel 6 viser Z-scorens forskellige komponenter i sammenligning mellem kooperative banker og den samlede banksektor for 3 delperioder. Z-scoren er signifikant højere for de kooperative banker for alle 3 delperioder frem til 2011, og det billede er tilsvarende illustreret i figur 7 ovenfor, der dækker hele perioden fra år 2002 og frem til år 2011.

Figuren viser også, at kurverne følgerhinanden og tager et betydeligt dyk i perioden omkring finanskrisens begyndelse og i årene efter ligger på et markant lavere niveau end udgangspunktet.

Tabel 6: Z-scorens komponenter i 3 delperioder, angivet som gennemsnit

	Z-Score		Soliditetsgrad (i procentpoint)		Afkastningsgrad (i procentpoint)		Standardafvigeles, afkastningsgrad	
	ECBGs	TBS	ECBGs	TBS	ECBGs	TBS	ECBGs	TBS
2002-2006	91,7*	64,6	6,33*	5,88	0,54	0,58	0,10*	0,14
2007-2011	62,8*	28,2	6,44*	5,18	0,35*	0,25	0,20*	0,29
2002-2011	77,2*	46,4	6,39*	5,53	0,44	0,42	0,15*	0,22

Kilde: Features, facts and figures of ECBGs in recent years, Hans Groeneveld 2013.

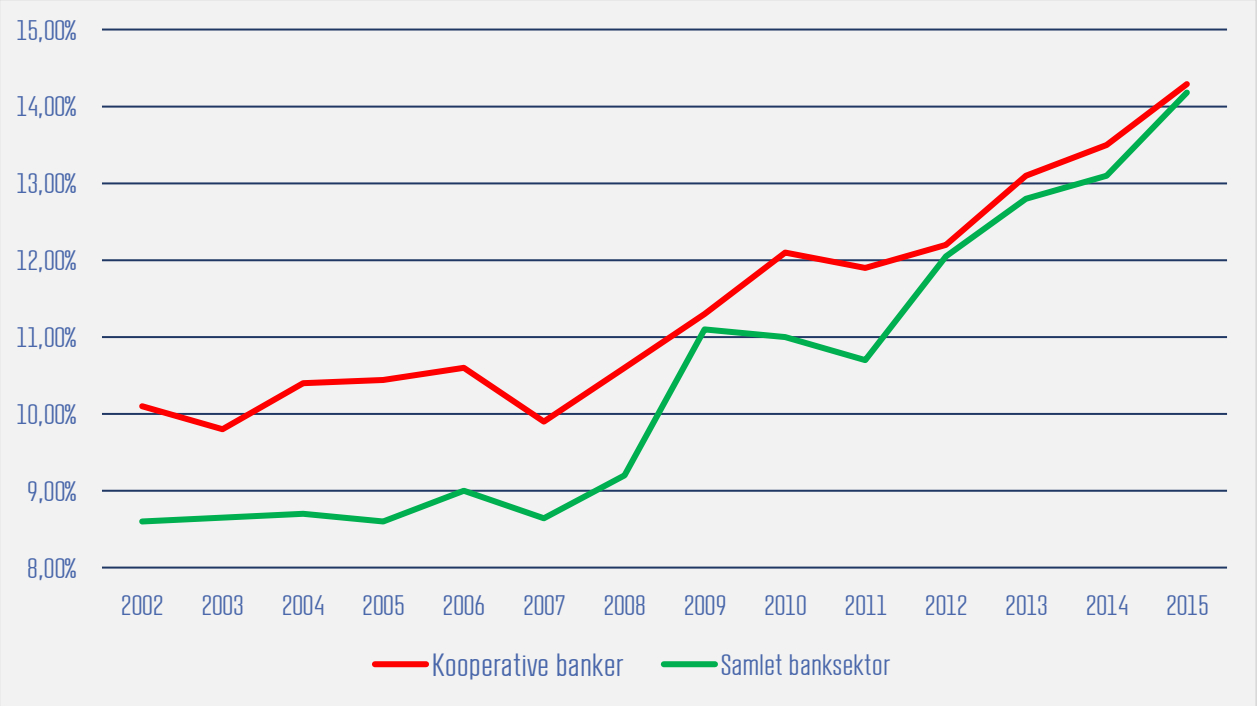
ECBGs: Europæiske cooperative banker, TBS: den totale banksektor

**Angiver at variable for ECBGs er significant forskellig fra variable for den totale banksektor (1% signifikansniveau)*

Soliditeten eller den finansielle styrke i de kooperative banker, relativt til øvrige banker kan også anskues på grundlag af det væsentlige mål for bankernes kapitalisering, den såkaldte Tier 1 kapital.

I figur 8 er der en oversigt over udviklingen i Tier 1 kapitalen den kooperative sektor og i den samlede banksektor, og det er tydeligt, at niveauet for Tier 1 kapital konvergerer mod samme niveau og op på et betragtelig højere niveau end før finanskrisen og ikke mindst for den samlede banksektor, der før finanskrisen lå noget under niveauet i de kooperative banker.

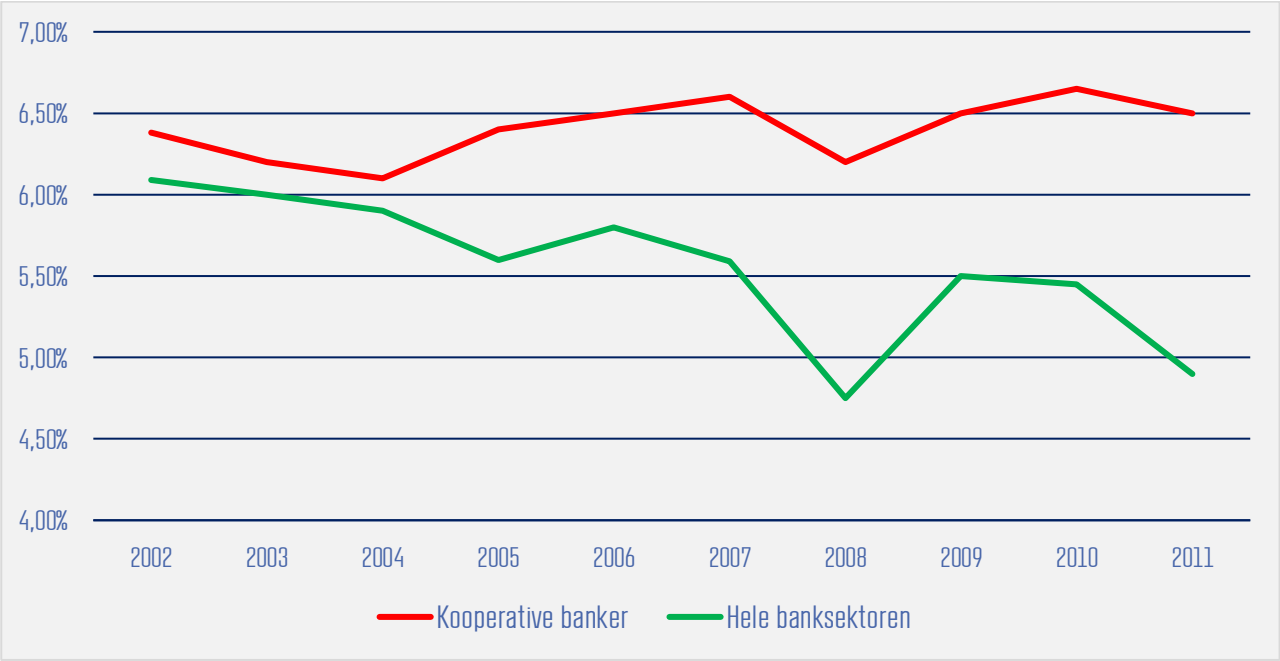
Figur 8: Udvikling i Tier-1 kapital i kooperative banker og for den samlede banksektor



Kilde: Indtil 2011 ECBG, ECB, IMF og national tilsyn, fra 2011 og frem anvendes beregninger fra TIAS, baseret på data fra cooperative netværk, nationale tilsyn og ECB.

Et andet mål for stabilitet er egenkapitalens omfang i forhold til den samlede aktivmasse, som det er illustreret i figur 9, der over perioden 2002 – 2011 viser, at de kooperative banker i Europa har en højere ratio end øvrige banker i sektoren og specielt i perioden efter finanskrisen.

Figur 9: Udvikling i egenkapitalen i forhold til den samlede aktivmasse (soliditetsgrad)



Kilde: Features,facts and figures of ECBGs in recent years, Hans Groeneveld 2013. Beregninger er baseret på data fra ECBGs, den Europæiske Centralbank, International Monetary Fund og nationale tilsyn.
Note: Figuren viser tal for 15 ECBGs i 10 forskellige lande, Z-scoren for hele banksektoren er afgrænset til disse 10 lande.

Z-scoren såvel som en række mål for kapitaliseringen i de kooperative banker er fundamentale mål for vurderingen af stabiliteten af de kooperative banker og den kooperative ejerform. Den kooperative ejerforms evne til at generere og understøtte stabilitet kan også anskues i forhold til de kooperative bankers udlånspolitik og udlån, herunder ikke mindst under finansielle kriseperioder, hvor finanskrisen og senere gældskrisen udgør en optimal kontekst til en analyse.

I et papir af Meriläinen (2016) undersøges væksten i udlån i banker i 18 vesteuropæiske lande over perioden 2004 – 2013 med en opdeling af banker i 4 grupper, hvor de kooperative banker sammenlignes med kommercielle banker såvel som offentligt ejede banker.

Artiklen er interessant med signifikante resultater: Under finans- såvel som gældskrisen falder udlånet samlet set betydeligt, men udlånene i de kooperative bankers falder signifikant mindre

end i de kommercielle banker eller forbliver tilmed på et stabilt niveau gennem kriseårene. Dermed skiller de kooperative banker – og i mindre grad de offentligt ejede "savings banks" – sig ud som stabiliserende faktorer i forhold til private husholdninger og virksomheders evne til at fastholde forbrug og drift. I en oversigt hos Groeneveld (2016) viser tallene af udlånsvæksten i årene 2011 – 2016 betydelige udsving for både kooperative banker samt for alle øvrige banker eksklusive de kooperative banker. Udlånsvæksten svinger i de kooperative banker fra en vækst på 4,5% i år 2011 til et beskedent fald i 2013 og derefter en vækst i niveauet omkring 3% i årene derefter. Til sammenligning falder udlånene i de kommercielle i 3 år ud af de 6 år for perioden og helt op til godt 4% i 2013. I årene 2012 og 2014 fastholdes udlånene i de øvrige (kun) lige netop på et stabilt niveau. Tilsvarende viser tal (Groeneveld 2013), at udlånsvæksten som et gennemsnit for perioden 1997 – 2011 er 8,3% i kooperative banker og signifikant forskellig fra en vækst på 5,3% i øvrige banker. Væksten i udlån i kooperative banker er samtidig uændret 8,3% ved opdeling i to delperioder 1997 og 2005 – 2011, idet standardafvigelsen er lavere og signifikant forskellig (dog ikke perioden 1997 – 2004) fra øvrige banker.

Analysen hos Meriläinen (2016) understreger, at stabiliteten i udlån under kriseperioden skal ses i sammenhæng med, at de kooperative banker ikke øgede udlånene op til finanskrisen på samme vis som de kommercielle banker. Stabiliteten i udlånspolitikken er en konsekvens af de kooperative bankers "relationship banking", hvor den tætte tilknytning mellem medlemmer / kunder og den kooperative bank i et langsigtet kundeforhold forpligter banken til at understøtte stabilitet bl.a. gennem et stabilt udlån (se f.eks. Ayadi et al 2010). Derved fungerer de kooperative banker også som "stødpuder" i forhold til eksogene samfundsøkonomiske chok, hvorved de kooperative banker bliver stabiliserende faktorer i realøkonomien.

Tilsvarende finder Ferri et. al (2014), at kooperative banker yder lån signifikant mere uafhængigt af ændringer i den førte pengepolitik i forhold til kommercielle banker. Det indikerer også, at samfundsøkonomiske konjunktursvingninger i mindre grad forplanter sig i de kooperative bankers udlån over for deres medlemmer og kunder. Artiklen understreger dermed også, at de kooperative banker dæmper udsving i begge retninger og i stedet søger det langsigtede medlems- og kundeforhold eller såkaldt "relationship banking" uafhængigt af – alt andet lige – de eksogene forhold i samfundsøkonomien, pengepolitik, etc.

Performance: oversigt over gennemgang af litteratur

Tabel 7 indeholder en samlet oversigt over væsentlig videnskabelig litteratur om primært kooperative bankers performance og ofte ved komparative studier i forhold til kommercielle banker og øvrige ejerformer i den finansielle sektor. Litteraturens resultater i forhold til de kooperative bankers komparative performance er forsøgt angivet med +/=/- angivelser sammen med primært et resume af datagrundlag, resultater og analyse.

Tabel 7: Oversigt over studier af foreningsejede, finansielle selskaber (nævnt i tilfældig rækkefølge) med primær fokus på komparative studier af performance i medlemsejede, finansielle selskaber og børsnoterede/kommercielle banker.

Reference	Resultat (koop/AS)	Analyse / Kommentarer
Groeneveld (2017)	+	Den overordnede konklusion i denne mere deskriptive gennemgang for perioden 2011 - 2015 af performance i 18 kooperative banker i 13 lande i Europa sammenlignet med hele banksektoren er, at diversitet i den finansielle sektor med forskellige ejerformer understøtter en positiv samfundsøkonomisk udvikling både i forhold til stabilitet og performance i sektoren: "*Too much uniformity in banking renders the sector vulnerable to shocks affecting all banks in the same way and to the same degree, i.e. the systemic stability is undermined*". Antagelsen er, at ejerform påvirker de interne dynamikker, beslutningsprocesser og forretningsstrategien. Datagrundlaget viser: a) De kooperative banker vækster både absolut og relativt med stigende markedsandel og vækst i medlemstallet også i forhold til den samlede population (fra 15,3% i 1997 og til 19,1% i 2015). Væksten i udlån stiger med 1.1% point til 22,3% i 2015. Markedsandelen for indlån stiger med 0,5% point til 21.9%, og den lave vækst illustrerer muligvis, at de kommercielle banker i perioden søger at adoptere en mere forsigtig strategi og følge de kooperative banker. b) Omkostningseffektiviteten stiger over perioden og kooperative banker ligger på linje med kommercielle banker i 2015 c) Egenkapitalens forrentning viser en svagt højere gennemsnitlig forretning i kooperative banker over en samlet periode 2002 – 2016, men primært viser tallene en betydelig mindre fluktuation i egenkapitalforrentningen i kooperative banker sammenholdt med kommercielle banker.

Meriläinen (2016)	+	Væksten i udlån i banker i 18 vesteuropæiske lande analyseres i artiklen over perioden 2004 – 2013, dvs. både under finanskrisen og den efterfølgende gældskrise. Banker inddeles i 4 grupper baseret på ejerform: a) kommercielle banker, b) kooperative banker, c) privatejede "savings banks" og d) offentligt ejede "savings banks". Udlånsvæksten blev negativt påvirket af såvel finanskrisen som af gældskrisen, men effekterne blev imødegået af specielt kooperative banker og offentligt ejede "savings banks", hvor udlånsvæksten forblev på samme niveau eller faldt betydeligt mindre end i kommercielle banker, der samtidig – i lighed med de privatejede "savings banks" – havde øget udlånet meget kraftigt op til finanskrisen. Artiklens konklusion er overordnet, at kooperative banker i særdeleshed og øvrige "stakeholder" banker i væsentlig men mindre grad reducerer cykler og udsving i den finansielle sektor, herunder i udlånsvæksten til private husholdninger og små og mellemstore virksomheder. Artiklen søger at forklare stabiliteten i kooperative bankers udlån – selv under betydelige finansielle kriser – med disse bankers kontinuerlige forsøg på at imødekomme deres medlemmers behov uafhængigt af en makroøkonomisk udvikling. De fungerer således som chok "absorbers" / stødpude i det finansielle system og med fokus på "relationship banking" med deres medlemmer.
Périlleux, Vanroose & D'Espallier (2016)	NA	Artiklens fokus og datagrundlag er udviklingslande, hvor man søger at belyse, om kooperative / medlemsfunderede banker blot er et første trin på en udviklingsvej. Tesen er, at kooperative banker åbner op for det finansielle marked og tilfører et første udbud af finansielle ydelser, hvorefter kommercielle banker – i kraft af højere effektivitet, lavere funding omkostninger, etc. – går ind på markedet og udkonkurrerer de medlemsbaserede banker. Det er den såkaldte "crowding out" effekt. Analysen giver grundlag for 3 konklusioner: a) de kooperative banker åbner op for et finansielt marked for mennesker (i udviklingslande), der ikke har adgang til finansielle ydelser fra kommercielle banker, b) og de kooperative banker risikerer at blive udkonkurreret eller udsat for konkurrence, når de først har etableret sig på markedet, men c) de medlemsbaserede banker kan samtidig være afhængig af tilstedeværelsen af kommercielle banker og kan udnytte en diversitet i konkurrencestrukturen med flere ejerformer.
Bossler & Schild (2016)	NA	Artiklen studerer kriterier / beslutninger omkring ansættelse, uddannelse og fastholdelse af medarbejdere i tyske banker og med ejerform som forklarende

		variabel (der opdeles i 3 kategorier: kooperative banker, kommercielle banker og "savings banks" eller "Sparkassen). Undersøgelsen viser, at kooperative eller medlemsejede banker i sammenligning med de 2 øvrige ejerformer har en mere stabil medarbejderskare (højere anciennitet blandt medarbejderne) såvel som en højere gennemsnitsalder hos medarbejderne. Samtidig viser undersøgelsen, at de kooperative banker træner og efteruddanner bredere på alle kategorier af medarbejdere, men de bruger samlet ikke flere ressourcer på træning. Sammensætning af arbejdsstyrken i kooperative banker er samtidig mere homogent sammensat, herunder med kontrol for anden etnicitet i arbejdsstyrken.
Gartenberg & Pierce (2017)	NA	Artiklen studerer corporate governance's indvirkning på sammenhængen mellem vertikal integration og performance i en række realkreditinstitutter i USA op til finanskrisens udbrud i 2008. Specifikt søger artiklen at belyse, hvorfor nogle finansielle virksomheder ydede realkreditlån af meget ringe bonitet med behov for store hensættelser og efterfølgende store tab på udlånsporteføljen. Antagelsen er, at virksomheder med en høj grad af vertikal integration kan skabe interessefællesskab mellem alle enheder (afdelinger), skabe større transparens, mindske asymmetrisk information (moral hazard / adverse selection) og således forøge boniteten / kvaliteten af udlånsporteføljen. Artiklens konklusion er dog, at ringe kontrol (governance) med ledelsen muliggjorde, at ledelsen i vertikalt integrerede virksomheder kunne udnytte den større kontrol til både af udbyde og finansiere realkreditlån til at forfølge kortsigtet vækst gennem aggressive udlånsstrategier. Vertikal integration – uden tilstrækkelig governance – betyder med ord betydelig højere agentomkostninger og tab for aktionærer.
Ferri, Kalmi & Kerola (2012)	= / +	Artiklen analyserer bankers performance målt på rentabilitet, tab på udlån og omkostningseffektivitet inden den finansielle krise, og særligt hvorvidt kommercielle banker havde bedre performance end kooperative banker. Ovenstående performance mål analyseres for mere end 300 banker fra 19 europæiske lande over perioden 1994-2007. Forud for analysen inddeles bankerne i 6 kategorier, som angiver deres governance struktur. • Kommercielle banker har på aggregeret niveau signifikant bedre rentabilitet end kooperative banker. • De kooperative banker har signifikant mindre tab på udlån end kommercielle banker.

		• Kommercielle banker performer bedre på omkostningseffektivitet på aggregeret niveau. Forskellen er moderat, men statistisk signifikant. • Alle ovenstående resultater er påvirket af, at der er stor forskel på performance på lande-niveau. Forskellen på performance på aggregeret niveau skyldes derfor ikke udelukkende forskellig governance struktur. Den overordnede konklusion på artiklen er, at mutuals ikke performede dårligere end kommercielle banker inden den finansielle krise. I flere lande performer de kooperative banker bedre end de kommercielle banker, når der måles performance på tab på udlån og omkostningseffektivitet.
Mäkinen & Jones (2015)	+	Følgende hypoteser testes i perioden 1994-2010 for europæiske banker (EU15): • Konvergenshypotesen; i løbet af de seneste 20 år er forskellene i effektivitet forårsaget af forskellig governance struktur forsvundet. • Specialiseringshypotesen; mutuals og kommercielle banker har bevaret deres specialisering gennem governance struktur (alternativ hypotese til 1). Herunder at i. Den gennemsnitlige omkostningseffektivitet vil være højere for mutuals. ii. Fordelingen af omkostningseffektivitet vil for kooperative firmaer være kendetegnet af clustering (gruppering) iii. Forskellene vil variere med konjunkturudsving Effektiviteten i bankerne måles efter bankernes evne til at nedsætte omkostninger; omkostningseffektivitet. i. Kooperative banker viser sig at være mere effektive sammenlignet med kommercielle banker. Denne forskel er signifikant og relevant. ii. Der er stor variation i fordelingen af omkostningseffektivitets scoren inden for henholdsvis sparekasser, kooperative og kommercielle banker. Den mindste variation findes ved fordelingen af kooperative banker, da der er oprettet netværk mellem kooperative banker, så de ligner hinanden i struktur. iii. Forskellen mellem kommercielle og kooperative bankers fordeling af omkostningseffektivitets scoren ændres ikke inden og efter krisen. Så fordelingen af omkostningseffektiviteten varierer ikke med konjunkturudsving; der er stadig forskel på omkostningseffektiviteten under højkonjunktur. Der er ingen resultater i rapporten, som understøtter konvergenshypotesen; der er forskel på omkostningseffektivitet afhængig af governance struktur.

Catturani, Kalmi & Stefani (2016)	+	Papiret analyserer hvordan social kapital påvirker kooperative bankers markedsandele i Italian. Data anvendt til analysen består af udviklingen i forskellige landsdele i Italien. Hvor de to følgende mål af social kapital er anvendt 1. Netværk målt gennem medlemskab af henholdsvis almennyttige og privatnyttige foreninger inden for de sidste 12 mdr. 2. Tillid målt gennem respons på følgende;" *With which probability do you think a person you do not know will return your wallet?"* • Antallet, der har meldt sig ind i en vilkårlig forening inden for de sidste 12 måneder, påvirker kooperative banker markedsandele positivt. • Medlemskab af en privatnyttig forening har i sig selv ikke en signifikant effekt på markedsandele. • Medtages kun antallet af indbyggere, der har meldt sig ind i en almennyttig forening, da vil der også være en signifikant og positiv effekt på kooperative bankers markedsandel. • Anvendes de to netværksmål som uafhængige variable, da vil medlemskab af privatnyttige foreninger påvirke kooperative bankers markedsandele signifikant men negativt, mens medlemskab af almennyttige foreninger vil påvirke markedsandelen positivt og signifikant. • Tillid påvirker kooperative bankers markedsandel med høj signifikans og stor effekt. Effekten af netværk er signifikant og mage til ovenstående ved inkludering af tillid. • Tillid har en signifikant negativ effekt på kommercielle bankers markedsandel, mens netværksmålene ikke har en signifikant effekt.
Clark, Mare & Radic (2017)	+ / -	Ved anvendelse af et datasæt omfattende 1535 europæiske kooperative banker over perioden 2006-2014, analyseres forholdet mellem konkurrence og stabilitet, der viser sig at være non-lineært (først stigende og så aftagende). Som mål for konkurrence bruges " *the Lerner Index of Monopoly Power*", som er det relative forhold mellem pris og marginalomkostningen på en vare – altså indtjeningsmargin - i dette tilfælde lån. Mens bankens præferencer for risici og dermed stabilitet repræsenteres af solvens, kreditrisiko samt risikoreguleret performance. • Konkurrence bevirker at den individuelle stabilitet i banken falder, dog eksisterer følgende forhold mellem konkurrence og stabilitet, forholdet antages at være drevet af markedsandele på lånemarkedet: Stabiliteten stiger, når konkurrenceintensiteten aftager. Falder konkurrencen tilstrækkeligt, så banken opnår stor markedsmagt, da vil den individuelle stabilitet begynde at aftage.
Ferri, Kalmi & Kerola (2014)	+	Analyserer sammenhængen mellem bankers udlånspolitik og ECB's pengepolitik, når der tages højde for governance struktur i europæiske banker i perioden 1999-2011.

		Kooperative banker forsøger ikke at lade udbud af lån påvirke af den førte pengepolitik, og dermed ikke af konjunktursvingninger. • udjævner renten og lader ikke i samme grad deres udbud af lån påvirke af konjunktursvingninger uanset kundens økonomiske situation. → Renten på lån er derfor mere stabil i en kooperativ bank end i en kommerciel bank. • Fremgangsmåden anvendt af kooperative banker er med til at opretholde et langsigtet forhold til kunderne. De store udsving i udbuddet af bankudlån bidrog i høj grad til den finansielle krise i efteråret 2008, og resultaterne af denne analyse viser, at tilstedeværelsen af kooperative banker kunne være en dæmpende faktor i forhold til disse udsving.
Yamori, Harimaya & Tomimura (2017)	+ / -	Artiklen belyser, hvorvidt strukturen i bestyrelsen påvirker bankens performance på tværs af kommercielle og kooperative banker i Japan i perioden 2009-2013. I Japan gik mange kooperative banker konkurs i starten af 1990'erne og i dag holder de kooperative banker 20% af japanske husholdningers indestående. Performance måles som profit- og omkostningseffektivitet, mens de strukturer i bestyrelsen man kigger er: • Antal af bestyrelsesmedlemmer • Andel af bestyrelsen som består af medlemmer, som er bestyrelsesmedlemmer på deltid, og dermed anses som uafhængige. • Andel af bestyrelsen udgjort at medlemmer, der repræsenterer ejerne (medlemmerne) i en kooperativ bank. Resultatet af rapporten viser at • Kooperative bankers niveau af omkostningseffektivitet påvirkes positivt af en højere grad af uafhængige medlemmer i bestyrelsen, effekten er signifikant men lille. • Antallet af bestyrelsesmedlemmer påvirker omkostningseffektiviteten negativt. • Eneste signifikante resultat på profiteffektiviteten er en positiv effekt af uafhængige bestyrelsesmedlemmer. Det konkluderes at en højere omkostningseffektivitet kan opnås ved at skære i antallet af bestyrelsesmedlemmer. Både omkostningseffektiviteten og evnen til at skabe værdi bliver positivt påvirket af at have flere uafhængige bestyrelsesmedlemmer.
Migliorelli & Brunelli (2017)	+ / =	Analyserer om governance struktur har en effekt på, hvor meget banker lader deres udbud af lån påvirke af den Europæiske Centralbanks pengepolitik i perioden 2008-

		2013. Dette analyseres ved inddeling af europæiske lande i to grupper, disse to grupper er kendetegnet ved at ligne hinanden i 2 makroøkonomiske mål; arbejdsløshed samt gældsniveau i forhold til GDP. 1. Østrig, Finland, Tyskland, Malta, Slovakiet og Slovenien *(nord-øst)* 2. Belgien, Cypern, Frankrig, Irland, Italien, Portugal og Spanien *(syd-vest)* • For begge grupper af lande er der en signifikant effekt af forrige periodes udbud af lån. Samtidig er der en negativ, signifikant effekt af ændringer i pengepolitikken på udbuddet af lån. • Det er kun for gruppe 1, at der er et signifikant resultat, som viser, at kooperative banker er i stand til at booste effekten af en eventuel reducering af den pengepolitiske rente. • Den samme effekt ses ikke for kommercielle banker; det styrker, at effekten skyldes governance struktur. • Effekten er stadig signifikant for gruppe 1, fjerner man Tyskland, som dominerer i forhold til antal banker i gruppen. Resultatet, at kooperative banker skulle booste en reducering af den pengepolitiske rente, er modsatrettet andre resultater (Ferri et al. 2014), hvilket skyldes at analysen er over perioden 2008-2013. Under den finansielle krise havde kooperative banker stor interesse i at sænke renten for at stabilisere renten mest muligt. På den måde kan de kooperative banker skabe de bedste omstændigheder for udlån til deres kunder, og dermed skabe et langsigtet forhold.
Webb, Bryce & Watson (2010)		Artiklen analyserer, hvorledes det har påvirket effektiviteten i de 5 største kommercielle banker i UK, at UK building societies har ændret governance struktur fra kooperativt til kommercielt ejerskab. Den finder, at de-mutualization (omdannelse af foreningsejet selskab til aktieselskab) har en positiv effekt på effektiviteten i de største banker. Analysen foretages over perioden 1993-2015, hvor perioden inddeles i subperioder af 3 år. • Overordnet er effektiviteten faldet for den kommercielle sektor over perioden, da inkludering af konverterede (fra kooperativ til kommerciel struktur) har reduceret den profitorienterede effektivitet. • Konverterede building societies har performet bedre end kommercielle banker, måske fordi de har kunne drage fordel af tidligere kooperative strukturer herunder forholdet mellem omkostninger og omsætning. • Afsluttende kommenteres det, at den mest effektive struktur for banker ikke nødvendigvis er den kooperative. Store kommercielle banker i UK har været mere interesseret i at opnå vækst gennem diversificering, fusion og nyerhvervelser end i at specialisere sig. Så building societies har været

		attraktive for disse store, mere aggressive banker med adgang til billig kapital grundet deres specialisering i nicher.
Fonteyne IMF(2007)	=	Analyse af effektivitet og styrker/svagheder i kooperative banker i Europa. Rapporten konkluderer, at indtjeningen måske nok er (lidt) mindre i kooperative banker, men effektiviteten er på højde med øvrige ejerformer.
Brunner et al (2004)	=	Analysen undersøger indtjening og omkostningseffektivitet i kooperative banker i Frankrig, Tyskland, Italien og Spanien og resultatet er, at en lavere indtjening ikke er en funktion af lavere effektivitet i kommercielle banker. Fortolkningen er, at en lavere indtjening må tilskrives en større optimering af medlemmernes interesser/overskud ved rollen som bruger.
Klinedinst (2007)	+	Medarbejdereffektivitet i credit unions: Artiklen undersøger udviklingen i markedsandele for credit unions i det geografiske område, der blev berørt af Orkanen Katrina i USA. Konklusionen er, at en højere effektivitet i credit unions sammenlignet med kommercielle banker af samme størrelse kan henføres til en højere medarbejdereffektivitet og –engagement.
Valnek (1999)	+	Valnek finder højere indtjening og "risk-adjusted returns on assets" i building societies i UK end i finansielle kommercielle selskaber i realkreditsektoren.
Hess & Cihák IMF (2007)	=/+	I en analyse af data over en længere årrække fra en lang række kooperative og kommercielle selskaber i den finansielle branche er resultatet, at kooperative banker ikke er mindre effektive end kommercielle banker målt på forholdet mellem omkostninger/indtjening. Derimod konkluderer rapporten, at kooperative banker er mere stabile som følge af en lavere standardafvigelse på variation i indtjeningen.
Wyman (2008)	+ / -	Undersøgelsen dækker en periode på tre år fra 2004 og frem til 2006. Kooperative banker i flere europæiske lande analyseres i forhold til sammenlignelige kommercielle banker på omkostningseffektivitet og vækst i indtægtsgrundlaget. Resultaterne viser, at de kooperative banker har en høj, komparativ effektivitet, mens væksten er relativ beskeden.
Iannotta et al (2007)	- / =	Analyse af performance og risikoeksponering i 181 banker fra 15 europæiske lande i perioden 1999-2004. • Coop banker (+off. banker) har lavere indtjening selvom de har lavere omkostninger → IOF's har højere afkast på deres aktiver (med højere risiko) • Coop banker har relativt lavere omkostninger • Coop banker har bedre kvalitet i udlånsporteføljen / lavere risiko • Off. Banker er mindre lønsomme og med større risiko • "Mutual banks appear much similar to private banks. • Coops enjoy more favorable customer relationships"

		• Lower profitability is most likely a consequence of a lower average size and different kind of asset mix"
Jaeger & Ory (2002)	+	Franske koop banker har højere omkostningseffektivitet end kommercielle banker. Lavere medarbejder eff. kompenseres af lavere lønninger.
Kotz & Nagel (2002)	=	Faldende effektivitet i tyske koop banker og faldende markedsandel, men (stadig) høj afkast af aktiver i sammenligning med øvrige banker.
Altunbas et al (2001)	=	Studie af tyske banker i perioden 1989 – 1996. Ingen grund til at antage, at kommercielle banker i Tyskland er mere effektive end koop banker. Betydelig størrelsesøkonomi.
OECD (2004)	=	Bekræftelse af en særlig forretningsmodel blandt kooperative banker med større andel af lokale afdelinger end total markedsandel → Højere omkostninger i forhold til aktiver/nettorenteindtægter, men højere afkast på aktiver end i øvrige banker. Markedsandelen for kooperative banker falder i nogle lande men stiger i andre.
Ory & Lemzeri (2007)	=	Undersøgelse af indtjening og effektivitet mellem forskellige ejerformer i den europæiske banksektor. 1. ingen systematisk forskel i omkostningseffektivitet mellem aktieselskaber og kooperative banker 2. Nogen forskel i effektivitet mellem europæiske kooperative banker 3. lavere indtjening (egenkapitalens forrentning) i kooperative banker men lavere volatilitet i indtjeningen

4. Kvalitative aspekter: bløde styrker og svagheder i den kooperative ejerform

Fokus i afsnittet er de (mere) bløde styrker og svagheder i ejerformen, og afsnittet indledes med litteraturens fokusområder, hvorefter følger en nærmere analyse af den merværdi, der kan udledes ved en synliggørelse af det kooperative DNA.

Litteraturen indeholder ikke entydige resultater ved komparative undersøgelser af performance og effektivitet i finansielle foreningsejede selskaber og øvrige, kommercielle selskaber i den finansielle branche. Det er næppe overraskende, og det mest entydige er (således), at litteraturen ikke giver grundlag for at vurdere, at der er signifikante forskelle på ejerformernes effektivitet og evne til at generere indtjening i den finansielle branche. Derfor er det, umiddelbart, mest overraskende resultat formentlig, at de finansielle foreningsejede selskaber ikke performer ringere end de kommercielle banker og forsikringsselskaber, når de komparative studier gennemføres på tværs af sammenlignelige størrelser. Det skal ses i forhold

til, at teser omkring den komparative konkurrencedygtighed i finansielle foreningsejede selskaber ofte vil være, at de kooperative selskaber lider under nogle overordnede styringsproblemer, der vil have negativ indvirkning på selskabsformens performance. Overordnet er der således ikke belæg for at bekræfte disse antagelser. Det giver grundlag for at problematisere de typiske teser og vurdere øvrige antagelser, der kan være afsæt for en forståelse af ejerformernes relative styrker og svagheder.

Litteraturen indeholder forsøg på at indkredse komparative styrker og svagheder ved den medlemsbaserede ejerform, men den teoretiske litteratur på området for selskabsledelse i kooperative selskaber – co-operative governance – er relativt beskeden og underudviklet i forhold til corporate governance litteraturen (Cornforth 2004). Samtidig afspejler en stor andel af litteraturen på området tydeligvis, at fokus ligger på "bløde" parametre med afsæt i socialteori. Litteraturen behandler typisk medlemmernes rationale for etablering og fastholdelse af medlemsbaserede organisationer og selskaber samt betydningen af medlemsdemokrati og mulighederne for at udvikle tillid og samarbejdsrelationer som særlige kendetegn og komparative styrkepositioner for disse selskabsformer. En stor del af litteraturen tager empirisk afsæt i strukturudviklingen over de senere år med stadig større selskaber og medlemsorganisationer og betydningen heraf for medlemsdemokratiet, medlemmernes indflydelsesmuligheder og den administrative ledelses større indflydelse i stadig større og mere komplekse organisationer.

Overordnet identificeres i litteraturen fem overordnede problemstillinger for det kooperative selskab: a) Horisontproblemet eller generationsskifteproblematikken mellem medlemmer med forskellige tidshorisonter qua "mis-alignment" af de residuale ejerrettigheder / fraværet af omsættelige ejerandele, b) Porteføljeproblemet, eftersom den individuelle indsats af for eksempel kapital ikke følger individuelle risikopræferencer, c) Kontrolproblemet som funktion af flere årsager i det medlemsbaserede selskab, herunder i særlig grad fraværet af omsættelige ejerrettigheder som kontrolmekanisme, d) Indflydelsesproblemet med tilhørende indflydelsesomkostninger i en organisation med interesseheterogenitet i koalitionen af medlemmer, samt e) Free-rider problemet eller gratist eksklusivitetsproblemet i en organisation med fri adgang til medlemsfordele.

Disse fem problemstillinger, der (altså) er identificeret og analyseret i andelslitteraturen, kan ses som en konkretisering af Hansmann's (1996) generelle identifikation af tre omkostningskategorier ved besiddelse af ejerskabet: kapitalomkostninger, kontrolomkostninger og omkostninger ved beslutningstagen.

De medlemsbaserede selskaber vil alle være udfordret på de fem overordnede problemstillinger, der afstedkommer omkostninger for det enkelte medlem ved besiddelse af de residuale ejerrettigheder. Litteraturens adressering af problemstillingerne og analyse af omkostningerne i de enkelte foreningsejede selskaber, muliggør komparative analyser både på tværs af selskaber inden for denne ejerform såvel som på tværs af ejerformer.

Litteraturen adresserer i særdeleshed de problemstillinger, der opstår qua strukturudviklingen med større og mere komplekse organisationer. Præmissen og/eller antagelsen i litteraturen er oftest, at den demokratiske medlemsorganisation taber indflydelse i forhold til det administrative niveau, hvor ledelsen opnår stadig større magt samtidig med, at ledelsen har mulighed for at befæste egen position (Spear 2004). Strukturudviklingen afstedkommer et fokus i litteraturen både på de mulige tiltag i medlemsorganisationen, for at styrke eller revitalisere medlemmernes indflydelsesveje og muligheder for at udøve indflydelse, i forhold til bl.a. selskabets målsætning samt på det folkevalgte systems funktionsdygtighed. Sidstnævnte involverer naturligvis bestyrelsens sammensætning og rolle samt kompetencefordeling i forhold til direktion, men det indebærer mere generelt et fokus på de forskellige niveauer i opbygningen af det folkevalgte system.

Kritikken af ledelsens indflydelsesmuligheder og dominerende stilling i det foreningsejede selskab qua det spredte ejerskab med mange, mindre medlemmer er et gennemgående tema i litteraturen. Omkring "saving and loan banks" påpeges det ydermere, at indskyderne har lille eller ingen incitament til at monitorere ledelsens adfærd, fordi der er statsgaranterede ordninger for indskud[15] (Chaddad & Cook 2004). Konsekvensen er, at ledelsen besidder den reelle kontrol og kan disponere for egen økonomisk vinding (O'Hara 1981: 337), og antagelsen

[15] Statsgaranterede ordninger kan samtidig udvikle moral hazard i de forretningsmæssige dispositioner hos ledelsen i tillæg til den dominerende stilling, som de besidder.

fremhæves tydeligt i en ældre artikel (Nicols 1967), hvor det hedder, at "*subject to little, if any, pressure from savers, management is a self-perpetuating autocracy*".

Litteraturen adresserer naturligvis de finansielle foreningsejede selskabers kapitalforhold, men litteraturen indeholder ikke (umiddelbart) statistiske informationer om eksempelvis kapitalstruktur og kapitalsammensætning, solvensgrader eller komparative studier mellem kapitalopbygning i foreningsejede selskaber og alternative ejerformer i den finansielle branche. Litteraturen understreger (til gengæld), at de finansielle kooperative selskaber har en komparativ fordel i, at det kun er medlemskapitalen, der skal aflønnes, mens den kollektive kapital ikke skal aflønnes via udbytte eller dividende. I flere finansielle foreningsejede selskaber, kan kapitalstrukturen være opbygget således, at der ikke er medlemskapital til forrentning. Det muliggør, at de finansielle foreningsejede selskaber kan reducere prisen på produkter og serviceydelser og opnå en konkurrencefordel[16],

Kapitalen har altid været til diskussion i de foreningsejede selskaber, og det er et gennemgående tema, hvorvidt forskellige begrænsninger på de residuale ejerrettigheder begrænser adgangen til kapital samt mulige tiltag for at stimulere medlemmernes incitamenter til at bidrage med risikovillig kapital til selskaberne. Denne del af litteraturen udmærker sig ved en omfattende afdækning af de teoretiske problemstillinger ved typiske begrænsninger på de residuale ejendomsrettigheder[17] og de tilhørende kapitalbegrænsninger, hvorimod omfanget af potentielle underinvesteringer qua ejerformen ikke er genstand for empirisk analyse. Samtidig er der i litteraturen ikke mulighed for at vurdere effekterne i absolutte størrelser af eventuelle ændringer i et selskabs residuale ejendomsrettigheder.

Det er således påfaldende, at litteraturen i meget høj grad adresserer de potentielle teoretiske problemstillinger, der – teoretisk – kan afstedkomme kapitalbegrænsninger, mens eventuelle trade-off effekter af ændringer i ejendomsrettighedsstrukturen typisk er udeladt eller behandlet i begrænset omfang. Det betyder bl.a., at fokuseringen kapitalproblematikken og en

[16] Idet der dermed ikke tages højde for de faktiske omkostninger for medlemmerne ved at forankre transaktionen i et ejerskab, dvs., at den faktiske omkostning ved at være risikobærer ikke opgøres endsige kræves af medlemmerne.

[17] Begrænsninger på de residuale ejendomsrettigheder ligger primært i begrænsninger iadgangen til at opnå medlem-/ejerskab, omsætteligheden af de residuale rettigheder samt forskellige begrænsninger i adgangen til at udøve stemmeret.

mulig problemløsning gennem omdannelse af de foreningsejede selskaber til noterede selskaber kan ske på bekostning af de potentielle komparative fordele ved ejerformen (Davis 2001).

Omdannelsen er samtidig ikke nødvendigvis begrundet i et faktisk behov for yderligere kapitalfremskaffelse med henblik på at sikre medlemmernes interesser eller opretholde selskabets konkurrencedygtighed[18]. Litteraturen identificerer den såkaldte "wealth expropriation hypothesis" (Mayers og Smith 1986) som en forklaring på omdannelsen, idet selskabets ledelse kan have selvstændig interesse i en omdannelse med henblik på at opnå egen økonomisk vinding både ved omdannelsen (windfall gains) såvel ex post gennem aflønningsformer baseret på selskabets aktier. Tilsvarende vil medlemmer med kort tidshorisont i selskabet kunne have en interesse i en omdannelse med henblik på at sikre en andel i selskabets formue ved exit, og mulighederne for at opnå "windfalls" motiverer de såkaldte "carpet baggers" til at søge ind i de medlemsejede selskaber med henblik på at advokere og fremme en omdannelse.

Tesen vil således også kunne udbygges til at være, at et opportunistisk motiv til omdannelse – hos medlemmer såvel som hos den administrative ledelse – vil øge med selskabets kapitalisering såvel som indtjeningsevne (Chaddad & Cook 2004). Specielt i en situation, hvor markedsværdien betydeligt overstiger de bogførte værdier, vil incitamentet hos grupper af medlemmer i koalitionen være stort for en omdannelse, fordi det kan være den eneste mulighed for medlemmerne til at opnå andel i selskabets markedsværdi. Specielt for de medlemmer, der har en begrænset tidshorisont for brug af selskabets serviceydelser eller for samhandel med selskabet[19].

[18] Omdannelsen af de svenske kooperative banker kan dog være et eksempel på, at behovet for kapitaltilførsel nødvendiggjorde en omdannelse til børsnoterede selskaber med mulighed for at hente kapital på børsen (IMF 2007). Problemet med denne argumentation er imidlertid, at den er uden forklaringskraft på skiftet til en anden og en bestemt ejerform, idet der (formentlig) er andre muligheder for at skabe et tilstrækkeligt kapitalgrundlag.

[19] Problemstillingen er generel og relevant for alle kooperative selskaber men afhænger i betydelig grad af de specifikke begrænsninger på de residuale ejerrettigheder i selskaber. I landbrugets andelsselskaber vil det ydermere gælde, at adgangen til at opnå en andel i selskabets markedsværdi vil være begunstiget af medlemskabets karakter. Medlemskabet for leverandører/aftagere er forbundet med en selvstændig virksomhed (gården), og selvom medlemskabet ikke nødvendigvis følger virksomheden men personen, vil værdien af andelsselskabet alligevel kapitalisere sig i en kapitalisering i værdien af det enkelte medlems egen virksomhed.

Det afspejler den pointe, at det bl.a. er på karakteren af medlemskabet, at de kooperative eller foreningsejede selskaber adskiller sig betydeligt fra hinanden. Medlemskabet af det foreningsejede selskab vil typisk følge en privat person[20], men forskellen ligger i, hvorvidt medlemmets rolle som bruger og ejer er forbundet med et aktiv eller en selvstændig virksomhed, som medlemmet har ejerskabet til. Det vil kunne have betydelige implikationer for de iboende problemstillinger i et foreningsejet selskab herunder de begrænsninger der er på kapitalopbygning i selskaberne.

Skabelse af merværdi gennem udnyttelse af det kooperative DNA

Grundlæggende er spørgsmålet, om den kooperative ejerform indeholder unikke træk, der afstedkommer eller muliggør særlige konkurrencefordele på markedet for finansielle ydelser. En stor del af litteraturen om de kooperative ejerformer i den finansielle sektor betoner særlige styrker ved ejerformen, og de centreres i væsentlig grad omkring udtrykket "relationship banking", der dækker over den tætte medlems- og kunderelation (se f.eks. Ayadi et al 2010, Groeneveld 2013 og Ferri et al 2014). Den tætte kunderelation og de hermed forbundne konkurrencefordele er ikke forbeholdt kooperative banker, men den væsentlige pointe er formentlig, at de kooperative banker med størst konsekvens og troværdighed kan eksponere et særligt kooperativt DNA i forhold til kommercielle banker. Det kooperative DNA dækker bl.a. over "relationship banking", "customer centricity", "integrity" og "ethics", og Rabobank (2009) vurderer, at disse karakteristika bliver desto mere væsentlige for fremtidens kundeforhold.

Wyman (2014) har i en undersøgelse af ledelsens vurdering[21] af de mest unikke karaktertræk fundet frem til at "commitment", "local presence" og "proximity/understanding/advice" er de ord og forhold, som ledelserne selv vurderer som afgørende determinanter i den kooperative ejerform i forhold til relationen mellem den kooperative bank og medlemmer / kunder. Det er således 80 – 90% af de adspurgte, der vægter disse forhold som afgørende, og besvarelserne understøtter opfattelsen af "relationship banking" i de kooperative banker, og vurderingen er, at denne adfærd understøttes yderligere af en i forhold til kommercielle banker tættere og mere lokal filialstruktur og beslutningsproces.

[20] Medlemskabet kan også følge et aktiv, således som det f.eks. kan være tilfældet omkring medlemsreglerne i landbrugets andelsselskaber.
[21] Undersøgelsen bygger på en spørgeskemaundersøgelse blandt 8 europæiske kooperative banker samt interview med ledere på senior niveau i disse 8 kooperative banker: OP Pohjola Group, Credit Agricole, BPCE Group, Credit Mutuel, BVR, Federcasse, Rabobank og Raiffeisen Switzerland.

”Relationship banking” med langvarige kundeforhold og i tilknytning hertil en langsigtet understøtning af private husholdningers og virksomheders forbrug og investeringer kan også understøttes af og ses i sammenhæng med medarbejdersammensætning og stabilitet i medarbejderskaren. Tesen må være, at desto mere stabil medarbejderskaren er, desto bedre kan ”relationship banking” og et langsigtet kundeforhold med specifikt kendskab og information praktiseres. Der er meget få studier og empiriske undersøgelser heraf, men Bossler & Schilder (2016) finder i en komparativ undersøgelse af tyske kommercielle banker og kooperative banker, at både ancienniteten og gennemsnitsalderen for medarbejdere i kooperative banker er signifikant højere end i de kommercielle banker. Undersøgelsen viser også, at der anvendes samme niveau af ressourcer på efteruddannelse, men til gengæld uddanner de kooperative banker bredere på alle kategorier af medarbejdere. Artiklen viser ligeledes, at der er en lavere grad af diversitet på etnicitet i medarbejdersammensætningen blandt de kooperative banker i forhold til sammensætningen i de kommercielle banker.

På det abstrakte plan argumenterer Hansmann (1996), at ejerskabet skal tildeles gruppe af selskabets interessenter, der sikrer, at summen af omkostningerne ved besiddelse af ejerskabet samt transaktionsomkostningerne for alle øvrige interessenter minimeres. Konkurrencedygtigheden af enhver ejerform kan måles ved at opgøre omkostningerne efter Hansmanns model. Det grundlæggende spørgsmål er, hvem af selskabets interessenter, der kan betale mest for ejerskabet, fordi de har de laveste omkostninger ved at besidde ejerskabet og drive selskabets aktiviteter? Samtidig skal øvrige interessenters omkostninger ved at indgå transaktionsforhold med selskabet indgå i en opgørelse af den mest effektive tildeling af ejerskabet. Der kan tænkes en lang række forskellige kombinationsmuligheder og faktorer, der er udslagsgivende for den mest effektive tildeling af ejerskabet til en bestemt gruppe af selskabets interessenter. Eksempelvis vil lave ejeromkostninger for en gruppe af interessenter ikke nødvendigvis betyde, at denne gruppe skal besidde ejerskabet. Høje transaktionsomkostninger for en anden gruppe af interessenter kan medføre, at summen af de samlede omkostninger kan reduceres, hvis denne gruppe tildeles ejerskabet, selv når denne gruppe har højere omkostninger ved at besidde ejerskabet. Det kan være tilfældet i flere andelsselskaber eller medlemsejede selskaber, og det kan forklare, at governance problemer i

de medlemsejede selskaber kan være acceptable i forhold til en vurdering af en effektiv tildeling af ejerskabet til brugerne af selskabets produkter og ydelser.

Det betyder eksempelvis, at det kan være effektivt at tildele ejerskabet til kunderne / brugerne af selskabets ydelser, selvom medlemsbaserede selskaber ofte antages at være forbundet med særlige agentomkostninger, kapitalbegrænsninger og højere omkostninger i den demokratiske beslutningsproces i forhold til øvrige ejerformer. Forklaringen er, at kunderne / brugerne alternativt ville have haft høje omkostninger ved at gennemføre transaktionen på markedet og på markedsvilkår samtidig med, at forankring af transaktionen i et ejerskab kan udløse særlige, komparative fordele og styrker. Det kan give sig udslag i form af lave interne transaktionsomkostninger i selskabet (eksempelvis som følge af en højere grad af tillid og tryghed og en højere grad af finansiel stabilitet) og lavere produktionsomkostninger qua mere loyale medlemmer.

Det unikke ved den kooperative ejerform udtrykkes i et interview[22]:"*Co-operatives are owned and run by members and are not inclined by the greed of shareholders*". Den udlægning understreger givetvis den udbredte opfattelse, at medlemmernes ret til det økonomiske resultat i selskabet sammen med adgangen til indflydelse er afgørende faktorer til forståelse af kooperativets særlige identitet og unikke konkurrenceparametre. En gennemgang af en række præsentationer[23] af det kooperative finansielle selskabs styrker viser entydigt, at medlemmernes økonomiske og demokratiske rettigheder fortolkes som centrale til forståelse af ejerformens særlige styrker komparativt til f.eks. kommercielle og/eller børsnoterede finansielle selskaber.

Disse fortolkninger af styrken i det kooperative selskab medtager imidlertid ikke helt centrale pointer omkring betingelser og forudsætninger for den effektive tildeling af ejerskabet til en bestemt gruppe af interessenter i selskabet. Pointen er, at ejerskabet er forbundet med omkostninger, dvs. de såkaldte ejeromkostninger, men muligvis vil de medlemsbaserede livsforsikringsselskaber have særlige komparative styrker, fordi de er "*ideally positioned in that they are owned by their members (i.e. policyholders), for the members, with all distributed profits being shared*

[22] Interview med Adrian Coles, CEO of BSA i UK, maj 2008.
[23] Der refereres her til gennemgang af en række præsentationer om de kooperative finansielle selskabers styrker og konkurrencedygtighed udarbejdet af repræsentanter for ICMIF, EACB og BSA.

among the members. It is a great message, but has never been capitalised on", som det fremhæves hos Hansmann (1999).

Een af de komparative styrker er en direkte funktion af det interessesammenfald, der opstår, når brugeren forankrer sin transaktion i et ejerskab. Historisk har argumentet været, at asymmetrisk information har ledt til etableringen af medlemsejede selskaber og organisationer eller en større motivation for at etablere sådanne selskaber, idet to parter med delvist modsatte interesser derved opnår samme interesser (Hansmann 1996). Argumentet er, at kooperative selskaber med større overbevisning kan eksponere hensynet til kundernes / medlemmernes behov, fordi ejerformen er en garanti for interessesammenfald mellem selskabets og kundernes interesser. Wymann rapporten (2008: 26) om kooperative banker i Europa understreger tydeligt, at kooperative banker kan have en konkurrencefordel i forhold til kundernes behov for sikkerhed og tryghed omkring finansielle produkter og finansiel rådgivning. Anbefalingen til de kooperative banker er, at forankringen af ejerskabet hos medlemmerne "*should be placed at the centre of their strategic thinking and operational delivery, and should be fully utilised to address information asymmetry in financial services*". Pointen er, at hvor informationsasymmetrien tidligere var i favør af efterspørgeren af en finansiel ydelse og/eller en kreditfacilitet, har den stigende kompleksitet i finansielle ydelser, sammenholdt med en langt bedre adgang til markeds- og kreditinformationer om de enkelte kunder, forrykket en bias i informationen til fordel for udbyderen.

De tidlige finansielle kooperative selskaber var en mulighed for at reducere risikoen for låntagers opportunistiske adfærd, ved at skabe overensstemmelse i interesserne mellem udbyder og efterspørger af en kredit, og således muliggøre udlån og kreditfaciliteter uden tillæg af en speciel (høj) risikopræmie. Der er imidlertid grund til at være varsom med at tilskrive informationsfordele selve ejerformen men nærmere det forhold, at de kooperative banker var lokalt forankrede med få medlemmer, hvor låntagers opportunistiske adfærd både ville være vanskelig også som følge af intern medlemskontrol og samtidig være til egen ulempe i en mindre gruppe af medlemmer. Den traditionelle komparative fordel ved det foreningsejede, finansielle selskab svækkes således meget klart, når andelsselskabet vokser i antal medlemmer samtidig med, at den geografiske afstand mellem medlem og andelsselskab bliver større.

I forlængelse heraf vil argumentet være, at de finansielle foreningsejede selskaber kan have en fordel i identifikationen af kundernes behov, fordi kunderne i kraft af ejer-/medlemskabet kan kommunikere mere direkte omkring ønsker og behov til selskabet (IMF, Fonteyne 2007). I tilknytning hertilvil den lokale forankring af de finansielle foreningsejede selskaber muliggøre høj grad af information om kunderne. Mens argumentationen kan være valid, er det imidlertid ikke en komparativ fordel forbeholdt den kooperative ejerform. Mindre, lokalt forankrede finansielle selskaber uanset ejerform kan opnå tilsvarende fordele, ligesom væksten og den større afstand mellem medlem og det finansielle foreningsejede selskaber reducerer argumentets validitet.

Størrelsesvariablen kan således have indvirkning på argumentets holdbarhed. Det er den overordnede konklusion hos Amess & Howcroft (2001), der teoretisk analyserer de komparative fordele i de såkaldte Credit Unions i UK og fremhæver, at "*mutuals have a comparative advantage compared with joint stock banks in ameliorating problems associated with adverse selection and moral hazard. These comparative advantages, however, are enhanced in small mutuals such as credit unions which focus on relatively small memberships with a common bond*" (2001: 59). På den baggrund er det vurderingen, at "credit unions" kan udvikle sig af de samme bagvedliggende årsager til etableringen af "building societies" i det 18-århundrede, men – som den væsentlige konklusion – de antages kun at kunne realisere de komparative fordele ved ejerformen og opnå en konkurrencedygtighed ved udbud af finansielle serviceydelser og produkter til "*relatively poor and disenfrachised sectors of society*" (Amess & Howcroft 2001:59).

Men uanset organisationens implikationer for argumentets validitet, er der grund til at antage, at en stigende kompleksitet i de finansielle ydelser vil tilføre de finansielle foreningsejede selskaber – såvel banker som forsikringsselskaber – en konkurrencefordel, fordi de kan udnytte og eksponere medlemsejerskabet til at skabe tillid til rådgivning og salg af finansielle ydelser. Tilsvarende understreges det meget tydeligt i rapporten fra IMF (Fonteyne 2007), at kooperative banker - som en medlems- og kundeejet bank, der skal maksimere medlemmernes interesser – kan have en komparativ fordel i forhold til kommercielle bankers mulige opportunistiske adfærd over for kunderne og udnyttelse af asymmetrisk information til egen vinding. Denne fordel kan være af særlig værdi, fordi "*Financial products have become very complex, and financial institutions have enormous resource advantages over their retail customer*", som det anføres

(IMF, Fonteyne 2007: 14). Ydermere er argumentet, at: "*consumer protection laws cannot always be relied upon to fully protect consumers and provide them with cost-effective ways to seek redress, the trustworthiness of institutions has become an essential criterion in consumers' choice of bank. Customers want to be able to trust the advice their bank gives them and sign documents without (their lawyer) having to read the fine print*".

I forlængelse af disse overvejelser omkring en komparativ styrke ved den kooperative ejerform vil, en ekspansiv forretningsstrategi i de kooperative selskaber finansieret delvist ved ekstern kapital og et delt ejerskab med eksterne investorer, afstedkomme en række potentielle problemstillinger, som litteraturen (stadigvæk) ikke berører i nævneværdigt omfang.

Dog giver en analyse af udviklingen i det franske finansielle selskab, Credit Agricole, et væsentligt bidrag til forståelsen af de svagheder, der opstår i forlængelse af denne udvikling. Credit Agricole er – målt på egenkapitalen – Europas største finansielle kooperative selskab, og siden 1990'erne har selskabet undergået en betydelig intern restrukturering samtidig med, at væksten har været betydelig. Væksten er blevet muliggjort gennem dannelse af en hybrid struktur med fastholdelse af kooperative selskaber og etablering af nye traditionelle aktieselskaber, hvor et børsnoteret selskab med eksterne investorer har været kilden til at generere tilstrækkelig risikovillig kapital.

Pointen er i denne sammenhæng, som det formuleres i en artikel omkring udviklingen i Credit Agricole, at "*This hybidization of cooperative groups may eventually pose problems in terms of defining the objectives of the group and its components, the conflict over sharing the wealth created and power, and the potential for competition arising between parts of the same groups*". Og "*More broadly, this transformation has shifted the balance of power among the different stakeholders – managers, employees, board members, cooperative members and now also investors – creating a challenge that cooperative banking groups will have to meet in order to maintain their capacity to expand*" (Ory et al 2006: 43).

Artiklen søger grundlæggende at fremhæve, at disse udviklingstræk i Credit Agricole kan være af mere generel karakter for de finansielle kooperative selskaber og muliggøre, at selskaberne kan reducere nogle iboende begrænsninger. I forlængelse heraf er det centrale budskab, at ændringerne "*... far from [are] neutral, and their consequences are still unclear*", som det udtrykkes i

artiklen. Der er med andre ord en række trade-off effekter ved de tiltag, som de finansielle kooperative selskaber kan iværksætte for at skabe vækst og udnytte stordriftsfordele.

En vækststrategi og en tilhørende brancheglidning ind i forskellige finansielle sektorer vil uvilkårligt øge kompleksiteten i organisationen og stille yderligere krav til den overordnede selskabsledelse og de kompetencer, som de folkevalgte medlemmer skal besidde for at kunne varetage medlemmernes interesser. Samtidig vil etableringen af et (børsnoteret) aktieselskab med eksterne investorer og aktionærer, inden for rammerne af det kooperative selskab til finansiering af forskellige aktiviteter i en vækststrategi, kunne udløse konflikter mellem ejere med forskellige interesser og indvirke negativt på medlemmernes identitetsfølelse og svække medlemsloyaliteten over for selskabet. Det sker, fordi selskabet efter medlemmernes opfattelse får karakter af et mere traditionelt selskab, hvor gevinster skal deles med "almindelige" aktionærer og investorer samtidig med, at selskabets målsætning bliver orienteret mod den traditionelle maksimering af profitten frem for en optimering af værdiskabelsen, under hensyntagen til medlemmernes interesser i det kooperative selskab.

I forlængelse heraf opstår risikoen for, at det kooperative selskab kan have vanskeligt ved at fastholde en særlig evne til at skabe tillid som en særlig konkurrenceparameter. Det anføres tydeligt i en IMF rapport (Fonteyne 2007: 14), at tilliden let kan tabes, og "*when mutual financial institutions become large and pursue growth and diversification, they tend to lose their trust advantage because they start to act as commercial institutions*".

Tilsvarende er det vurderingen hos Ory et al (2006: 57), at disse ændringer i de finansielle foreningsejede selskabers struktur, opbygning og størrelse "*...shift the balance of power towards the top of the pyramid, i.e. away from the rank and file members, or even their representatives, and towards the national body and paid executives*". Mere generelt må det antages, at en ekspansiv forretningsstrategi rummer flere muligheder men med risiko for, at de traditionelle styrkepositioner i de kooperative selskaber svækkes, herunder f.eks. en svækkelse af evnen til at opretholde en høj stabilitet i forretningen, medlemsloyaliteten og medlemmernes tiltro til, at selskabet handler i fuld overensstemmelse med medlemmernes interesser.

5. Opsummering med "rasion d'etre" og definition af det foreningsejede, finansielle selskab

Afsnittet struktureres med en fremhævning af de centrale observationer i gennemgangen, primært i forhold til de kooperative bankers komparative performance og de styrker og svagheder, der kendetegner den kooperative ejerform. Det leder videre til et af de helt store og overordnede emner, nemlig baggrunden for det kooperative selskab og dets "ration d'etre", og med en forståelse og synliggørelse af netop raison d'etre – og *hvorfor* ejerformen eksisterer – er det også muligt at opstille en definition, der præciserer rammerne for ejeformen – og *hvordan* ejerskabet skal indrettes. Derved afrundes afsnittet med fokus på den definition, der var indledningen til denne rapport, og som altid har vakt særlig interesse og mange overvejelser i litteraturen.

Det foreningsejede selskab skal varetage dets medlemmers interesser. Det er grundlaget for dets eksistens. Det betyder også, at det kooperative selskab – på linje med det kommercielle selskab maksimerer værdiskabelsen, men det sker under hensyntagen til medlemmernes interesser. Det er logikken i den dobbelte bundlinje. Derfor er der heller ikke grund til at overgøre forskellene mellem selskaber, og det er en væsentlig hovedpointe hos Hansmann (1996). Det indebærer også, og at det er vanskeligt at indplacere det kooperative selskab som et "stakeholder" selskab. Det kooperative selskab kan på linje med alle øvrige kommercielle selskaber varetage en række opgaver, der tilgodeser øvrige interessenter (gennem CSR-politikker), og det kooperative selskab har muligvis – i forlængelse af definitionen hos ICA – et særligt fokus på brede værdier og sociale tiltag, men det er først og fremmest drevet af medlemmernes interesser.

Den videnskabelige litteratur giver ikke entydige resultater på komparative, kvantitative analyser af performance og effektivitet i finansielle foreningsejede selskaber i forhold til øvrige ejerformer i den finansielle branche. Det mest overraskende resultat i litteraturen er formentlig, at den ikke giver belæg for, at de finansielle foreningsejede selskaber skulle under-performe i forhold til øvrige ejerformer i denne finansielle sektor. Der er måske en svag overvægt af resultater, der indikerer, at finansielle foreningsejede selskaber har en lavere indtjening end børsnoterede selskaber, men eftersom målsætningen er forskellig i de to

ejerformer, er det resultat ikke nødvendigvis særlig informativt. Det er mere interessant, at effektiviteten i de finansielle foreningsejede selskaber ikke synes at være ringere end i andre ejerformer.

Den videnskabelige litteratur tilfører (desværre) ikke ny viden om performance og effektivitet på tværs af ejerformer i den finansielle sektor under og efter finanskrisen. Det væsentligste og signifikante resultat fra litteraturen i studier efter finanskrisen er, at kooperative banker reducerer cyklusser og udsving i den finansielle sektor, herunder i udlånsvæksten til private husholdninger og til små og mellemstore virksomheder. Det understøtter tesen om, at medlemsfunderede banker er en "stødpude" mellem samfundsøkonomiske påvirkninger og deres medlemmer, som de tilstræber at opnå langsigtet "relationship banking" med.

Gennemgangen i nærværende analyse (afsnit 4) af studier af performance og effektivitet i perioden efter finanskrisen har (dog også) vist, at de kooperative banker performer mindst på niveau med eller bedre end kommercielle banker. Resultaterne dækker en længere periode fra begyndelsen af 00'erne og frem til midten af dette årti og omfatter en række nøgletal som afkastningsgraden, egenkapitalens forrentning og effektivitet med forhold mellem omkostninger og indtjening (CI).

Resultaterne er således tydelige, men datagrundlaget kan være biased med afsæt i data fra EACB, og analyserne er primært udført af den hollandske kooperative bank, Rabobank eller i en kreds nær tilknyttet EACB. Der er således ikke belæg for at konkludere på signifikansen af resultaterne. Disse resultater flugter entydigt med den videnskabelige litteratur i forhold til en højere z-score i de kooperative banker i sammenligning med de kommercielle banker. Forklaringen er en lavere standardafvigelse på indtjeningen og altså betydeligt mindre udsving i indtjeningen i kooperative banker. Det resultat understreger samtidig, at komparative studier af performance skal bygge på risiko-justerede afkast.

Det mest entydige mål for konkurrencedygtigheden i de kooperative banker er formentlig udviklingen i markedsandelen, som den er vist i afsnit 3, og den er klart stigende over en længere periode fra midten af 00'erne og frem til i dag, mens den kun er steget svagt eller er uændret i perioden efter finanskrisen.

De typisk nævnte styrker[24] og svagheder i kooperative finansielle selskaber er;

- Adgangen til indflydelse og princippet om én mand – én stemme. Stemmeprincippets betydning og konsekvenser for selskabets adfærd bliver ikke diskuteret nærmere i litteraturen. Til gengæld er det en vurdering i en del af den kooperative litteratur[25], at stemmeprincippet er en sikkerhed for den enkelte i forhold til opportunistisk adfærd udøvet af andre medlemmer. Det betyder med andre ord, at adgangen til indflydelsen er en mulighed for at fremme og tilgodese egne interesser og stemmeprincippet afstedkommer en beskyttelse i forhold til øvrige medlemmer med delvist sammenfaldende interesser.
- Muligheden for at fremme og støtte lokale interesser gennem kooperative finansielle virksomheder. Det er en udbredt opfattelse i fremstillingen af de mulige fordele ved kooperative selskaber, at de understøtter de lokale interesser gennem en relativ større andel af afdelinger i lokalsamfund i forhold til kommercielle banker.
- Adgang til finansiering og reduktion af asymmetrisk information. Det er vurderingen, at kooperative finansielle virksomheder sikrer medlemmernes interesser i forhold til den information, som det enkelte medlem tilvejebringes omkring eksempelvis produktudbud, og med en større lokal forankring kan der være grundlag for bedre adgang til finansielle produkter og finansieringsydelser for de enkelte medlemmer, fordi information og viden om det enkelte medlems betalingsevne er bedre kendt. Den lokale forankring, og en tæt (medlems-) relation mellem kunde/medlem og det kooperative selskaber, afføder med andre ord en tryghed og sikkerhed hos medlemmet, og det er en komparativ fordel, hvis værdi er stigende ved en stigende kompleksitet af de finansielle ydelser.
- Billigere produkter og adgang til overskuddet i de kooperative selskaber. Det er en overvejende antagelse, at kooperative virksomheder har mulighed for at udbyde produkter og services på bedre vilkår end øvrige kommercielle finansielle virksomheder. Denne antagelse afhænger i udpræget grad af markedskonkurrencen, og antagelsen er kun valid, hvis markeds- og konkurrencevilkår ville være anderledes uden de kooperative aktørers tilstedeværelse på markedet. Antagelsen og vurderingen er (særdeles) vanskelig at

[24] I denne sammenhæng hentet fra såvel forskellige organisationer og finansielle kooperativer – eksempelvis BSA, EACB og ICMIF – som artikler og rapporter.
[25] Der refereres her til litteraturen omkring landbrugets andelsselskaber, hvor afsættet tages i nyinstitutionel teoridannelse og/eller transaktionsomkostningsteori.

efterprøve, og argumentet kan være, at fordelene ved det kooperative selskab først findes, når det ikke eksisterer, fordi de øvrige selskaber i den situation har mulighed at optimere indtjeningen til fordel for aktionærer/ejere og på bekostning af kunderne. Adgangen til overskud i selskabet er kun et validt argument, såfremt det ses i forhold til omkostningerne for medlemmerne ved at besidde ejerskabet.

- Bedre finansiel stabilitet i de kooperative selskaber. Det er en vurdering, at kooperative finansielle selskaber kan udvikle større finansiel stabilitet, fordi medlemmerne som kunder vil udvise stor loyalitet og qua en høj grad af loyalitet vil det kooperative selskab kunne justere prissætningen på produkter og services afhængig af behovet for at akkumulere kapital i selskabet.
- Et stabilt udlån til kunder også i finansielle kriseperioder, som f.eks. under den finansielle krise i 2008 – 2009 og i den efterfølgende periode med gældskrise i en række europæiske lande. De kooperative banker stabiliserede markedet med en stort set uændret vækst i udlånene til retail-markedet i perioden 2010 - 2014, og det står i skarp kontrast til det betydelige fald i udlånene hos de kommercielle banker såvel som hos de privatejede "savings banks".
- De finansielle foreningsejede selskabers primære dilemma består i at sikre muligheden for at realisere stordriftsfordele gennem vækst og samtidig fastholde medlemsforankringen og transaktionens forankring i et ejerskab til lave ejeromkostninger for brugerne. Det er en opgave, der rummer betydelige udfordringer for det finansielle foreningsejede selskab, fordi denne ejerform har en række iboende governance problemstillinger afledt af det spredte ejerskab med mange mindre ejere, der har forskellige interesser og forudsætninger for at udøve ejerskabsrollen. I forbindelse med vækst i selskaberne er der risiko for, at ejernes interesseheterogenitet bliver udløst samtidig med, at iboende problemstillinger i selskabsledelsen bliver latente med stigende omkostninger til følge for medlemmerne. Det vil kunne reducere konkurrencedygtigheden i selskaberne relativt til øvrige ejerformer.
- Diversitet i ejerformer er i væsentlig grad blev et mantra til understregning af, at ingen ejerform kan stå alene, og at den kooperative ejerform, også i den finansielle sektor, bidrager med en række positive effekter til såvel samfundsøkonomien som til de enkelte husholdninger og virksomheder, som de kommercielle finansielle virksomheder ikke leverer i samme omfang eller i tilstrækkelig grad. Det er specielt i kølvandet på den finansielle krise, at argumentet om diversitet i governance strukturer, som middel til at

afbøde negative effekter på samfundsøkonomien af eksogene chok, har fået gennemslagskraft. Ssom Groeneveld (2017) formulerer det "*too much uniformity in banking renders the sector vulnerable to shocks affecting all banks in the same way and to the same degree, i.e. the systemic stability is undermined*".

Synliggørelse af det kooperative DNA: "Raison d'etre"

Overordnet bliver "raison d'etre" ofte til en række makro-forklaringer på den kooperative ejerforms eksistensberettigelse og virke, dvs. forklaringer, der dokumenterer en række effekter på makroniveau af ejerformen og det konkrete ejerskab. Disse forklaringer må – som med alle forklaringer på makroniveau – kunne udledes af eller deducere en tilhørende adfærd, reaktion eller tilstand på mikroniveau. I tabel 8 er der listet en række forhold, der identificerer baggrunden for den kooperative ejerform på makroniveau og det tilhørende sæt af reaktioner på mikroniveau, dvs. i den enkelte husholdning eller virksomhed.

Tabel 8: Raison d'etre for den kooperative ejer form på makro- og mikroniveau

Makroniveau	Mikroniveau
Diversitet i branchen med tilhørende (positive) effekter, herunder sikkerhed for effektiv konkurrence og performance i den finansielle sektor	Sikkerhed og tryghed for de enkelte husholdninger og virksomheder qua den dobbelte bundlinje i det kooperative selskab og medlemmernes besiddelse af de residuale rettigheder.
Stabilitet i udlån og udlånsvækst også i finansielle kriseperioder, hvorved kooperative selskaber reducerer de negative effekter i samfundsøkonomien.	"Relationship-banking" med langsigtet understøtning af forbrug, forretningsudvikling og investeringer.
Høj stabilitet /z-score i kooperative finansielle selskaber	Sikkerhed og tryghed i forhold til forbrug og investeringer i private husholdninger og i små og mellemstore virksomheder.

Stort antal filialer og en væsentlig geografisk dækning, herunder i land- og yderområder	Lokal forankring med personligt kendskab til rådgivere og oplevelse af finansiel tryghed, samt sikkerhed for adgang til lån for private husholdninger såvel som for små og mellemstore virksomheder
Samarbejde mellem kooperative selskaber som et væsentligt andelsprincip, herunder forankring af opgaver i centrale organisationer med henblik på udnyttelse af stordriftsfordele.	Sikkerhed for opnåelse af høj performance og konkurrencedygtige priser for de enkelte medlemmer.
Adgang til finansielle ydelser, herunder i udviklingslande med ringe finansiel infrastruktur. Typisk fri adgang samt adgang i udviklede markeder til komplekse finansielle ydelser for privatkunder	Mulighed for det enkelte medlem til, at udnytte finansielle ydelser og/eller minimere omkostninger i de daglige finansielle transaktioner og i tilknytning hertil vilje til at udnytte finansielle muligheder med reduceret risiko for asymmetrisk information.
Princippet om den dobbelte medlems-funktion i det kooperative selskab, dvs. en funktion både som bruger og som indehaver af de residuale rettigheder (kontrol og økonomisk resultat)	Medlemmerne er bærere af de residuale rettigheder med laveste omkostninger i sammenligning medselskabets øvrige interessenter. Forankring af transaktionen i ejerskab giver det enkelte medlem sikkerhed for varetagelse af medlemsinteresser, herunder beskyttelse af (transaktionsspecifikke) investeringer og fravær (reduktion) af asymmetrisk information.
Demokrati og demokratisk indflydelse som et væsentligt andelsprincip	Én mand – én stemme princip med adgang til demokratisk indflydelse som et selvstændigt gode og herunder i forhold til større sikkerhed og tryghed for den enkelte bl.a. omkring adgangen til lån.
Princippet om dobbelt bundlinje i det kooperative selskab	Princippet afføder sikkerhed for det enkelte medlem i transaktionen, det vil sige – under forudsætning af effektiv

	performance – får det enkelte medlem en gevinst i samhandlen og/eller som andel i økonomisk resultat.
Andel i overskud og økonomiske resultater i forhold til samhandelen og uden eller kun lille forrentning af investeret kapital i overensstemmelse med et væsentligt andelsprincip.	Motivation for det enkelte medlem til at styrke transaktionen og en sikkerhed for optimal pris på ydelsen / transaktionen med det kooperative selskab uden forrentning af kapitalen, herunder incitament for medlemmet til at udøve en effektiv governance med henblik på størst mulig effektivitet og konkurrencedygtighed i brugen af selskabets ydelser (andel i overskud er i sig selv kun et validt argument, hvis medlemmer kan besidde de residuale rettigheder til lavere omkostninger end øvrige interessenter)
Sociale værdier og hensyntagen til interessenter (stakeholder values), herunder som formuleret i ICA's andelsprincipper	Varetagelse af hensyn, der sikrer en bredere målopfyldelse for det enkelte medlem

Raison d'etre for det kooperative selskab kan opfattes som et spejlbillede af ejerskabets dimensioner, og hvor på dimensionerne det kooperative selskab ligger. Det belyser, hvordan medlemmerne har designet ejerrettighederne og placeret selskabet i forhold til orientering, strategi og værdier, og på den baggrund er der grundlag for at give (mere) fyldestgørende begrundelser for eksistensen såvel som berettigelsen af det enkelte kooperative selskab.

Den øvelse er fundamental, men øvelsen giver primært merværdi – for både medlemmer og selskab – når ejerskabet og indplaceringen på de enkelte dimensioner i ejerskabet synliggøres over for medlemmerne.

Medlemsinvolvering og tilknytning af medlemmer har altid været et stort emne i kooperative selskaber og klarlægning af et "Raison d'etre" og baggrunden for selskabets virke er en væsentlig forudsætning for at kunne involvere og tiltrække medlemmer.

Pointen er med andre ord, at synliggørelse af alle dimensioner på ejerskabet over for medlemmer og kunder er afgørende for realisering og udnyttelse af det kooperative selskabs "rasion d'etre". Uden synliggørelse af ejerskabet kan det være vanskeligt at sikre vækst eller blot status quo for det kooperative selskab, ligesom det i litteraturen vurderes, at stærkere medlemsinvolvering sikrer en mere effektiv governance.

Synliggørelse af ejerskabet i det kooperative selskab er afhængig af de konkrete elementer eller dimensioner i ejerskabet, der kan synliggøres. Derfor er formulering af definitionen ikke bare en teoretisk øvelse. Den rummelige definition på det kooperative selskaber præciserer kun løseligt de dimensioner og egenskaber, der kan synliggøres. En afgrænsende definition vil definere en række dimensioner, herunder a) ejernes karakter og den særlige distinktive faktor for det kooperative selskab, b) medlemmernes rettigheder og ejerskab, c) governance i selskabet, d) opgaverne til udførelse såvel som e) ledelsens rolle

Med baggrund i disse kategorier – og ligeledes som en opsummering på gennemgang og analyse i det foranstående – kan der tentativt opstilles følgende definition på den kooperative ejerform og et foreningsejet selskab:

- Et foreningsejet selskab er et selskab, hvor medlemmer har en dobbeltfunktion, dvs. de er brugere af selskabets ydelser, og de ejer selskabet, dvs. de besidder de residuale rettigheder til kontrol og indtjening.
- Selskabet løser (kun) de opgaver, der gør det muligt for medlemmerne at reducere transaktionsomkostninger alternativt til brugen af øvrige governance strukturer, og/eller selskabet varetager de opgaver, hvor medlemmerne har lavere omkostninger ved ejerskabet sammenlignet med de omkostninger, som en anden gruppe af selskabets interessenter vil have ved at forankre deres transaktion med selskabet i et ejerskab.
- Selskabet maksimerer værdiskabelsen under hensyntagen til medlemmernes interesser, dvs. selskabet har en dobbelt bundlinje, hvor medlemmerne kan tilgodeses økonomisk både gennem prisen på transaktionen såvel som gennem evt. øvrige medlemsfordele samt ved andel i indtjeningen i selskabet.

- Det økonomiske ejerskab er synligt for det enkelte medlem, f.eks. fordi det enkelte medlem bidrager til og/eller har andel i selskabets egenkapital samt opnår andel i selskabets overskud i forhold til brugen af selskabets ydelser.
- Medlemmerne opnår indflydelse gennem princippet om én mand – én stemme og kontrollerer selskabet gennem en folkevalgt ledelse og en uafhængig bestyrelse, der kan vælges direkte af medlemmerne og varetager medlemmernes interesser aktivt og på optimal vis gennem fastsættelse af de overordnede rammer for selskabet. De overordnede rammer omfatter bl.a. selskabets værdisætning, målsætning og forretningsstrategi, ledelsesincitamenter og –aflønning, informationspolitik, etc.
- Selskabets operationelle ledelse varetager medlemmernes interesser, og medlemmerne kan vurdere ledelsens indsats gennem løbende, informativ information om bl.a. selskabets strategi og resultater set i forhold til øvrige aktører.
- Selskabets værdisæt er klart formuleret og danner bl.a. grundlag for selskabets medarbejderpolitik og herunder aflønningssystemer, hensyntagen til øvrige interessenter og herunder fordeling af overskud i forhold til det omgivende samfund, ressourceforbrug, miljøbelastning, etc.

KAPITEL 2: ANALYSE AF PERFORMANCE

Caren Yinxia Nielsen, Siv Levorsen, Anders Christian Meelby, Søren Vincents Svendsen & Steen Thomsen

Det foreningsejede, finansielle selskab går i litteraturen under en række synonyme betegnelser, herunder andelsselskab, gensidig, mutual, kooperativ, medlemsbaseret eller foreningsejet selskab. I denne analyse vil "det foreningsejede, finansielle selskab" blive anvendt som den gennemgående betegnelse til at beskrive de selskaber i den finansielle sektor, hvor (majoriteten af) ejerskabet er forankret hos medlemmer eller brugere af selskabets ydelser. Fællesnævneren for kooperative eller foreningsejede selskaber er foreningen af medlemmer, der ejer og kontrollerer et selskab.

Dette studie er specielt interessant, fordi datagrundlaget dækker en periode fra 2004 til og med 2017, hvor den videnskabelige litteratur ikke tidligere har gennemført sammenlignende studier af performance og effektivitet i foreningsejede, finansielle selskaber og finansielle virksomheder med anden ejerform.

Der er en række videnskabelige studier af performance i perioden frem til finanskrisen, og bl.a. udgav IMF en omfattende analyse af kooperative banker i 2007, hvor det blev konkluderet, at de ikke klarer sig dårligere end finansielle selskaber med anden ejer form.

I en række studier gennemført af aktører tæt knyttet til European Association of Cooperative Banks, EACB for perioden under og efter finanskrisen opnås resultater, der viser en bedre performance på en række nøgletal i kooperative banker, men der har ikke været gennemført videnskabelige studier til at be- eller afkræfte disse vurderinger.

Datagrundlaget i dette studie dækker en længere periode end anden videnskabelig litteratur, hvilket giver mulighed for at give en mere præcis vurdering af finanskrisens implikationer for performance i de finansielle selskaber med ejerskab og selskabsledelse som forklarende variabel.

Overordnet bekræfter studiet i væsentlig grad tidligere undersøgelser og resultater i den videnskabelige litteratur[26]: Foreningsejede finansielle selskaber har gennemsnitligt et lavere

[26] For en oversigt over den videnskabelige litteratur henvis til "Det foreningsejede, finansielle selskab: Gennemgang af litteratur og studier af det foreningsejede, finansielle selskab i Europa" (2019).

afkast, men performer ikke signifikant ringere eller bedre end finansielle selskaber med andet ejerskab, når der tages højde for bl.a. risikoforhold, landeeffekter og firmastørrelse. Resultaterne viser samtidig, at de foreningsejede kreditinstitutter eller kooperative banker har en højere grad af stabilitet i indtjeningen og klarede sig relativt bedre under finanskrisen, hvilket kan have betydning for vurderingen af diversitet og ejerformer i den finansielle sektor. På nogle punkter synes de dog at tage større finansiel risiko end selskaber med kommercielt ejerskab, for eksempel med en ringere soliditet.

1. Databeskrivelse

Det anvendte datasæt er udtrukket fra Standard & Poor's Capital IQ's database. Det beskriver foreningsejede selskaber og selskaber med andet ejerskab i den finansielle sektor, hvilken dækker over følgende brancher: Bankvæsen, realkredit og andre kreditinstitutter, tjenesteydelser, handel med værdipapirer, forsikringsselskaber, forsikringsagenter, børsmæglere, service, ejendomsmæglere samt holding- og andre investeringsselskaber. Der gennemføres særlige analyser af banker og realkreditinstitutter.

Selskaberne, der indgår i datasættet, er beliggende i Vesteuropa: Østrig, Belgien, Danmark, Finland, Frankrig, Tyskland, Grækenland, Guernsey, Irland, Italien, Holland, Norge, Portugal, Spanien, Sverige, Schweiz og Storbritannien. Disse lande vurderes af Standard & Poor's til at være udviklede markeder, hvorfor de er sammenlignelige og kan indgå i en samlet analyse. De finansielle nøgletal angivet i lokal valuta er konverteret til euro for at muliggøre sammenligning af tallene på tværs af lande.

Standard & Poor's definerer også selskabsform; definitionen er anvendt til at kategorisere selskaberne som enten foreningsejet eller med andet ejerskab. Ved manuelt at gennemgå de foreningsejede selskaber fremgår det, at "savings banks" (sparekasser) også kategoriseres som foreningsejede i Standard & Poor's database. "Savings banks" (sparekasser) og foreningsejede selskaber har mange ligheder, idet de opererer med en såkaldt "dobbelt bundlinje", og deler et værdisæt. "Savings banks" er dog ikke nødvendigvis medlemsejede, men har oftest en social

mission, et regionalt engagement og bidrager til almennyttige formål. På baggrund af ovenstående er "savings banks" inkluderet i den komparative analyse.

Listen af mulige foreningsejede selskaber og selskaber med anden ejerskab er ligeledes gennemgået manuelt, for både at sikre at kun moderselskaber med gennemgående kooperative værdier og lederskab er inkluderet, og at finansielle data fra 2006 er inkluderet. Frasorteringen af datterselskaber foretages for at undgå at tælle virksomheder i den samme koncern to gange og for at rense tallene for "koncerneffekter". Resultatet er et datasæt, der dækker 247 foreningsejede, finansielle selskaber og 3146 finansielle selskaber med andet ejerskab.

Ud over den overordnede stikprøve beskrevet ovenfor anvendes også andre stikprøver, der er delmængder af den samlede stikprøve. Den balancerede stikprøve tæller kun virksomheder, der videreføres i hele perioden 2005-2017 – altså ekskluderes virksomheder, som enten fratræder eller tiltræder datasættet, herudover også virksomheder, som forsvinder ved fusion. Den balancerede stikprøve tæller derfor væsentligt færre virksomheder; 80 foreningsejede selskaber og 870 selskaber med andet ejerskab. Desuden anvendes en parvis sammenligning, hvor foreningsejede selskaber matches med deres "nærmeste nabo" målt på totale aktiver og sektor. Hvilken sektor selskabet tilhører defineres ud fra dennes "*standard industrial classification code"* (SIC kode), hvor de 2 første cifre angiver den overordnede sektor.

Selskaberne matches på totale aktiver som et mål for størrelse, hvorved der kontrolleres for, at forskelle mellem foreningsejede selskaber og selskaber med andet ejerskab ikke skyldes størrelsesforskelle. Da virksomhederne matches på ny for hvert år, matches forskellige virksomheder i forskellige år. For at undgå tab af observationer for foreningsejede selskaber, anvendes kontrollerne i form af selskaber med andet ejerskab flere gange. Den matchede stikprøve består herefter af 242 foreningsejede selskaber og 405 selskaber med andet ejerskab.

Gennemgående for analysen er, at denne også bliver foretaget alene for banker og realkreditinstitutter, defineret af de to første cifre af SIC koden ved 60 og 61. Der refereres til denne gruppe af virksomheder ved "kreditinstitutter", og de foreningsejede selskaber i denne gruppe er sammenlignelige med kooperative banker og building societies.

Effekten af den globale finansielle krise analyseres ved at anvende den Europæiske Centralbanks landespecifikke definition af perioden for finansielle kriser, der også omfatter andre kriseperioder. Dog har den Europæiske Centralbank ikke defineret en kriseperiode for Guernsey og Schweiz, hvorfor de i denne analyse er blevet tildelt kriseperioden fra 2008 til 2009[27].

2. Performance- og risici mål

Til at analysere virksomhedernes performance fra 2004 til 2017 anvendes følgende finansielle nøgletal

- RoA er en forkortelse for *Return on Assets* og kan oversættes til aktivernes afkastningsgrad.
- RoE er en forkortelse af *Return on Equity* og kan oversættes til egenkapitalens forrentning.
- Soliditet, som angiver forholdet mellem egenkapital og totale aktiver.
- RoRA er en forkortelse for *Return on Risk-adjusted Assets* og kan oversættes til aktivernes risikojusterede afkastningsgrad.
- Totale aktiver
- Firmastørrelse defineret som den naturlige logaritme til de totale aktiver.
- Aktivernes likviditet defineret som likvide beholdninger og kortfristede investeringer i forhold til totale aktiver.
- Årlig vækst i udlån.
- Risikojusteret kapital ratio defineret som forholdet mellem egenkapital m.v. og risikovægtede totale aktiver.
- Ikke-renteindtægter defineret ikke-rentebaseret indtægter (gebyrer m.v.) i forhold til samlede indtægter, der er summen af renteindtægter og ikke-renteindtægter.
- Misligholdte lån defineret som forholdet mellem misligholdte udlån og totale udlån.
- Aktivrisiko defineret som forholdet mellem de risikovægtede totale aktiver og totale aktiver.

[27] European Central Bank, A New Database for Financial Crisis in European Countries, https://www.esrb.europa.eu/pub/financial-crises/html/index.en.html

Vækst i udlån, risikojusteret afkastningsgrad, ikke-renteindtægter, misligholdte lån, risikojusteret kapital ratio og aktiv risiko er normalt kun tilgængelige for kreditinstitutter, hvorfor anvendelsen af disse er afgrænset hertil. Det samme gælder den risikojusterede afkastningsgrad, risikojusteret kapital ratio og aktiv risiko, som skyldes finansiel regulering. Alle forholdstal er angivet i procent.

Det følgende kapitel, *Resultater,* er opdelt i tre afsnit. I det første afsnit vises en række tabeller, der giver overblik over datagrundlaget. Dernæst følger et afsnit bestående af figurer med overblik over udviklingen over tid, og sidst følger tabeller med resultaterne af de udførte statistiske analyser.

3. Resultater

Tabeller

Tabel 4.1.1: Performance i foreningsejede selskaber og selskaber med andet ejerskab

	Hele stikprøven, 2004-2017			Balanceret stikprøve, 2005-2017			Matchet stikprøve, 2004-2017		
	Forenings-ejede selskaber	Selskaber med andet ejerskab	Forskel	Forenings-ejede selskaber	Selskaber med andet ejerskab	Forskel	Forenings-ejede selskaber	Selskaber med andet ejerskab	Forskel
Totale aktiver	36,236	10,859	25,919***	47,863	28,516	19,347	36,660	35,542	1118***
Aktivernes afkastningsgrad	0.95	4.43	-3.27***	1.03	4.64	-3.76***	0.94	1.55	-0.60***
Egenkapitalens forrentning	6.03	14.0	-7.70***	6.39	13.5	-7.73***	5.98	9.33	-3.20***
Soliditet	13.0	36.7	-22.0***	12.8	36.2	-22.8***	13.1	14.4	-1.35***
Aktivernes likviditet	7.56	17.2	-8.43***	7.60	18.5	-10.6***	7.59	13.7	-6.10***
Observationer	3,023	28,113		1,898	9,932		2,970	2,970	
Antal selskaber	247	3144		80	870		242	405	
Kreditinstitutter (SIC kode 60 og 61)									
Totale aktiver	41,745	50,859	2,630	55,272	96,281	-41,008	41,745	40,889	856**
Aktivernes afkastningsgrad	0.52	2.99	-2.81***	0.54	2.89	-2.80***	0.52	0.99	-0.49***
Egenkapitalens forrentning	5.20	10.7	-6.58***	5.63	9.98	-5.48***	7.60	9.33	-2.39***
Risikojusteret afkastningsgrad	1.17	1.21	0.078	1.30	1.21	0.24	1.17	1.19	-0.08
Soliditet	10.2	24.7	-16.4***	9.83	19.4	-9.60***	10.2	11.4	-1.44***
Aktivernes likviditet	5.68	19.2	-13.9***	5.86	17.6	-11.4***	5.68	13.1	-7.41***
Vækst i udlån	7.35	10.3	-2.97	7.07	7.73	-0.65	7.35	8.47	-0.95
Ikke-rente indtægter	21.6	24.1	-2.98*	21.5	23.9	-2.51	21.6	25.9	-4.21***
Misligholdte lån	3.44	6.54	-2.23**	3.16	6.79	-2.69**	3.44	5.16	-1.50***
Risikojusteret kapital ratio	16.6	18.7	-2.56	17.0	18.8	-2.35	16.6	17.8	-1.38
Aktiv risiko	49.7	52.1	-3.95	46.8	50.0	-3.29	49.7	61.0	-2.72
Observationer	2,456	4,406		1,534	2,184		2,456	2,456	
Antal selskaber	197	450		118	168		197	199	

*Tabellen viser gennemsnitlige mål for rentabilitet og risici for finansielle selskaber i henholdsvis den fulde-, den balancerede- og den matchede stikprøve. Forskellen mellem de gennemsnitlige variable under hhv. foreningsejerskab og andet ejerskab er for den samlede stikprøve og den balancerede stikprøve angivet ved en t-test af en simpel regression med den pågældende variabel som afhængig variabel og en dummy for foreningsejet som uafhængig variabel. Denne t-test tager højde for datas struktur og estimerer robuste standardfejl. For den matchede stikprøve er forskellen mellem de gennemsnitlige variable angivet ved en parvis t-test, som Markeringerne *, ** og *** angiver signifikans af forskellen på henholdsvis 10%, 5% og 1% konfidensniveau.*

Som det fremgår af tabel 4.1.1, er de foreningsejede selskaber i hele stikprøven i gennemsnit signifikant større end selskaber med andet ejerskab målt på aktiver. Det har betydning blandt andet fordi, at store finansielle selskaber i perioden 2004-17 har et lavere afkast. Når alle finansielle selskaber indgår i stikprøven, har foreningsejede selskaber gennemsnitligt et signifikant dårligere afkast end selskaber med andet ejerskab målt på aktivernes afkastningsgrad og egenkapitalens forrentning. Ligeledes er aktivernes likviditet og soliditet mindre i foreningsejede selskaber. De foreningsejede selskaber synes med andre ord i gennemsnit at være mindre rentable og at have en højere risikoprofil, når den fulde stikprøve betragtes.

Samme resultat gør sig gældende i den balancerede stikprøve præsenteret i de midterste tre søjler af tabel 4.1.1, hvor de foreningsejede, finansielle selskaber fortsat ligger signifikant lavere med hensyn til de oprindelige fire nøgletal. Størrelserne på disse differencer har næsten samme kvantitative forskel som i den fulde stikprøve. Det bemærkes dog, at de foreningsejede selskaber ikke længere er signifikant større sammenlignet med de finansielle selskaber med anden ejerskab.

Billedet ændres en del fra de to første stikprøver til den matchede stikprøve, hvis resultater fremgår i de sidste tre kolonner af tabel 4.1.1. Her bemærkes først og fremmest, at de foreningsejede selskaber og selskaberne med anden ejerskab nu har næsten samme gennemsnitlige størrelse, hvilket som nævnt tidligere, er en implicit konsekvens af matching. De foreningsejede selskaber har fortsat i gennemsnit signifikant ringere afkast, men forskellene mellem de to gennemsnit er, i den matchede stikprøve, langt mindre end i de to første stikprøver. Således bemærkes f.eks., at forskellen i hhv. egenkapitalens forretning og soliditeten er gået fra hhv. -7.7 og -22.0 til -3.2 og -1.35. Det bemærkes især, at det er selskaberne med andet ejerskab, som i gennemsnit performer ringere end i de to første stikprøver.

Flyttes fokus til selskaber med SIC-kode 60 og 61, dvs. kreditinstitutter, er der flere nøgletal at sammenligne. Med hensyn til forskellen i størrelserne mellem de to ejerformer bemærkes det, at kreditinstitutterne under foreningseje (kooperative banker og building societies) ikke

længere er signifikant større, når den fulde stikprøve betragtes. I den balancerede stikprøve kan det verificeres, at kreditinstitutterne med andet ejerskab nu er større, men ikke signifikant større, end de kooperative banker, mens de kooperative banker fortsat er signifikant større end deres modparter med andet ejerskab i det matchede sample.

Med hensyn til de oprindelige fire nøgletal forsætter det overordnede billede, hvor de kooperative banker fortsat ligger signifikant lavere på tværs af alle tre stikprøver. Mht. til de nye økonomiske nøgletal er situationen imidlertid en lidt anden. Den risikojusterede afkastningsgrad er i gennemsnit næsten ens hos de kooperative banker og kreditinstitutterne med andet ejerskab. Årsagen til dette kan muligvis findes i, at risikoen på de kooperative bankers aktiver i gennemsnit er lavere i alle tre stikprøver, hvilket kompenserer for det lavere generelle afkast.

Andre interessante nøgletal er de to risici mål, ikke-renteindtægt og de misligholdte lån. Generelt set har de kooperative banker en lavere ikke-renteindtægt, hvilket indikerer, at de er mere sensitive over for markedsændringer sammenlignet med kreditinstitutter med andet ejerskab. Misligholdte lån er et (inverst) udtryk for kvaliteten af selskabernes udlån, og er signifikant lavere for de kooperative banker i alle tre stikprøver. Dvs. at de kooperative banker har signifikant højere kvalitet i deres udlån end kreditinstitutter med andet ejerskab.

Tabel 4.1.2: Performance i foreningsejede selskaber og selskaber med andet ejerskab i og udenfor kriseperioder

	Matchet stikprøve, 2004-2017					
	Foreningsejede selskaber			Selskaber med andet ejerskab		
	Krise	Ingen Krise	Forskel	Krise	Ingen Krise	Forskel
Totale aktiver	35,152	37,158	2,380**	31,545	37,355	7,298**
Aktivernes afkastningsgrad	0.82	0.98	-0.12	1.41	1.62	-0.54***
Egenkapitalens forrentning	3.85	6.72	-2.49***	6.25	10.8	-4.98***
Soliditet	11.9	13.5	-1.57***	12.9	15.1	-1.37***
Aktivernes likviditet	6.43	7.97	-0.83**	12.9	14.1	-0.10
Observationer	737	2,233		927	2,043	
	Kreditinstitutter (SIC kode 60 og 61)					
Totale aktiver	40,078	42,306	3,270**	35,849	43,274	9,546**
Aktivernes afkastningsgrad	0.24	0.62	-0.33***	0.59	1.18	-0.76***
Egenkapitalens forrentning	2.80	6.05	-2.77***	4.40	9.15	-6.58***
Risikojusteret afkastningsgrad	0.76	1.27	-0.30	0.86	1.41	-0.98**
Soliditet	8.95	10.6	-1.54***	10.4	11.9	-1.37***
Aktivernes likviditet	4.91	5.95	-0.46	12.5	13.4	-0.32
Vækst i udlån	5.20	8.12	-2.67*	2.66	11.3	-4.56
Ikke-rente indtægter	19.5	22.3	-4.00***	23.5	27.0	-4.70***
Misligholdte lån	4.63	3.15	0.098	4.07	5.75	0.69
Risikojusteret kapital ratio	14.5	17.1	-2.45***	19.1	17.1	0.37
Aktiv risiko	50.3	49.5	-0.61	59.0	62.3	-4.77***
Observationer	619	1,837		789	1,667	

*Tabellen viser gennemsnitlige mål for rentabilitet og risici for finansielle selskaber i henholdsvis den fulde-, den balancerede- og den matchede stikprøve. For den matchede stikprøve er forskellen mellem de gennemsnitlige variable angivet ved en parvis t-test. Markeringerne *, ** og *** angiver signifikans af forskellen på henholdsvis 10%, 5% og 1% konfidensniveau.*

I tabel 4.1.2 gennemgås finansielle nøgletal i henholdsvis kriseperioder og ikke-kriseperioder for den matchede stikprøve, hvor de finansielle kriseår er defineret af den Europæiske Centralbank og varierer landene i mellem. I tabellen kan det aflæses, at både foreningsejede selskaber og selskaber med andet ejerskab rammes (påvirkes negativt) af finansielle kriser. For de finansielle selskaber er det overordnet gældende, at finansielle kriser medførte en lavere egenkapitalforrentning, lavere likviditet i aktiverne og lavere soliditet sammenlignet med normale vilkår. Ydermere har selskaber med andet ejerskab signifikant lavere afkastningsgrad under kriser end i normalperioder, mens foreningsejede selskaber oplever en lille og insignifikant nedgang.

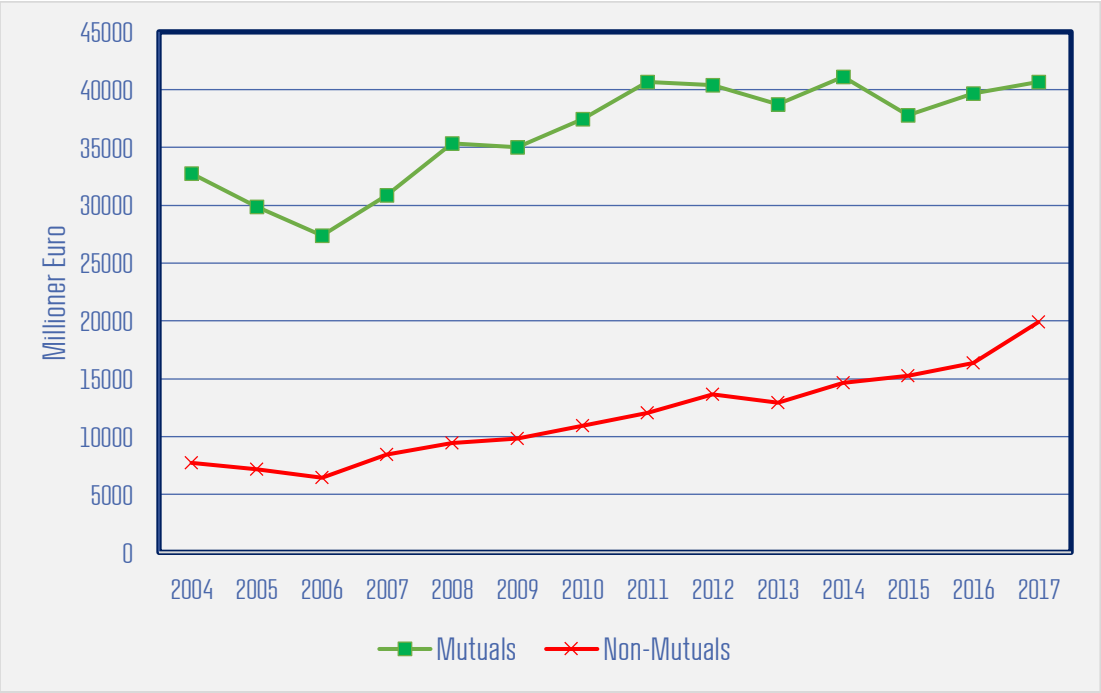
For kreditinstitutterne forekommer der et fald i rentabiliteten, i både de kooperative banker og kreditinstitutterne med andet ejerskab, da den finansielle krise medfører en signifikant lavere forrentning af egenkapitalen og en lavere afkastningsgrad på aktiverne.

Det noteres, at egenkapitalens forretning hos de kooperative banker falder noget mindre sammenlignet med egenkapitalens forrentning hos kreditinstitutterne med andet ejerskab. Med hensyn til de oprindelige to risici mål bemærkes det, at soliditeten og aktivernes likviditet er hhv. signifikant og insignifikant negativt påvirket.

Af andre interessante resultater findes effekten på den risikojusterede afkastningsgrad. De kooperative banker er kun ramt insignifikant, mens kreditinstitutterne oplever en signifikant negativ effekt af finansielle kriser.

4. Figurer

Figur 4.2.1: Udviklingen i selskabernes aktiver, hele stikprøven



Note: Data består af 3,023 observationer af Mutuals og 28,113 observationer af Non-mutuals.

På figur 4.2.1 fremgår det tydeligt, at foreningsejede selskaber (mutuals) i gennemsnit er mere end to gange større, målt på aktiver, end selskaber med andet ejerskab (non-mutuals) igennem hele tidsperioden. Figur 4.2.1 illustrerer derfor samme historie om de foreningsejede selskabers størrelse sammenlignet med selskaberne med andet ejerskab, således udledt af tabel 4.1.1.

Det noteres, at der har været vækst i aktiverne i både de foreningsejede selskaber og selskaberne med andet ejerskab, men udviklingen hos de foreningsejede selskaber synes at have været lidt mere volatil over perioden, hvilket dog antagelig skyldes en mindre stikprøve.

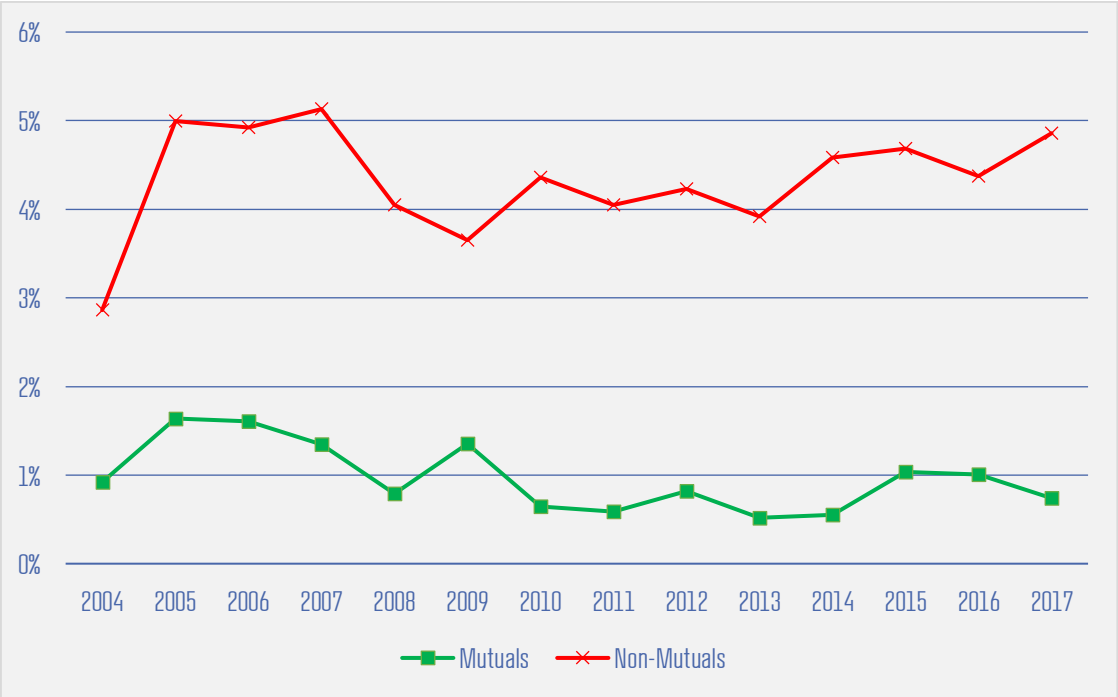
Figuren illustrerer, at der er betydelig risiko for på et aggregeret plan at udføre komparative analyser af "pærer og æbler", altså af selskaber med vidt forskellig størrelse og dermed formentlig også meget forskellige på en række øvrige afledte variable. Det gør, at resultater på aggregeret niveau eller for hele stikprøven skal tages med forsigtighed og forbehold, og det understreger i meget betydelig grad nødvendigheden af den matching, der er redegjort i afsnit

2 ovenfor. Det skal i forlængelse heraf tilføjes, at når der matches blandt kreditinstitutter, så opnås den ønskede ensartethed i de gennemsnitlige aktiver uanset ejerform.

Illustrationen i figur 4.2.1. af den markante forskel i størrelse mellem virksomhederne med forskellig ejerform kan være med til at forklare, hvorfor afkastet i de foreningsejede selskaber igennem den samme tidsperiode i gennemsnit har været ringere, når det kommer til aktivernes afkastningsgrad, hvilket kan ses på figur 4.2.2. I tabel 4.1.1 blev der fundet samme resultat, hvilket delvist blev forklaret med, at de foreningsejede selskaber i gennemsnit er større end de andre selskaber, og at de store selskaber har oplevet lavere afkast i den pågældende tidsperiode. Forklaringen er, at der er en negativ størrelseseffekt, som det vil fremgå af regressionsanalysen nedenfor i tabel 4.3.1.

Denne delvise forklaring gælder også figur 4.2.1 og 4.2.2, idet foreningsejede selskaber i gennemsnit har været større og samtidig oplevet en gennemsnitlig signifikant lavere afkastgrad hvert år i tidsperioden. Forskellen er markant, som det tydeligt illustreres i figur 4.2.2.

Figur 4.2.2: Udviklingen i aktivernes afkastningsgrad, hele stikprøven



Note: Data består af 3,023 observationer af Mutuals og 28,113 observationer af Non-mutuals.

En mulig forklaring på den store forskel på afkastningsgraden mellem foreningsejede selskaber og selskaber med andet ejerskab er, at den fulde stikprøve inkluderer selskaber, som enten indtræder eller fratræder markedet af den ene eller anden årsag. Inkluderingen af disse selskaber kan påvirke den årlige, gennemsnitlige størrelse af virksomheden og afkastningsgrad, idet nystartede virksomheders risikoprofil adskiller sig fra etablerede virksomheders profil. Ligeledes påvirkes disse størrelser også af virksomheder med høj konkursrisiko. Det må således antages (i denne forklaring), at det foreningsejede selskab er mere stabilt med en lang levetid som selskab med samme ejerform, hvorimod øvrige selskaber med anden ejerform er mere forbigående men med evnen til at skabe bedre resultater, når de er aktive.

Ydermere er det oplagt, at størrelsesforskellene og forskelle mellem sektorer påvirker figurerne for årlig, gennemsnitlig afkastningsgrad. Der er en effekt af størrelsen qua den negative størrelseseffekt, og eftersom foreningsejede, finansielle selskaber er større end finansielle selskaber med anden ejerform, så vil de alt andet lige have et lavere afkast.

Sektoreffekten kan tilsvarende have betydning, idet selskaber med anden ejerform vil gå ind i markeds- og risikosegmenter, hvor indtjeningspotentialet er større end i et retail-marked for private husholdninger og små og mellemstore virksomheder, hvor de foreningsejede, finansielle selskaber typisk opererer. Omvendt betyder det også, at risikoen er mindre, og det understreger behovet for at sammenligne de risikojusterede afkastningsgrader mellem de to ejerformer, således som det gøres i figur 4.2.6. nedenfor.

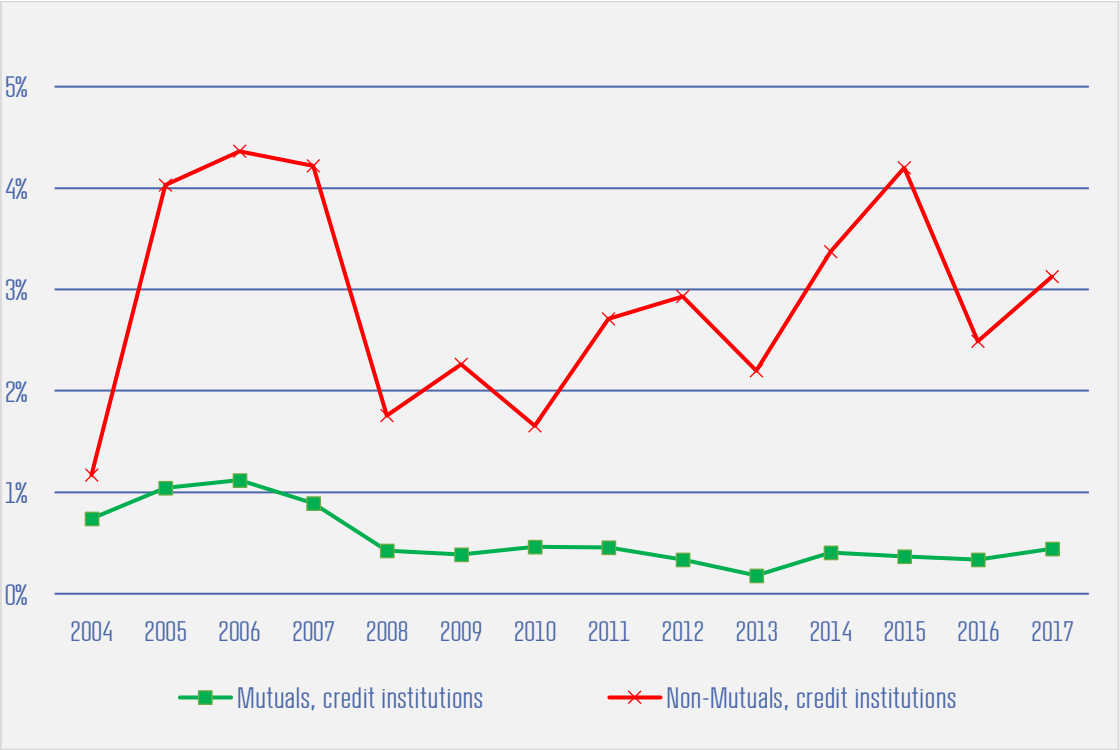
Samtidig kan noget af forskellen i indtjeningen formentlig forklares med det helt indlysende forhold, at de to ejerformer har forskelligt formål. Kommercielle selskaber vil antagelig søge en maksimering af indtjeningen, og resultaterne understøtter denne antagelse, mens de foreningsejede selskaber opererer med en dobbelt bundlinje hvor der, udover en indtjening til opretholdelse af selskabets overlevelse og investeringsevne, også tages hensyn til medlemmernes interesser. Hensynet til medlemmernes interesser vil slå igennem i indtjeningen (bundlinjen), fordi hensynene vil have direkte implikationer for indtjeningen, herunder f.eks. i forhold til øgede omkostninger ved at sikre højere service eller lavere

indtjening qua lavere priser for de ydelser, der leveres til medlemmerne. I den finansielle branche har de foreningsejede selskaber måske en større nærhed til kunderne med f.eks. et tættere filialnetværk, og det vil bl.a. give større omkostninger i sammenligning med finansielle selskaber med anden ejerform.

Når stikprøven reduceres til kun at indeholde kreditinstitutter, reduceres den gennemsnitlige årlige afkastningsgrad for begge typer af selskaber. Således kan det ved figur 4.2.3 noteres, hvordan begge kurver ligger lavere end de tilsvarende kurver i figur 4.2.2. Det gælder fortsat, at selskaberne kreditinstitutter med andet ejerskab i gennemsnit klarer sig bedre end de foreningsejede selskaber (kooperative banker), men volatiliteten i den gennemsnitlige afkastningsgrad er noget højere hos kreditinstitutterne med andet ejerskab.

Overordnet set er forskellen i afkastningsgrad lavere, når der udelukkende ses på kreditinstitutter, hvilket indikerer, at der er en sektoreffekt.

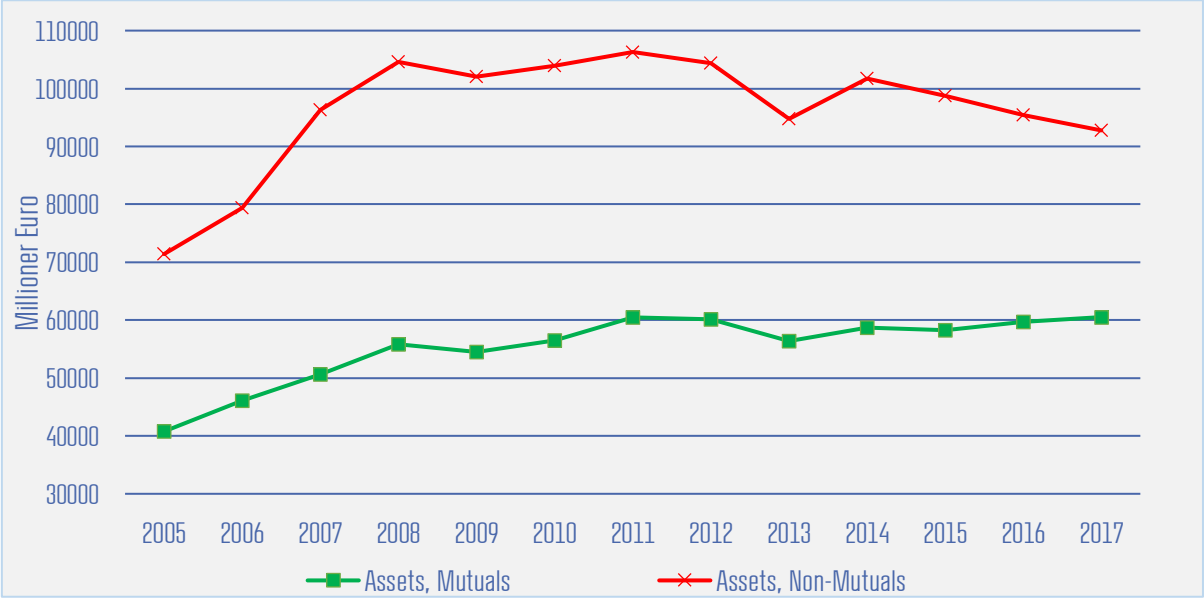
Figur 4.2.3: Udviklingen i aktivernes afkastningsgrad i kreditinstitutter, hele stikprøven



Note: Data består af 2,456 observationer af Mutuals og 4,406 observationer af Non-mutuals. SIC kode 60 og 61.

Ved at tage udgangspunkt i den balancerede stikprøve tages der højde for den føromtalte problematik med selskaber, der indtræder eller fratræder markedet i løbet af tidsperioden. Den balancerede stikprøve er i figur 4.2.4 anvendt til at beregne udviklingen i de gennemsnitlige aktiver for hhv. kooperative banker og kreditinstitutter med andet ejerskab:

Figur 4.2.4: Udviklingen i kreditinstitutternes aktiver, balanceret stikprøve



Note: Data består af 1,534 observationer af Mutuals og 2,184 observationer af Non-mutuals. SIC-kode 60 og 61.

I figur 4.2.4 kan det ses, at når stikprøven reduceres til kun at indeholde kreditinstitutter, så er kreditinstitutter med andet ejerskab i gennemsnit større målt på totale aktiver sammenlignet med de kooperative banker.

Det fremgår også af figuren, at væksten i aktiver for kreditinstitutter med andet ejerskab er mere konjunkturbestemt, hvor væksten i kooperative bankers aktiver er mere konstant. Ud fra figuren kan det (dog) ikke med sikkerhed konstateres, om den ene eller anden ejerform vinder markedsandele. Men de foreningsejede selskaber er i perioden som helhed vokset med godt 50 %, mens de foreningsejede selskaber kun er vokset med godt 1/3 (33 %).

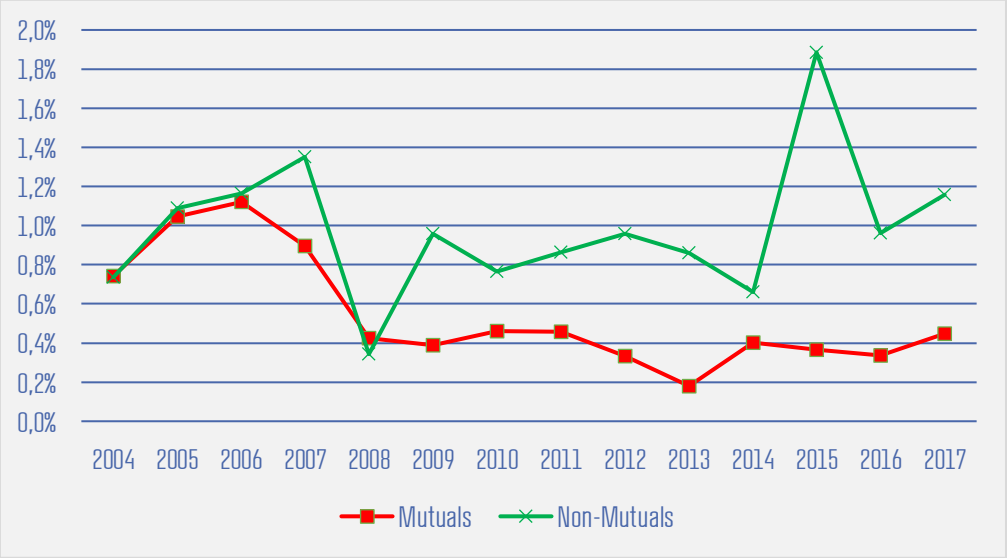
Forklaringen på at de foreningsejede, finansielle selskaber nu i gennemsnit er mindre er, at en stor andel af de foreningsejede selskaber i den fulde stikprøve er kreditinstitutter, hvorfor der er meget få foreningsejede virksomheder i de andre sektorer. Kreditinstitutterne er

kendetegnet ved at være relativt større end den gennemsnitlige finansielle virksomhed, hvilket underbygges af tabel 4.1.1. Ved at fokusere udelukkende på kreditinstitutter i stedet for alle finansielle selskaber "renses" der derfor for, at en stor andel af foreningsejede selskaber er udgjort af de i gennemsnit større kreditinstitutter.

For at kontrollere for størrelses- og sektoreffekter anvendes den matchede stikprøve, som resulterer i, at forskellen i den årlige gennemsnitlige størrelse, mellem kooperative banker og kreditinstitutter med andet ejerskab, vil være mere eller mindre ikkeeksisterende. Udviklingen i afkastningsgraden i kreditinstitutterne vil således være "renset" for en eventuel "størrelseseffekt", hvilket kan verificeres i figur 4.2.5, hvor de kooperative banker formår at skabe en afkastningsgrad, der ligger noget nærmere afkastningsgraden hos kreditinstitutterne med andet ejerskab.

Ydermere er tendensen, at indtjeningen i kreditinstitutterne med anden ejerform er mere påvirkelig af konjunkturudsving.

Figur 4.2.5: Udviklingen i afkastningsgrad i kreditinstitutter, matchet stikprøve



Note: Data består af 2,456 observationer af Mutuals og 2,456 observationer af Non-mutuals. SIC-kode 60 og 61.

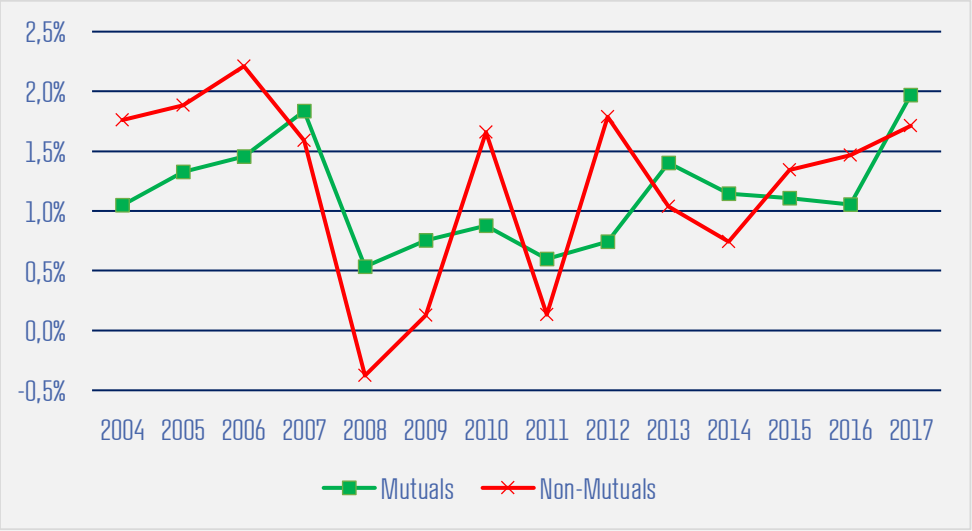
Afkastet i de foreningsejede selskaber forekommer mere stabilt, når der ses på udviklingen i det gennemsnitlige afkast af de risikojusterede aktiver for de to ejerformer.

Figur 4.2.6 viser udviklingen i det risikojusterede afkast for begge ejerformer. Det risikojusterede afkast er det mest retvisende mål for en vurdering af forskellen i indtjeningsevnen mellem de to ejerformer. Figuren nedenfor illustrerer, at de kooperative banker igennem perioden i gennemsnit har haft samme, men mere stabile risikojusterede afkastningsgrad som kreditinstitutterne med andet ejerskab. Der er ikke signifikant forskel i det risikojusterede afkast mellem de to ejerformer for så vidt angår kreditinstitutter.

Resultatet underbygges af tallene i tabel 4.1.1 ovenfor, hvor det fremgår, at forskellen i den gennemsnitlige risikojusterede afkastningsgrad mellem de kooperative banker og kreditinstitutter med anden ejerskab (SIC-kode 60 og 61) er insignifikant for alle tre stikprøver. Det betyder med andre ord, at der ikke er signifikante forskelle i afkastet mellem de to forskellige ejerskabsformer, når der tages højde for risikoforhold og selskabsstørrelse.

Ydermere har konjunkturudsving mindre indflydelse på indtjeningen for de kooperative banker sammenlignet med kreditinstitutter med andet ejerskab. Det er væsentligt i forhold til vurderingen af, at kooperative banker er mere stabile under finansielle kriseperioder og kan fungere som en "stødpude" i økonomiske nedgangsperioder. Det resultat har således betydning for den mere overordnede diskussion om behovet for diversitet med hensyn til ejerformer i den finansielle sektor.

Figur 4.2.6: Udviklingen i risikojusteret afkastningsgrad i kreditinstitutter, matchet stikprøve



Note: Data består af 1,534 observationer af Mutuals og 2,184 observationer af Non-mutuals. SIC-kode 60 og 61.

5. Regressioner

Tabel 4.3.1: Regressionsanalyse af performance for hele stikprøven

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
VARIA-BEL	RoA	RoA	RoA	RoA Kreditinstitutter	RoA Kreditinstitutter	RoA Kreditinstitutter	RoRA Kreditinstitutter	RoRA Kreditinstitutter	RoRA Kreditinstitutter
Foreningsejet – dummy	-0.73** (0.35)	-0.86** (0.39)	-0.51 (0.40)	-0.12* (0.069)	0.045 (0.099)	0.10 (0.11)	0.058 (0.35)	-0.069 (0.39)	0.21 (0.15)
Firma-størrelse	-0.65*** (0.10)	-0.80*** (0.10)	-0.74*** (0.099)	-0.025* (0.014)	0.012 (0.024)	-0.040 (0.033)	-0.15*** (0.053)	0.020 (0.066)	0.049 (0.050)
Soliditetsgrad		-0.80 (0.62)	-1.34** (0.64)	4.92*** (1.66)	5.73*** (1.62)			7.56* (4.56)	
Aktiver-nes likviditet			5.12*** (0.84)		0.11 (0.31)	0.027 (0.34)		-1.41 (0.94)	-1.64* (0.93)
Vækst i udlån				0.045 (0.046)	0.0078 (0.18)	0.51*** (0.14)		0.81*** (0.25)	1.16*** (0.28)
Ikke-rente indtægter					0.63 (0.39)	1.45*** (0.43)		1.25 (0.86)	2.17*** (0.63)
Mislig-holdte lån					-4.49*** (0.82)	-4.54*** (1.02)		-6.89*** (2.10)	-10.2*** (1.43)
Risiko-justeret kapital ratio						1.28 (1.01)			13.4*** (0.42)
Aktiv risiko						0.64 (0.42)			-0.13 (0.59)
Branche effekt	YES	YES	YES						
Konstant	6.43***	7.84***	6.78***	0.28	-0.15	0.11	2.65***	0.45	-1.53**
Obser-vationer	26,347	24,073	23,269	3,147	1,157	769	1,064	747	700
Antal selskaber	3,293	3,170	3,123	281	141	104	136	102	97
Chi2	391	415	469	29.6	65.2	121	8.28	64.7	2285
Prob>Chi2	0	0	0	6.0e-06	0	0	0.016	0	0
Total R^2	0.050	0.063	0.087	0.076	0.22	0.24	0.0037	0.090	0.56
R^2 i sel-skaberne	0.0047	0.010	0.011	0.021	0.026	0.054	0.020	0.054	0.11
R^2 ml. sel-skaberne	0.055	0.058	0.088	0.16	0.43	0.45	0.0048	0.12	0.80

Tabellen viser paneldata-estimation på den samlede stikprøve fra 2004 til 2017 med robuste standardafvigelser. Markeringerne *, ** og *** angiver signifikans på henholdsvis 10%, 5% og 1% konfidensniveau.

I Tabel 4.3.1 vises en række regressionsanalyser

Model (1) estimerer den direkte effekt af foreningsejerskab på aktivernes afkastningsgrad for alle finansielle virksomheder, med kontrol for firmastørrelse, målt ved logaritmen til virksomhedernes totale aktiver. Der kontrolleres også for brancheeffekter (bank, forsikring m.v.). Det fremgår, at større finansielle virksomheder har et lavere afkast, og at foreningsejede, finansielle virksomheder har et 0.73 procentpoint lavere afkast end virksomheder med andet ejerskab. Forskellen er signifikant. I alt er der i perioden – dvs. i en periode på 14 år for perioden 2004-2017 – tale om 26.347 observationer fordelt på 3.293 virksomheder.

I (2) kontrolleres foruden for firmastørrelse og branche også for soliditet, og der ses en lidt større underperformance i foreningsejede virksomheder på 0.86 procentpoint. Foreningsejede, finansielle selskaber har en noget lavere soliditet, hvilket formentlig skyldes, at de er noget større og arbejder i andre dele af den finansielle sektor. I (3) kontrolleres tillige for aktivernes likviditet. Foreningsejede, finansielle selskaber har noget mindre likvide aktier og påtager sig derfor mere risiko. Når der også tages højde herfor, klarer foreningsejede selskaber sig fortsat noget dårligere (cirka 0.5 procentpoint lavere afkast), men forskellen er ikke (længere) statistisk signifikant.

I (4) betragtes alene kreditinstitutter, dvs. kooperative banker i gruppen af foreningsejede selskaber og kreditinstitutter med anden ejerskabsform som sammenligning. Der kontrolleres for soliditet og udlånsvækst, der begge kan betragtes som risikomål. Foreningsejede, finansielle selskaber har noget lavere udlånsvækst end andre finansvirksomheder. Det fremgår, at finansielle selskaber også her har et signifikant mindre afkast, men forskellen er lille (0.1 procentpoint).

I (5) kontrolleres yderligere for indkomststruktur og udlånskvalitet. De kooperative banker har noget mindre gebyrindtægter (højere risiko), men bedre lånekvalitet (færre misligholdte lån). Når der tages højde herfor, er der ikke signifikante forskelle på afkastet i de kooperative banker og kreditinstitutter med andet ejerskab.

I (6) kontrolleres yderligere for risikojusteret egenkapitalandel og aktivernes risiko, der er noget mindre i de foreningsejede finansielle selskaber herunder kooperative banker. Heller ikke når der tages højde herfor, er der dog nogen signifikant forskel på afkastet i kooperative banker og kreditinstitutter med andet ejerskab. I (7-9) undersøges, om der er forskel på det risikojusterede afkast i kooperative banker og kreditinstitutter med andet ejerskab. Det fremgår, at forskellene her er meget små – mindre end en tiendedel procentpoint – og de er ikke signifikante.

Samlet set er konklusionen at foreningsejede finansielle selskaber, herunder kooperative banker, i gennemsnit har et noget mindre afkast end selskaber med andre ejerformer, men at dette i høj grad kan henføres til forskelle i selskabernes finansielle struktur og risiko. Analysen af det risikojusterede afkast viser således, at der ikke er signifikante forskelle i performance mellem de to ejerformer. Det flugter med de resultater, som den videnskabelige litteratur tidligere har vist, men hvor perioden kun er gået frem til starten af finanskrisen. Resultaterne i denne gennemgang er derfor en underbygning af tidligere videnskabelige undersøgelser og nu med et opdateret datagrundlag i perioden under og efter finanskrisen. Der er således ikke grundlag for at ændre på den overordnede konklusion i litteraturen ift. performance i de foreningsejede, finansielle selskaber. Dette sker på trods af, at man kunne forvente, at den dobbelt bundlinje og en række begrænsninger i forretningsgrundlag og –udøvelse, såvel som højere ejeromkostninger i de kooperative banker, kunne trække deres resultater ned i sammenligning med resultaterne i finansielle selskaber med anden ejerform.

Disse resultater giver heller ikke baggrund for at vurdere, at de kooperative banker skulle have været i stand til at performe bedre under den finansielle krise, selvom man ellers kunne have forventet, at de kooperative banker med tætte, langsigtede kunderelationer i den reale økonomi (private husholdninger samt små og mellemstore virksomheder) kunne performe relativt bedre end kreditinstitutter med en lavere bonitet i udlånsporteføljen i en kriseperiode. Resultater og datagrundlag viser således måske overraskende, at de foreningsejede, finansielle selskaber på nogle punkter (likviditet, kapital m.v.) synes at have højere risiko end finansielle selskaber med anden ejerform.

Tabel 4.3.2: Regressionsanalyse af performance med landeffekter for hele stikprøven

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
VARIA-BEL	RoA	RoA	RoA	RoA Kreditinstitutter	RoA Kreditinstitutter	RoA Kreditinstitutter	RoRA Kreditinstitutter	RoRA Kreditinstitutter	RoRA Kredit-institu-tioner
Forenings-ejet – dummy	-0.50 (0.40)	-0.63 (0.44)	-0.24 (0.45)	-0.12 (0.080)	-0.021 (0.13)	-0.066 (0.13)	-0.034 (0.42)	-0.18 (0.40)	-0.076 (0.16)
Firma-størrelse	-0.72*** (0.11)	-0.86*** (0.11)	-0.81*** (0.10)	-0.053*** (0.019)	0.012 (0.025)	-0.059* (0.033)	-0.22*** (0.066)	-0.052 (0.087)	0.0051 (0.047)
Soliditets grad		-0.85 (0.62)	-1.38** (0.64)	4.79*** (1.69)	6.29*** (1.87)			8.02* (4.52)	
Aktivernes likviditet			5.12*** (0.84)		0.10 (0.32)	0.017 (0.35)		-1.13 (0.91)	-1.21 (0.81)
Vækst i udlån				0.043 (0.045)	0.026 (0.19)	0.56*** (0.18)		0.92*** (0.29)	1.29*** (0.34)
Ikke-rente indtægter					0.61** (0.30)	1.29*** (0.38)		1.22 (0.78)	1.46** (0.58)
Mislig-holdte lån					-3.58*** (0.98)	-3.05** (1.29)		-5.13** (2.36)	-6.32*** (2.19)
Risikojuste-ret kapital ratio						1.30 (0.90)			13.2*** (0.47)
Aktiv risiko						0.94** (0.37)			0.047 (0.54)
Branche effekt	YES	YES	YES						
Lande-effekt - dummy	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Konstant	7.71*** (1.13)	9.29*** (1.13)	8.42*** (1.10)	0.69** (0.28)	-0.036 (0.40)	0.12 (0.55)	4.74*** (1.76)	3.89 (3.36)	-0.59 (1.02)
Observa-tioner	26,347	24,073	23,269	3,147	1,157	769	1,064	747	700
Antal af selskaber	3,293	3,170	3,123	281	141	104	136	102	97
Chi2	488	502	559	160	212	305	58.9	754	17547
Prob>Chi2	0	0	0	0	0	0	1.6e-06	0	0
Total R^2	0.058	0.070	0.093	0.16	0.27	0.29	0.15	0.24	0.59
R^2 i sel-skaberne	0.0047	0.010	0.012	0.026	0.026	0.060	0.020	0.061	0.11
R^2 ml. selskab-erne	0.071	0.072	0.10	0.36	0.47	0.49	0.22	0.30	0.83

Tabellen viser paneldata estimation på den fulde stikprøve fra 2004 til 2017, når der kontrolleres for landeeffekter / forskelle lande imellem, og med robuste standardafvigelser. Markeringerne *, ** og *** angiver signifikans på henholdsvis 10%, 5% og 1% konfidensniveau.

I tabel 4.3.2 er der taget højde for de samme kontrolvariable som i tabel 4.3.1, men der kontrolleres yderligere for landeeffekter, der kan have en stor selvstændig betydning for selskabernes afkast.

Det fremgår, at der i ingen af de angivne regressionsmodeller er forskel på afkastet i foreningsejede selskaber og selskaber med andet ejerskab. Dette resultat kan blandt andet tilskrives, at de dårlige makroøkonomiske forhold i visse sydeuropæiske lande med udbredt foreningsejerskab.

Dermed understreges konklusionen af tabel 4.3.1; at der ikke synes at være signifikante forskelle på afkastet i foreningsejede og andre finansielle selskaber, når der tages højde for relevante kontrolvariable.

Tabel 4.3.3: Regressionsanalyse af performance med land- og kriseeffekter for hele stikprøven

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(7)	(8)
VARIABEL	RoA	RoA	RoA	RoA Kreditinstitutter	RoA Kreditinstitutter	RoA Kreditinstitutter	RoRA Kreditinstitutter	RoRA Kreditinstitutter	RoRA Kreditinstitutter
Foreningsejet – dummy	-0.60 (0.40)	-0.74* (0.43)	-0.38 (0.44)	-0.25*** (0.091)	-0.14 (0.14)	-0.21 (0.14)	-0.17 (0.42)	-0.51 (0.37)	-0.43** (0.19)
Kriseeffekt - dummy	-0.76*** (0.15)	-0.89*** (0.14)	-0.90*** (0.14)	-0.54*** (0.10)	-0.50*** (0.13)	-0.52*** (0.15)	-1.10*** (0.23)	-1.06*** (0.23)	-1.07*** (0.25)
Foreningsejet dummy*Kriseeffekt - dummy	0.48** (0.22)	0.53** (0.24)	0.59** (0.24)	0.36*** (0.11)	0.37** (0.15)	0.36** (0.18)	0.55** (0.27)	0.83*** (0.30)	1.08*** (0.29)
Firmastørrelse	-0.73*** (0.11)	-0.88*** (0.11)	-0.82*** (0.11)	-0.058*** (0.019)	-0.0023 (0.026)	-0.069** (0.033)	-0.17*** (0.059)	-0.080 (0.083)	-0.020 (0.047)
Soliditetsgrad		-0.91 (0.62)	-1.45** (0.64)	4.02** (1.63)	5.62*** (1.88)			6.21 (4.11)	
Aktivernes likviditet			5.04*** (0.84)		0.20 (0.35)	0.075 (0.38)		-1.07 (0.96)	-1.05 (0.82)
Vækst i udlån				0.025 (0.041)	-0.0014 (0.18)	0.47*** (0.14)		0.76*** (0.25)	1.16*** (0.28)
Ikke-rente indtægter					0.39 (0.29)	0.90*** (0.34)		0.36 (0.72)	0.96 (0.59)
Misligholdte lån					-2.95** (1.15)	-2.60* (1.45)		-4.21 (2.68)	-5.52** (2.41)
Risikojusteret kapital ratio						1.28 (0.82)			13.2*** (0.38)
Aktiv risiko						0.89** (0.36)			0.046 (0.50)
Branche effekt	YES	YES	YES						
Landeeffekt - dummy	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Konstant	8.29*** (1.14)	10.0*** (1.16)	9.15*** (1.13)	1.12*** (0.30)	0.51 (0.43)	0.69 (0.54)	5.01*** (1.74)	5.19 (3.24)	0.43 (1.02)
Observationer	26,347	24,073	23,269	3,147	1,157	769	1,064	747	700
Antal af selskaber	3,293	3,170	3,123	281	141	104	136	102	97
Chi2	536	549	599	249	241	267	111	10143	6432
Prob>Chi2	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Total R^2	0.059	0.071	0.094	0.19	0.30	0.32	0.18	0.27	0.62
R^2 i selskaberne	0.0066	0.013	0.015	0.079	0.069	0.11	0.056	0.11	0.16
R^2 mellem selskaberne	0.070	0.071	0.099	0.36	0.49	0.50	0.26	0.32	0.82

Tabellen viser paneldata estimation på den fulde stikprøve fra 2004 til 2017, når der kontrolleres for landeeffekter / forskelle landene imellem, og med robuste standardafvigelser. Markeringerne *, ** og *** angiver signifikans på henholdsvis 10%, 5% og 1% konfidensniveau.

I tabel 4.3.3 fokuseres særligt på de foreningsejede, finansielle selskabers performance under finansielle kriser, idet der i regressionsanalyserne indføjes en indikator for "krise" og en interaktionsvariabel mellem foreningsejerskab og krise, der estimerer, hvordan foreningsejede, finansielle selskaber klarer sig i kriseperioder i sammenlignet med andre finansielle selskaber. Som krisevariabel anvendes ECBs landespecifikke indikator.

Det fremgår, at krisevariablen har det forventede negative fortegn, idet finanskrisen har haft en signifikant, negativ indflydelse på selskabernes evne til at skabe et afkast på deres aktiver. Samtidig noteres det, at interaktionen mellem foreningsejerskab og krise er estimeret til at have en signifikant, positiv effekt på afkastningsgraden. Effekten varierer kvantitativt mellem 0.3 og 1 procentpoint, hvilket indikerer, at afkastet i de foreningsejede, finansielle selskaber, herunder kooperative banker, var tilsvarende relativt højere i kriseperioder.

Dermed ikke sagt at de foreningsejede, finansielle selskaber har et højere gennemsnitlig afkast på aktiverne i kriseperioder, eller at de klarer sig bedre end kommercielle selskaber, men snarere at de rammes mindre hårdt af kriser end finansielle selskaber med anden ejerform. Det resultat kan bidrage væsentligt til vurderingen af behovet for diversitet af ejerformer i den finansielle sektor.

6. Konklusion

Resultaterne i denne undersøgelse bekræfter overvejende tidligere undersøgelser og resultater i den videnskabelige litteratur[28]: Foreningsejede, finansielle selskaber i alle finansielle brancher har gennemsnitligt et lavere afkast end finansielle selskaber med anden ejerform, men der er ikke belæg for at konkludere, at foreningsejede, finansielle selskaber inden for bank og realkredit (kooperative banker og realkreditselskaber) skulle performe dårligere end tilsvarende finansielle selskaber med anden ejerform, når der kontrolleres for landeeffekter, firmastørrelse og risikoforhold.

[28] Der henvises i denne sammenhæng til rapporten "Det foreningsejede, finansielle selskab: Gennemgang af litteratur og studier af det foreningsejede, finansielle selskab i Europa" (2019).

Der er således ikke signifikante forskelle i de risikojusterede afkast mellem foreningsejede, finansielle selskaber / kooperative banker og finansielle virksomheder med anden ejerform.

Resultaterne i denne undersøgelse udbygger tidligere videnskabelige resultater med et opdateret datagrundlag frem til 2017, hvor tidligere videnskabelige undersøgelser bygger på data for performance frem til tidspunktet før finanskrisen. Resultaterne viser samtidig, at der ikke er grundlag for at vurdere – som det ellers er blevet gjort i mere populærvidenskabelig litteratur gennemført af aktører tæt knyttet til EACB – at kooperative banker skulle performe bedre end kreditinstitutter med anden ejerform.

Med denne undersøgelse inddrages for første gang (i den videnskabelige litteratur) perioden under og efter finanskrisen. Resultaterne viser yderligere, at foreningsejede kreditinstitutter klarer sig relativt bedre under finansielle kriser end kommercielle selskaber. Det betyder ikke, at de kooperative banker performer signifikant bedre end øvrige kreditinstitutter under finansielle kriser, men deres afkast er mere stabilt og påvirkes mindre af finansielle kriser.

Det resultat underbygger samtidig vurderingen af – som vist både i tidligere studier i den videnskabelige og den mere populærvidenskabelige litteratur – at indtjeningen i de foreningsejede, finansielle selskaber er mindre volatil end i selskaber med andre ejerformer. Den mindre volatilitet i indtjeningen er ensbetydende med en mindre standardafgivelse på indtjeningen (ROA), hvilket antagelig er forklaringen på, at konkursrisikoen (mål ved den såkaldte Z-score) er lavere i selskaber med et medlemsfundament, som det er vist i flere tidligere studier. Resultatet om mindre volatilitet i indtjeningen for foreningsejede, finansielle selskaber er muligvis ikke så overraskende, fordi de har en bedre kvalitet / bonitet af udlånsporteføljen. Resultaterne viser dog også, at de kooperative banker på andre punkter har en højere risiko, eksempelvis en lavere egenkapitalandel (soliditet) og mindre likvide aktiver.

Større stabilitet i indtjeningen og en relativ bedre performance for kooperative banker under finanskrisen må vurderes som et væsentligt resultat, og det bidrager til den større diskussion om behovet for diversitet i ejerformerne i den finansielle sektor.

I anden videnskabelig litteratur, med datagrundlag for perioden under og efter finanskrisen, er det påvist, at de kooperative banker og finansielle selskaber med anden ejerform har forskellig adfærd omkring udlånspolitik og udlånsvækst under den finansielle krise. Det er således

dokumenteret i litteraturen, at de kooperative banker i højere grad end øvrige finansielle virksomheder fungerer som "chok-absorbers / stødpuder" i forhold til eksogene chok i samfundsøkonomien, idet de kooperative banker sikrer udlånsvæksten til den reale økonomi gennem en finansiel krise.

Resultatet tyder på, at de foreningsejede, finansielle selskaber har gavn af de stabile medlemsrelationer, der må betegnes som et væsentligt element i foreningsejerskabets DNA.

KAPITEL 3: JURIDISK ANALYSE AF BINDINGER OG MULIGHEDER I FORENINGSEJE

Rasmus Kristian Feldthusen

I nærværende notat foretages en juridisk analyse af bindinger og muligheder i foreningsejerskab. Fokusset i analysen er foreninger, men i analysen inddrages også andelsselskaber, fonde og aktieselskaber. Baggrunden for dette er; i) at grænserne mellem disse juridiske former for sammenslutninger i teori og retspraksis ikke er klare, hvorfor det ikke altid er ligetil på forhånd at fastlægge, hvilken juridisk form en sammenslutning har[29], ii) at foreningsretten i Danmark ikke er reguleret ved lov, hvorfor det er hensigtsmæssigt at inddrage regler og retspraksis fra andre sammenslutningsformer, og iii) for at vise forskelle og ligheder mellem disse sammenslutningsformer.

Der er tale om en juridisk analyse, hvorfor denne kun i begrænset omfang vil inddrage elementer fra andre discipliner. Ud fra en økonomisk tilgang vil de forskellige former for sammenslutninger anskues på en anden måde end, hvad der er tilfældet inden for juraen. En økonomisk tilgang vil således tillægge sammenslutningens juridiske klædedragt mindre (eller ingen) betydning.

I stedet vil en økonomisk tilgang formentlig fokusere mere på transaktionsomkostninger, risici, karakteren af ejerne, forretningspraksis, strategi, forretningsmodel, værdier, m.v. Af denne grund vil en økonomisk tilgang for eksempel kunne karakterise et aktieselskab som et låntager kooperativ.[30] Ved en økonomisk tilgang vil de juridiske skel mellem de forskellige sammenslutningsformer blive udvisket. Den juridiske grænsedragning mellem de forskellige sammenslutningsformer er heller ikke altid skarpe, men det er andre hensyn og kriterier, der gennemsyrer den juridiske karakteristik og demarkation af sammenslutningsformerne.

Et forsøg på en juridisk fastlæggelse af de forskellige sammenslutningsformer udfordres af, at der i dansk ret gælder en udstrakt aftalefrihed for deltagerne i, hvordan de ønsker at indrette

[29] Til illustration kan nævnes at Tryghedsgruppen gjorde gældende at deres (dengang) to selskaber var andelsselskaber (A.M.B.A.'er) men hvor Erhvervsstyrelsen i afgørelse i 1995 afgjorde, at der i stedet var tale om selskaber med begræsent ansvar (S.M.B.A'er).

[30] Jf. Henry Hansmann, Ownership of the Firm, Journal of Law, Economics and Organization, vol 4, no. 2, s. 271

vedtægterne og dermed rammerne for den konkrete sammenslutning.[31] Der er naturligvis grænser for elasticiteten i den konkrete sammenslutning, men den udstrakte aftalefrihed indebærer, at det er muligt at få en konkret sammenslutning til at minde om en anden juridisk sammenslutningsform.

For eksempel kan en ideel forening på mange punkter minde meget om en fond, En erhvervsdrivende forening minde om et andelsselskab eller en erhvervsdrivende fond , m.v. Hertil kommer at traditionen samt politiske hensyn også har betydning for fastlæggelsen af den enkelte juridiske sammenslutningsforms tilhørsforhold i forhold til de anderkendte juridiske sammenslutningsformer; forening (ideelle og erhvervsdrivende foreninger), andelsselskab, fond (ikke-erhvervsdrivende og erhvervsdrivende), anpartsselskaber, aktieselskab, mv. Folketinget (og EU) har valgt gennem lovgivning og direktiver at foretage en række afgræsninger, som ikke nødvendigvis afspejler resultatet af en stringent juridisk teoretisk tilgang. I praksis kan der således også konstateres en vis udviskning samt inkonsekvens ved den juridiske afgrænsning og fastlæggelse af de forskellige sammenslutningsformer i Danmark.

Der findes i den juridiske litteratur og retspraksis en lang række eksempler herpå, se for eksempel Erhvervsstyrelsens afgørelse vedrørende Tryghedsgruppens (dengang) to datterselskaber. Tryghedsgruppen gjorde gældende at de to datterselskaber var andelsselskaber (A.M.B.A.'er), men Erhvervsstyrelsen traf i 1995 afgørelse om, at datterselskaberne i stedet var selskaber med begrænset ansvar (S.M.B.A.'er). Som begrundelse henviste Erhvervsstyrelsen til datterselskabernes faktiske forhold samt datterselskabernes vedtægter.[32] Det har endvidere til tider i praksis vist sig at være særdeles svært at fastlægge snitfladerne mellem foreninger med mange medlemmer og fonde.

Forenings- og andelsselskabslandskabet i Danmark er meget diverst. Det rummer således alt fra mindre ideelle foreninger, grundejerforeninger, sportsforeninger til erhvervsdrivende foreninger og andelskasser, der er milliardvirksomheder. I de store erhvervsdrivende foreninger og andelsselskaber vil organiseringen oftest afvige fra almindelige foreninger ved at der er indskudt et repræsentantskab ligesom bestyrelsen oftest har antaget en direktion til at

[31] Jf. bl.a. Noe Munck og Lars Hedegaard Kristensen, Selskabsformerne, 7. udg., s. 44ff.
[32] Erhvervs- og selskabsstyrelsens afgørelse af 4. maj 1995.

stå for den daglige ledelse. Eftersom forenings- og andelsselskabsretten er ulovreguleret i dansk ret, er det principielt de samme principper og retsgrundsætninger m.v., der finder anvendelse på foreninger og andelsselskaber, uanset at disse på baggrund af deres størrelse m.v. er vanskelige at skære over én kam.

Inden for den finansielle sektor gælder der dog særlige regler og tilsyn for de såkaldte omdannede tidligere finansielle virksomheder samt hvis foreningen eller andelsselskabet udgør en finansiel holdingvirksomhed m.v.[33] De store foreninger og andelskasser vil oftest være organiseret således, at virksomhedsdriften er udskilt til datterselskaber, således at foreningen eller andelsselskabet udøver sin virksomhed som aktiv ejer gennem sin aktiebesiddelse. Herved adskiller de store foreninger og andelskasser sig også fra de almindelige foreninger og andelskasser hvor aktiviteten sker i selve foreningen eller andelskassen.

De store foreninger og andelskasser vil ikke altid være eneaktionær, men i stedet have bestemmende indflydelse i dattervirksomhederne. Dette indebærer, at de store foreninger og andelskasser også skal tage skyldige hensyn til interesserne hos mindretalsaktionærerne. Dette stiller store krav til bestyrelserne og repræsentantskaberne i udførelsen af deres opgaver og pligter, ikke mindst henset til at der i de seneste årtier har kunne konstateres en stigende fokus på det ansvar, der følger med denne opgave.

Notatet fokuserer på at analysere foreninger men inddrager og sammenligner også i forhold til andelsselskaber, erhvervsdrivende fonde samt aktieselskaber. I oversigten neden for er de væsentligste elementer for disse sammenslutningsformer angivet i forsimplet form.

[33] Se nærmere neden for afsnit III.4 og 5.

	Sammenslutningsform				
	Ideel ("ikke erhvervsdrivende") forening.[34]	F.M.B.A. (Forening med begrænset ansvar). [35]	Andelsselskab (-forening)	Erhvervsdrivende fond	Aktieselskab
Kapital	Intet krav	Intet krav	Intet krav	300.000 kr.[36]	400.000 kr.[37]
Ledelse	Vedtægtsbestemt	Vedtægtsbestemt	Vedtægtsbestemt	Bestyrelse (lovpligtig).[38] Direktion (fakultativ).[39]	Bestyrelse eller tilsynsråd samt direktion (lovpligtig).[40]
Valg/udpegning af bestyrelse	Vedtægtsbestemt. Generalforsamling, repræsentantskab eller lign. organ.	Vedtægtsbestemt. Generalforsamling, repræsentantskab eller lign. organ.	Vedtægtsbestemt. Generalforsamling, repræsentantskab eller tredjepart.	Vedtægtsbestemt med lovmæssige begrænsninger. Selvsupplering eller udpegning af tredjemand.	Flertallet af medlemmerne af bestyrelsen eller tilsynsrådet skal vælges af general-forsamlingen.[41]
General-forsamling (direkte demokrati)	Ja.	Ja. Det er en betingelse, at økonomiske og forvaltningsmæssige rettigheder ikke er baseret på deltagernes andel af kapitalen.[42]	Ja. Overvejende hovedregel er, at hver andelshaver har én stemme uanset størrelsen af andelshaverens kapitalindskud og omsætning med selskabet.[43]	Nej, selvejende.	Ja. Vedtægten kan imidlertid foreskrive forskellige aktieklasser med forskellig stemmevægt, herunder stemmeløse aktier.[44] Der kan endvidere i vedtægten være fastsat en stemmeloft.[45]
Repræsentant-skab eller lign. indirekte demokrati muligt.	Ja.	Ja.	Ja.	NA	Ja, men primært af rådgivende m.v. funktion.[46]
Demokrati	Generalforsamling eller andet organ.	Generalforsamling eller andet organ.	Generalforsamling eller andet organ.	Nej, selvejende.	Generalforsamling.

[34] Der ses her bort fra foreninger, der er organiseret som såkaldte oligariske (fåmandsstyrede) foreninger.
[35] Der ses her bort fra foreninger, der er organiseret som såkaldte oligariske (fåmandsstyrede) foreninger.
[36] Jf. Erhvervsfondslovens § 31.
[37] Jf. Selskabslovens § 4, stk. 2.
[38] Jf. Erhvervsfondslovens § 37, stk. 1.
[39] Jf. Erhvervsfondslovens § 37, stk. 2.
[40] Jf. Selskabslovens § 111, stk. 1 og 2
[41] Jf. Selskabslovens § 120, stk. 1.
[42] Jf. Erhvervsvirksomhedsloven § 3, stk. 1, 2. pkt.
[43] Vedtægten kan imidlertid foreskrive andet.
[44] Jf. Selskabslovens § 45.
[45] Jf. Selskabslovens § 107, stk. 2, nr. 7.
[46] Jf. Betænkning nr. 1498 af 2008 s. 316.

Tilsyn	Nej	Nej *)	Nej *)	Erhvervsstyrelsen (legalitetstilsyn)[47] og Civilstyrelsen (permutations-myndighed)[48].	Nej.
Vedtægts-ændring	Reguleret i vedtægt. Generalforsamling eller repræsentantskab m.v.[49]	Reguleret i vedtægt. Generalforsamling eller repræsentantskab m.v.	Reguleret i vedtægt. Generalforsamling eller repræsentantskab m.v.	Lovbestemt.[50] Bestyrelsen og erhvervsstyrelsen	Generalforsamling.
Formålsændring	Generalforsamling eller repræsentantskab m.v.[51]	Generalforsamling eller repræsentantskab m.v.[52]	Generalforsamling eller repræsentantskab m.v. [53]	Lovbestemt.[54] Bestyrelsen, erhvervsstyrelsen og civilstyrelsen.	Generalforsamling.[55]
Formuen ved likvidation	Skal tilfalde et andet ideelt formål/sammen-slutning iht. vedtægten eller cy-prés ift. formålet. Kan ikke tilfalde foreningens medlemmer-	Reguleret i vedtægt. Kan tilfalde medlemmerne, en anden sammenslutning, et almennyttigt og/eller et almenvelgørende formål.	Reguleret i vedtægt. Kan tilfalde deltagerne, en anden sammenslutning, et almennyttigt og/eller et almenvelgørende formål.	Reguleret i vedtægt men kan aldrig gå tilbage til stifteren eller med stifteren nærtstående.[56]	Udbetales til kapitalejerne.[57]
Lovlig udtræden / salg	Ingen adgang til at få en del af forenings-formuen.	Medlemsbeviset er som udgangspunkt ikke omsætteligt, bl.a. på grund	Afhænger af vedtægten. Tvivlsomt om det historiske deklaratorisk	Fonden har ingen medlemmer eller ejere og	Kapitalandele er frit omsættelige.[59]

[47] Jf. Erhvervsfondslovens § 24, stk. 1.
[48] Jf. Erhvervsfondslovens § 89, stk. 2.
[49] Der er en grænse for hvilke ændringer af vedtægten der kan vedtages. Overskrides denne grænse finder reglerne for opløsning af foreningen i stedet anvendelse.
[50] Jf. Erhvervsfondslovens § 89. stk. 1.
[51] Der er en grænse for hvilke ændringer af formålet der kan vedtages. Overskrides denne grænse finder reglerne for opløsning af foreningen i stedet anvendelse.
[52] Formålsbestemmelsen har tillige karakter af en mindretalsbeskyttelse ift. hvilke aktiviteter foreningen kan påbegynde. Væsentlige ændringer kan således ligefrem kræve enstemmighed.
[53] Formålsbestemmelsen har tillige karakter af en mindretalsbeskyttelse ift. hvilke aktiviteter selskabet kan påbegynde. Væsentlige ændringer kan således ligefrem kræve enstemmighed.
[54] Jf. Erhvervsfondslovens § 89, stk. 2.
[55] Jf. Selskabslovens § 106. Der gælder en række beskyttelsesregler af aktionærerne, jf. bl.a. Selskabslovens § 45 og den såkaldte "generalklausul" i Selskabslovens § 108.
[56] Jf. Erhvervsfondslovens § 1, stk. 2.
[57] Jf. Selskabslovens § 223, stk. 1.
[59] Jf. Selskabslovens § 48, stk. 1. Der ses her bort fra navneaktier hvor vedtægterne kan fastsætte begrænsninger i omsætteligheden eller bestemmelser vedrørende indløsning, jf. Selskabslovens § 48, stk. 2.

	Foreningen er selvejende.	af medlemsforholdets personlige art.[58]	udgangspunkt om ret til formueandel gælder i dag.	derfor ingen adgang til at få en del af fondens formue. Fonden er selvejende.	
Rationale/ (Formål[60])	Virke til fremme af det ideelle formål. Dette kan ske gennem erhvervsdrift (som ikke kommer medlemmernes økonomiske interesser til gode).	Virke til fremme af foreningens medlemmers økonomiske interesser gennem erhvervsdrift.[61]	Virke til fremme af deltagernes fælles interesser gennem deres deltagelse i virksomheden som aftagere, leverandører eller på anden lignende måde, og hvor virksomhedens afkast, bortset fra normal forrentning af den indskudte kapital, enten fordeles blandt medlemmerne i forhold til deres andel i omsætningen eller forbliver indestående i virksomheden[62]	Tilvejebringe afkast af en doneret kapital ved udøvelse og/eller ejerskab af erhvervsvirksomhed samt evt. tillige at anvende afkastet til eksternt uddelingsformål, f.eks. almennytte, almenvelgørende, familie, m.v.	Tilvejebringe afkast af en investeret kapital ved udøvelse og/eller ejerskab af erhvervsvirksomhed.

Generelt om foreninger

Foreningsretten i Danmark er ikke kodificeret ved lov, som vi for eksempel kender det for aktie- og anpartsselskaber i Selskabsloven, eller for fonde i henholdsvis Erhvervsfondsloven og Lov om fonde og visse foreninger.

Foreningerne omfattet af Lov om fonde og visse foreninger, er alene faglige sammenslutninger (fagforeninger, arbejdsgiverforeninger, m.fl.) samt foreninger, hvis midler hovedsageligt består af bidrag fra førnævnte foreninger, såfremt foreningen har som formål at varetage de økonomiske interesser for den erhvervsgruppe, som medlemmerne hører til.[63] Endvidere skal det for god ordens skyld bemærkes, at de erhvervsdrivende foreninger er omfattet af lov om visse erhvervsdrivende virksomheder (herefter benævnt "Erhvervsvirksomhedsloven"), som

[58] Jf. Erhvervsstyrelsens vejledning om Virksomheder med begrænset ansvar (A.M.B.A. og F.M.B.A.).
[60] Dette vedrører ikke nødvendigvis sammenslutningens vedtægtsmæssige formål.
[61] Jf. Erhvervsvirksomhedslovens § 1, stk. 1.
[62] Jf. Erhvervsvirksomhedslovens § 4.
[63] Jf. Erhvervsvirksomhedslovens § 2.

dog alene på nuværende tidspunkt er en registreringslov (og som dermed ikke indeholder egentlige krav til ledelse eller lignende på tilsvarende vis, som for eksempel Selskabsloven og Erhvervsfondsloven gør det for kapitalselskaber og erhvervsdrivende fonde).

Foreningsretten baserer sig således i Danmark på foreningernes vedtægter, den praksis, der kan konstateres i foreningernes virke samt en generel sædvane i foreningerne. Hertil kommer foreningsretlige principper udviklet i juridisk teori og retspraksis samt hvad der kan udledes af reglerne i Selskabsloven.

Foreningsbegrebet og foreningsretlige karakteristika

Foreningsbegrebet vedrører enhver sammenslutning mellem flere personer om et fælles formål, og hvor opnåelsen af formålet indebærer en medlemsaktivitet af en vis varighed.

Der er imidlertid en række karakteristika, som er kendetegnende for foreningsbegrebet;

- Vekslende medlemskreds,
- Der betales medlemskontingent til finansiering af foreningens aktiviteter,
- Som udgangspunkt tilkommer ejerbeføjelserne medlemmerne gennem valg af ledelse og vedtægtsændringskompetence,
- Selvstændig ledelse og
- Ej krav om en formue.

I forlængelse af ovennævnte er følgende elementer tillige afgørende ved fastlæggelsen af, hvorvidt der er tale om en forening[64]

- Formålets relevans for medlemmerne (interessesammenhæng mellem medlemskab og formål),
- Om der er medlemmer og graden af medlemsaktivitet,
- Hvorvidt medlemmerne har ejer-beføjelser
    - hvis en generalforsamling/repræsentantskab har kompetence ift. at ændre vedtægten og udpege ledelsen taler det for en forening.

[64] Jf. Erhvervsstyrelsens vejledning om virksomheder med begrænset ansvar (A.M.B.A. og F.M.B.A.), udgivet december 2013, s. 6.

- Indtægtsgrundlag (medlemskontingent/-indskud taler for en forening); og
- Formuens fordeling ved opløsning (hvis formuen kan udbetales til medlemmerne, taler det for at der foreligger en såkaldt erhvervsdrivende forening. I såkaldte ideelle foreninger kan formuen ikke udbetales til medlemmerne, men tilfalder det velgørende formål ved foreningens opløsning).

Ideelle foreninger og erhvervsdrivende foreninger

Inden for foreningsretten sondres der traditionelt mellem ideelle foreninger (også kaldet ikke-erhvervsdrivende foreninger) og erhvervsdrivende foreninger (også kaldet foreninger med begrænset ansvar eller forkortelsen heraf F.M.B.A).

Som eksempel på foreninger, der betegnes ideelle foreninger, kan næves foreninger med et socialt, politisk, kulturelt eller humanitært formål såsom idrætsklubber, fagforeninger, humanitære organisationer, brancheforeninger inden for landbrug, industri, handel, service mv., partiforeninger, spejderhytter, kunst- og teaterforeninger mv. Ideelle foreninger kan udøve erhvervsdrift, men det er karakteristisk at de ikke gør dette for at fremme medlemmernes økonomiske interesser.

De såkaldte erhvervsdrivende foreninger er kendetegnet ved at udøve erhvervsdrift, således at erhvervsdriften har til formål at fremme medlemmernes økonomiske interesser. Er begge betingelser opfyldt er foreningen omfattet af Erhvervsvirksomhedsloven.[65] Deltagernes økonomiske interesser kan fremmes ved økonomiske fordele som overskudsdeling, udlodning ved opløsning mv., bonus, rabat mv. Deltagernes økonomiske interesser kan endvidere fremmes indirekte ved f.eks. stordriftsfordele ved indkøb, distribution af ydelser, fællesadministration eller lignende. De økonomiske fordele kan endvidere bestå i udlodning af virksomhedens nettoformue ved opløsning.[66]

Ved vurderingen af, om der er tale om fremme af medlemmernes økonomiske interesser, lægges der vægt på et væsentlighedskriterium. Der skal således foreligge væsentlige målbare

[65] Jf. Erhvervsvirksomhedslovens § 1, stk. 1.
[66] Jf. Erhvervsstyrelsens vejledning om virksomheder med begrænset ansvar (A.M.B.A. og F.M.B.A.), udgivet december 2013, s. 5.

og direkte fordele for medlemmerne og ikke blot almindelige rabatter. Foreninger eller sammenslutninger som gennem fælles bestillingskontorer, indkøbscentraler eller administrationskontorer tager sigte på en økonomisk fordelagtig tilrettelæggelse af medlemmernes virksomhed, vil meget ofte blive anset for at have en erhvervsdrift, som har til formål at fremme medlemmernes økonomiske interesser.

Ved en virksomhed med begrænset ansvar forstås i Erhvervsvirksomhedsloven i) andelsselskab og andels eller ii) forening med begrænset ansvar (F.M.B.A.), hvor ingen af deltagerne hæfter personligt, uden begrænsning og solidarisk. Det er desuden en betingelse, at virksomheden/foreningen (herefter i fællesskab benævnt "virksomhed") minimum har to deltagere, at der er mulighed for vekslende deltagerantal, og at økonomiske og forvaltningsmæssige rettigheder ikke er baseret på deltagernes andel af kapitalen.[67]

En virksomhed anses efter Erhvervsvirksomhedsloven for at udøve erhvervsdrift;[68]

- hvis den overdrager varer eller immaterielle rettigheder, erlægger tjenesteydelser eller lignende, for hvilke virksomheden normalt modtager vederlag;
- udøver virksomhed med salg eller udlejning af fast ejendom;
- har den i selskabslovens §§ 6 og 7 anførte forbindelse med et aktie- eller anpartsselskab eller med en anden virksomhed, der udøver den i nr. 1 eller 2 nævnte erhvervsdrift; eller
- udøver en bestemmende indflydelse over en anden virksomhed i henhold til vedtægt eller aftale, og har en betydelig andel i dens driftsresultat uden at have den i nr. 3 anførte forbindelse med den anden virksomhed.

Foreninger der har bestemmende indflydelse i aktieselskaber, jfr. nr. 3 ovenfor, anses således i sig selv for at udøve erhvervsdrift. Det tillægges afgørende vægt, hvem, der reelt har bestemmende indflydelse over selskabet, uanset om der formelt besiddes ejerandele.

Formålet med Erhvervsvirksomhedsloven er at sikre, at virksomheder, der udøver erhvervsdrift, omfattes af en lovbunden selskabsform, hvor der stilles visse krav til ledelse,

[67] Jf. Erhvervsvirksomhedslovens § 3.
[68] Jf. Erhvervsvirksomhedslovens § 1, stk. 4.

kapital og åbenhed. Loven er imidlertid alene en registreringslov, og har således kun få krav til virksomheden. I øvrigt henvist der til de særlige regler for omdannede tidligere finansielle virksomheder i lovens kap. 5 a og afsnit 4 nedenfor.

Andelsselskaber- og foreninger

Virksomheder kan også fremme ejernes/medlemmernes (herefter benævnt "andelshaverne") økonomiske interesser gennem et andelsformål. Et andelsselskab eller -forening[69] (herefter benævnt "andelsselskab") foreligger, når dette har til formål at virke til fremme af andelshavernes fælles interesser gennem deres deltagelse i andelsselskabet som aftagere, leverandører eller på anden lignende måde, og hvor andelsselskabets afkast, bortset fra normal forrentning af den indskudte kapital, enten fordeles blandt andelshaverne i forhold til deres andel i omsætningen eller forbliver indestående i virksomheden.[70]

Der findes ikke nogen begrænsning i forhold til, hvilken form for økonomisk virksomhed som et andelsselskab kan udøve. Det kan for eksempel være levering af råvarer eller forbrugsvarer ved grovvareselskaber henholdsvis forbrugsforeninger, kapital ved kreditforeninger eller andelskasser, energi ved el- og fjernvarmeværker, m.v.[71]

Andelsprincipperne indebærer ikke noget særligt idealistisk islæt, og et andelsselskab har ikke til formål at gavne forbrugerne i Danmark, at holde priserne nede på markedet eller at virke til gavn for samfundet eller lignende, jf. Erik Hørlyck, der videre anfører:

"Andelsvirksomhederne har simpelthen til formål at opfylde deres medlemmers behov for forsyning eller afsætning. Dette er andelsformålet. Begrebet andelsformål har ikke noget at gøre med det vedtægtsmæssige formål. Vedtægternes formålsangivelse fastlægger, hvilke forretningsmæssige

[69] Af Erhvervsvirksomhedsloven fremgår også, at det ikke har nogen relevant betydning om, et andelssamvirke betegner sig som andelsforening eller andelsselskab, se i samme retning Andelsbetænkningen s. 88: "Lovudkastet omfatter i øvrigt - med de i stk. 2 og 3 angivne modifikationer - enhver erhvervsdrivende andelsvirksomhed, uanset om den måtte benævne sig andelsforening eller andelsselskab eller andet."

[70] Jf. Erhvervsvirksomhedslovens § 4. Det skal holdes for øje, at det i henhold til lovforarbejderne til Erhvervsvirksomhedsloven, fremgik, at de nævnte elementer ikke nødvendigvis alle skal være til stede, for at der foreligger en andelsforening, idet nogle elementer eventuelt kan erstattes af andre, jf. FT 1993-94, Tillæg A, sp. 1675 og Noe Munck og Lars Hedegaard, Selskabsformerne, 7. udg., 2014, s. 426.

[71] Jf. Erik Hørlyck, Hvad er et andelsselskab? Revisorbladet 5, 1992, s. 12.

aktiviteter, selskabet kan iværksætte. Andelsformålet angiver derimod andelsselskabets kendetegn som andelsselskab, uanset hvad selskabet beskæftiger sig med." [72]

I forarbejderne til Erhvervsvirksomhedsloven er det karakteristiske for et andelsselskab dels andelsformålet, dels den særlige overskudsdeling. Foruden disse karakteristika nævner forarbejderne, at andelshaverne ofte har omsætningspligt med andelsselskabet, at andelsbeviset ofte er uoverdrageligt, at der er vekslende medlemsantal og kapitalindskud, samt at stemmeretten ofte ikke står i forhold til kapitalindskud. H. Hasle Nielsen anfører følgende oplistning af andelsprincipperne:

- "At adgangen til medlemskab er åben,
- at medlemmerne aktivt deltager i virksomheden som aftagere, leverandører eller på anden lignende måde,
- at hvert medlem har én stemme,
- at medlemskapitalen kun modtager en begrænset eller slet ingen forrentning,
- at udbytte fordeles blandt medlemmerne i forhold til deres andel i omsætningen,
- og at en eventuel formue ved selskabets opløsning fordeles på samme måde."[73]

Andelsselskabet udgør en selskabstype med nogle særpræg, der adskiller denne selskabsform fra andre erhvervsdrivende selskaber, særligt ved at andelsselskabets formål skal være et fælles erhvervsmæssigt samvirke til gavn for andelshaverne. Kapitalgrundlaget er ofte, i modsætning til aktie- og anpartsselskaber, vekslende, afhængig af antallet af andelshaver og deres eventuelle indbetalte eller garanterede andelskapital. Andelsselskabet er åbent for nye medlemmer, og der er adgang til udtræden, det vil sige vekslende deltagerantal. Stemmeretten er fordelt ligeligt mellem andelshaverne uafhængig af den enkeltes kapitalindsats.[74]

Formålet med et andelsselskab er ikke at indtjene et overskud, der skal fordeles til andelshaverne. Et andelsselskab er et erhvervsmæssigt fællesskab med det sigte at forarbejde og afsætte andelshavernes varer, at producere eller i øvrigt tilvejebringe forsyninger til

[72] Erik Hørlyck, Hvad er et andelsselskab?, Revisorbladet 5, 1992, s. 12.
[73] H. Hasle Nielsen, Overskudsdeling i andelsselskaberne, Revision og regnskabsvæsen, 1998, 1, s. 10.
[74] Andelsbetænkningen, s. 51.

andelshavernes egne virksomheder eller private husholdninger.[75] I praksis må dette synspunkt imidlertid modificeres, idet andelsselskaber ofte genererer overskud af en sådan størrelse, at der er grundlag for dividende til andelshaverne. En sådan dividende behøver imidlertid ikke at blive udbetalt kontant, men kan i stedet ske gennem hensættelse på konti tilhørende andelshaverne eller forblive i andelsselskabet som andelskapital.[76] I henhold til den norske Lov om samvirkeforetak anføres det, at det af vedtægterne for et samvirkeforetak kan fremgå, at årets overskud kan anvendes til efterbetaling, hensættes til en efterbetalingsfond, hensættes til medlemskapitalkonti eller anvendes til forrentning af andelsindskud og medlemskapitalkonti.[77] Det skal dog holdes for øje, at et normalafkast, herunder andel i årets overskud, i andelsselskaber ofte ikke er den vigtigste form for økonomisk fordel i medlemsskabet. Fordelagtige priser eller rabatter er ofte vigtigere.[78]

Det følger af den norske Lov om samvirkeforetak at et samvirkeforetak altid skal have en egenkapital, som er forsvarlig ud fra risikoen ved og omfanget af virksomhed i samvirkeforetaket.[79] Dette krav antages tillige at gælde for andelsselskaber i henhold til dansk ret – også selvom det ikke direkte er kodificeret ved lov. Bestyrelsen i et andelsselskab skal således altid løbende vurdere andelsselskabets økonomiske situation, og hvis andelsselskabet er et moderselskab, jfr. nærmere nedenfor, skal bestyrelsen tillige løbende vurdere koncernens økonomiske situation.[80]

En række andelsselskaber er gennem årene gået fra at have driften i eget regi, til at driften i stedet er blevet udskilt i et datterselskab, hvorved der er etableret en andelskoncern.[81] En sådan konstruktion udfordrer andelsselskabets grundlæggende elementer. Uagtet af forudsætningen om en aktiv og direkte deltagelse i andelsselskabet er fjern ved andelskoncerner, så gælder andelsformålet fortsat for disse andelskoncerner. Det er derfor fortsat sådan, at det økonomiske udbytte afhænger af andelen i omsætningen og ikke af

[75] Jf. Erik Hørlyck, Dansk andelsret, 2000, s. 151.
[76] Jf. Erik Hørlyck, Dansk andelsret, 2000, s. 152.
[77] Lov om samvirkeforetak (samvirkelova) § 26, stk. 1.
[78] Jf. Kommentaren til Lov om samvirkeforetak (samvirkelova) § 26, stk. 1 i Rettsdata.
[79] Lov om samvirkeforetak (samvirkelova) § 25, stk. 1.
[80] Se for svensk rets vedkommende Lag om ekonomiska föreningar 7 kap. 4 §, nr. 1.
[81] Koncernreglerne i Selskabsloven gælder ikke for andelskoncerner, jf. Selskabslovens § 1, stk. 1, modsætningsvist, og det uanset om der måtte indgå et aktieselskab i koncernen.

størrelsen af et kapitalindskud. Det gælder endvidere, at stemmeret ikke afhænger af størrelsen på andelshavernes kapitalindskud. Den således begrænsede stemmeret indebærer, at – det i modsætning til kapitalselskaber – ikke er muligt for en eller få personer at dominere andelsselskabet.[82]

Det kan være vanskeligt i konkrete tilfælde at drage en skarp grænse mellem foreninger, hvor erhvervsdriften har til formål at fremme medlemmernes økonomiske interesser og foreninger, der fremmer medlemmernes fælles interesser gennem deres deltagelse i virksomheden. Dette gør sig blandt andet gældende for foreninger i den finansielle sektor, hvor der er en selskabsretlig adskillelse mellem driftsvirksomheden (forsikringer, realkredit, m.v.) og selskabet eller foreninger, der ejer aktierne i førnævnte virksomhed.[83] Der findes ikke i dansk ret nogen samlet lovgivning for andelsselskaber og andelsforeninger. Den primære retskilde er således først og fremmest andelsselskabets vedtægter samt de andelsretlige grundsætninger, der er udviklet i retspraksis, sædvaner og juridisk litteratur.[84] Foruden disse primære retskilder er det endvidere relevant at inddrage de almindelige foreningsretlige grundsætninger og principper ved fastlæggelse af retsgrundlaget for andelsselskaber.[85]

1. Særligt om finansielle virksomheder

Omdannede tidligere finansielle virksomheder

Erhvervsvirksomhedsloven finder desuden anvendelse på "omdannede tidligere finansielle virksomheder", hvorved forstås en tidligere finansiel virksomhed, hvor den finansielle aktivitet er blevet udskilt i et separat aktieselskab i forbindelse med en omdannelse af den finansielle virksomhed i henhold til den finansielle lovgivning.[86] En omdannet tidligere finansiel virksomhed kan være en forening eller en anden virksomhedsform.

---

[82] Jf. Erik Hørlyck, Dansk andelsret, 2000, s. 152.

[83] TRYG S A.M.B.A. og TRYG L A.M.B.A. (i dag Tryghedsgruppen S.M.B.A.) fik i 1995 af Erhvervsstyrelsen afslag på sine anmeldelser om at blive registreret som andelsselskaber og måtte følgelig i stedet registrere sig som S.M.B.A. Erhvervsstyrelsen fandt således ikke , at TRYG selskaberne opfyldte definitionen for at være andelsselskaber iht. lov om visse erhvervsvirksomheder.

[84] Noe Munck og Lars Hedegaard, Selskabsformerne, 7. udg., 2014, s. 426.

[85]"International Cooperative Alliance (ICA)" har fastlagt et sæt internationale andelsprincipper der er på 7 kategorier: 1) frivilligt og åbent medlemskab, 2) Demokratisk medlemsstyre - ét medlem - én stemme, 3) Ingen eller begrænset rente til medlemskapitalen, 4) Overskud fordeles til medlemmerne i forhold til deres omsætning med andelsselskabet, 5) Pligt til at oplyse om andelsbevægelsens principper, 6) Andelsselskaber skal tilstræbe at samarbejde med andre andelsselskaber og 7) Andelsselskabet arbejder for en bæredygtig udvikling af lokalsamfundet efter retningslinjer fra medlemmerne, jf. https://www.ica.coop/en/cooperatives/cooperative-identity

[86] Jf. Erhvervsvirksomhedslovens § 1 a.

Omdannede tidligere finansielle virksomheder er undergivet tilsyn af Erhvervsstyrelsen.[87] Erhvervsstyrelsens tilsyn indeholder en kontrol af, om virksomhedens ledelse varetager sine opgaver i overensstemmelse med virksomhedens vedtægter og gældende lovgivning. Tilsynet indebærer derfor en række pligter for disse virksomheder, herunder blandt andet at vedtægtsændringer og ekstraordinære dispositioner skal godkendes af tilsynsmyndigheden, og at tilsynsmyndigheden i særlige tilfælde kan indkalde til en generalforsamling eller lignende øverste forsamling, for eksempel et repræsentantskabsmøde. Tilsynet er alene et legalitetstilsyn, hvilket betyder, at tilsynsmyndigheden ikke skal føre et tilsyn med ledelsens almindelige forretningsmæssige dispositioner eller formueanbringelse.[88]

Erhvervsstyrelsens tilsyn i forhold til omdannede tidligere finansielle virksomheder har således betydelige ligheder med det legalitetstilsyn, som Erhvervsstyrelsen udøver i forhold til erhvervsdrivende fonde.

Foruden det lovfæstede tilsyn indeholder Erhvervsvirksomhedsloven tillige krav til virksomhedens revisor. Revisor i omdannede tidligere finansielle virksomheder skal således uden ugrundet ophold særskilt give meddelelse til tilsynsmyndigheden, hvis Erhvervsvirksomhedsloven, bestemmelser fastsat i medfør heraf eller virksomhedens vedtægter ikke er overholdt, og den pågældende overtrædelse ikke er uvæsentlig.[89]

Tilsvarende skal revisor uden ugrundet ophold særskilt give meddelelse til tilsynsmyndigheden om forhold, som revisor er blevet bekendt med under sit arbejde, og som giver en begrundet formodning om, at medlemmer af ledelsen kan ifalde erstatnings- eller strafansvar for handlinger eller undladelser, der berører virksomheden, tilknyttede virksomheder, virksomhedsdeltagere, kreditorer eller medarbejdere.[90]

---

[87] Jf. Erhvervsvirksomhedslovens § 19 a.
[88] Jf. Erhvervsvirksomhedslovens § 19 b – e.
[89] Jf. Erhvervsvirksomhedslovens § 19 f, stk. 1, 1. pkt.
[90] Jf. Erhvervsvirksomhedslovens § 19 f, stk. 1, 2. pkt.

I tilfælde af overtrædelse af bestemmelser i lov om erhvervsvirksomheds kapitel 5 a eller virksomhedens vedtægter kan tilsynsmyndigheden give virksomhedens ledelse påbud om at bringe forholdene i overensstemmelse med loven eller vedtægterne.[91] Tilsynsmyndigheden kan forlange de oplysninger af virksomhedens ledelse eller revisor, der er nødvendige til varetagelse af sin tilsynsopgave.[92]

Omdannede tidligere finansielle virksomheder er omfattet af Erhvervsvirksomhedsloven uanset om de opfylder betingelsen om udøvelse af erhvervsdrift eller fremme af deltagernes økonomiske interesser. Lov om finansiel virksomhed indeholder i kap. 14 endvidere regler om fonde og foreninger, der tidligere har drevet finansiel virksomhed som sparekasse, andelskasse, realkreditfond, realkreditforening eller forsikringsselskab.

Finansiel m.v. holdingvirksomhed

Som nævnt indledningsvist til afsnit 4 er omdannede tidligere finansielle virksomheder kendetegnet ved at have udskilt den finansielle aktivitet til et nystiftet aktieselskab og som led heri modtaget kapitalandele i et aktieselskab.

Finansiel holdingvirksomhed foreligger i henhold til lov om finansiel virksomhed § 5, stk. 1, nr. 10, hvis:

- En modervirksomhed,[93] der ikke er en finansiel virksomhed, i en koncern, hvor mindst én af dattervirksomhederne i koncernen er en finansiel virksomhed, og hvor mindst 40 pct. af den samlede balancesum for koncernen og modervirksomhedens associerede virksomheder vedrører den finansielle sektor,[94] jf. dog 2. pkt. og stk. 7. En modervirksomhed er dog ikke en finansiel holdingvirksomhed, hvis de finansielle dattervirksomheder i koncernen udelukkende er forsikringsvirksomheder. Modervirksomheden vil i stedet være en forsikringsholdingvirksomhed, jf. nr. 13, eller en blandet forsikringsholdingvirksomhed, jf. nr. 14.

[91] Jf. Erhvervsvirksomhedslovens § 19 g, stk. 1.
[92] Jf. Erhvervsvirksomhedslovens § 19 g, stk. 2.
[93] Dette følger definitionen i Selskabslovens § 5, stk. 1, nr. 21 af et moderselskab som: " Et kapitalselskab, som har en bestemmende indflydelse over en eller flere dattervirksomheder, jf. §§ 6 og 7."
[94] Ved den finansielle sektor forstås finansielle virksomheder, finansieringsinstitutter og accessorisk finansiel virksomhed.

- En modervirksomhed, hvis virksomhed udelukkende eller hovedsagelig består i at eje kapitalandele i dattervirksomheder, der er finansielle virksomheder eller finansieringsinstitutter, og hvor mindst én dattervirksomhed er en finansiel virksomhed. En modervirksomhed er som nævnt i a) ikke en finansiel holdingvirksomhed, hvis de finansielle dattervirksomheder i koncernen udelukkende er forsikringsvirksomheder. Modervirksomheden vil i stedet være en forsikringsholdingvirksomhed, jf. nr. 13, eller en blandet forsikringsholdingvirksomhed, jf. nr. 14.

Lov om finansiel virksomhed indeholder tillige definitioner på;[95]

- Pengeinstitutholdingvirksomhed,
- Realkreditholdingvirksomhed,
- Forsikringsholdingvirksomhed,
- Blandet forsikringsholdingvirksomhed,
- Fondsmæglerholdingvirksomhed og
- Investeringsforvaltningsholdingvirksomhed.

Finansielle m.v. holdingvirksomheder er underlagt tilsyn af Finanstilsynet. Finanstilsynets tilsyn er mere intensivt og omfattende, end hvad der følger af Erhvervsstyrelsens legalitetstilsyn efter Erhvervsvirksomhedsloven. Forskellen mellem de to tilsynsmyndigheders kompetence skyldes primært, at finansielle m.v. holdingvirksomheder har en bestemmende indflydelse over en finansiel virksomhed, hvilket indebærer særlige pligter og ansvar for bestyrelsen over for Finanstilsynet og omverden.

Finanstilsynet skal således blandt andet også føre tilsyn med finansielle holdingvirksomheders og forsikringsholdingvirksomheders forhold, hvilket sker ved en løbende gennemgang af indberetninger til Finanstilsynet samt fysiske inspektioner i holdingvirksomhederne.[96] Efter inspektion i en finansiel holdingvirksomhed eller en forsikringsholdingvirksomhed skal Finanstilsynet afholde et møde med deltagelse af virksomhedens bestyrelse, direktion, den ansvarshavende aktuar, ekstern revisor og den interne revisionschef, medmindre inspektionen

[95] Jf. Lov om finansiel virksomhed § 5, stk. 1, nr. 11-16.
[96] Jf. Lov om finansiel virksomhed § 346, stk. 1.

alene vedrører afgrænsede aktivitetsområder i virksomheden. På mødet skal Finanstilsynet meddele sine konklusioner vedrørende inspektionen.[97]

Finansielle holdingvirksomheder, forsikringsholdingvirksomheder og blandede holdingvirksomheder skal give Finanstilsynet de oplysninger, der er nødvendige for tilsynets virksomhed.[98]

Anvendelse af repræsentantskaber er meget udbredte i finansielle virksomheder.[99] En finansiel virksomhed kan således, til varetagelse af bestemte i vedtægterne angivne opgaver, herunder valg af bestyrelse, etablere et repræsentantskab. Herudover kan et repræsentantskab have til formål at virke for den finansielle virksomheds trivsel og bistå bestyrelse og direktion ved blandt andet at fremskaffe et bredere beslutningsgrundlag om oprettelse og nedlæggelse af filialer og kontorsteder, ligesom repræsentantskabet kan forelægge vedtægtsændringer på generalforsamlingen.

Repræsentantskabet kan ikke tillægges beføjelser til at ansætte direktionen, idet denne funktion varetages af bestyrelsen.[100]

Lov om finansiel virksomhed indeholder ikke nærmere regler for, hvordan repræsentantskabet vælges. Det følger dog både af praksis og af Finanstilsynets afgørelse af 20. oktober 1994, at det som udgangspunkt er generalforsamlingen, der vælger repræsentantskabet.[101]Der gælder ikke nogen lovmæssige begrænsninger i, hvem der kan være medlemmer af repræsentantskabet, hvorfor der ikke er noget, der hindrer, at medlemmer af den finansielle virksomheds bestyrelse eller direktion samtidig er medlem af repræsentantskabet, i modsætning til, hvad der gælder for aktieselskaber, der ikke er finansielle virksomheder, jf. dagældende aktieselskabslovs § 59, stk. 2, der er videreført i selskabsloven i ulovhjemlet form.

[97] Jf. Lov om finansiel virksomhed § 346, stk. 2.
[98] Jf. Lov om finansiel virksomhed § 347, stk. 1.
[99] Jf. Betænkning nr. 1498 af 2008 s. 308.
[100] Jf. Selskabslovens § 111, stk. 1, nr. 1.
[101] Jf. Betænkning nr. 1498 af 2008 s. 309 med henvisning til praksis og Finanstilsynets afgørelse af 20. oktober 1994.

Repræsentantskabet er i udførelsen af sine opgaver underlagt samme ansvar som bestyrelsen.[102] Erstatningsansvar kan pålægges i det omfang, repræsentantskabet har været ansvarlig for den ansvarspådragende handling.[103]

2. Afgrænsning i forhold til andre sammenslutningsformer

Erhvervsvirksomheder og selskaber

Betegnelsen organiseret samvirke er kendetegnet ved, at en kreds af personer slutter sig sammen i en mere eller mindre organiseret form, for at opfylde et formål, løse en opgave, finde en løsning m.v. En sådan organisation er imidlertid ikke reserveret til en forening, idet en lang række sammenslutninger der optræder i Danmark ligeledes opfylder denne karakteristik, for eksempel interessentskaber, kommanditselskaber, samejer, selskaber m.v.

Den første og måske mest udbredte sammenslutningsform, hvis der ses bort fra foreninger, er kapitalselskabet, hvilket dækker over aktie- og anpartsselskaber samt partnerselskaber. Kapitalselskabet udgør en organisatoriske ramme for udøvelse af erhvervsvirksomhed for en eller flere personer (såvel fysiske som juridiske), hvis hæftelse er begrænset til deres indskud.[104]

Umiddelbart har et kapitalselskab betydelig ligheder med en forening med begrænset ansvar samt et andelsselskab. Der eksisterer imidlertid en række forskelle ved nærmere eftersyn, men disse bør ikke sløre det forhold at foreningsretten, og andelsretten har en lang række ligheder med selskabsretten. I modsætning til hvad der gælder for foreningsretten og andelsretten, er selskabsretten som tidligere nævnt kodificeret i Danmark.

Selskabsretten er udviklet på baggrund af reglerne og principperne i aftale- og kontraktretten.[105] Foreninger og andelsselskaber baserer sig ligeledes på aftale- og

[102] Jf. Lov om finansiel virksomhed § 69. Bestemmelsen finder ikke anvendelse på sparekasser, se i stedet lov om finansiel virksomhed § 81.
[103] Jf. Betænkning nr. 1498 af 2008 s. 309.
[104] Jf. Selskabslovens § 1, stk. 2, 1. pkt.
[105] Dansk selskabsret har siden at Danmark blev medlem af det, der i dag betegner sig som Den Europæiske Union i voksende omfang præget af og baseret på EU-ret.

kontraktretten, der så har en lang række tilføjelser og modifikationer som følge af, at der er tale om juridiske personer med begrænset hæftelse.[106] Den omstændighed at såvel selskabsretten som forenings- og andelsretten er baseret på det samme grundlag indebærer, at Selskabslovens bestemmelser i en lang række tilfælde udgør et relevant fortolkningsgrundlag for, hvad der må eller bør gælde for foreninger og andelsselskaber.

I lighed med foreninger og andelsselskaber har kapitalselskabet en højeste myndighed, der er generalforsamlingen.[107] Enhver person, der er kapitalejer i et kapitalselskab, har ret til at møde på generalforsamlingen og tage ordet dér,[108] ligesom enhver kapitalejer har ret til at få et bestemt emne optaget på dagsordenen til generalforsamlingen.[109]

Hvor store foreninger og andelsselskaber ofte erstatter generalforsamlingen med et såkaldt repræsentantskab eller lignende, hvor medlemmerne vælger et antal personer kaldet repræsentantskabsmedlemmer til at møde på deres vegne, holder selskabsretten – også i de store børsnoterede selskaber med mange aktionærer – fast i princippet om generalforsamlingen som den højeste myndighed, hvor alle kapitalejere har adgang.[110]

Den tidligere aktieselskabslov indeholdt i § 59 en bestemmelse om et vedtægtsbestemt repræsentantskab. I forbindelse med udarbejdelsen af den nugældende selskabslov undlod lovgiver imidlertid at videreføre den særskilte lovbestemmelse om repræsentantskab.[111] Dette afskærer imidlertid ikke et aktieselskab fra i sine vedtægter at bestemme, at der oprettes et sådant ekstra selskabsorgan. Det bemærkes at et repræsentantskab ikke kan tillægges nogle af de beføjelser, der efter loven tilkommer de lovfæstede selskabsorganer. Efter de dagældende regler skulle et repræsentantskab vælges af generalforsamlingen. Vedtægterne kunne bestemme, at et eller flere medlemmer skulle udpeges på anden måde, men flertallet af repræsentantskabets medlemmer skulle dog vælges af generalforsamlingen.

[106] Dvs. hvor medlemmerne hhv. deltagerne alene hæfter med deres indskud.
[107] Jf. Selskabslovens kapitel 6.
[108] Jf. Selskabslovens § 78, se dog lovens § 84, stk. 1.
[109] Jf. Selskabslovens 90, stk. 1.
[110] Der kan dog gælde nogle formelle regler for at en kapitalejer kan deltage i et selskabs generalforsamling, jf. Selskabslovens § 84.
[111] Der gælder særlige regler for repræsentantskab i finansielle virksomheder. Se hertil i stedet lov om finansiel virksomhed § 69 og § 81.

Repræsentantskabet skulle efter de tidligere regler bestå af mindst fem medlemmer. Direktører og bestyrelsesmedlemmer måtte ikke være medlem af repræsentantskabet. Vedtægterne skulle indeholde nærmere bestemmelse om repræsentantskabets sammensætning og medlemmernes funktionstid.

Repræsentantskabet skulle efter de tidligere regler føre tilsyn med bestyrelsens og direktionens forvaltning af selskabets anliggender. Vedtægterne kunne bestemme, at bestyrelsen så vidt muligt på forhånd skulle gøre repræsentantskabet bekendt med visse nærmere angivne foranstaltninger, der ikke omfattedes af den daglige ledelse. Vedtægterne kunne endvidere bestemme, at valg af bestyrelse og fastsættelse af bestyrelsesmedlemmernes vederlag blev foretaget af repræsentantskabet. Andre beføjelser kunne ikke tillægges repræsentantskabet.

En række af bestemmelserne i dagældende aktieselskabslov om bestyrelsen og bestyrelsesmedlemmer fandt tilsvarende anvendelse på repræsentantskabet og dets medlemmer.[112]

Repræsentantskabet havde efter de dagældende regler i aktieselskabsloven en ganske svag rolle. I lighed med foreninger og andelsselskaber findes der for kapitalselskaber minoritetsbeskyttelsesregler. Det følger således af Selskabsloven, at der på generalforsamlingen ikke må træffes beslutning, som åbenbart er egnet til at skaffe visse kapitalejere eller andre en utilbørlig fordel på andre kapitalejeres eller kapitalselskabets bekostning.[113] Bestemmelsen, der også kaldes den selskabsretlige "generalklausul", kom ind i selskabslovgivningen i 1973, men det var anerkendt før dette tidspunkt, at der uden lovhjemmel gjaldt en sådan minoritetsbeskyttelse.[114]

I lighed med foreninger og andelsselskaber findes der for kapitalselskaber også en ligeretsgrundsætning, hvorefter alle selskabsdeltagere i samme situation har krav på at blive

[112] Jf. dagældende aktieselskabslovs § 59, stk. 4: " Stk. 4. De i §§ 50, 52-53, 56-58, 64, 115, 140 og 143-145 145 indeholdte regler om bestyrelsen og bestyrelsesmedlemmer finder tilsvarende anvendelse på repræsentantskabet og dets medlemmer."
[113] Jf. Selskabslovens § 108,
[114] Jf. Jan Schans Christensen, Kapitalselskaber Aktie- og anpartsselskabsret, 2009, s. 156.

behandlet lige.[115] Den selskabsretlige ligeretsgrundsætning kom tilsvarende ind i selskabslovgivningen men antoges at gælde som et ikke-kodificeret princip.[116]

I modsætning til selskabsretten er foreningsretten tillige baseret på en kollektivitetstanke. Således vil den omstændighed at et medlem idømmes straf for forbrydelser, der må karakteriseres som alvorlige, kunne indebære, at medlemmet ekskluderes, uanset om forbrydelsen ikke har noget med foreningen at gøre.[117] En sådan sanktion vil ikke forekomme i forhold til en kapitalejer i et aktieselskab. Det antages endvidere at ledelsen i en forening vil kunne rejse sag om oprejsning ved æreskrænkelser, som enkeltmedlemmer af foreningen har været genstand for.[118]

I andelsselskaber fordeles overskuddet i modsætning til kapitalselskaber blandt selskabsdeltagerne i forhold til deres andel i omsætningen.[119]

Erhvervsvirksomhedsloven definerer i § 2, stk. 1, et interessentskab som: *"Ved et interessentskab forstås i denne lov en virksomhed, hvor alle deltagerne hæfter personligt, uden begrænsning og solidarisk for virksomhedens forpligtelser."*

Det karakteristiske ved interessentskabet er den personlige hæftelse hos deltagerne for interessentskabets forpligtelser, idet hæftelsen i juridisk sprogbrug betegnes som værende personlig, solidarisk og direkte. Et interessentskab er således ikke en selvstændig juridisk person, hvilken er kendetegnet ved at have selvstændig evne til at erhverve rettigheder og påtage sig retligt bindende forpligtelser, hvilket indbefatter at optræde som part i retssager og voldgift.

Et kommanditselskab defineres i Erhvervsvirksomhedsloven § 2. stk. 2, som: *"Ved et kommanditselskab forstås en virksomhed, hvor en eller flere deltagere, komplementarerne, hæfter personligt, uden begrænsning, og hvis der er flere, solidarisk for virksomhedens forpligtelser, mens en eller flere deltagere, kommanditisterne,*

[115] Jf. Selskabslovens § 45, 1. pkt.
[116] Jf. Jan Schans Christensen, Kapitalselskaber Aktie- og anpartsselskabsret, 2009, s. 148.
[117] Jf. Ole Hasselbach, Foreningsret, 2011, s. 40.
[118] Jf. Poul Meyer, Dansk foreningsret, 1950, s. 163.
[119] Jf. Lov om visse erhvervsvirksomheder § 4.

hæfter begrænset for virksomhedens forpligtelser. For kommanditselskaber, der er stiftet efter den 1. juni 1996, skal de fuldt ansvarlige deltagere have forvaltningsmæssige og økonomiske beføjelser."

Som det ses er et kommanditselskab heller ikke en selvstændig juridisk person, idet deltagerne -ligesom ved interessentskabet - hæfter personligt, solidarisk og direkte for kommanditselskabets forpligtelser.

Hæftelsesforholdene er således et vigtigt element ved de forskellige former for organiseret samvirke i dansk ret, men det kan ikke anvendes som et relevant parameter for at adskille foreninger fra andre organiserede samvirker. Foreninger hører imidlertid til gruppen af organiserede samvirker med begrænset ansvar,[120] hvorfor dette kendetegn er anvendeligt til at adskille foreninger fra bl.a. interessentskaber og kommanditselskaber.

Fonde og andre selvejende institutioner

Grænsedragningen mellem fonde og andre sammenslutninger (selskaber og foreninger) kan være vanskelig og ligefrem hårfin.

En fond er en juridisk person, der (i) besidder en formue, som (ii) er uigenkaldeligt udskilt fra stifterens formue til varetagelse af et eller flere i vedtægten bestemte formål, som (iii) skal kunne efterleves i en længere årrække, hvor (iv) rådighedsbeføjelserne over fonden tilkommer en i forhold til stifter selvstændig ledelse, og hvor (v) ingen fysisk eller juridisk person uden for fonden har ejendomsretten til fondens formue.[121]

Af definitionen ses at fonde og foreninger har en række ligheder men også forskelligheder. Kravet om en selvstændig ledelse i forhold til stifter indebærer, at der i en fonds bestyrelse skal være ét eller flere medlemmer, der er uafhængige af stifter. Et sådant krav genfindes ikke i en forening, hvor foreningens bestyrelse vælges af foreningens medlemmer ved generalforsamling eller af et repræsentantskab, og alle medlemmer er valgberettigede og valgbare.

---

[120] Ole Hasselbach, Foreningsret, 2011, s. 20.
[121] Jf. Erhvervsfondslovens § 1, stk. 2 og Lov om fonde og visse foreninger § 1, stk. 2.

Fonde og foreninger er begge styret af formål, men i fonde er det ikke muligt at have et formål, der går ud på at fremme bestemte personers økonomiske interesser.[122]

Fonde er kendetegnede ved at være selvejende, hvilket indebærer, at der ikke er nogen fysisk eller juridisk person uden for fonden, der har ejendomsretten til fondens formue. Det er populært sagt formålet, der ejer fonden. Det er således ikke muligt i for eksempel en erhvervsdrivende fonds – som i en erhvervsdrivende forenings – vedtægt at bestemme, at midlerne i fonden skal tilfalde stifterne, dennes familie, bestemte personer, selskaber m.fl. ved fondens opløsning.

I forhold til fondens midler ved opløsning er der på dette punkt lighed mellem ideelle foreninger og fonde, idet formuen ved begges opløsning ikke kan tilfalde bestemte fysiske eller juridiske personer (medlemmer), men skal gå til det ideelle formål eller lignende formål. Det er af denne grund, at ideelle foreninger også betegnes som værende selvejende ligesom fonde. Der er således visse grænser for, hvad der kan gøres selv gennem vedtægtsændringer i en forening, og overskrides denne grænse må medlemmerne i stedet følge reglerne om foreningens opløsning.[123]

Man har traditionelt fokuseret på medlemmernes ejer-beføjelser og selve medlemselementet i grænsedragningen mellem fonde og foreninger.[124] Forudsætningen for at en forening eller et andelsselskab ikke omfattes af fondslovene er, at der foreligger et reelt medlemsstyre.[125] Medlemsstyret er således en nødvendig, men ikke tilstrækkelig betingelse for, om der foreligger en fond eller en forening.

Hvis der ikke kan konstateres ejer-beføjelser hos medlemmerne, har man traditionelt ladet eksistensen af medlemmer være afgørende. Dette er imidlertid ikke hensigtsmæssigt at lade dette element være afgørende, eftersom det vil være for nemt at omgå fondslovgivningen

[122] En fond kan imidlertid have til formål at tillægge medlemmer af en bestemt familie eller visse familier fortrinsret.
[123] Jf. Ole Hasselbach, Foreningsret, 2011, s. 101 og Lennart Lynge Andersen, Hvornår foreligger en fond?, UfR 1986B.21.
[124] Lennart Lynge Andersen, Hvornår foreligger en fond?, UfR 1986B.21: "
[125] Jf. for så vidt andelsselskaber Erik Hørlyck, Dansk andelsret, 2000, s. 19.

ligesom vurderingen vil være for unuanceret.[126] Den omstændighed, at der er knyttet medlemmer/deltagere til en sammenslutning, indebærer således ikke i sig selv, at der ikke kan foreligge en fond.

Fonde kan tilsvarende have "deltagere" tilknyttet, som gennem regelmæssige indbetalinger støtter fondens drift. Der er her som oftest ikke tale om "medlemskab", som det er tilfældet i en forening, hvor medlemmerne oftest vil have indflydelse og/eller modtage visse modydelser, men i højere grad en "tilknytning" til fonden bestående af et tilsagn om at yde fonden bidrag/gaver baseret på et ønske om at støtte fondens formål.[127] *Christen Boye Jacobsen* m.fl. anfører: *"Sondringen er hårfin, og fører til at man i visse situationer må se bort herfra og lægge vægt på andre momenter ved det endelig valg af, om en given retsdannelse er en fond eller en forening."*[128]

Lennart Lynge Andersen opstiller følgende kriterier, der i tvivlstilfælde navnlig bør indgå i vurderingen af, om der foreligger en fond eller en forening:

- "Medlemselementets udformning. Navnlig kommer det i betragtning, i hvilket omfang der er en egentlig medlemsaktivitet, og denne medlemsaktivitet er et hovedelement i institutionens virksomhed - hvilket ikke er tilfældet, hvis kredsen kun betaler et meget beskedent kontingent, og der kun er ringe eller måske ingen mødeaktivitet. Endelig lægger jeg megen vægt på forholdet mellem medlemskredsen og den persongruppe, institutionen efter sit formål skal tilgodese.
- Institutions' navn.
- Endelig må der lægges nogen vægt på, hvem der vælger institutionens ledelse, og i hvilket omfang medlemmerne reelt har mulighed for at tå ændret vedtægterne.

Hvis man herefter når frem til, at der foreligger en fond, gælder:

- at formuen ejer sig selv, med andre ord, at der foreligger en selvejende institution (en fond),
- at fonden er et selvstændigt retssubjekt, og

[126] Jf. Lennart Lynge Andersen, Hvornår foreligger en fond?, UfR 1986B.21 og *Christen Boye Jacobsen m.fl.*, Erhvervsdrivende fonde – en lovkommentar, 1989, s. 34.
[127] Jf. Christen Boye Jacobsen m.fl., Erhvervsdrivende fonde – en lovkommentar, 1989, s. 34.
[128] Christen Boye Jacobsen m.fl., Erhvervsdrivende fonde – en lovkommentar, 1989, s. 34.

- at der med hjemmel i lovgivningen og i almindelige retsgrundsætninger kan opstilles en række vigtige retsvirkninger. Jeg nævner af disse, at en fondsbestyrelse har pligt til at foretage uddeling til fondens formål, at bestyrelsen ikke kan foretage uddeling af fondens midler til andet end det, der er fastsat som fondens formål, og at bestyrelsen ikke kan ændre fondens vedtægter uden offentlig godkendelse, jfr. fondslovens § 32 og erhvervsfondslovens § 48 [§ 89 nu *red.*]."

I de store foreninger er medlemsindflydelsen ofte begrænset, og mange af de medlemmer der karakteriseres som værende "aktive" i foreningens arbejde, arbejder i realiteten ikke direkte med dét der er foreningens formål, men i stedet med f.eks. at fund raise m.v.[129] Der er på den anden side intet til hinder for, at der etableres en vis »medlemsindflydelse« i en fond. Stifteren har således i mange fundatser bestemt, at bestemte foreninger og organisationer - hvis virksomhed i øvrigt dækker fondens formål - skal vælge en eller flere repræsentanter til fondens bestyrelser.

En stringent og isoleret juridisk vurdering af en række eksisterende foreninger ville formentlig føre til, at disse i stedet burde kategoriseres som fonde og således omfattes af fondslovgivningen. Lennart Lynge Andersen betoner derfor betydningen af, at inddrage "traditionen" i denne sammenhæng: *"Den - vanskelige - afgørelse bør træffes på et bredere sæt betragtninger, der dels er af juridisk natur, dels tager hensyn til traditionen. At tage hensyn til noget, jeg kalder »traditionen« - man kan også tale om et historisk element - kan måske virke overraskende, men jeg tror, at en manglende inddragelse af dette element ville føre til resultater, der er overraskende og næppe politisk acceptable. Jeg kan lettest belyse det med, at hvis man ikke inddrager, hvad en institution kalder sig - altså institutionens navn - vil en retlig analyse kunne føre til, at de fleste almenvelgørende foreninger er fonde. Forskellen på en traditionel fond og f.eks. de sygdomsbekæmpende foreninger er i det væsentlige kun, at de sidstnævnte har kaldt sig foreninger, og nogle institutioner har valgt at organisere sig som fonde. Dette gælder f.eks. Vanførefonden."*

Kompetencen til at afgøre, hvorvidt der reelt foreligger en fond ligger hos fondsmyndigheden, hvilket vil sige Erhvervsstyrelsen i relation til erhvervsdrivende fonde og Civilstyrelsen i relation til ikke-erhvervsdrivende fonde.

[129] Lennart Lynge Andersen, Hvornår foreligger en fond?, UfR 1986B.21.

3. Medlemsskabet

Erhvervelse af medlemskab

Erhvervelse af medlemskab følger af foreningens vedtægter samt de almindelige aftaleretlige regler. Vedtægten kan indeholde en afgrænsning af, hvilke personer, der kan være medlemmer, eller hvilke krav de skal opfylde for at kunne blive medlemmer. Vedtægten kan for eksempel foreskrive at juridiske personer ikke kan være medlemmer, eller at der gælder særlige regler for juridiske personer, som er medlemmer af foreningen.

Der er ikke enighed i den juridiske teori om, hvorvidt vedtægterne kan give en person et retskrav på at blive optaget som medlem af en forening. Fortalerne for en sådan retsstilling stiller som betingelse, at betingelserne for optagelse som medlem er klart beskrevet i vedtægten, og giver en ret til optagelse, når disse betingelser er opfyldt.[130] Ved vurderingen af om en person måtte have retskrav på at blive optaget som medlem, vil typen af forening ligeledes spille ind. Efter omstændighederne vil det forhold, at der er tale om et andelsselskab, kunne indebære et retskrav på optagelse. Omvendt vil den omstændighed, at der er tale om en rent ideel forening tale imod et retskrav på optagelse.

Personer, der ligefrem handler imod en forenings formål, vil kunne nægtes optagelse som medlem, og tilsvarende, hvis personen har interesser, der i væsentligt omfang er i modstrid med foreningen og de øvrige medlemmers interesser.[131] Retsvirkningen af, at en person erhverver medlemskab er, at medlemmet indtræder i de rettigheder og pligter, der følger af vedtægten.

Udmeldelse, eksklusion m.v.

Vilkårene for udmeldelse af en forening vil normalt fremgå af vedtægterne. Er der tale om en forening, hvor medlemskab er frivilligt, vil udmeldelse normalt kunne ske, når medlemmet ønsker det. Hvis vedtægterne er tavs om udmeldelse, vil dette kunne finde sted efter at medlemmet har givet et rimeligt varsel.

---

[130] Poul Meyer, Dansk Foreningsret, s. 84. Se heroverfor Ole Hasselbach, Foreningsret, 2011, s. 186. Der kan være særlige velfærdsmæssige hhv. erhvervsmæssig hensyn der taler for et retskrav på optagelse som medlem.

[131] Jf. Ole Hasselbach, Foreningsret, 2011, s. 196.

Når udmeldelse er sket, har medlemmet ikke længere de rettigheder og pligter, der følger af medlemsskabet. Medlemskab kan mistes såfremt betingelserne i vedtægterne for at bevare dette ikke overholdes. Det kan for eksempel være ved manglende betaling af kontingent, at medlemmet ikke opfylder en betingelse for fortsat at være medlem, eller at medlemmet virker imod foreningens formål.

Det bemærkes, at den omstændighed at et medlem udtaler kritik af en forenings ledelse ikke i sig selv kan begrunde eksklusion. Det er væsentligt, at der er et "passende" rum for intern dialog, uenighed m.v. omkring foreningens forhold og ledelse.[132] Dette skal imidlertid ske inden for rammerne af en almindelig foreningsdisciplin og god ro og orden.

Bestyrelsesmedlemmer, medlemmer af lokale bestyrelser og lignende, medlemmer af repræsentantskabet i en finansiel m.v. holdingvirksomhed må ikke uberettiget videregive eller udnytte fortrolige oplysninger, som de under udøvelsen af deres hverv er blevet bekendt med.[133] Den, som modtager oplysninger som nævnt i det forudgående, er omfattet af den samme tavshedspligt.[134]

Pligter og vilkår

Medlemskab af en forening indebærer en række pligter, hvoraf nogle udspringer af vedtægterne og andre af de foreningsretlige principper. Gennem medlemsskabet underlægger medlemmet sig således foreningens vedtægter.

Medlemmet er forpligtet til at respektere og leve op til foreningens formål, og må ikke modarbejde dette. Medlemmet skal endvidere efterleve de pligter, der måtte følge af foreningens vedtægter, herunder betaling af et eventuelt kontingent. *Geir Woxholt* anfører bl.a.:

[132] Jf. Ole Hasselbach, Foreningsret, 2011, s. 196.
[133] Jf. Lov om finansiel virksomhed § 117, stk. 1.
[134] Jf. Lov om finansiel virksomhed § 117, stk. 2.

"Plikten til å utvise lojalitet overfor foreningen vil regelmæssig være mer typisk og oftest forenlig med medlemmernes tilslutningsforutsetninger. (…) Lojalitetsplikten behøver nødvendigvis ikke å bli oppfattet som en byrde – den kan ha sin berettigelse i forhold som mer direkte tjener medlemmets eget beste."[135]

Medlemmet er endvidere forpligtet til at efterleve beslutninger, der er lovligt vedtaget af foreningens organer. Medlemskab af en forening indebærer samtidig også en accept af beslutninger og aftaler, som foreningens organer har vedtaget inden medlemmet blev medlem af foreningen.[136] Har et medlem misligholdt sine medlemsforpligtelser kan dette føre til, at medlemmet bliver mødt med sanktioner fra foreningens side. Det kan f.eks. være suspension eller ligefrem eksklusion. Et medlem kan desuden blive erstatningsansvarlig over for foreningen, såfremt medlemmet har udvist en erstatningspådragende adfærd.[137]

I modsætning til hvad der gælder for aktieselskaber, hører det til en absolut sjældenhed, at der som led i at blive optaget som medlem i en forening indskydes kapital. Medlemmet har endvidere ikke pligt til at dække et eventuelt underskud. Medlemsskabets pligter er ikke kun begrænset til foreningens interne forhold. I den udstrækning at foreningen i henhold til vedtægterne kan tegne foreningen over for omverdenen, kan medlemmet blive forpligtet til ikke kun at respektere sådanne forpligtelser internt i foreningen, men tillige eksternt.

Eftersom en forening er en juridisk person, vil de aftaler m.v. som foreningen indgår med tredjemand alene berettige henholdsvis forpligte selve foreningen. Vedtægterne kan indeholde bestemmelser om, hvad der udgør foreningsdisciplin, hvilket medlemmerne er forpligtet til at efterkomme.

Rettigheder

Det enkelte medlem af en forening er beskyttet mod, at et flertal af foreningens medlemmer misbruger den indflydelse som flertallet giver dem. Dette kaldes "minoritetsbeskyttelsen" i foreningsretten, og følger af at medlemmet har indgået en aftale med foreningen (i form af foreningens vedtægter og eventuelle øvrige regulativer). Det har formentlig ikke nogen

[135] Geir Woxholt, Foreningsrett – med samvirkeloven, 2008, s. 213f.
[136] Jf. Geir Woxholt, Foreningsrett – med samvirkeloven, 2008, s. 210.
[137] Jf. Geir Woxholt, Foreningsrett – med samvirkeloven, 2008, s. 217.

betydning for indholdet af mindretalsbeskyttelsen, om foreningens højeste myndighed er en generalforsamling eller et repræsentantskab.[138] Det enkelte medlem kan således gøre indsigelse mod beslutninger, der er truffet på et repræsentantskabsmøde, hvor vedkommende ikke har haft adgang, idet medlemmet dog skal sørge for at gøre sin indsigelse gældende inden rimelig tid efter, at medlemmet har eller burde have viden om beslutningen.[139]

I andelsselskaber kan mindretalsbeskyttelsen indebære, at en andelshaver i forhold til nærmere bestemte selskabsbeslutninger kan bringe sit medlemskab af selskabet til ophør samt eventuelt forlange en andel af andelsselskabets formue og/eller rejse krav om erstatning. Er det imidlertid en velfærdssag for en andelshaver at bevare sit medlemskab af foreningen, på grund af medlemsskabets betydning for andelshaverens virksomhed, er udmeldelse af andelsselskabet ikke nødvendigvis en hensigtsmæssig løsning. Det antages derfor at en andelshaver i visse tilfælde vil kunne nedlægge veto mod selskabsbeslutningen.

Beslutninger i et andelsselskab i form af yderligere pengeindskud, væsentligt skærpede hæftelsesbestemmelser, væsentlige skærpelser af omsætningspligter og væsentlig indgreb i tale- og/eller stemmeret må formentlig anses for at have en så indgribende natur, at alle andelshaveres samtykke er påkrævet, uanset om beslutningerne måtte anses fra såvel andelsselskabets som bestyrelsens vinkel for at være rimelige og saglige.[140]

Andre beslutninger i andelsselskabet, såsom for eksempel iværksættelse af risikobetonede og/eller aktiviteter, der kræver større investeringer, kan andelshaveren formentlig kun reagere på ved at træde ud af foreningen, såfremt andelshaveren ikke ønsker at være en del af dette.

Der skal således foretages en afvejning af en andelshavers eller et foreningsmedlems beskyttelsesværdige interesse over for hensynet til, at et andelsselskabeller forening fortsat kan tilpasse og udvikle sig. Medlemskab af en forening giver medlemmet en række forvaltningsmæssige beføjelser, herunder retten til at stille forslag om anliggender, som generalforsamlingen skal tage stilling til, samt deltage i, tale under og udøve sin stemmeret på

[138] Jf. Erik Hørlyck, Dansk andelsret, 2000, s. 200.
[139] Jf. Erik Hørlyck, Dansk andelsret, 2000, s. 201.
[140] Jf. Erik Hørlyck, Dansk andelsret, 2000, s. 199f.

generalforsamlingen. Medlemmet kan endvidere stille op og lade sig vælge til foreningens styrende organer. Foreningsvedtægterne kan fastsætte nærmere regler – og visse indskrænkninger – i medlemmets forvaltningsmæssige beføjelser.[141] Retspraksis har gennem årene slået en række foreningsretligt ufravigelige regler fast.[142] Foreningsbeslutninger i relation til det enkelte medlem skal være saglige og truffet på baggrund af generelle regler. Disse skal endvidere meddeles den enkelte for være gyldige.

Der gælder endvidere i foreninger en lighedsgrundsætning, hvorefter medlemmer indbyrdes skal behandles lige. Retspraksis har fastslået, at der også i forhold andelsselskaber gælder en lighedsgrundsætning med hensyn til flertallets behandling af mindretallet, som dermed er afskåret fra at træffe beslutninger, der indebærer en usaglig forskelsbehandling af andelshaverne.[143] Lighedsgrundsætningen ligger blandt andet også til grund for, at en forening m.v. ikke kan opstille nye vilkår for indtræden, som medfører forskelsbehandling af medlemmerne.

Såfremt en foreningsbeslutning er indgribende for et medlem af foreningen, bør denne foreningsbeslutning i princippet følge de samme krav til behandling og afgørelse af sager, som gælder for den offentlige forvaltning, herunder åbenhed, høring, forbud mod forskelsbehandling, m.v.

Der gælder et forbud mod foreningsbeslutninger, der har tilbagevirkende kraft. Medlemmerne er endvidere beskyttet mod såkaldte misbrug af nødvendigheden for medlemskab, hvilket indebærer, at foreningen ikke må binde forpligtelser for medlemmerne samme med varetagelsen af foreningens formål, hvor dette ikke skyldes saglige hensyn. Endelig har ethvert medlem ret til at få retlige spørgsmål, hvor der hersker uenighed prøvet ved enten domstolene eller en foreningsvoldgift.[144]

---

[141] Jf. Geir Woxholt, Foreningsrett – med samvirkeloven, 2008, s. 187.
[142] Jf. Ole Hasselbach, Foreningsret, 2011, s. 33.
[143] Jf. UfR 1902B.517 og UfR 1961.1045 H.
[144] En sådan voldgift skal opfylde kravene i henhold til voldgiftsloven.

4. Foreningens organer og ledelse

Generalforsamling

Generalforsamlingen er den højeste myndighed i en medlemsstyret forening, hvortil samtlige medlemmer har adgang. Særligt i foreninger med mange medlemmer spredt ud over landet kan der være indskudt et såkaldt "repræsentantskab" mellem generalforsamlingen og bestyrelsen eller i stedet som den højeste myndighed i foreningen.

Generalforsamlingen drøfter og tager stilling til bestyrelsens beretning om virksomheden, godkender årsregnskab, budgetter og overskudsanvendelse. Generalforsamlingen vælger bestyrelse og revisor, ligesom den træffer eventuelle beslutninger om vedtægtsændringer, andre større beslutninger, som henlægges til generalforsamlingen af vedtægter og bestyrelse, samt opløsning af foreningen.

Foreninger kan være organiserede som medlemsstyrede (demokratiske) foreninger eller oligariske foreninger. Oligariske foreninger er kendetegnet ved, at foreningens højeste myndighed styres af en gruppe af personer, der ikke alle er medlemmer af foreningen, og som beslutningsmæssigt styrer foreningen. Den oligariske forening er en mellemting mellem en fond og en medlemsstyret forening. Mere udbredt er den medlemsstyrede forening, der hviler på et demokratisk grundlag, og hvor beslutninger vedtages på afstemninger, der finder sted på foreningens højeste foreningsmyndighed, der ofte betegnes generalforsamling, men som i stedet også kan omtales som kongres, landsmøde, landsstævne, m.v.[145]

Er der tale om et andelsselskab følger det af de klassiske andelsprincipper at alle medlemmer, herunder også selskaber og institutioner, har lige stemmeret, det vil sige én stemme, på generalforsamlingen, uafhængig af størrelsen af andelskapital og produktion.[146] Bestyrelsen vælges af generalforsamlingen og varetager selskabets overordnede ledelse. Vedtægterne fastsætter ofte krav om at bestyrelsen først er beslutningsdygtig, når mindst halvdelen af bestyrelsesmedlemmerne er til stede (også kaldte quorum). Beslutninger træffes med simpelt

[145] Jf. Ole Hasselbach, Foreningsret, 2011, s. 316.
[146] Andelsbetænkningen s. 57 og *Kristian Sindballe,* Dansk selskabsret II, 1930, s. 89f.

stemmeflertal. Ved stemmelighed kan det være fastsat, at formandens stemme er udslagsgivende. Der kan desuden være vedtægtsbestemmelser om en geografisk fordeling af bestyrelsesmedlemmerne. Bestyrelsen kan ofte efter vedtægterne ansætte en direktion, administrator eller forretningsfører til at varetage den daglige ledelse. Vedtægterne indeholder normalt kun få regler om direktionen.

Medlemmer af foreningen har ret til at være tilstede på foreningens generalforsamling, medmindre foreningen eller andelsselskabet har organiseret sig med et repræsentantskab. Andre personer, herunder journalister, har derimod ikke, i mangel af aftale herom, ret til at overvære generalforsamlingen. Medlemmer har endvidere taleret på generalforsamlingen, idet dirigenten dog har diskretion til at anse et emne for uddebatteret.

Medlemmer af foreningen har ret til at kræve information, hvor anmodningen er saglig og relevant, om punkterne på dagsordenen samt foreningens forhold. Adgangen til at kræve information antages dog at være begrænset såfremt dette i væsentlig grad kan skade foreningen eller indebære et indgreb i andre personers private rettigheder, jf. også princippet i Selskabslovens § 102, stk. 1. I henhold til Selskabslovens § 102, stk. 1, , skal ledelsen i et kapitalselskab, når det forlanges af en kapitalejer og det efter et skøn fra det øverste ledelsesorgan kan ske uden væsentlig skade for kapitalselskabet, meddele til rådighed stående oplysninger på generalforsamlingen om alle forhold, som er af betydning for bedømmelsen af årsrapporten og kapitalselskabets stilling i øvrigt eller for spørgsmål, hvorom beslutning skal træffes på generalforsamlingen. Oplysningspligten gælder også kapitalselskabets forhold til andre selskaber i samme koncern

Medlemmer af foreningen kan forlange at et emne optages på dagsorden til generalforsamlingen inden for de varsler der måtte finde anvendelse, og på mødet at få punktet behandlet og endvidere gjort til genstand for afstemning. Et medlem der har fremsat et forslag, kan når som helst tilbagekalde dette, men andre medlemmer i forsamlingen kan i så fald vælge at gøre det til deres eget hvilket indebærer, at det så alligevel fremmes.

Medlemmer af foreningen har ret til at deltage i afstemninger. Vedtægten kan indeholde bestemmelser om forskellig stemmevægt, hvilke i så fald finder anvendelse på det enkelte

medlem. Er vedtægten tavs om spørgsmålet, vil medlemmerne hver have samme stemmevægt. I andelsselskaber og -foreninger vil det normalt være én stemme, ét medlem der finder anvendelse. Retten til at deltage i afstemninger skal ses i forhold til reglerne om inhabilitet. Foreligger der således en modstrid mellem medlemmets egeninteresse og den kollektive interesse i foreningen bør medlemmet ikke deltage i en sådan afstemning på en generalforsamling.[147]

Det enkelte medlem i en forening har en minoritetsbeskyttelse mod et til enhver tid værende flertal i en række henseender. Beskyttelsen af det enkelte medlem ligger både i at medlemmerne og foreningens organer skal respektere de *formelle regler og fremgangsmåder* (den formelle beskyttelse) ligesom *indholdet* af de beslutninger, der vedtages skal iagttage minoritetsbeskyttelsen (den materielle minoritetsbeskyttelse).

I relation til andelsselskaber har medlemmernes afhængighed af andelsselskabet som led i deres erhvervsudøvelse bevirket, at forskellige ændringer i andelsselskabets forhold under medlemskabet kan være af så afgørende betydning for nogle medlemmer, at de har ønsket ændringen kendt ulovlig eller at kunne udtræde ekstraordinært. På den anden side må hensynet til et mindretal ikke bevirke, at selskabet hindres i at tilpasse sig udviklingens krav på rimelig måde. De forhold, hvor der må tages et særligt hensyn, har navnlig været ved ændring af selskabets formål, skærpet omsætningspligt, udvidelse af den økonomiske risiko samt fusion. Retspraksis har tidligt anerkendt, at der gælder en regel om mindretalsbeskyttelse også i andelsselskaberne.[148]

Overtrædes regler om fremgangsmåder angivet i foreningens vedtægt vil en beslutning truffet på dette grundlag som udgangspunkt være ugyldig.

Selv hvor en vedtægt ifølge sin ordlyd kan ændres af et (kvalificeret) flertal, gælder der en grænse for hvad det herigennem er muligt at beslutte at ændre. Kan det konstateres at et –

---

[147] Jf. Ole Hasselbach, Foreningsret, 2011, s. 334f.

[148] Jf. Betænkning om andelsselskaber, s. 33. Se om domme vedrørende minoritetsbeskyttelse i andelsselskaber UfR 1925.561 H, UfR 1948.825 H (ændring af formål), UfR 1958.795 (forøgelse af gældsbyrder) samt UfR 1976.854 Ø (fusion). Se også Ernst Dyrbye. Retspraksis i andelsselskaber siden 1954, UfR 1977B.33.

tilfældigt – flertal reelt fuldstændig går ud over hvad der er foreningens oprindelige formål, samt hvad der ligger inden for den aktivitet der oprindeligt var forudsat, så må flertallet i stedet gå frem efter reglerne om opløsning i vedtægten.[149] Dette problem kan opstå i forskellige sammenhænge, og hvert tilfælde må vurderes konkret.

De almindelige ugyldighedsregler inden for aftaleretten finder i øvrigt anvendelse på beslutninger vedtaget af foreningens medlemmer og organer. Er en beslutning således urimelig i forhold til et medlem, vil dette kunne erklæres ugyldigt af en domstol eller en foreningsvoldgift, herunder også selvom f.eks. vedtægten måtte hjemle dette.

Tilsidesættelse af minoritetsbeskyttelsen kan ud over ugyldighed bl.a. indebære erstatningsansvar for et eventuelt tab som det eller de medlemmer, der udgør minoriteten har lidt.

Repræsentantskab - foreninger med mange medlemmer

Som nævnt oven for vil det i foreninger med en stor medlemskreds og/eller en stor spredning geografisk være vanskeligt at samle alle medlemmer på ét og samme sted og dato, hvorfor dette vil nødvendiggøre en alternativ højeste foreningsmyndighed.

Til illustration kan antallet af repræsentantskabsmedlemmer set i forhold til antal medlemmer i en række af Danmarks store foreninger og selskaber med begrænset ansvar fremdrages

- RealDanias repræsentantskab består af 109 repræsentantskabsmedlemmer, hvoraf 60 af disse vælges af og følgelig repræsenterer 146.000 medlemmer,[150]
- Forenet Kredits repræsentantskab består af 104 repræsentantskabsmedlemmer, hvoraf 70 medlemmer vælges af og blandt foreningens ca. 300.000 medlemmer,[151]
- Velliv Foreningens repræsentantskab består af ca. 50 repræsentantskabsmedlemmer og har 340.000 medlemmer,[152]

---

[149] Jf. Ole Hasselbach, Foreningsret, 2011, s. 46.

[150] https://realdania.dk/om-os/repræsentantskabet 60 af repræsentantskabsmedlemmerne vælges af Realdanias godt 146.000 medlemmer ved valgmøder i 10 geografiske valgområder. 42 medlemmer vælges af seks faglige valggrupper. De resterende syv medlemmer vælges af repræsentantskabet efter indstilling fra 10 særlige Interesseorganisationer.

[151] https://forenetkredit.dk/om-os/repraesentantskabet/ og https://forenetkredit.dk/medlemskab/

[152] https://www.vellivforeningen.dk/for-medlemmer/om-velliv-foreningen/

- Tryghedsgruppens repræsentantskab består af 70 repræsentantskabsmedlemmer[153] og havde i 2015 ca. 1 million medlemmer[154] og
- Coop's landsråd består af 124 landsrådsmedlemmer (repræsentanter), hvoraf 100 af disse vælges blandt Coops 1.7 mio. medlemmer.[155]

Hvorvidt foreningsorganet betegnes repræsentantskab eller bærer et andet navn (delegeretmøde, hovedbestyrelse, m.v.), er uden betydning. Afgørende er alene hvilken funktion organet varetager. Træder et repræsentantskab i stedet for en generalforsamling finder de tilsvarende regler, pligter m.v. anvendelse med de tilpasninger, der er nødvendige. I det følgende anvendes betegnelsen generalforsamling således som en samlebetegnelse for den højeste myndighed i den konkret forening eller andelsselskab.

En sådan ordning indebærer, at medlemmernes deltagelse og indflydelse sker gennem et antal repræsentanter valgt af foreningens medlemmer. Repræsentanterne vælges af foreningens medlemmer, eller såfremt foreningen benytter sig af underordnede foreninger henholdsvis valgkredse, medlemmer i disse. En sådan ordning indebærer, at der i møderne i foreningens højeste myndighed alene kan deltage et væsentligt mindre antal personer, end der er medlemmer i foreningen.[156] Henry Hansmann argumenter for, at en generalforsamling er ineffektiv i sammenslutninger med mange medlemmer: *"This means that, where ownership of the firm is shared among a large class of patrons, highly participatory forms of decision-making will not be efficient. Rather, in such situations, control will generally be exercised by the firm's owners indirectly through election of the firm's directors; direct participation in decision-making will be confined to approval of major structural changes, such as merger and dissolution."*[157]

Eftersom en repræsentant træder i stedet for et stort antal medlemmer antages det, at habilitetskravene vil være strengere, end hvad der ellers vil gælde for dem, der deltager i en traditionel generalforsamling.[158] Erik Hørlyck anfører om repræsentantskabsmedlemmet:

[153] https://www.tryghedsgruppen.dk/om,-,os/moedos
[154] https://www.tryghedsgruppen.dk/~/media/rapporter%20mm/tg%20kort%20fortalt%202015.ashx
[155] https://coopforum.dk/media/1470/coopamba_vedtaegter_30april2016.pdf
[156] Se neden for om muligheden for gennem urafstemning at skyde genvej til det enkelte medlem i foreningen om væsentlige spørgsmål.
[157] Henry Hansmann, Ownership of the Firm, Journal of Law, Economics and Organization, vol 4, no. 2, s. 275.
[158] Jf. Ole Hasselbach, Foreningsret, 2011, s. 316.

"Også i dansk ret gælder utvivlsomt, at repræsentantskabsmedlemmer ikke kan give møde ved fuldmægtig. Et repræsentantskabsmedlem varetager et mandat (en ledelsesopgave) og ikke sine egne interesser, jf. Hørlyck, AB 1984.467 f. Lang-Weidmüller s. 293 formulerer sig således: »Ein ihm persönlich übertragens Amt ausübt und nicht eigene verfolgen soll.« Derimod kan vedtægterne naturligvis etablere en suppleantordning."[159]

Et anden væsentligt element, der adskiller et repræsentantskabsmedlem fra et almindeligt medlem, ligger i, at et repræsentantskabsmedlem ikke kan nøjes med blot at varetage sine egne interesser, men skal varetage interesserne for alle de medlemmer som vedkommende repræsenterer. Denne omstændighed indebærer, at erstatningsansvaret for et repræsentantskabsmedlem bør bedømmes efter den standard som anlægges for bestyrelsesmedlemmer.

Erik Hørlyck sammenfatter det således: *"Man kan således sige, at hvor generalforsamlingsreglerne gælder for repræsentantskabet som helhed, gælder bestyrelsesreglerne for de enkelte repræsentantskabsmedlemmer."*[160]

Repræsentantskabsmedlemmer og bestyrelsesmedlemmer er – i lighed med foreningens menige medlemmer – forpligtet til at efterleve foreningens formål, og må ikke modarbejde dette. Loyalitetspligten gælder tilsvarende også for repræsentantskabsmedlemmer og bestyrelsesmedlemmer. Det anføres i Erhvervsfondsloven § 38 om bestyrelsens pligt i så henseende: *"Bestyrelsen skal alene varetage fondens formål og interesser."*

Der er tale om en generel norm, der også uden lovhjemmel vil gælde for en fondsbestyrelse, samt for andre former for sammenslutninger, herunder foreninger samt for repræsentantskabsmedlemmer.

Det er karakteristisk at de landsdækkende andelsselskaber er opbygget således, at medlemsindflydelsen er indirekte, sådan at der mellem medlemmerne og den øverste ledelse forekommer flere indskudte ledelsesorganer.

---

[159] Jf. Erik Hørlyck, Dansk andelsret, 3. udg., 2000, s. 211.
[160] Jf. Erik Hørlyck, Dansk andelsret, 3. udg., 2000, s. 212.

Andelsselskabsorganerne er oftest delt op i kredsforsamlinger, (kredsbestyrelse), regionsforsamlinger, (regionsbestyrelser), repræsentantskab og bestyrelse. Inddelingen i kredse, der danner grundlag for valgene til ledelsesorganerne, kan være baseret på medlemstal eller produktion, enten med henblik på valg af en enkelt (kreds-) repræsentant i hver kreds, eller således at kredsene, afhængig af størrelse, vælger en, to eller flere repræsentanter. Herved opnås, at man kan bevare den lige stemmeret i kredsen og/eller regionerne, idet de underliggende forskelle, hvad angår medlemstal eller omsætning, er blevet vægtet ved antallet af repræsentanter fra de enkelte kredse og/eller regioner. Såfremt antallet af kreds-/regionsmedlemmer ikke er sat i forhold til områdets omsætning, bliver stemmeretten i disse organer ofte gradueret i stedet for. De lokale og regionale ledelser har til opgave at formidle samarbejdet inden for regionen mellem selskabet og andelshaverne samt at varetage de funktioner, der er henlagt til regionen. Endvidere har de lokale ledelsesorganer pligter af orienterende karakter over for medlemmerne og selskabets øverste ledelse.

De formelle generalforsamlingsopgaver, blandt andet vedtagelse af årsregnskab og valg af bestyrelse og revisor, udøves i en sådan flerleddet organisationsopbygning af det indirekte valgte repræsentantskab. Valget foretages på regionsmøderne, hvortil kun de valgte kredsrepræsentanter har møde- og stemmeret.

Bestyrelsen i en stor andelsorganisation vælges ofte af og blandt repræsentantskabet. Hvor der lægges vægt på den geografiske repræsentation, kan det i vedtægterne være foreskrevet, at regionsformændene skal være fødte medlemmer af bestyrelsen, eller at denne vælges regionsvis blandt repræsentantskabsmedlemmerne. Vedtægterne indeholder almindeligvis bestemmelser om, hvornår bestyrelsen er beslutningsdygtig, og hvor ofte der skal afholdes møde samt krav til indkaldelse til ekstraordinært møde ligesom for de almindelige andelsselskaber.

I en række af de store andelsselskaber er der adgang for medarbejderne til at vælge repræsentanter til repræsentantskabet og/eller bestyrelsen.

I foreninger med mange medlemmer kan der i vedtægterne eventuelt gives mulighed for, at der kan afholdes såkaldte "urafstemninger" over nærmere angivne emner. En urafstemning er en mulighed for at forbigå de mange organer i en stor forening og få medlemmernes direkte mening om bestemte anliggender. Urafstemninger anvendes blandt andet i faglige foreninger, når der skal tages stilling til resultatet af en forhandling om en ny eller ændret overenskomst. Enkelte pensionskasser har også anvendt urafstemning som en måde for medlemmerne til at stemme om spørgsmål om pensionskassens investeringsstrategi, særligt i forhold til temaer så som våben, fossil-fri værdipapirer m.v.

Indeholder vedtægterne ikke bestemmelser om urafstemning, kan foreningens vedtægtsbestemte organer inden for visse rammer beslutte at overlade sin beslutningsmyndighed til urafstemning.[161] Urafstemninger kan i stedet afholdes som vejledende afstemninger med det ene formål at høre medlemmernes opfattelse af bestemte emner.

Generalforsamlingen anses for at være kompetent til at træffe alle beslutninger i foreningen, medmindre vedtægterne måtte foreskrive andet. Generalforsamlingen har således også en instruktions- og omgørelseskompetence i forhold til foreningens bestyrelse. Det vil dog være uforeneligt med de i praksis oftest forekommende vedtægter, såfremt generalforsamlingen reelt overtager bestyrelsens kompetence til at træffe afgørelser om forhold, der vedrører den daglige ledelse. Er en kompetence i foreningens vedtægt eksplicit henlagt til et bestemt organ i foreningen så kan generalforsamlingen alene ved en vedtægtsændring tage beslutningskompetencen tilbage.

Indkaldelse af generalforsamling

Ordinær generalforsamling afholdes med visse intervaller i henhold til vedtægterne, og det oftest forekommende er at dette sker årligt. Vedtægterne vil typisk også indeholde regler om muligheden for at indkalde til en ekstraordinær generalforsamling.

[161] Jf. Ole Hasselbach, Foreningsret, 2011, s. 317.

Vedtægterne vil typisk indeholde formelle regler om generalforsamlingens indkaldelse og afvikling. Generalforsamling indkaldes med et passende varsel, hvilket oftest vil fremgå af foreningens vedtægter, og det antages i mangel af modstående bestemmelser, at der regnes fra datoen for afsendelsen af indkaldelsen.

Vedtægterne kan foreskrive at indkaldelsen ledsages af en dagsorden for mødet, og denne bør være indrettet således, at den i første række indeholder de oplysninger og den information, der er nødvendig for at kunne drøfte eller træffe beslutning på senere dagsordenpunkter. Beslutningspunkt bør derefter prioriteres på dagsordenen. En indkaldelse vil oftest indeholde et varsel, inden for hvilket medlemmer kan få forslag på dagsordenen.

Dirigenten

Initiativet til at indkalde generalforsamling vil typisk være hos foreningens bestyrelse, men eftersom bestyrelsens virksomhed er genstand for drøftelse på generalforsamlingen vil bestyrelsen typisk udpege en dirigent, der har til formål at lede forhandlingerne og beslutningerne på mødet. Bestyrelsens rolle i forhold til forhandlingerne på generalforsamlingen bør derfor være mere tilbagetrukken.[162]

I praksis vil bestyrelsen indstille en kandidat til hvervet som dirigent, men generalforsamlingen kan vælge en anden person til dette hverv, ligesom at generalforsamlingen når som helst under forhandlingerne kan afsætte en valgt dirigent og vælge en anden. Fremsættes et sådant forslag af et medlem af foreningen skal det umiddelbart sættes til afstemning uden at dette forinden er underlagt debat.[163] En dirigent kan være en udenforstående person eller et medlem af foreningen.

Dirigenten skal som led i sine opgaver påse om generalforsamlingen er lovligt indkaldt og varslet, herunder at mødested og -tid er angivet, at relevant materiale er bilagt og om generalforsamlingen opfylder eventuelle krav om quorum og således er beslutningsdygtig.

[162] Jf. Ole Hasselbach, Foreningsret, 2011, s. 326.
[163] Jf. Ole Hasselbach, Foreningsret, 2011, s. 326.

Dirigenten undersøger endvidere eventuelle foreslåede kandidaters valgbarhed. Dirigentens opgave er at stå for den praktiske afvikling af generalforsamlingen, og denne har ansvaret for at de formelle regler overholdes.[164] Denne beskrivelse af dirigentens rolle og ansvar udtrykker imidlertid ikke den store betydning, som dirigenten i praksis har for forhandlingerne, og beslutningerne der vedtages på generalforsamlingen. Det er derfor væsentligt at understrege, at dirigenten fungerer som tillidsmand for alle medlemmerne af foreningen, og følgelig skal agere neutralt under forhandlingerne. Dirigenten skal sikre, at generalforsamlingen ledes på en forsvarlig og hensigtsmæssig måde, og dirigenten råder over de fornødne beføjelser hertil, herunder retten til at tilrettelægge drøftelser, udforme afstemningstemaer, beslutte hvornår debatten er afsluttet, afskære indlæg og om nødvendigt bortvise deltagere fra generalforsamlingen.[165]

Dirigenten kan ikke lade det være op til generalforsamlingens medlemmer at fortolke foreningens vedtægt, eller at gøre indgreb i medlemmers retskrav eller andre ufravigelige rettigheder, der flyder af foreningsforholdet. Det enkelte medlem har således krav på, at vedtægten overholdes i forhold til vedkommende og førnævnte forhold kan derfor ikke sættes til afstemning blandt de fremmødte til generalforsamlingen.

Dirigentens virksomhed og beslutninger kan efterprøves af domstolene, alternativt ved voldgift såfremt sådan er vedtaget i foreningens vedtægt. Domstolene eller en voldgift vil efter omstændighederne kunne pålægge foreningen at omgøre generalforsamlingen. En dirigent vil endvidere kunne ifalde erstatningsansvar, såfremt dennes handlinger eller undladelser opfylder betingelserne herfor.

Forslag og beslutninger på generalforsamlingen

Generalforsamlingen kan alene træffe beslutning om emner der fremgår af dagsordenen som beslutningspunkter og som er behørigt varslede. Beslutninger på generalforsamlingen træffes i mangel af modstående bestemmelse i vedtægten af de mødende med simpelt stemmeflertal, eventuelt kombineret med et krav om, at et bestemt antal medlemmer, f.eks. halvdelen eller

[164] Jf. Ole Hasselbach, Foreningsret, 2011, s. 327.
[165] Jf. Selskabslovens § 101, stk. 2. der må anses at udtrykke de almindelige beføjelser for en dirigent.

2/3 af samtlige medlemmer, skal være til stede ved beslutningen (quorumkrav). Der stilles dog normalt kun quorumkrav, når der skal træffes beslutning om vedtægtsændringer eller opløsning af foreningen. Langt hovedparten af foreninger har et krav om kvalificeret flertal for vedtagelse af forslag om vedtægtsændringer, typisk et flertal på mindst 2/3. Ofte vil der hertil være knyttet et quorumkrav, typisk også på 2/3. Der kendes også eksempler på, at en ændring, der ikke kan vedtages på grund af manglende fremmøde, kan træffes med kvalificeret flertal på en efterfølgende generalforsamling uden hensyn til antallet af fremmødte, ligesom visse foreningers vedtægter indeholder bestemmelser om, at forslag om vedtægtsændringer alene kan vedtages, såfremt der ved to på hinanden følgende afstemninger har foreligget kvalificeret flertal herfor.

Visse beslutninger kan have en sådan karakter, f.eks. ved at gribe ind i enkelte medlemmers rettigheder, at de kræver enstemmighed, enten som følge af vedtægtens bestemmelser herom eller som følge af forholdets natur.

I forhold til andelsselskaber har retspraksis anerkendt kravet om enstemmighed for visse særligt betydningsfulde beslutninger, såsom krav om yderligere kapitalindskud og om mere belastende hæftelsesregler samt om skærpede regler om leveringspligt.[166] Enstemmighedsprincippet har stor betydning for mindretallet, idet mindretallet måske ikke har interesse i at kunne udtræde, f.eks. når selskabet har monopol indenfor området (f.eks. forsyningsværker). Særligt om fusion bemærkes, at medlemmerne i det ophørende selskab overføres til det fortsættende selskab, som har samme formål som det tidligere selskab. Ingen andelshaver har pligt til at fortsætte i det nye selskab, således at det ophørende selskabs medlemmer kan forlange at udtræde i forbindelse med fusionsbeslutningen. Betingelsen for at et mindretal kan gøre krav på lovligt at udtræde ved disse beslutninger er, at de pågældende har stemt imod beslutningen, samt at der reageres inden rimelig tid efter beslutningen.[167]

[166] Jf. UfR 1931.159, UfR 1956.61 H, UfR 1966.250 H samt UfR 1961.528 H.
[167] Jf. betænkning om andelsselskaber s. 34. Se UfR 1964.445 og UfR 1976.146 H.

5. Bestyrelsen

Bestyrelsen i en forening står for den daglige ledelse af foreningen, på baggrund af de rammer som generalforsamlingen har udstukket. Bestyrelsens medlemmer vælges normalt på en årlig generalforsamling og konstituerer sig selv bagefter med formand, næstformand, kasserer, sekretær m.v. Valgperioderne for bestyrelsesmedlemmerne kan være forskudte med det formål at sikre en vis kontinuitet. Ethvert medlem af en forening vil i mangel af modstående bestemmelse i foreningens vedtægt være valgbar til foreningens bestyrelse. Ligeledes vil personer, som ikke er medlemmer af foreningen, være valgbare til foreningens bestyrelse, medmindre vedtægten eller omstændighederne i øvrigt måtte tale i modsat retning.

Valg til bestyrelsen sker som udgangspunkt ved valg af enkeltpersoner og således ikke valglister eller lignende. Men en gruppe personer kan selvsagt oplyse, at de alene modtager valg, såfremt de alle vælges ind i bestyrelsen.

Generalforsamlingen kan i mangel af modstående bestemmelse i vedtægten afsætte en siddende bestyrelse og vælge en ny i dens sted. Det er ikke et krav, at dagsordenen indeholder et sådant punkt, og initiativet til en afsættelse kan være foranlediget af f.eks. formandens beretning eller gennemgangen af foreningens regnskab. Et sådan skridt vil indledes med vedtagelse af en mistillidsdagsorden. Vedtagelsen af en mistillidsdagsorden afsætter ikke i sig selv den siddende bestyrelsen, men dennes funktion er nu reduceret til at arbejde hen imod at der vælges en ny bestyrelse af generalforsamlingen.[168] Det har ingen betydning, om den siddende bestyrelse modtager vederlag for sit hverv.

Domstolene eller en foreningsvoldgift kan alene efterprøve om formalia i forbindelse med en afsættelse er opfyldt, idet årsagerne til afsættelsen af bestyrelsen ligger uden for førnævntes prøvelsesmyndighed.

[168] Jf. Ole Hasselbach, Foreningsret, 2011, s. 350f.

Bestyrelsens pligter

Bestyrelsen fungerer inden for de rammer, der er udstukket af generalforsamlingen, og skal arbejde for at realisere generalforsamlingens beslutninger og foreningens formål i øvrigt. Bestyrelses pligter i henhold til vedtægt m.v. vil som udgangspunkt hvile på bestyrelsen som en helhed, uanset at bestyrelsen måtte have foretaget en arbejdsdeling blandt sig.

Bestyrelsen har en aktiv initiativpligt vedrørende organiseringen af foreningen samt en tilsynspligt i forhold til foreningens virksomhed, herunder at der ikke sker overtrædelser af foreningens vedtægt, i forhold til foreningens økonomi samt at budgetter overholdes.[169] Bestyrelsen fungerer som foreningens ansigt udadtil og tager sig derfor også af medie-henvendelser. Har bestyrelsen ansat en direktion påhviler det tillige bestyrelsen at føre tilsyn med denne.

Det er en af bestyrelsens væsentligste pligter at tage hånd om foreningens økonomi. Bestyrelsen skal indstille til generalforsamlingen at der foretages de fornødne henlæggelser, samt at foreningens formue konsolideres i fornødent omfang. Det påhviler endvidere bestyrelsen at anbringe foreningens formue på en hensigtsmæssig måde, hvor der både tages hensyn til forsvarlighed og et rimeligt afkast af formuen. Bestyrelsen kan ifalde erstatningsansvar, såfremt foreningen lider et tab ved at bestyrelsen enten har forholdt sig passivt mens økonomien i foreningen er kørt skævt, eller ved at have foretaget en uforsvarlig anbringelse og anvendt formuen til for risikable investeringer. I forhold til andelsselskaberne så har de historisk tilvejebragt sin kapital gennem optagelse af lån med sikkerhed i den enkelte andelshavers personlige og solidariske hæftelse. Eftersom de oprindelige andelshavere var landmænd, kunne de tilbyde sikkerhed i deres faste ejendomme (gårde). Herved udgjorde den personlige og solidariske medlemshæftelse et solidt økonomisk grundlag, der for så vidt rigeligt opvejede den manglende egenkapital.[170]

---

[169] Jf. Ole Hasselbach, Foreningsret, 2011, s. 352.

[170] *Erik Hørlyck,* Finansiering og Hæftelse i Andelsselskaber, Revisorblandet 1993, nr. 7, s. 16.

Ulempen ved denne fremgangsmåde var, at den lagde grobund til en undervurdering af betydningen af og behovet for konsolidering af andelsselskabet i form af tilvejebringelse af en egenkapital gennem driften.

Som tiden er gået, er andelsselskaber i stigende gået væk fra det ubegrænsede solidariske ansvar[171] til fordel for andelsselskaber med begrænset ansvar. Denne udvikling indebærer et behov for en større konsolidering, og behovet vil være større end tilsvarende aktieselskaber. Aktieselskaber har således i kraft af deres struktur væsentlig større mulighed for at tilvejebringe kapital udefra via Fondsbørsen, institutionelle investorer og tilsvarende kanaler.[172] I forhold til behovet for en øget konsolidering er der således lighedspunkter mellem andelsselskaber med begrænset ansvar og fonde.

Et andelsselskab kan ikke tilbyde investorer et dokument, der i samme udstrækning som en aktie kan gøres til genstand for almindelig omsætning. Investorernes savner således en mulighed for exit ift. deres investering. Herudover giver andelsselskabsstrukturen ikke mulighed for at tilbyde en investor en indflydelse i andelsselskabet, som modsvarer investorens investering. Dette skyldes hovedprincippet i andelsretten om, at alle kun har én stemme.

Vedtægten kan foreskrive at bestyrelsen skal nedsætte underudvalg, der har nærmere definerede opgaver. Bestyrelsen vil også, uden støtte i vedtægten, selv kunne nedsætte – midlertidige eller stående - underudvalg, idet bestyrelsen er forpligtet til at sørge for at føre arbejde med underudvalgene, og sørge for behørig og løbende rapportering. Bestyrelsen kan ikke generelt uddelegere sine opgaver til underudvalg. Bestyrelsen skal sørge for at der sker de fornødne optegnelser af bestyrelsens møder og foreningens virke, i øvrigt således at der over for myndigheder, medlemmer m.v. kan fremvises den fornødne dokumentation for derved at sikre foreningens eksistens og retsevne. Dette indebærer, at bestyrelsen også skal sørge for et forsvarligt arkiveringssystem.

---

[171] Der findes en række af forskellige hæftelsesvarianter i praksis, herunder bl.a. 1) Personlig, solidarisk, subsidiært og direkte hæftelse, 2) Personlig hæftelse, 3) Solidarisk hæftelse, 4) Delvist eller begrænset solidarisk hæftelse, 5) Subsidiær eller principal hæftelse og 6) Direkte eller indirekte hæftelse.
[172] *Erik Hørlyck,* Finansiering og Hæftelse i Andelsselskaber, Revisorblandet 1993, nr. 7, s. 16. Andelsforeninger vil dog f.eks. via Fondsbørsen kunne foretage en emission af virksomhedsobligationer mhp. at skaffe fremmedfinansiering.

Bestyrelsen er forpligtet til at træffe beslutning i forhold, der vedrører medlemmer, i den udstrækning at vedtægten bemyndiger bestyrelsen i så henseende. Generalforsamlingen kan også selvstændigt give bestyrelsen en sådan bemyndigelse, eller det kan i visse foreninger følge af lovgivningen.

Bestyrelsen kan i så fald ikke undslå sig fra at træffe beslutning i medlemsforholdet. I disse anliggender er det væsentligt, at bestyrelsen iagttager medlemmets rettigheder, ligebehandling og minoritetsbeskyttelse, samt at bestyrelsen i sin sagsbehandling sørger for at overholde procedurer og formelle regler, herunder saglighed, oplysning af sagen, høring, notatpligt, m.v. Udover hvad der måtte fremgå af foreningens vedtægt, kan bestyrelsen med fordel søge inspiration i de formelle sagsbehandlingsregler, som den offentlige forvaltning skal følge.

Bestyrelsens arbejde

Formanden har til opgave at sørge for, at der indkaldes til og afholdes bestyrelsesmøder med den frekvens som bestyrelsens pligter og foreningens forhold tilsiger. Formanden skal sørge for at møder indkaldes med et passende varsel med afholdelse på et sådant tidspunkt og sted, der muliggør at alle medlemmer kan deltage. Det enkelte bestyrelsesmedlem må ved at have stillet op til at blive valgt ind i bestyrelsen, anses for at have indvilget i, at der gælder en mødepligt.

Formanden sørger for at udforme dagsorden for mødet, og at denne ledsages mødeindkaldelsen. De enkelte medlemmer af bestyrelsen kan kræve at der optages et af vedkommende ønsket punkt på dagsordenen, i hvilket tilfælde der om nødvendigt må udsendes en revideret dagsorden. Formanden vil normalt lede bestyrelsesmøderne, men kan i stedet overlade dette til en anden i bestyrelsen. Mødelederen skal sørge for at bestyrelsesmøderne afvikles så hensigtsmæssigt og effektivt som muligt. Det er vigtigt, at mødelederen får alle synspunkter og divergerende opfattelser med i protokollatet, samt samlet op i forhold til hvad der er vedtaget. Såfremt der i bestyrelsen skal vedtages en beslutning, og der ikke er enighed om denne, vil det være udgangspunktet, at det kræver simpelt flertal for en vedtagelse. Står stemmerne lige, er punktet ikke vedtaget medmindre det følger af vedtægten, at i tilfælde af stemmelighed så er formandens stemme udslagsgivende. Hvis afstemningen vedrører et valg

til en post i bestyrelsen, og er der stemmelighed, vil valget i stedet skulle afgøres ved lodtrækning.

Habilitet

Det følger af selskabslovens § 131, at et medlem af ledelsen ikke må deltage i behandlingen af spørgsmål om aftaler mellem kapitalselskabet og den pågældende selv, hvis vedkommende har en væsentlig interesse deri, der kan være stridende mod kapitalselskabets interesser. Habilitetskravet udtrykt i denne bestemmelse må anses for også at finde anvendelse på bestyrelses- (og direktions-) medlemmer i foreningen. Det er afgørende, at foreningens sager behandles af medlemmer i bestyrelsen uhildet af særlige interesser og hensyn. Beslutninger der er vedtaget af bestyrelsesmedlemmer, der var inhabile på tidspunktet vil være ugyldige, medmindre det i fornøden grad kan sandsynliggøres, at inhabiliteten ikke var afgørende for den vedtagne beslutning.

Det påhviler det enkelte bestyrelsesmedlem af egen drift, at oplyse bestyrelsen om forhold der kan indebære at vedkommende er inhabil. Bestyrelsen må herefter tage stilling til, om den anser det oplyste for at udgøre inhabilitet i forhold til det konkrete punkt på dagsordenen. Er der i bestyrelsen tvivl om, hvorvidt oplysninger indebærer at medlemmet er inhabilt må bestyrelsen afgøre spørgsmålet ved afstemning, hvor det potentielt inhabile medlem har ret til at deltage i bestyrelsens behandling og afstemning. Bestyrelsens afgørelse af spørgsmålet er undergivet kontrol af domstolene eller en foreningsvoldgift.

Såfremt det konstateres at en medlem er inhabilt, kan vedkommende ikke deltage i behandlingen eller afstemning af sagen. Medlemmet bør således gå uden for døren, indtil punktet er færdigbehandlet. Inhabilitet foreligger ikke, hvor det vedrører valg til poster i bestyrelsen eller ved fastsættelsen af vederlag for hverv, som den pågældende er valgt til af bestyrelsen.

Et bestyrelsesmedlem bør overveje hvorvidt vedkommendes forhold, set i forhold til foreningens formål og virke, i praksis vil indebære, at vedkommende ofte vil være inhabil. Dette kan tale for at træde ud af bestyrelsen og overlade sædet til en anden person.

Der gælder for kapitalselskaber[173] og erhvervsdrivende fonde[174] en regel om tavshedspligt for bl.a. medlemmer af ledelsen (bestyrelse og direktion) disses medhjælpere og suppleanter. En tilsvarende bestemmelse findes ikke for foreninger, idet der dog kan gælde en tavshedspligt efter særlovgivning som det f.eks. er tilfældet for bl.a. finansielle holdingvirksomheder.[175] Såfremt den konkrete forening ikke måtte være omfattet af særlovgivning om tavshedspligt, bør bestyrelsen være opmærksom på, at der kan følge begrænsninger i adgangen til at ytre sig om foreningens forhold i henhold til anden regulering, herunder særligt persondataforordningen.

Persondataforordningen beskytter fysiske personers grundlæggende rettigheder og frihedsrettigheder, navnlig deres ret til beskyttelse af personoplysninger, og forordningen fastsætter regler om beskyttelse af fysiske personer i forbindelse med behandling af personoplysninger og regler om fri udveksling af personoplysninger. Persondataforordningen er EU-ret og har følgelig forrang for dansk ret.[176]

Kontrol med bestyrelsen

Bestyrelsens virksomhed er underlagt kontrol af foreningens generalforsamling ligesom at bestyrelsens beslutninger kan indbringes for domstolene eller foreningsvoldgift. I praksis vil det være generalforsamlingen, i dennes egenskab af foreningens højeste myndighed, hvor kontrollen med bestyrelsen vil blive udøvet.

På generalforsamlingen har ethvert medlem ret til at komme med forslag samt spørgsmål til bestyrelsen, og et medlem vil dér kunne udtale kritik af bestyrelsens virksomhed og beslutninger. Bestyrelsen er underlagt generalforsamlingens beslutninger i den udstrækning, at dette er foreneligt med vedtægten og lovgivningen i øvrigt. Generalforsamlingen har således kompetence til at omgøre beslutninger truffet af bestyrelsen, hvilket videre kan føre til at bestyrelsen enten af egen drift træder af eller der vedtages en mistillidsdagsorden til denne med henblik på at vælge en ny bestyrelse.

---

[173] Jf. Selskabslovens § 132.
[174] Jf. Erhvervsfondslovens § 57.
[175] Jf. Lov om finansiel virksomhed § 117.
[176] Jf. EU-domstolens dom i sag 6-64, Costa v. Enel.

6. Ændring og opløsning

Ændring

Den formelle ændring af en forening sker gennem ændring af foreningens vedtægt. Det vil normalt være forudsat i foreningens vedtægt hvordan en vedtægtsændring skal finde sted og hvad der kræves i forhold til flertal. Ændring af en forenings vedtægt vil ofte kræve mere end simpelt flertal samt at de foreslåede ændringer vedtages på flere generalforsamlinger, alternativt repræsentantskabsmøder. Det kan også være foreskrevet i vedtægten at forslaget sendes til urafstemning hos alle medlemmerne. Processen med at ændre en forenings vedtægt vil ofte opleves som værende omstændig, hvilket er tilsigtet og afspejler at ændringer kræver grundig sagsbehandling og omtanke.

Er forskrifterne i vedtægten for ændringen af denne ikke fulgt, så er det vedtagne ugyldigt overfor såvel de eksisterende som fremtidige medlemmer. En forenings vedtægt suppleres ofte, særligt i større foreninger, af en række yderligere stående regelsæt, f.eks. regulativer, forretningsorden, m.v. Det antages at ændringer i sådanne regelsæt – i mangel af anden bestemmelse i foreningens vedtægt – alene kan ændres ved at følge de samme procedureregler, som oprindeligt gjaldt ved vedtagelsen af regelsættene.[177]

De mange krav og procedurer forbundet med vedtægtsændringer skal også ses i forhold til minoritetsbeskyttelsen af foreningens individuelle medlemmer mod medlemsmajoriteten.[178] Såfremt en ændring af et enkelt medlems forhold ikke gyldigt kan vedtages ved en konkret beslutning, så antages det at den, i de fleste tilfælde, heller ikke gyldigt kan vedtages gennem en generel vedtagelse i form af en ændring af foreningens vedtægt.[179] En række af bestemmelserne i en forenings vedtægt vil således være modstandsdygtige over for en medlemsmajoritet. Graden af beskyttelse vil afhænge af den konkrete forening, herunder medlemmets interesse i medlemskab af foreningen. Den omstændighed at en vedtægt angiver, at vedtægten kan ændres med kvalificeret flertal fastslår alene, at der ikke kan ske ændringer

[177] Jf. Ole Hasselbach, Foreningsret, 2011, s. 97.
[178] Jf. Ole Hasselbach, Foreningsret, 2011, s. 96. Se også Poul Meyer, Dansk foreningsret, 1950, s. 119.
[179] Jf. Ole Hasselbach, Foreningsret, 2011, s. 100.

af vedtægten uden tilstedeværelsen af et sådant flertal. Det i vedtægten angivne kan imidlertid ikke anføres til støtte for, at enhver vedtægtsbestemmelse kan ændres uden enstemmighed.[180]

En vedtægt rummer en fleksibilitet i forhold til ændringer, men der er grænser for denne fleksibilitet. Forsøges vedtægten bøjet udover denne grænse ved en vedtægtsændring, må forslaget i stedet behandles som en opløsning af foreningen. Dette gælder særligt i forhold til foreningens formål som anført i vedtægten. Se Ole Hasselbach:

"Heraf følger, at deri ethvert foreningsforhold må være visse yderste grænser for, hvad der kan udvirkes selv via en vedtægtsændring. Passeres denne grænse må reglerne om foreningens opløsning følges [..]. Så meget mindre kan en sådan ændring hidføres via ændring af foreningens i forlængelse af vedtægten liggende generelle regelsæt og vedtagelser. Sagt på en anden måde: Det kan ikke ligge i vedtægten, at et tilfældigt tidspunkts tilfældige majoritet skal kunne sætte sig fuldstændigt ud over det, der var det oprindelige foreningsformål og/eller den oprindelige ramme for foreningsaktiviteten."[181]

Der kan med en vis ret lånes et udtryk fra fondsretten hvor det ofte siges, at det er formålet der ejer fonden. Også i fonde kan der ske en ændring af en fonds formål, men betingelserne for dette er strenge, og der gælder også dér en grænse for, hvor langt en sådan ændring kan gå. Herved er der væsentlig forskel til hvad der gælder for aktieselskaber, hvor der principielt ikke findes en sådan grænse.

Baggrunden for kravet om, at et aktieselskab skal angive sit formål i dets vedtægter er, at både potentielle investorer som selskabets medkontrahenter derigennem får mulighed for at se, hvilke aktiviteter selskabet kan udføre.[182] Herudover sætter aktieselskabets formål grænser for, hvilke aktiviteter som ledelsen i aktieselskabet kan sætte i gang. Ønsker aktionærerne at ændre selskabets formål kan dette ske med kvalificeret flertal.[183]

---

[180] Jf. Kristian Sindballe, Dansk selskabsret II, 1930, s. 92f.
[181] Ole Hasselbach, Foreningsret, 2011, s. 101.
[182] Jf. Søren Friis Hansen, Dansk Selskabsret 2, 4. udg., s. 114.
[183] Jf. Selskabslovens §§ 106 og 107.

Ethvert medlem vil formentlig kunne modsætte sig væsentlige ændringer i foreningens formål. Dette gælder særligt, når tilslutningen til foreningen er begrundet i en bestemt form for omsætning med foreningen.[184]

Det gælder bl.a. hvor det gennem en vedtægtsændring ønskes, at foreningen påtager sig nye opgaver. Som eksempel fra retspraksis kan nævnes en beslutning i et vandværk, hvorefter dette skulle overtage gadebelysningen i den by, hvor vandværket befandt sig. Henset til størrelsen af anlægsudgiften, og den eventuelle risiko ved fremtidig drift af gadebelysningen, kunne overtagelse af administrationen af gadebelysningen, som lå uden for vandværkets formål, ikke anses som at være en uvæsentlig foranstaltning. Som følge heraf blev en interessent i vandværket anset for at være fritaget for at deltage i udgifterne til dette.[185]

Andre ændringer, der ikke kan gennemføres gennem en ændring af foreningens vedtægt, er at pålægge medlemmerne økonomiske forpligtelser af en størrelsesorden, der falder uden for hvad medlemmerne med rimelighed kunne forvente. Tilsvarende gælder for en udvidelse af hæftelsesforholdene i foreningen, i hvert fald i den udstrækning, at der ikke gives mulighed for at medlemmer, der ikke ønsker dette, kan udtræde af foreningen forinden, at de rammes af en udvidet hæftelse.[186]

Begrænsning af medlemmers grundlæggende rettigheder, f.eks. i form af indskrænkning af visse medlemmers adgang til at deltage i foreningens generalforsamling og stemme under denne, kan ikke gyldigt vedtages.[187] Et mindretal af medlemmer vil være berettigede til at modsætte sig ændringer, der sker på bekostning af dem, og som på urimelig vis er vedtaget ved at forfølge andre interesser end dem, der følger af foreningens (oprindelige) formål.[188]

---

[184] Jf. Kristian Sindballe, Dansk selskabsret II, 1930, s. 94.
[185] Jf. UfR 1962.378 V.
[186] Se også Betænkning, andelsselskaber, s. 29: "Beslutning om udvidelse af medlemmernes hæftelse kan ikke træffes uden samtykke fra dem, for hvem beslutningen er til skade. Det samme gælder ændringer i bestemmelserne om medlemmernes stemmeret og andelsret i foreningen samt om deres indbyrdes ligeberettigelse." samt Kristian Sindballe, Dansk selskabsret II, 1930, s. 97.
[187] Jf. f.eks. UfR 1993.721/2 H.
[188] Jf. Ole Hasselbach, Foreningsret, 2011, s. 103.

I andelsselskaber vil f.eks. en vedtagelse om at forrykke på medlemmernes indbyrdes stemmevægt kræve helt særlige grunde.[189] Retspraksis har således i en række sager statueret et krav om enstemmighed for beslutninger og ændringer af en vedtægt, der er særligt betydningsfulde eller indgribende.

Opløsning

Opløsning af en forening kan ske frivilligt eller tvangsmæssigt, det være sig som følge af konkurs eller opløsning ved dom såfremt foreningen forfølger et ulovligt formål.
Beslutning om hvorvidt en forening eller et andelsselskab skal opløses træffes af sammenslutningens højeste myndighed, dvs. generalforsamlingen eller repræsentantskabet såfremt foreningen ikke har en generalforsamling. Vedtægten vil normalt indeholde bestemmelser om opløsning, og hvad der kræves i forhold til flertal for at kunne gennemføre dette. Det vil ofte være krav om et kvalificeret flertal og eventuelt vedtagelse på flere generalforsamlinger eller repræsentantskabsmøder. Vedtægten kan også i store foreninger foreskrive, at beslutningen skal tages ved urafstemning.

Som led i opløsningen af en forening skal der ske en fordeling af de af foreningens aktiver, der er tilbage efter at alle foreningens forpligtelser er opfyldt.

Er der tale om en ideel forening, kan midlerne ikke tilfalde foreningens medlemmer, eftersom de enkelte medlemmer netop ved ideelle foreninger ikke ejer formuen, hvorfor det ikke er muligt at udlodde formuen til dem.[190] *Geir Woxholt* anfører:

"Ofte vil vedtektene ha en bestemmelse om hva som skal gjøres med nettoformuen, f.eks. at den skal tilfalle en forening, stiftelse eller et godt formål som driver virksomhet av samme eller lignende type som foreningen (eventuelt en »hovedforeninng«).
Mangler vedtektene en slik bestemmelse, er det like fullt klart at nettoformuen ikke kan disponere til annet enn til et beslektet (eller annet »godt«) formål, eller avsettes til bruk i en senere forening som eventuelt kan bli opprettet med det samme formål som den oppløste. Også hvis vedtektene inneholder en regel som bare uttrykker at generalforsamlingen i forbindelse med oppløsningen bestemmer hvem som skal være

[189] Jf. f.eks. UfR 1927.617 H.
[190] Jf. Ole Hasselbach, Foreningsret, 2011, s. 117 og s. 416.

berettiget til foreningens midler, gjelder tilsvarende. Den kompetanse som her er tillagt generalforsamlingen, må leses med forbehold for det i denne sammenheng ufravikelige principp om at midlene ikke kan føres tilbake til medlemmerne. Årsmøtet kan heller ikke bestemme at midlene skal brukes til investering i aksjer, eller til et formål som direkte strider mot foreningens."[191]

Er foreningen godkendt som en almennyttig eller almenvelgørende forening, er det et krav, at det af vedtægten fremgår, at et likvidationsprovenu eller overskud ved opløsning skal tilfalde en anden velgørende forening m.v.[192]

For sammenslutninger der er omfattet af Erhvervsvirksomhedsloven, bl.a. foreninger med begrænset ansvar og andelsselskaber, finder Selskabslovens regler om opløsning anvendelse med afvigelser, der er fornødne henset til sammenslutningernes særlige karakter.[193]
For såvel foreninger med begrænset ansvar som andelsselskaber kan vedtægten bestemme, at nettoformuen ved opløsning skal tilfalde førnævntes medlemmer. Der er imidlertid ikke noget til hinder for, at det i vedtægterne er fastsat, at likvidationsprovenuet ikke tilfalder medlemmerne eller andelshaverne, men i stedet andre selskaber eller fonde med lignende formål eller et almennyttigt eller almenvelgørende formål.[194]

7. Afslutning

Analysen af de juridiske bindinger og muligheder i foreningsejerskab præges af, at der i dansk ret ikke er lovgivet om foreningers virke. Dette indebærer, at udformningen af foreningens vedtægt, og særligt ordlyden af formålet i den konkrete forening, har stor betydning. Som følge heraf er det nødvendigt at tage udgangspunkt i den konkrete forening med henblik på at vurdere de juridiske bindinger og muligheder. Der gælder særlige regler for visse foreninger m.v. inden for den finansielle sektor, nemlig i form af omdannede tidligere finansielle virksomheder, der bl.a. er underlagt et legalitetstilsyn – ligesom det er tilfældet for erhvervsdrivende fonde – af Erhvervsstyrelsen. Lov om finansiel virksomhed indeholder tillige regler for disse virksomheder. Der er tale om lovregler, der har til formål at regulere den

[191] Jf. Geir Woxholt, Foreningsrett – med samvirkeloven, 2008, s. 363.
[192] Jf. Ligningslovens § 8 A, stk. 2 in fine.
[193] Jf. Erhvervsvirksomhedsloven § 20, jf. § 21 og Selskabslovens kapitel 14.
[194] Jf. forslag nr. 84 af 24. november 1993 til lov om erhvervsdrivende virksomheder samt *Erik Hørlyck*, Andelsret, 2000, s 251.

historiske og økonomiske baggrund for tilkomsten af disse sammenslutninger som led i, at den oprindelige virksomhed blev udskilt i et aktieselskab. Har en forening m.v. bestemmende indflydelse i en finansiel virksomhed omfattes denne på denne baggrund af lov om finansiel virksomhed samt af tilsyn af Finanstilsynet.

Analysen af de juridiske bindinger og muligheder i foreningsejerskab kompliceres af, at der i praksis kan konstateres en væsentlig forskel i størrelse og opgaver i den enkelte forening. Der eksisterer således i Danmark en række meget store erhvervsdrivende foreninger (og andelsselskaber) hvor virksomhedsaktiviteten – og dermed den oprindelige hovedaktivitet - er udskilt til separate datterselskaber.

Den erhvervsdrivende forenings sigte er dermed forandret til at være en aktiv og langsigtet ejer af koncernen. Herved kan foreningen og dens raison d'etre nemt fortone sig, hvilket stiller endnu større krav til at fokusere på foreningens formål og hvorledes det bedst opfyldes af foreningen i sin egenskab af ejer. Det er oplagt her at skele til de store erhvervsdrivende fonde, og hvordan de varetager deres rolle som ejere af tilsvarende betydningsfulde virksomheder i dansk erhvervsliv. For foreningens bestyrelse og repræsentantskab er det væsentligt at tage hensyn til den langsigtede værdiskabelse og udvikling af den underliggende virksomhed, således at denne også om 50 år eller 100 år kan eksistere til gavn for medlemmernes økonomiske interesser.

Analysen af de juridiske bindinger og muligheder i foreningsejerskab kompliceres endvidere af, at grænsedragningen mellem de forskellige sammenslutningsformer i dansk ret (ideel forening, erhvervsdrivende forening, andelsselskab, erhvervsdrivende fond og aktieselskab) ikke altid er tydelig eller i praksis foretaget (udelukkende) på baggrund af juridiske kriterier.

Ved vurderingen af, hvorvidt en forening er ideel eller erhvervsdrivende, lægges der vægt på et væsentlighedskriterium. Der skal være tale om, at en ikke uvæsentlig del af erhvervsdriften har til formål at fremme medlemmernes økonomiske interesser.

Grænsedragningen mellem erhvervsdrivende foreninger, hvor erhvervsdriften har til formål at fremme medlemmernes økonomiske interesser og andelsselskaber, der fremmer

medlemmernes fælles interesser gennem deres deltagelse i virksomheden, er til tider vanskelig. Dette gør sig særligt gældende for store foreninger og andelsselskaber, hvor der er en selskabsretlig adskillelse mellem driftsvirksomheden og den erhvervsdrivende forening eller andelsselskabet, der ejer aktierne i førnævnte virksomhed.

Afgrænsningen af ideelle foreninger over for fonde er ikke skarp, idet en ideel forening ligesom en fond reelt er selvejende. Hertil kommer at en fond tilsvarende kan have "deltagere" tilknyttet, som gennem regelmæssige indbetalinger støtter fondens drift, ligesom det kan følge af vedtægten i en fond, at bestemte foreninger m.v. har ret til at udpege en eller flere medlemmer af fondens bestyrelse. Det kan i konkrete tilfælde give anledning at undersøge, om en erhvervsdrivende forening eller et andelsselskab i stedet burde registreres som et aktieselskab, som følge af, at sammenslutningen ikke opfylder kravene til at være omfattet af Erhvervsvirksomhedsloven.

I forhold til de store erhvervsdrivende foreninger er det enklere at fremhæve forskellene til aktieselskaber. Oftest kræver det ikke indskud af ansvarlig kapital at blive medlem i de store erhvervsdrivende foreninger. Relationen skabes gennem etableringen af et kundeforhold, der ikke indebærer andre risici end ved at have kontraheret med det underliggende selskab. Medlemmet eller deltageren kan, når som helst, bringe medlemsskabet til ophør ved at afbryde kundeforholdet og i stedet finde en anden leverandør af den konkrete ydelse. I de store foreninger vil der som oftest heller ikke opkræves kontingent, hvorved medlemsskabet samlet set er uden økonomiske forpligtelser og risici for det enkelte medlem. I sådanne tilfælde vil det oftest følge af foreningens vedtægt, at formuen ved en opløsning af forening ikke tilfalder medlemmerne, men i stedet en anden lignende forening eller et almennyttigt formål m.v. For en aktionær opnås relationen til selskabet i stedet gennem at vedkommende erhverver en eller flere aktier, og derved påtager sig en økonomisk risiko for at miste sit indskud men samtidig også en mulighed for at opnå en gevinst, det være sig gennem udbytte og værditilvækst på dennes aktier.

Aktionæren vil således have ret til en andel i selskabets eventuelle likvidationsprovenu samt kunne udtræde af selskabet ved at sælge sine aktier. På baggrund af førnævnte afgøres den enkelte aktionærs stemmevægt på baggrund af størrelsen af kapitalindskudet (antal aktier). I

en erhvervsdrivende forening er de økonomiske og forvaltningsmæssige rettigheder derimod ikke baseret på deltagernes andel af kapitalen. Der stemmes således på baggrund af hoveder og ikke på baggrund af engagementet med foreningen.

Det er kendetegnende for sammenslutningerne behandlet i dette notat, at lovregler og vedtægt m.v. stiller større krav til flertallets størrelse samt særlige processuelle krav til at foretage ændringer af sammenslutningens vedtægt og formål. Dette skyldes at sådanne ændringer vedrører sammenslutningens "grundlov" og sigte, hvilket har væsentlig betydning for deltagerne og sammenslutningens virke. Beslutningerne kræver følgelig omtanke og en længere tidshorisont førend der foreligger en endelig vedtagelse end øvrige beslutninger i sammenslutningen.

For aktieselskaber følger det af Selskabsloven, at beslutninger om vedtægts- eller formålsændringer skal tiltrædes af mindst 2/3 såvel af de stemmer, som er afgivet, som af den del af selskabskapitalen, som er repræsenteret på generalforsamlingen. Selskabsloven udskiller en række beslutninger om ændringer af vedtægt, til i stedet at skulle tiltrædes af mindst 9/10 såvel af de afgivne stemmer som af den på generalforsamlingen repræsenterede selskabskapital. Er der endelig tale om en beslutning om vedtægtsændring, hvorved kapitalejernes forpligtelser over for kapitalselskabet forøges, er en sådan beslutning kun gyldig, hvis samtlige kapitalejere er enige herom.

Reglerne for ændring af en vedtægt i foreninger følger – med afsæt i foreningens vedtægt – overordnet de samme baner. Ændringerne af en sammenslutnings formål er selvsagt det generelt set mest indgribende og for bl.a. en forening, gælder der ligefrem en grænse for hvor vidtgående en ændring kan være, uden at dette er ensbetydende med en opløsning af foreningen.

KAPITEL 4: CASESTUDIER

Søren Vincents Svendsen, Siv Levorsen, Anders Christian Meelby

I dette kapital vil fem større foreningsejede selskaber blive studeret nærmere. Casestudiet omfatter således fire kooperative banker og et forsikringsselskab, hvor medlemmerne eller kunderne er majoritetsejere gennem en forening.

De fire kooperative banker omfatter den store hollandske Rabobank, der har en betydelig markedsandel i Holland og er en aktiv aktør i forhold til at forsvare og italesætte de kooperative aspekter ved ejerformen. Den kooperative bank Raiffeisen i Østrig indgår ligeledes i casestudiet og har et gammelt ophav i den kooperative bevægelse og udøver til stadighed de kooperative principper samtidig med, at banken har etableret en børsnoteret enhed og opererer aktivt uden for landets grænser.

Den franske Credit Agricole er ubetinget Europas største kooperative bank og er næsten 3 gange større end f.eks. Rabobank på balancen og viser således også, at kooperative banker kan kombinere stærk medlemsforankring og stor skala. Credit Agricole er opbygget omkring et meget betydeligt antal lokale banker, der samles i stærke regionale enheder, der opererer med en høj grad af selvstændighed, men samtidig koordinerer deres aktiviteter og bl.a. i fællesskab sidder på en bestemmende indflydelse i det børsnoterede selskab af samme navn.

OP Bank i Finland er den fjerde kooperative bank i casestudiet, og banken er også karakteriseret ved en stærk medlemsforankring i et omfattende lokalt netværk og med en betydelig markedsandel i Finland. Endelig omfatter casestudiet det norske forsikringsselskab Gjensidige, der er interessant ved at være børsnoteret og formentlig vil have vanskeligt ved at identificere sig selv som "kooperativ", men hvor majoritetsejerskabet stadig ligger hos foreningen af medlemmer / kunder. Denne ejerstruktur gør det særdeles interessant at studere Gjensidige nærmere. Gennemgangen af de fem cases er struktureret med fokus på fem primære emner: a) en oversigt over selskaber med en tilhørende kort beskrivelse af selskabet. Dernæst følger b) en præsentation af de kooperative værdier, som selskaberne markedsfører. De kooperative værdier adskiller selskaberne fra kommercielle selskaber, og det er ønsket at se, om de

kooperative eller foreningsejede selskaber bruger og italesætter de unikke træk ved ejerformen i f.eks. markedsføringen.

I et tredje punkt følger c) en kortlægning af medlemmernes økonomiske involvering og forankring i selskabet ud fra den betragtning, at det må være den konkrete manifestation af de kooperative værdier. I forlængelse heraf og i sammenhæng med medlemmernes økonomiske forankring beskrives d) selskabernes metoder for kapitalgenerering og herunder også adgangen til ekstern kapital både på egenkapitallignende vilkår eller som gæld. Endelig følger e) en gennemgang af medlemsindflydelsen og strukturen i det demokratiske system i selskaberne, og til trods for en forskellig grad af centralisering i de fem cases har de den lokale forankring til fælles og gør i vidt omfang brug af det bærende kooperative princip om én mand – én stemme.

Gennemgangen af de forskellige cases munder slutteligt ud i en sammenfatning og diskussion, hvor de væsentlige konklusioner på tværs af casene og vedrørende de fem hovedemner såvel som øvrige væsentlige begivenheder og emner i sektoren trækkes frem og diskuteres. Der er tydeligvis en række fællestræk på tværs af de fem cases, men gennemgangen viser også, at den kooperative ejerform praktiseres forskelligt, og det bliver nok engang bekræftet, at anomalien i den kooperative ejerform ikke er fraværet af omsættelige ejendomsrettigheder men omfanget af governance mekanismer, der kan varieres og sammensættes på et utal af måder for at sikre størst målopfyldelse afhængig af konkrete ønsker og behov.

I tilknytning til emnet omkring kapitalgenerering vil opsummeringen kort omtale mulige interessekonflikter mellem medlemmer og eksterne aktører eller investorer. Emnet vil blive nærmere studeret i et separat kapitel, og case-gennemgangen giver grundlag for at vurdere det konkrete omfang af de potentielt store interessekonflikter, der kan opstå, når fremmed kapital trækkes ind som finansieringsgrundlag. Samtidig vil case-gennemgangen sandsynliggøre, at store foreningsejede eller kooperative banker kan skabe vækst og skala i forretningsomfanget også på grundlag af ekstern kapital.

1. Rabobank

Selskabet

Rabobank identificerer sig som en international udbyder af finansielle services med hovedsæde i Holland, hvor banken blev grundlagt i slutningen af det nittende århundrede. Her samledes landmænd og gartnere med det fælles mål at sikre deres hvervs fremtidige succes.
6.5 millioner af Rabobanks kunder er hollandske, private kunder, hvoraf knap to millioner af de hollandske kunder er medlemmer af kooperativet.

I 2018 talte Rabobank ca. 8.3 millioner kunder i alt, hvor kundebasen ud over de hollandske privatkunder talte 1.1 million kunder i udlandet og ca. 800.000 erhvervskunder. I 2016 indførte Rabobank en ny governance struktur gennem en juridisk sammenlægning, hvilket betød, at Rabobank ikke længere var en samling af lokale banker, der havde individuelle banklicenser og "egne" medlemmer. Efter omstruktureringen blev Rabobank én stor bank under én banklicens, hvilket betyder, at alle medlemmer af Rabobank er medlem af den samme bank men dog til stadighed med tilknytning til en af de lokale afdelinger.

Ændringerne i governance strukturen kom i kølvandet på den finansielle krise, hvor kapitalreguleringen blev skærpet på flere parametre grundet en generel mistillid til bankerne. Herudover spillede Rabobank en større rolle i den såkaldte "Libor skandale" og betalte i 2013 en væsentlig bøde i den forbindelse. Det bidrog klart negativt til tilliden til den kooperative bank og har formentlig været medvirkende til det betydelige fald i antal kunder mellem år 2013 og 2014, som det ses af tabellen nedenfor.

Ydermere har banken gentagende gange været beskyldt for at være indblandet i hvidvask sager. Seneste tilfælde er i Californien, hvor Rabobanks datterselskab har tilstået manglende rapportering af mistænksomme transaktioner fra Mexico og har betalt en bøde på mere end 300 millioner dollars, og alt andet lige vil det indvirke negativt på medlemmernes tillid til banken.

Tabel 1: European Association of Co-operative Banks, Key Figures 2013-2017

	2013	2014	2015	2016	2017
Medlemmer, ca. tal (1.000)	1,947	1,959	1,945	1,927	1,916
Kunder, ca. tal (1.000)	10,000	8,800	8,600	8,700	8,500
Lokale banker	129	113	106	103	102
Medarbejdere	56,870	48,254	45,658	40,029	37,170
Filialer	722	547	506	425	444
Aktiver (mio. euro)	674,139	681,086	670,373	662,593	602,991
Markedsandel udlån	-	-	-	-	-
Markedsandel indlån	38%	36%	35%	34%	34%
Egenkapital (mio. euro)	40,037	38,871	41,280	40,524	39,610
Egenkapital/aktiver	5.9%	5.7%	6.2%	6.1%	6.6%
Solidtet (CET1)[195]*	13.5%	13.6%	13.5%	14%	15.8%

European Association of Co-operative Banks, Key Figures 2013-2017

**Kilde: statista.com.*

[195] Investopedia anfører følgende: Common Equity Tier 1 (CET1) is a component of Tier 1 capital that consists mostly of common stock held by a bank or other financial institution. It is a capital measure that was introduced in 2014 as a precautionary means to protect the economy from a financial crisis. It is expected that all banks should meet the minimum required CET1 ratio of 4.50% by 2019. Kilde: https://www.investopedia.com/terms/c/common-equity-tier-1-cet1.asp

I ovenstående tabel er der over perioden en nedadgående tendens i antallet af kunder og fra 2013 til 2017 sker der en reduktion i kundebasen på hele 15%. Ligeledes falder antallet af medarbejdere mere eller mindre proportional med faldet i antallet af filialer, hvilket alt andet lige kan være en reaktion på det markante fald i kundebasen fra 2013 til 2014, men kausaliteten kunne meget vel være omvendt. Herudover stiger det centrale mål for egenkapital CET1, hvilket indikerer, at Rabobank har oprustet kapitalen for at imødekomme de nye krav i forhold til kapitalreguleringer, og dermed sender den kooperative bank også et signal om at være en stabil og robust bank.

Værdier & Målsætninger

Landmænd og gartnere, der startede de første kooperative banker, der sidenhen skulle blive starten til Rabobank, var inspireret af Friedrich Wilhelm Raiffeisen. Raiffeisens grundidé var at bekæmpe fattigdom, men dette skulle ikke være gennem almisser eller donationer. Han mente, at den bedste måde at afhjælpe fattigdom var at hjælpe mindre bemidlede individer til at hjælpe sig selv. I 1866 udgav Raiffeisen tilmed en bog om landbrugs kooperativer, som fungerede som inspiration for den hollandske landbrugs- og fødevareindustri. Rabobanks historiske rødder i landbruget giver stadig genlyd i deres mission og strategi i årsrapporten fra 2018. Missionen er klar; *"Growing a Better World Together"*, som opnås gennem at drive bankvæsen for Holland og for fødevarer.

"*For Holland*" refererer til, at Rabobank er et kooperativ, der investerer i lokalsamfundet med særligt fokus på bæredygtige investeringer og udbetaler derved en kooperativ dividende til medlemmerne. Samtidig kommunikerer Rabobank, at det er vigtigt for banken at styrke Hollands indtjeningsevne og hollændernes muligheder for huskøb. Mens drift af bankvæsen "*for fødevarer*" refererer til, at Rabobank fremhæver sine rødder og afsættet i landbruget, og banken har et udtrykt ønske om, at dens bidrag til fødevare- og landbrugssektoren er relevant og bæredygtigt.

For at kunne lykkes med missionen, anvender Rabobank en bred vifte af redskaber, herunder fokus på kunderne, et meningsfuldt kooperativ, en bundsolid bank som anker og selvstændige ansatte. Selvom disse redskaber ikke er en opremsning af kooperative værdier, som vi kender

dem, så er der tydelige kooperative aftryk. Helt klassisk er det for kooperativer at fokusere på deres kunder ved at være lokalt tilstede og derigennem skabe et langsigtet forhold til kunden, hvorved Rabobank formår at skabe et "særligt fokus på kunderne".

Et meningsfuldt kooperativ er for Rabobank et kooperativ, hvor medlemmerne er engagerede i banken, og banken bidrager til lokalsamfundet. Engagement og involvering i banken har altid været særligt for kooperativer og var også en grundværdi for netop Raiffeisen. For at banken skal kunne fokusere på kunderne og udbetale kooperativt dividende – og derigennem være et meningsfuldt kooperativ, da er det et mål, at banken skal være bundsolid målt på præstation og balancetal.

Den bæredygtige del af Rabobanks visioner består i at stimulere landbruget i udviklingslande og ekspandere adgang til finansielle services i samme områder. På denne måde består Raiffeisens mission, som nu føres videre af Rabobank, som hjælper verdens fattigste til netop at hjælpe sig selv fremfor at sende donationer. Desuden er Rabobank bevidst om global opvarmning, og investerer i bæredygtig energi, samtidig med at et projekt om at mindske madspild også er sat i værk.

Udover almindelig bankydelser, nyder medlemmer af Rabobank flere fordele, én af fordelene er, at der bliver arrangeret forskellige medlemsmøder; foredrag, events med en særlig målgruppe, netværksmøder mm. Medlemmerne af Rabobank nyder også fordele i forhold til forbrug, hvilket blandt andet lære individer at hjælpe sig selv. Rabobank fokuserer på investeringer, der er bæredygtige socialt og globalt. Projektet omfatter rabatter på bestemte varer, forlystelsesparker, klassiske koncerter mm.

Medlemmers økonomiske involvering

Da de første Rabobank kooperativer blev grundlagt i Holland i slutningen af 1800-tallet, betalte medlemmerne ikke for medlemskab, og eftersom medlemmerne ikke var økonomisk involveret i banken, blev intet af overskuddet allokeret ud til medlemmerne. Størstedelen af overskuddet blev henlagt som reserve for at kunne skabe en stabil bank, og derudover blev en andel af overskuddet investeret i lokalområdet, dvs. den såkaldte kooperative dividende.

Umiddelbart er det en model, som Rabobank har fastholdt gennem de sidste mange år, og det strider i nogen grad med Raiffeisens princip om solidaritet og økonomisk involvering af det enkelte medlem. Enhver kunde i Rabobank har mulighed for at ansøge om medlemskab, og herefter er det op til bestyrelsen i den lokale afdeling, hvorvidt kunden kan opnå et medlemskab af banken.

Den lokale bestyrelse træffer beslutningen om at acceptere eller afvise en kunde som medlem, ud fra en politik fastsat af direktionen med godkendelse fra General Members Council. Er kundens ansøgning om medlemsskab først afvist, er der ikke mulighed for at "anke" dommen. Er kunden derimod blevet medlem, kan vedkommende vælges ind i det lokale medlemsråd, hvorved medlemmet indgår i strategiske beslutninger omhandlende bankens aktiviteter og investeringer i lokalområdet.

Kapitalgenerering

Fra 1990-2010 udstedte Rabobank medlemscertifikater og begyndte at opbygge hybrid kapital. Certifikaterne var eksklusivt forbeholdt medlemmerne i Rabobank og var af samme årsag ikke offentligt noteret, men de blev derimod handlet på et internt marked. Certifikaterne styrkede Rabobank, da disse kunne kvalificeres som CET1.

I 2013 havde de udestående certifikater en værdi af €5.8 billioner, og i samme år gav Rabobank udtryk for, at de ønskede at notere certifikaterne, så de frit kunne omsættes på børsen. I januar 2014 blev certifikaterne børsnoteret men med den klausul, at der ved køb af et certifikat på markedet ikke fulgte stemmerettigheder med. Altså svarer et køb af et certifikat til et køb af en obligation i en virksomhed og dermed som et opsparingsinstrument for investoren, hvor den eneste forskel er, at der ikke eksisterer en afviklingsdato på certifikaterne.

Børsnoteringen af medlemscertifikaterne var ikke Rabobanks egen idé, men var derimod motiveret af det hollandske finanstilsyn, som krævede, at de interne ejere af certifikaterne skulle gøres opmærksom på, at certifikaterne ikke var risikofrie. Derfor skulle opfattelsen af certifikaterne ændres fra et risikofrit opsparingsinstrument til et investeringspapir, og de lokale banker skulle råde investorerne til, at medlemscertifikaterne maksimum burde udgøre

20% af en individuel investeringsportefølje. Denne regulering af Rabobank kom i kølvandet på først finanskrisen og siden gældskrisen.

Certifikaterne omsættes på Amsterdams børs og er frit omsættelige. Prisen er cirka 27-28 euro, hvilket er omkring 10% mere end den nominelle værdi, som er €25. Resultatet af noteringen af certifikaterne er, at der nu findes aktionærer uden stemmeret i Rabobank, som skal have kompensation for deres kapitalindskud i banken. Denne kompensation bliver givet hvert kvartal, hvor der bliver udbetalt en rente, hvis størrelse er defineret ud fra den 10-årige rente på hollandske statsobligationer plus 1.5%, dog er minimumsafkastet 5.2% (baseret på nominelle værdier). Det betyder ikke, at det fungerer som en opsparingskonto med relativt højere rente i forhold til, hvad bankerne kan tilbyde på indlån, idet der er risici forbundet med at investere i certifikaterne.

Udover at certifikaterne kan falde i værdi på markedet, så har Rabobank ret til at købe dem tilbage til nominel værdi uanset markedsværdien eller handelsprisen på certifikatet den pågældende dag. Rabobanks direktion kan tilmed egenrådigt beslutte at indstille udbetalingerne af udbyttet midlertidigt, ligesom det står Rabobank frit for at sænke renten. Herudover vil certifikatejerne være de sidste i køen til at få udbetalt deres indskud, hvis Rabobank skulle gå konkurs, da kapitalen fra certifikaterne bliver regnet med i CET1 kapitalen.

Rabobanks egenkapital består i 2018 af 64% reserver og fortjeneste, 18% fra medlemscertifikater og 17% i hybrid kapital, hvorfor certifikaterne udgør en ikke ubetydelig andel af egenkapitalgrundlaget. Udstedelsen af certifikater vil alt andet lige betyde, at Rabobank forpligtiger sig over for ejerne af certifikaterne, dvs. en forpligtigelse bestående i at skabe værdi, således at det bliver muligt at betale ejerne kompensation i form af den kvartalsvise udbetaling. Det er dog i denne sammenhæng væsentligt at tage med i betragtning, at ledelsen har betydelige rettigheder både omkring tilbagekøb og løbende forrentning af medlemscertifikaterne, uden at disse indeholder residuale stemmerettigheder for investorerne. Det er således et fleksibelt system, der kan være med til at udjævne udsving i kriseperioder samtidig med, at ledelsens adgang til opkøb af certifikaterne kan modvirke en (alt for) spekulativ tilgang, der nærmest per definition er i modstrid med en kooperativ selvforståelse og grundtanke.

Medlemsindflydelse & -demokrati

Rabobank har som tidligere nævnt 8.3 millioner kunder, med en kundebase på 6.5 millioner i Holland alene. Heraf er 1.9 millioner af de hollandske kunder medlemmer i Rabobank, og hver enkelt er tilknyttet én af de 101 lokale banker, der er spredt over Holland.

I hver af de lokale banker repræsenteres medlemmerne af det lokale medlemsråd, som består af 30-50 medlemmer uden anden tilknytning til banken end det kundemæssige. Medlemmerne af det lokale medlemsråd vælges af en forsamling bestående af medlemmer, som har til formål at varetage denne udvælgelse.

Det lokale medlemsråd har indflydelse og stemme, når der skal træffes strategiske beslutninger og er med, når bankydelserne skal optimeres. Samtidig har de også til opgave at udpege den lokale bestyrelse som består af 3-7 medlemmer af Rabobank.

Den lokale bestyrelse fungerer som rådgivende organ for ledelsen i den lokale afdeling, og formanden for den lokale bestyrelse fungerer også som formand for det lokale medlemsråd og repræsenterer dermed det lokale råd til General Members Councils møder.

General Members Council består altså af alle repræsentanter for de enkelte lokale medlemsråd og fungerer som højeste organ i Rabobank. Rådet varetager medlemmernes interesser gennem

vedtagelse af strategi, godkendelse af hovedpunkterne i det årlige budget og rådgivning af opkøb og alliancer. Herudover har General Members Council som øverste organ i banken til opgave at udpege bestyrelsen i Rabobank, og derigennem deres egen formand, i dét bestyrelsesformanden også fungerer som formand for General Members Council. Alle 101 medlemmer af General Members Council mødes minimum to gange årligt for at varetage de opgaver, der er dem tilskrevet.

Til disse møder bliver alle beslutninger vedtaget gennem afstemning, hvor medlemmerne af General Members Council har minimum én stemme. Herudover fordeles stemmer ved en formel, hvor det relative forhold mellem den lokale bank og summen af alle lokal bankers tal for henholdsvis balance, egenkapital og det kommercielle resultat beregnes. Herudover har medlemmer fra både bestyrelse og direktionen ret til at deltage i møderne og fungerer som en rådgivende stemme ved afstemninger.

General Members Council står for at udnævne bestyrelsen, som skal bestå af minimum syv personer; hvorvidt der skal være flere medlemmer er op til General Members Council at vurdere. Totredjedele af bestyrelsen skal bestå af medlemmer af Rabobank, og medlemmer af lokale bestyrelser eller lokale medlemsråd kan ikke vælges ind i bestyrelsen. Ansatte i Rabobank eller i en anden afhængig virksomhed må ikke sidde i bestyrelsen. Rådet mødes minimum seks gange årligt, hvor ekstra møder kan komme på tale.

Udover sin kontrollerende og rådgivende funktion overfor direktionen har bestyrelsen også til opgave at udpege direktionen. Antallet af individer i direktionen bestemmes af bestyrelsen, men skal minimum bestå af to personer. Bestyrelsen varetager direktionen i Rabobank.

General Members Council har beføjelse til at afsætte medlemmer af bestyrelsen samt individer i direktionen. Ligeledes kan General Members Council afsætte formanden af de lokale bestyrelser (som der igennem også er et fungerende medlem af General Members Council). Uanset hvilket medlem der bliver afsat, har General Members Council myndighed til at bortvise vedkommende fra det ledende organ eller fra medlemskab i Rabobank i al almindelighed.

2. Raiffeisen Banking Group Austria

Selskabet

Raiffeisen Banking Group Austria (RBG) er den største bankgruppe i Østrig med ca. 1.7 millioner medlemmer (medejere) og en kundegruppe bestående af ca. 3.6 millioner østrigere. Det betyder, at Raiffeisen Banking Group Austria har en markedsandel i niveauet 30%. Gruppen består af otte regionale, selvstændige banker, som hver især udgør et regionalt kooperativ. De regionale banker har samlet mere end 400 lokale, selvstændige banker som medlemmer og altså med andre ord et meget betydeligt antal, der vidner om en udbredt lokal forankring af bankens virke.

Den centrale institution i RBG er Raiffeisen Banking International (RBI), hvilket er en følge af sammenlægningen tilbage i 2017, hvor den forhenværende centrale institution Raiffeisen Zentralbank blev sammenlagt RBI.

Inden sammenlægningen var RBI et datterselskab til Raiffeisen Zentralbank, RBZ. Nu ejer RBG 58.8% af RBI – og dermed majoriteten af aktierne, mens de resterende 41.2% er udbudt på børsen i Wien. Ejerandelen på 58.8% er den aggregerede ejerdel for de 8 regionale banker; hver regional bank ejer en individuel andel af RBI, og andelene er individuelle i den forstand, at de varierer i størrelse.

De otte banker, der danner RBG, er alle medlemmer af et mere omfattende kooperativ, Österreichischer Raiffeisen Verband, hvor der findes andre finansielle og ikke-finansielle medlemmer. De regionale kooperativer har også andre medlemmer end de lokale Raiffeisen banker, herunder findes medlemmer i øvrige sektorer og f.eks. inden for fødevarer, mejeri, bio-energi og varehuse.

I tabellen nedenfor skal det bemærkes, at de tre første tal (medlemmer, kunder & medarbejdere) er et estimat, eftersom det er konstant over den fem-årige periode. Ud over denne opgørelse over nøgletal fra European Association of Co-operative Banks (EACB) findes der ikke offentlige tilgængelige oplysninger om RBG som gruppe; der findes kun årsrapporterne for henholdsvis de lokale og de regionale banker.

Desuden ser det i tabellen ikke ud til, at RBG har været påvirket af sammenlægningen mellem RBZ og RBI i 2016, hvilket kan tilskrives RBIs minimale indflydelse på RBG. RBIs rolle som central institution for RBG indebærer først og fremmest at fungere som en central funding enhed til sikring af likviditet for de tilknyttede banker. Det betyder, at de tilknyttede regionale landebanker stiller likviditet til rådighed, men bankerne modtager også likviditet om nødvendigt.

Tabel 2: European Association of Co-operative Banks, Key Figures 2013-2017, Data samlet i samarbejde med TIAS School for Business and Society of Tilburg University

	2013	2014	2015	2016	2017
Medlemmer, ca. tal (1.000)	1.700	1.700	1.700	1.700	1.700
Kunder, ca. tal (1.000)	3.600	3.600	3.600	3.600	3.600
Medarbejdere	26,000	29,000	29,000	29,000	29,000
Lokale banker (uafhængige)	490	473	477	434	406
Filialer	1,646	1,587	1,578	1,500	1,448
Aktiver (mio. euro)	281,609	285,557	279,611	279,649	286,063
Markedsandel indlån	30%	29.0%	30.3%	30.2%	30.6%
Markedsandel udlån	27.3%	28.4%	28.3%	28.6%	28.9%
Egenkapital (mio. euro)	19,089	17,604	17,846	18,636	19,909
Egenkapital/Aktiver	6.8%	6.2%	6.4%	6.7%	7.0%
Tier 1 kapital*	11.2%	8.8%	9.3%	10.2%	10.9%

European Association of Co-operative Banks, Key Figures 2013-2017, Data samlet i samarbejde med TIAS School for Business and Society of Tilburg University

**Tier 1 Kapital er her angivet i stedet for CET1, som har været gennemgående. Dette skyldes, at CET1 ikke findes for Raiffeisen Banking Group Austria, da gruppen ikke fremlægger en samlet årsrapport.*

Herudover samarbejder RBI med bankgruppen om marketing, hvor særligt et strømlignet grafisk design og bevarelse af varemærket, Raiffeisen er i fokus, hvor begge komponenter medvirker til opretholdelsen af virksomhedsidentiteten. Den østrigske bankgruppe fungerer samtidig som anker i den internationale institution og tilfører stabilitet, når RBI udvider forretningen i Central- og Østeeuropa. RBI er i forbindelse med tilstedeværelsen i Østeuropa også indblandet i en russisk hvidvask skandale, og selvom RBI ikke er direkte forbundet til de lokale Raiffesen banker, så forbindes skandalen med navnet Raiffeisen og dermed også over til de regionale og lokale banker.

Værdier & Målsætninger

Alle selskaber, som kan findes under navnet Raiffeisen, har samme fællesnævner i form af værdier, der har udgjort grundlaget for selskaberne i de 130 år, som Raiffeisen har eksisteret i Østrig. Österreichischer Raiffeisen Verband har listet grundprincipperne på deres hjemmeside, og det er grundprincipper, der også findes på alle regionale og lokale Raiffeisen hjemmesider:

- Opgave: Det er Raiffeisen kooperativers fornemmeste opgave at fremme medlemmernes økonomi. For at løse denne opgave kræver det, at kooperativerne er professionelle og succesfulde selskaber, som derfor har mulighed for at prioritere medlemmerne over profitmaksimering.
- Solidaritet: en værdi, der træder i kræft i flere dele af kooperativet. Helt overordnet er de selvstændige selskaber, som er medlemmer af Raiffeisen, solidariske over for hinanden. Dette betyder, at både enkelte medlemmer og kunder kan drage fordel af, at selskaberne udgør en stærk gruppe. Det enkelte kooperativ skal herudover også være solidarisk med sine medlemmer og sikre, at ydelser mv. er i overensstemmelse med medlemmets personlige ønsker og mål. Medlemmet er endvidere solidarisk med kooperativet og er villig til at bidrage til fællesskabet – økonomisk og gennem engagement.
- Subsidiaritet: Samarbejdet kooperativerne imellem følger altid princippet om subsidaritet; at fællesskabets kraft kun anvendes, hvor det enkelte individ ikke har tilstrækkelig styrke

til at gøre dette på egen hånd. Princippet er fungerende inden for hvert enkelte kooperativ samt i de forskellige kooperativer under Raiffeisen.

- Regional: kooperativerne er regionalt forankret, hvilket garanterer en stor viden om det regionale/lokale marked. Herved er det muligt for de lokale banker at yde en personlig service og derigennem opbygge et personligt forhold med det enkelte medlem/den enkelte kunde.

På de regionale Raiffeisen bankers hjemmeside er værdierne meget lig Österreichischer Raiffeisen Verbands værdier, hvilket alt andet lige er naturligt, eftersom værdierne er grundlagt af østrigeren og faderen til den kooperative tanke, Friedrich Wilhelm Raiffeisen, tilbage i det 19. århundrede. Der er også beskrevet et identitetsprincip, som forudsætter, at bankerne stiller medlemmer og kunder ens i kooperativet, dvs. at der ikke bør være forskelsbehandling af de to. Frasen "*at man bliver mere end bare en kunde*", når man bliver medlem, kan derfor godt skabe en smule forvirring i forhold til identitetsprincippet, men det refererer til, at individet, der tegner medlemskab, hermed også forpligtiger sig til engagement i banken. Fra bankens side er det tanken, at medlemmet har interesse i at få et indblik i banken som forretning, og at medlemmet deler værdier med banken for at opnå det bedst mulige forhold mellem medlem og bank samtidig med, at medlemmet har mulighed for at deltage aktivt i demokratiet og udnytte sin stemmeret.

På centralt niveau må det alt andet lige antages, at RBIs målsætninger afspejler målsætningerne i bankgruppen. En antagelse der bakkes op af det tidligere beskrevne samarbejde mellem RBI og RBG omkring opretholdelse af varemærket og værdierne i Raffeisen. I RBIs årsrapport er det tydeligt at strategi og målsætninger er stærkt inspireret af Raiffeisens kooperative værdier listet ovenfor. Herudover findes en udførlig beskrivelse af den bæredygtige strategi, som vægtes højt i RBI, men også er beskrevet på de regionale bankers hjemmesider.

Målet beskrevet i RBIs årsrapport er at skabe langsigtet værdi gennem opretholdelse af et stærkt og troværdigt brand ved at møde kunderne og medlemmerne på deres præmisser. Den langsigtede værdi består i at skabe stor stabilitet i bankerne målt på tier 1 ratio ved effektiv kapital- og risikostyring. Målsætningen kan tolkes som en politik eller hensigtserklæring om, at

der fra ledelsens side er fokus på at skabe sikre og stabile banker, som ved en eventuel ny krise ikke er i farezonen.

Denne politik har vist sig ganske holdbar, idet ikke én østrigsk Raiffeisen bank har måtte lukke som følge af finanskrisen i 2008. Grundtanken er altså, at ved drift af en stabil bank er der mulighed for at fokusere på kunden og skabe en langsigtet relation, der (omvendt) tilfører banken tillid og troværdighed og medvirker til stabiliteten.

Medlemmernes økonomiske involvering

Overgangen fra kunde og til medlem eller fra udefrakommende til medlem sker ved et møde i en Raiffeisenbank, hvor man vil blive informeret om alle detaljer omkring medlemsskabet. Er der herfra et ønske om medlemskab, betales et givet beløb pr. andel, som man ønsker at holde, hvorefter der ikke umiddelbart er flere økonomiske udgifter forbundet med medlemsskabet, dvs. intet årligt kontingent eller lignende.

Betingelserne for medlemskab varierer mellem alle 407 lokale Raiffeisenbanker, da de alle er selvstændige, og derfor har hver enkelt bank et unikt sæt betingelser for medlemskab. Der udbetales ikke en egentlig dividende til det enkelte medlem, men til gengæld udbetales store dele af overskuddet til lokalsamfundet i form af investeringer og uddelinger.

Medlemmet modtager et medlemskort, således at man som Raiffeisen medlem har mulighed for at få diverse rabatter og indkøbsfordele i Østrig gennem lokale, regionale og nationale forretningspartnere. Omfanget af rabatter og fordele, der åbnes op for, er afhængigt af alderen på det enkelte medlem, da der eksisterer medlemsskaber henvendt til børn, unge og naturligvis også voksne, defineret som individer over 25. Ud over rabatter og fordele, arrangerer mange regionale banker konkurrencer for medlemmerne af de lokale banker, herudover afholdes der også arrangementer eksklusivt for medlemmerne.

Kapitalgenerering

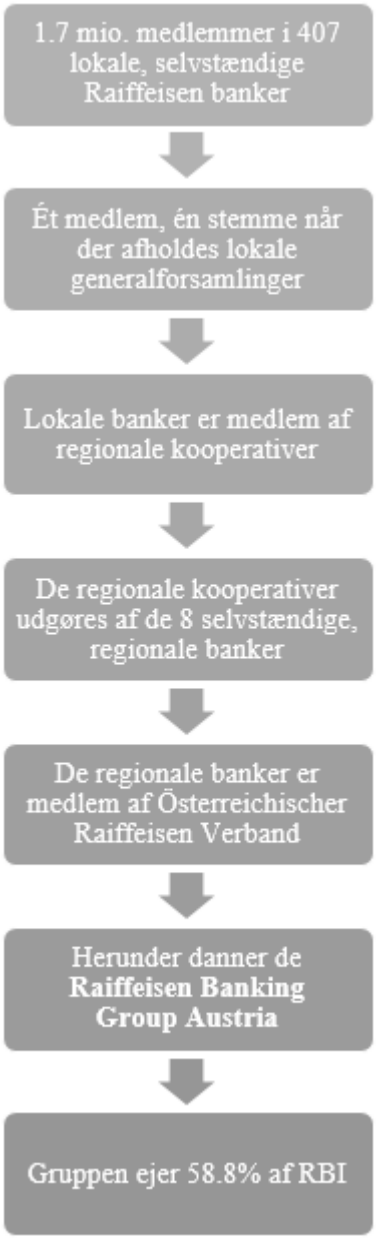
Udgangspunktet for de lokale og regionale Raiffeisen banker er, at de ikke er børsnoteret. Dette medfører, at ejerne af de enkelte selskaber udelukkende udgøres af kooperativernes

medlemmer, dvs. der ikke hentes fremmedkapital igennem aktieudstedelse hverken i de regionale eller de lokale banker. Det eneste kapitalinstrument er derfor umiddelbart det indskud medlemmet betaler, når individet tegner et medlemskab. Det er uklart, hvorvidt der i nogle af de lokale Raiffeisenbanker er udstedt obligationer til finansiering, og det vil kræve en gennemgang af alle lokalbankernes årsrapporter at søge viden herom.
De fleste regionale banker, der ejer en betydelig andel af RBI, udsteder til gengæld obligationer med en fast rente, og obligationsudstedelsen bliver derfor at betragte som et gældsinstrument. Derfor er det også naturligt, at investorinformation er at finde på deres hjemmesider i form af præsentationer og mere officielle dokumenter. Hvor ofte disse informationer opdateres er forskelligt, men som regel er det én gang årligt, hvilken kan forklares med, at de udstedte obligationer, der anvendes som gældsinstrumenter, er langsigtede.

Som tidligere nævnt er Raiffeisen Banking International børsnoteret på børsen i Wien, og i 2017 var der udstedt næsten 329 millioner aktier, hvoraf omkring 41.2% er i fri handel. En stor andel af de aktier, som er i fri handel, er ejet af fonde og organisationer, der giver stabilitet i form af deres langsigtede investeringsstrategier. De resterende 58.8% af aktierne er som tidligere nævnt ejet af de 8 regionale Raiffeisen banker.

Medlemsindflydelse & -demokrati

Medlemmets indflydelse kommer til udtryk med den stemme til generalforsamlingen i den lokale Raiffeisen bank, hvor medlemmet har tegnet sit medlemskab. Medlemmet har ikke mulighed for at købe sig til flere stemmer, altså kan medlemmet som udgangspunkt godt købe en større andel, men her følger ikke flere stemmer til eksempelvis generalforsamlingen.



Dermed følger de lokale banker den sætning, som man oftest forbinder med kooperativer; ét medlem én stemme. Når medlemmerne samles til generalforsamlingen godkendes årsregnskabet, og der vælges bestyrelse og advisory board – eventuelle ændringer af vedtægter skal også ske på forsamlingen ved afstemning.

Herigennem får medlemmet indirekte indflydelse over ledelsen af banken, da bestyrelsen og advisory boardet er ansvarlige for udvælgelsen af direktionen.

Udover at være stemmeberettiget til generalforsamlingen har individet gennem sit medlemskab mulighed for at stille op til de enkelte poster i bestyrelsen og advisory boardet på lokalt plan. For at skabe en kompetent ledelse, er der i mange af de lokale Raiffeisen banker en strategi for udvælgelse af medlemmer til bestyrelsen.

Faglige kompetencer og erhvervserfaring er af høj prioritet, ydermere prioriteres personlige kvalifikationer som troværdighed og pålidelighed højt, og at medlemmet har tid til at varetage opgaverne i forbindelse med en eventuel bestyrelsespost.

Til hver af de 8 regionale Raiffeisen landesbankers generalforsamling er alle respektive medlemmer inviteret, hvorfor de øverste repræsentanter for blandt andet alle de lokale Raiffeisen banker i regionen er berettiget til at møde op til generalforsamlingen.

Stemmerne er fordelt lidt anderledes end i de lokale banker, da antallet af stemmer er defineret af, hvor stor en andel det givne medlem ejer af landesbanken. Der er i de regionale banker ligeledes defineret en strategi for udvælgelse af bestyrelsesmedlemmer, hvorved man sikrer, at medlemmerne af de ledende organer besidder visse kompetencer. De 8 regionale Raifffeisenlandesbanken er alle medlem af kooperativet; Österreichischer Raiffeisen Verband.

De 8 regionale landesbanker ejer som sagt 58.8% af Raiffeisen Bank International og har derfor majoritet relativt til de eksterne ejere. Dette kommer til udtryk i sammensætningen af RBIs bestyrelse, som hovedsageligt består af repræsentanter for de regionale banker.

Bestyrelsen består af 3 repræsentanter for de eksterne investorer samt 9 repræsentanter for bankgruppen og medarbejderrepræsentanter. Desuden findes et rådgivende organ, som udelukkende består af repræsentanter fra RBG, hvis eneste opgave er at fungere som konsulenter over for direktionen.

3. Crédit Agricole

Tabel 3:

	2013	2014	2015	2016	2017
Medlemmer, ca. tal (1.000)	7,400	8,172	8,799	9,300	9,700
Kunder, ca. tal (1.000)	49,000	50,000	50,000	52,000	52,000
Medarbejdere ca. tal (1.000)	150	140	140	138	139
Regionale banker	39	39	39	39	39
Lokale banker	2,483	2,489	2,476	2,471	2,477
Aktiver (mio. euro)	1,706.3	1,762.8	1,698.9	1,722.8	1,763.2
Markedsandel indlån	23.3%	24.8%	24.4%	24.4%	24.4%
Markedsandel udlån	20.9%	21%	21.1%	21.4%	21.7%
Egenkapital (mio. euro)	78.000	91.643	97.421	96.628	107.700
Egenkapital/Aktiver	4.57%	5.20%	5.73%	5.72%	6.20%
Solidtet (CET1)[196]*	11.2%	13.1%	13.7%	14.5%	14.9%

[196] Investopedia anfører følgende: Common Equity Tier 1 (CET1) is a component of Tier 1 capital that consists mostly of common stock held by a bank or other financial institution. It is a capital measure that was introduced in 2014 as a precautionary means to protect the economy from a financial crisis. It is expected that all banks should meet the minimum required CET1 ratio of 4.50% by 2019. Kilde: https://www.investopedia.com/terms/c/common-equity-tier-1-cet1.asp

Selskabet

Crédit Agricole (CA), eller Groupe Crédit Agricole, er en gruppe af franske finansielle selskaber, hvis aktiviteter spænder bredt, fra "retail banking" i den lokale franske bank til "investment banking" i udlandet. Oprindeligt startede CA som en kreditinstitution for franske landmænd i slutningen af det 19. århundrede, men har igennem tiden udviklet sig til at blive et konglomerat af finansielle selskaber på tværs af næsten 50 forskellige lande. På trods af den store udvikling er det stadig de franske kunde-ejere i de lokale kooperative banker, som har den kontrollerende majoritet.

I den ovenstående tabel kan det noteres, at CA fra 2013-2017 har oplevet en stigning i antallet af både kunder og medlemmer, hvor antallet af medlemmer stiger med ca. 400-500 tusinde årligt. Der er dog samtidig sket et fald i både antallet af medarbejdere og antallet af lokale banker. Ift. bankens størrelse målt på aktiver er der sket en lille stigning fra 1.706,3 i 2013 til 1.763,2 mia. i 2017, mens markedsandelene på indbetalinger og udlån også noteres til at have en vis stigning.

Værdier & målsætning

I beskrivelsen af sine værdier ligger CA, ligesom mange andre kooperative banker, stor vægt på bankens oprindelse og historie. Det faktum at banken er startet som værende en kooperativ bank for de franske landmænd for over 120 år siden, anvendes fortsat som et argument for bankens kerneværdier i dag. CA nævner en række forskellige kerneværdier i deres kommunikation over gruppens hjemmeside, i årsrapporter og på de regionale bankers hjemmesider. Fælles for disse værdier er at de er præget af kooperativitet og foreningseje.

På gruppens hjemmeside definerer banken selv at kerneværdierne hos dem er transparens, tæthed til kunderne, ansvarlighed og åbenhed. I den årlige finansielle rapport for 2018 nævnes værdier som kundetæthed og ansvarlighed igen, men her nævnes også solidaritet. I deres årsrapport fra 2017-2018, nævnes helt i begyndelsen at støtte til lokalsamfundet er en vigtig værdi, mens Dominique Lefebvre, bestyrelsesformand i CA, nævner et væld af værdier. Han får bl.a. nævnt ansvarlighed, kooperation og anvendelighed igen, men nævner også gensidig dækning som værende vigtig. Ifølge Lefebvre er de kooperative værdier i CA med til at give

banken en klar differentiering til de andre selskaber, som også yder bankydelser. Generelt er det gældende at værdierne beskrevet på gruppeplan er stærkt sammenfaldende med værdierne beskrevet på regionalt og lokalt plan. Dette vidner om værdierne er lette af nikke genkendende til for de fleste kooperative banker.

Medlemmernes økonomiske involvering

Når det kommer til kunde-ejernes fordele sammenlignet med at være almen kunde er der især to services, som bliver fremført. For det første findes "La Carte Sociétaire", som er et ikonisk grønt betalingskort forbeholdt kunde-ejerne i den regionale bank. Hver gang kortet bruges til enten at betale eller at hæve penge fra ens bankkonti generer kortet et lille beløb, f.eks. 0.02 Euro, som derpå overføres af den regionale bank til en fond med henblik på at støtte lokale initiativer i nærområdet. Ydermere giver kortet rabatter på en række ydelser i regionen såsom kulturelle begivenheder, museer og butikker.

Den anden service, som der fremføres er de såkaldte "Livret Sociétaires", som er en opsparingsservice udelukkende forbeholdt kunde-ejerene i de regionale banker. "Livret Sociétaires" er en bankbog, der kræver et minimum indskud på 10 Euro, og som giver en forrentning mellem ca. 0,3 og 1,5 %, hvilket varierer fra bank til bank. Det maksimale beløb varier fra et par tusinde Euro i visse regioner til ubegrænset indbetaling i andre. Pointen bag denne form for opsparing er at midlerne indbetalt på "Livret Sociétaires", i en vis grad anvendes til at finansiere lokale og regionale projekter med en levetid på maksimalt fem år. Der er i høj grad tale om støtte til nye lokale virksomheder med brug for kapital, men der kan også være tale om støtte til lokale foreninger.

På den måde bliver det igen fremført hvordan man som kunde-ejer i den regionale CA bank er med til at støtte op om det lokale samfund i højere grad end hvis man "bare" var almen kunde.

Kapitalgenerering

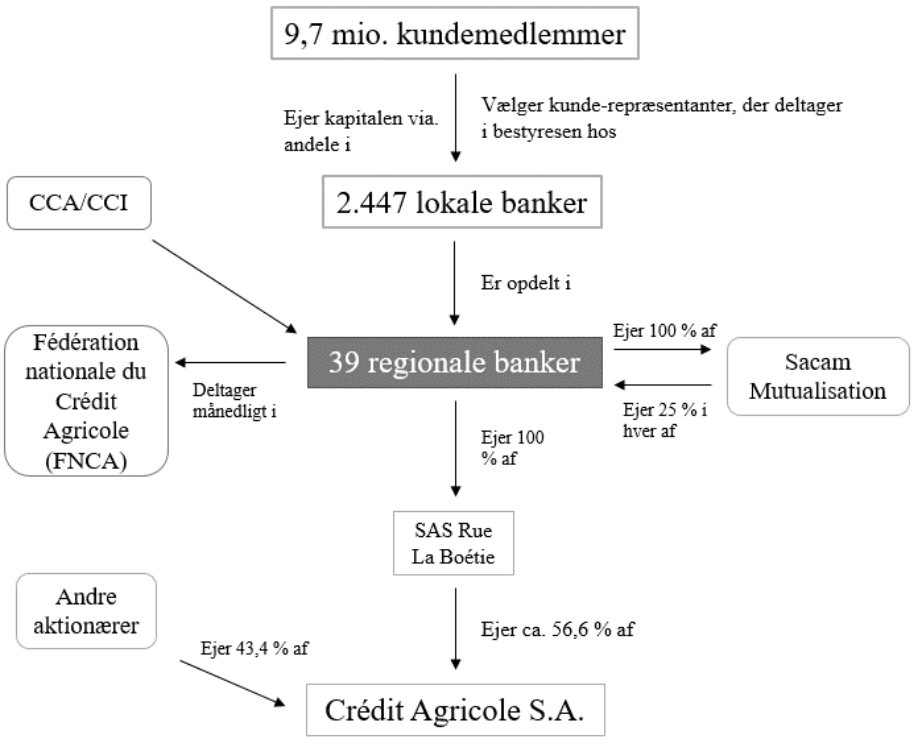
Kapitalgenereringen i CA forekommer i flere forskellige niveauer af selskabet, og sker både internt og eksternt. I de lokale banker skabes der kapital ved at sælge foreningsaktier (Part Sociales) til kunde-ejerne, og fra kunde-ejernes indbetalinger til opsparingskonti. Dvs. kapitalgenereringen i de lokale banker er alene intern.

Kapitalen i de regionale banker består dels af de foreningsaktier som de lokale banker ejer, men kapitalen består også af to slags certifikater CCI'er (Certificat coopératif d'investissement) og CCA'er (Certificat coopératif d'associé). Fælles for de to typer af certifikater er at de ikke giver ejeren ret til at afgive sin stemme, men udelukkende en ret til dividendeudbetalinger.

Dividender udbetalt til de to certifikatejere bliver bestemt på de årlige generalforsamlinger. Forskellen mellem de to certifikater er at CCI'er er offentligt solgt på børsen i Paris, mens CCA'er kun kan handles mellem medlemmer af den regionale bank, og dets affilierede lokalbanker. Dvs. at kapitalen i hver regional bank er opgjort af en del foreningsaktier med stemmeret, én del interne certifikater uden stemmeret og én del offentlige certifikater også uden stemmeret.

På nationalt plan er Crédit Agricole S.A børsnoteret i form af aktier, der både giver ret til at stemme og ret til dividendeudbetaling. Her er det ligeledes bestyrelsen som foreslår dividenden til de årlige generalforsamlinger. Ydermere udsteder Crédit Agricole S.A også obligationer, hvilket er endnu et redskab til at skabe kapital i CA.

Medlemsindflydelse



Det er de ca. 9,7 mio. franske kunde-ejere som danner basen i CA's kooperative struktur gennem deres ejerskab af kapitalen i de lokale banker. For at blive kunde-ejer i en lokal CA bank kræves en godkendelse af banken, hvorefter det er muligt at købe foreningsaktier, som "de facto" gør en til ejer af kapital i banken, altså en kunde-ejer. CA lægger i deres beskrivelse af kunde-ejernes indflydelse stor vægt på den lokale indflydelse man som kunde-medlem kan have, og mindre vægt på indflydelsen i de øvre led af selskabet. Med andre ord er kunde-ejernes indflydelse kommunikeret til at være forbeholdt udelukkende de lokale banker.

I de lokale kooperative banker afholdes der således årlige generalforsamlinger mellem januar og marts. Til disse generalforsamlinger kan kunde-ejerne skabe dialog med bestyrelsen i banken, herunder bl.a. få et indblik i bankens nuværende forfatning og dens fremtid. Der vil også være mulighed for at stemme om en række forslag, hvor det ud fra en kooperativ holdning gælder at hver enkel kunde-ejer kun har én stemme uanset hvor mange foreningsaktier denne skulle være i besiddelse af.

På de årlige møder vælges også repræsentanter (administrateurs) for kunde-ejerne, som skal varetage disses interesser i det kommende år over for både de lokale og regionale bestyrelser. På lokalt plan deltager repræsentanterne i bestyrelsesmøderne i de lokale banker, mens de på regionalt plan deltager i de 39 regionale bankers generalforsamlinger.

Hertil bliver der i kommunikationen ikke lagt vægt på hvordan kunde-repræsentanterne kan gøre sin indflydelse gældende. I de regionale banker er det præsidenten og dennes bestyrelse (Le Conseil d'Administration), som har det overordnede ansvar. Bestyrelsen i de regionale banker sidder i tre år ad gangen, og hvert år skal en tredjedel af pladserne fornys. Bestyrelsen vælger derefter et ledelsesudvalg (Le Comité de Direction) og deres leder, en generaldirektør. Det er ledelsesudvalget som præsenterer den strategiske retning for den regionale bank, og bestyrelsen, der godkender denne. Der er to vigtige enheder som opererer omkring de regionale banker i et forsøg på at skabe bedre samhørighed. For det første, blev der i 2016, i forbindelse med operation "Eureka", oprettet "Sacam Mutualisation" som er 100 % ejet af de regionale banker. Denne enhed ejer ca. 25 % af hver regional bank, og blev i sin tid oprettet med henblik på at simplificere kapitalstrukturen mellem de regionale banker i CA, samt at gøre disse mere solidariske med hinanden, når det kommer til bankernes individuelle resultater.

Før operationen ejede de regionale banker ca. 56 % af Crédit Agricole S.A (CASA), mens CASA ejede 25 % af de regionale banker gennem CCI- og CCA'er. Operationen bestod i at de regionale banker opkøbte de 25 % for ca. 18 milliarder euro, og placerede denne ejerandel i det nyoprettede Sacam Mutualisation. I forbindelse med Eureka har der været tegn på en interessekonflikt mellem de eksterne ejere i de regionale banker, og ledelsen i CA. Ifølge de eksterne ejere i de regionale banker repræsenteret af ADAM (Association de défense des actionnaires minoritaires) var prisen pr. certifikat tilbagekøbt af de regionale banker for høj sammenlignet med den daværende pris pr. CCI som kunne handles offentligt. I foråret 2019 er der fortsat konflikt omkring opkøbet, og der er ikke kommet en konklusion i sagen.[197][198]

[197] https://investir.lesechos.fr/dossiers/credit-agricole-le-reveil-boursier-des-caisses-regionales/credit-agricole-le-reveil-boursier-des-caisses-regionales-1706641.php
[198] https://investir.lesechos.fr/dossiers/credit-agricole-belle-moisson-boursiere-pour-les-caisses-regionales/credit-agricole-belle-moisson-boursiere-pour-les-caisses-regionales-1837586.php

For det andet, deltager præsidenterne og generaldirektørerne i månedlige møder ved "Fédération Nationale Du Crédit Agricole" (FNCA), hvor lederskabet af de regionale banker har mulighed for at diskutere vigtige problemstillinger. Dette har givet dem beskrivelsen "de regionale bankers parlament" (Parliament des Caisses régionales). Igennem diskussioner forsøges der at blive skabt en konsensus og en samlet stemme, som bliver hørt i de øvre ledelseslag. Gaden hvor FNCA har hovedsæde har også lagt navn til det selskab, som de regionale banker ejer 100 % af, "SAS Rue La Bóetie", og som derpå ejer ca. 57 % af Crédit Agricole S.A.

Bestyrelsen i Crédit Agricole S.A. udgøres af 21 medlemmer inklusive bestyrelsesformanden, hvoraf 10 medlemmer enten er præsidenter eller generaldirektører i de regionale banker, seks medlemmer er eksterne, og to medlemmer er valgt af lønmodtagerne.

Disse bestyrelsesmedlemmer er opdelt på seks forskellige specialiserede komitéer, som hver har ansvaret for at bestemme nogle generelle principper og overvåge om disse overholdes. Det er den udøvende komité, ikke at forveksle med de specialiserede kommittér, som ledet af den administrerende direktør, der har retten til at foretage operationelle beslutninger i Crédit Agricole S.A. Det er bestyrelsens opgave at autorisere, guide og overse de beslutninger "den udøvende komité" foretager sig, og den "udøvende komités" opgave at informere og konsultere bestyrelsen. Der er i alt 16 medlemmer af den udøvende komité.

4. OP Financial Group

Tabel 4:

	2013	2014	2015	2016	2017
Medlemmer, ca. tal (1.000)	1,404	1,434	1,491	1,747	1,833
Kunder, ca. tal (1.000)	4,252	4,284	4,303	4,357	4,400
Medarbejdere	10.806	10.980	12.130	12.227	12.212
Lokale banker	183	181	178	173	167
Filialer					
Aktiver (mio. euro)	100.99	110.43	125.15	133.75	137.24
Markedsandel indlån	36.8%	34%	37.1%	38.5%	37%
Markedsandel udlån	34.6%	32.8%	34.9%	35.4%	35.5%
Egenkapital (mio. euro)	7.724	7.213	9.324	10.237	11.121
Egenkapital/Aktiver	7.6%	6.5%	7.5%	7.7%	8.1%
Soliditet (CET1)	17.1%	15.1%	19.5%	20.1%	20.1%

Selskabet

OP Financial Group, **OP**, er en finsk gruppe af finansielle selskaber, som blev etableret i 1902, og har hovedsæde i Helsinki, Finland. Overordnet set er OP opgjort af to segmenter. På den ene side findes de lokale, kooperative banker, der primært udøver "retail banking", og hvis sammenslutning danner det **centrale kooperativ**, som har den kontrollerende magt i gruppen. På den anden side findes en række andre finansielle selskaber hvis service spænder bredt, og som ikke har en kontrollerende magt.

I perioden fra 2013 til 2018 kan det ifølge tabellen ovenfor ses, at OP, overordnet set, er vokset i omfang med hensyn til antallet af kunder, medlemmer, medarbejdere og aktivernes værdi.

Stigningen i de fire førnævnte nøgletal har været relativt kontinuerligt igennem årrækken, bortset fra et fald i antallet af medarbejdere og filialer fra 2016 til 2017.

Mest signifikant må siges at være den store stigning i antallet af medlemmer fra 2015 til 2016, hvor der sker en stigning på ca. 260.000 nye medlemmer. Ifølge OP kan det dette muligvis forklares med store stigninger i bonusserne og diverse kampagner med henblik på at styrke gruppens sociale rolle. Antallet af lokale banker i Finland har været faldende fra 183 til 167, men altså stadigvæk et ganske højt antal. Markedsandelen igennem hele perioden har været relativt konstant i niveauet omkring de 35% for både ind- og udlån.

Værdier & målsætning

OP ligger i deres beskrivelse af egne værdier stor vægt på deres over 100 år gamle kooperative fundament og de dertilhørende "kerneværdier". OP's kerneværdier udgøres af tre elementer: "people-first" tilgang, ansvarlighed og en målsætning om gensidig fremgang både for kunde-ejerne og deres lokale kooperative banker, som de er ejere af.

OP's "people-first" tilgang kommer til udtryk i missionen hos gruppen. OP's mission er beskrevet som værende "… at skabe vedvarende fremgang, sikkerhed og velvære for vores kunde-ejere og regioner". Målet er altså ikke i sig selv at maksimere profitten for ejerskabet, men i stedet effektivt at forsyne kunde-ejerne med den service de har brug for. Gruppen har fokus på en kontinuerlig fornyelse, som skal sikre, at dens service og produkter kan tilfredsstille kunde-ejernes behov. Dette er bl.a. eksemplificeret i en solid lokal tilstedeværelse i Finlands regioner, såvel som et fokus på udviklingen af brugervenlig teknologi til interaktion med bankerne.

Næste kerneværdi i OP's triumvirat er "ansvarlighed", hvilket ifølge OP skyldes de kooperative idealer fra gruppens oprindelse. Værdier som en stærk kapital base, og en kontrolleret risikotagen bliver understreget som værende særligt kooperative værdier, der hjælper OP med at sikre "en vedvarende fremgang, sikkerhed og velvære for kunde-ejerne og deres regioner". For OP er det vigtigt at kunde-ejerne forstår at OP's banker ikke har til formål at score en hurtig, risikobetonet profit, men i stedet vægter ansvarlig forretning særligt højt.

OP's sidste kerneværdi er ideen om fælles fremgang for både bankerne og deres kunde-ejere. Som OP nævner i deres "kunde-løfte" eksisterer bankerne udelukkende for at servicere deres kunder, som i sidste ende også er ejere af OP. Dette leder følgeligt til, at gensidig og fælles fremgang for både OP og deres kunde-ejere er en naturlig kerneværdi at basere services, produkter, adfærd og operationer på. Et eksempel på denne idé om fælles fremgang er OP's ekstensive brug af loyalitetsfordele, hvor den oparbejdede værdi i OP's forretning kanaliseres tilbage til kunde-ejerne. Disse loyalitetsfordele vil blive beskrevet senere i kapitlet, men overordnet gælder det, at OP's ejere skal have del af overskuddet primært igennem fordelagtige nedslag i priser og gebyrer.

Medlemmers økonomiske involvering

For at blive kunde-ejer i OP kræves blot et såkaldt "kooperativt bidrag", hvilket er en enkel engangsbetaling på ca. 100 euro, og der kræves ikke yderligere betalinger eller gebyrer for at forblive medlem i den lokale bank. Det er muligt for kunde-ejerne løbende at udbygge denne initiale investering i form af køb af "profit andele", og den lokale bank vil foretage årlige rentebetalinger til kunde-ejerne udelukkende på basis af "profit andelene" og ikke det kooperative bidrag. Ved udgangen af år 2018 består den samlede kapital af "den kooperative kapital" og reserver, tidligere overskud etc. Den kooperative kapital kan derpå opdeles i hhv. det kooperative bidrag og profitandelene, der hhv. udgør 1,7 og 25,7 % af den samlede egenkapital. Det betyder med andre ord, at optjent og tilbageholdt overskud gennem mange år udgør en meget væsentlig andel af egenkapitalgrundlaget i OP.

Foruden de årlige rentebetalinger har kunde-ejerne adgang til en række økonomiske fordele (loyalty benefits), og disse kan opdeles i klassiske fordele og optjente bonusser.
De klassiske fordele omfatter fordele, som er ens på tværs af kunder, og de skal altså ikke optjenes. Listen af fordele er lang, og består af alt fra tilbud på "daily banking services" (konti og betalingskort) og højere renter på indbetalinger til rabatter på forsikrings- og ejendomsmæglerservice. På den måde giver ejerskabet af den lokale kooperative bank adgang til økonomiske fordele i en række finansielle serviceområder uden fra bankens eget forretningsområde.

Bonusser i OP optjenes på baggrund af antallet og størrelsen af de transaktioner man som kunde-ejer foretager pr. måned, og indbetales til kunde-ejerens egen bonus-konto. Transaktioner som kvalificerer for at optjene bonus inkluderer lån, opsparinger, investeringer osv. Bonusserne anvendes af OP til at reducere gebyrer og omkostninger for kunden i forbindelse med ydelser fra banken, men også til at reducere eventuelle forsikringspræmier, hvilket igen er et eksempel på hvordan det bliver muligt at opnå økonomiske fordele uden for bankens eget forretningsområde.

Kapitalgenerering

Genereringen af kapital i OP er delt op i to metoder, nemlig indbetalinger fra kunde-ejerne og salg af obligationer til offentligheden. Indbetalingerne fra kunde-ejerne står for størstedelen af OP's kapitalgenerering, og tager form af både indbetalinger til opsparing men også i form af "kooperative bidrag".

Der er ingen eksterne ejere i OP, hvorfor salget af obligationer er den eneste eksterne kilde til kapital. Der er to enheder som tager sig af udstedelsen af obligationer i OP, nemlig "OP Corporate Bank plc" og "OP Mortgage Bank".

"OP Corporate Bank plc" agerer som den centrale bank i OP, og er ansvarlig for styringen af gruppens likviditet og internationale operationer. Mere præcist står "OP Corporate Bank plc" for udstedelsen af to slags usikrede gældsinstrumenter (obligationer); en langsigtet "medium term note" og et kortsigtet "c ommercial paper" med henblik på at sikre et konstant cashflow. Den anden udsteder af gæld i OP er "OP Mortgage Bank" som står for udstedelsen af en sikret "medium term note". Det gælder både for "OP Corporate Bank plc" og "OP Mortgage Bank", at de finansielle resultater rapporteres gennem udmeldinger til offentligheden flere gange i løbet af året.

At OP ingen eksterne ejere har, er et relativt nyt fænomen, idet selskabet frem til 2014 havde et datterselskab "Pohjola Bank plc", som var delvist børsnoteret på børsen i Helsinki, og bl.a. gjorde sig i bankydelser til erhverv, forsikring og asset management. I februar 2014

annoncerede det centrale kooperativ et tilbud på opkøb af de eksterne ejeres aktier i Pohjola, hvor det centrale kooperativ i 2013 kun havde ca. 53.3 % af aktierne og ca. 74.7 % af stemmerne. Efter tilbuddet, som kørte i marts og april, ophørte havde det centrale kooperativ ca. 98.4 % af ejerskabet i Pohjola, hvilket gav OP retten til opkøb af resten af aktierne i en "squeeze-out". Rent strukturmæssigt medførte dette at gruppen i januar 2015 skiftede navn fra "OP-Pohjola group" til "OP Financial group", mens det centrale kooperativ skiftede fra "OP-Pohjola group central cooperative" til "OP cooperative".

I april 2016 ændrede "Pohjola Bank plc" sit navn til "OP Corporate Bank plc". Ifølge OP selv var formålet med denne afnotering, at forsøge at vende tilbage til sine rødder som et rent kundeejet foretagende. Afnoteringen var et led i en større rebranding af gruppens identitet og skift i dens langsigtede udvikling.

Medlemsindflydelse

OP har ca. 1,9 mio. kunde-ejere fordelt rundt på ca. 170 uafhængige kooperative banker. Disse kunde-ejere har det absolutte ejerskab over "det centrale kooperativ", som har kontrollen over hele "OP Financial group". Der er som nævnt tidligere ingen eksterne ejere i gruppen, hvorfor der er tale om et rent kooperativt foretagende.

Som kunde-ejer i en af OP's medlemsbanker har man en række muligheder for at påvirke bankens aktiviteter. Først og fremmest er det muligt for det enkelte medlem at stemme på og stille op som kandidat til valget af "den repræsentative samling" i banken via. et "one-vote princip". Det er den repræsentative samling, som er med til at vælge en bestyrelse ("supervisory board") for den enkelte bank, og efterfølgende vælger bestyrelsen ("supervisory board") direktionen og dennes leder. Det er derpå "supervisory boards" opgave at overse den operationelle bestyrelse, når denne bestemmer strategi og overliggende mål for den lokale bank. Af andre områder for kunde-ejer indflydelse kan nævnes muligheden for at bestemme hvilke lokale velgørende formål, som skal modtage donationer fra den kooperative bank. Ud over den lokale medbestemmelse, har den repræsentative samling også indflydelse regionalt og nationalt.

Regionalt set er den repræsentative samling med til at vælge en bestyrelse for den regionale føderation som ens bank tilhører. Denne regionale føderations opgave er at repræsentere hver enkel region som helhed, og varetage dennes interesser.

På nationalt plan deltager den repræsentative samling i den øverste, beslutningstagende enhed i "det centrale kooperativ" eller "det kooperative møde". På det kooperative møde, som skal afholdes før slutningen af maj måned, har de deltagende repræsentanter stemmeret baseret på de kooperative bidrag den enkelte kooperative bank yder, dvs. andelen af den enkelte banks ejerskab af det centrale kooperativ. Repræsentanterne kan desuden opnå endnu flere stemmer såfremt deres kooperative bank har en sund økonomi, dog ikke mere end 2 % af de samlede stemmer. Såfremt en bank har haft særligt dårlig økonomi, har banken kun én stemme.

På det kooperative møde deltager også "OP Financial Group's Nomination Committee", som udgøres af medlemmer af bestyrelserne fra hver regional føderation, dvs. medlemmer som den repræsentative samling selv har valgt. På det kooperative møde er det bl.a. komiteens opgave at bedømme og nominere eventuelle kandidater til "supervisory board" for det centrale kooperativ.

"Supervisory board" er den øverst placerede gruppe i det centrale kooperativ, og består af mellem 32 og 36 medlemmer valgt på det kooperative møde af repræsentanterne fra de kooperative banker. Mellem 16 og 20 af disse medlemmer skal vælges sådan at hver føderation er repræsenteret ved mindst ét medlem. Endnu 16 medlemmer kommer fra de regionale føderationer proportionelt ift. antallet af kunde-ejere i hver føderation, og som minimum vælges også fire medlemmer, som er uafhængige og ikke affilieret med OP Financial Group. Medlemmerne af "Supervisory board" vælges til perioder på 3 år ad gangen, og har det overordnede ansvar for "OP Financial Group".

Dette inkluderer bl.a. at sikre implementeringen af OP's strategi, principper osv. Det er også "supervisory board", der har til opgave at hyre og fyre medlemmer af direktionen, som derpå har til opgave at kontrollere at operationerne hos OP er i overensstemmelse med principperne udstukket af "supervisory board".

Medlemsindflydelsens kanaler i OP betyder med andre ord, at kunde-ejerne har relativt gode muligheder for at påvirke både deres kooperative bank og OP som helhed, hvis de ønsker at bruge tid på det gennem de forskellige demokratiske led i selskabet.

5. Forsikringsselskabet Gjensidige

Tabel 5:

	2013	2014	2015	2016	2017
Antal kunder/medlemmer, ca. tal (1.000)	910	910	930	920	910
Antal medarbejdere[199]	3.377	3.525	3.908	4.005	3.834
Total aktiver (mia. Euro.)[200]	Ca. 11,29	Ca. 11,81	Ca. 13,4	Ca.14,09	Ca. 15,45
Markedsandel - Privat (%)[201]	23	23,5	23,8	24,5	23,9
Markedsandel - Erhverv (%)[3]	30,7	27,9	27,7	27,7	28,4
Egenkapital/Aktiver (%)	24,1	19	18	16,4	15,9

Selskabet

Forsikringsselskabet Gjensidige er et norsk forsikringsselskab med en markedsandel på omkring 25% i Norge. Selskabet opererer derudover i Baltikum og i de øvrige nordiske lande. Senest har selskabet frasolgt sine bankaktiviteter og opererer nu med entydig fokus på forsikringsmarkedet.

[199] I hele koncernen på tværs af lande
[200] Omregnet ved valutakurs i 8/4-2019
[201] Inden for skadeforsikring i Norge

Selve driftsselskabet lod sig i 2010 børsnotere med hele aktiekapitalen. Ved siden af driftsselskabet står Gjensidigestiftelsen, der ejer ca. 62% af aktiekapitalen.
Gensidige stiftelsen er en hybryd mellem forening, som i Danmark kendes fra Tryg og Realdania. Af Gjensidigestiftelsens vedtægt § 6 fremgår, at generalforsamlingen er Gjensidigestiftelsens højeste myndighed, og at generalforsamlingen består af medlemmer valgt af og blandt kunder i Gjensidige Forsikring ASA.

Generalforsamlingen godkender bl.a. årsregnskabet, bestemmer ændringer i Gjensidigestiftelsens vedtægt samt vælger medlemmer til Gjensidigestiftelsens bestyrelse. Hvorvidt Gjensidigestiftelsen – navnet til trods – juridisk bør kvalificeres som en stiftelse eller snarere en forening falder uden for vores undersøgelse. Som det fremgik af vores kapitel om *"Juridiske analyse af bindinger og muligheder i foreningsejerskab" vil den omstændighed, at der - i henhold til dansk ret - er knyttet medlemmer til en sammenslutning, ikke i sig selv indebære, at der ikke kan foreligge en fond. Der er således – efter dansk ret – ikke noget til hinder for, at der etableres en vis »medlemsindflydelse« i en fond. Grænsedragningen mellem fonde og foreninger kan derfor være vanskelig og ligefrem hårfin."*

Gjensidigestiftelsens medlemskreds består af alle kunder i Forsikringsselskabet Gjensidige. Det er således et kunde- eller medlemsstyret selskab, og vurderingen hos selskabet er, at det til stadighed er lige så kundeejet og -orienteret, som det tidligere var forud for børsnoteringen.

Værdier & målsætning

Målsætningen i Gjensidige har altid – også forud for børsnoteringen og i tillæg til at efterstræbe den højeste kundetilfredshed i branchen – været optimering af egenkapitalforrentningen og dermed en målsætning som i øvrige kommercielle selskaber og til forskel fra den såkaldte "dobbelte bundlinje", som der typisk opereres med i kooperative eller foreningsejede selskaber.

Optimering af egenkapitalforrentningen som entydig målsætningen er et synligt måltal, og vurderingen er, at måltallet forener interesserne på tværs af de to ejerkategorier, medlemmer og eksterne investorer, samtidig med, at det giver organisationen et styrbart redskab med

henblik på løbende optimering og effektivisering (med det formål at optimere egenkapitalforrentningen yderligere).

Målsætningen om en optimering af forrentning af egenkapitalen skal således ses i sammenhæng med, at der stilles konkurrencedygtige priser på selskabets ydelser – ikke lave priser, men konkurrencedygtige priser og der tilstræbes høj kundetilfredshed også med hensyn til skadesbehandling. Det er med andre ord ikke hensigten at opkræve (for) høje præmier eller reducere skadesdækningen for så efterfølgende at kompensere herfor ved udbyttebetalinger i forhold til overskuddet.

Kundefordelen ved udbyttebetalinger skal opnås ved effektivitet, og dermed vil udbyttebetalingerne blive en komparativ fordel for kunderne i forhold til tegning af forsikringer i andre selskaber. Fra selskabets synspunkt er muligheden for at eksponere udbyttebetalinger et væsentligt værktøj i markedsføringen og til at sikre en høj grad af kundeloyalitet på et konkurrencepræget marked.

Medlemmers økonomiske involvering

I sammenhæng med målsætningen om optimering af egenkapitalforrentningen har det altid været politikken i Gjensidige at udbetale en betydelig andel af årets overskud til kunderne i forhold til omfanget af den enkelte kundes transaktioner med selskabet. Udbyttet har typisk ligget på omkring 75 – 80%, og den politik er fortsat efter børsnoteringen, idet der nu selvfølgelig også udbetales en andel af årets overskud til de investorer, der har opkøbt den frit omsættelige aktiekapital.

Udbetaling af udbytte sker gennem Gjensidigestiftelsen, der er foreningen af kunder, og alle kunder er per definition medlem af Gjensidigestiftelsen. Det betyder, at foreningen bliver meget synlig og nærværende for de enkelte kunder, og dette instrument med udbetaling af overskud bliver markedsført og eksponeret som et unikt konkurrenceparameter for Gjensidige i forhold til øvrige forsikringsselskaber. Det er netop andelen i overskud, der på denne vis adskiller Gjensidige fra øvrige forsikringsselskaber, selvom selskabet er børsnoteret med eksterne investorer.

Gjensidigestiftelsen betjenes af et sekretariat på omkring 25 ansatte, og en hovedopgave består i at forvalte og administrere formuen samt identificere projekter til støtte med midler fra formuen og afkastet heraf. Ud over de årlige udbyttebetalinger fra Gjensidige til kunderne via Gjensidigestiftelsen, fremhæver stiftelsen sin rolle og betydning over for medlemmerne gennem støtte til samfundsmæssige projekter.

Kapitalgenerering med børsnotering

Det er nedfældet i stiftelsens formålsparagraf, at den skal være en langsigtet og forudsigelig ejer af det noterede selskab. I forbindelse med børsnoteringen blev der solgt ca 38% af aktiekapitalen til en betaling på godt 20 mia. NOK. Denne formue og det løbende afkast heraf kan stiftelsen kun bruge til ideelle formål med støtte til samfundsmæssige projekter rundt omkring i landet. I henhold til selskabets vedtægter skal selskabet besidde mindst 60% af aktierne i det børsnoterede selskab. Grænsen reduceres dog til 50% i forbindelse med generalforsamlingen i 2019 samtidig med, at der er forventning om, at ejerskabet over tid kan blive yderligere udvandet.

Det ligger eksplicit i Gjensidigestiftelsens formål, at den til enhver tid skal bidrage og understøtte strategien i Gjensidige og herunder være en "forudsigelig" ejer.
Strategien i Gjensidige er at forfølge en vækststrategi og finansiering af denne vækststrategi er betinget af risikovillig kapital, der kan rejses via udstedelse af nye aktier med yderligere udvanding af Gjensidigestiftelsen. Det er også vurderingen i selskabet, at børsnoteringen og muligheden for at rejse kapital via udstedelse af nye aktier er den eneste mulighed for at sikre kapitalgrundlaget til denne vækststrategi, der skal sikre den fortsatte konkurrenceevne i selskabet i "evighedens perspektiv".

Med børsnoteringen har medlemmerne fået eksponeret deres ejerskab, og Gjensidigestiftelsen kan betragtes som en samling af de mange små ejere (kunder og medlemmer), der i forening nu har et fælles talerør til at udøve aktivt ejerskab over for driftsselskabet. Siden børsnoteringen er værdien af Forsikringsselskabet Gjensidige næsten 4-doblet, og uanset udviklingen i markedsværdien så betyder opgørelsen af denne markedsværdi, at

medlemmerne som ejere bliver opmærksomme på deres værdier og muligheden for at forvalte og udvikle dem.

Tilsvarende har medlemmerne fået et redskab, der muliggør en synlig opgørelse af ledelsens indsats i sammenligning med øvrige noterede forsikringsselskaber. Børsnoteringen har med andre ord udviklet en række governance værktøjer, der øger opmærksomheden omkring ejerskabet.

Medlemsindflydelse

Gjensidigestiftelsen er foreningen af kunder. Det øverste organ i Gjensidigestiftelsen er repræsentantskabet, der er sammensat af medlemmer / kunder, som er valgt i en række lokale kredse fordelt ud over landet. Hver kreds består af en lokal bestyrelse, der således vælges af kunder i det lokale område.

Bestyrelsen i stiftelsen vælges blandt og af repræsentantskabet, og det er vedtægtsbestemt, at 3 medlemmer fra stiftelsens bestyrelse indgår i bestyrelsen for det noterede selskab. Det er til gengæld ikke vedtægtsbestemt, at stiftelsen skal besætte formandsposten i bestyrelsen for det noterede selskab, men i den første periode efter børsnoteringen besad stiftelsen formandsposten. Det gør stiftelsen ikke længere. De uafhængige medlemmer til bestyrelsen i forsikringsselskabet Gjensidige vælges efter indstilling fra en valgkomité.

6. Sammenfatning og diskussion

En række gennemgående temaer og emner kan identificeres i de fem cases og i denne opsummering følges der op på en række væsentlige emner.

Der kan identificeres fire overordnede kooperative modeller:

a) den fuldstændig decentrale model med (mindre) lokale enheder, b) den decentrale model med en vis koordinering (den tyske model), c) modellen med lokale enheder forankret i stærke regionale centre (den franske model) og endelig d) den fuldstændig centraliserede model (Rabobank med 1 banklicens).

b) Disse fire modeller dækker igen over en større variation af forskellige strukturer og governance mekanismer i kooperative banker, herunder ikke mindst i forhold til generering af risikovillig kapital fra medlemmer såvel som fra eksterne investorer. Samtidig ligger casen Gjensidige i Norge uden for de fire overordnede kooperative kategorier men defineres som et foreningsstyret finansielt selskab, fordi medlemsstiftelsen besidder majoriteten af aktiekapitalen i det fuldt børsnoterede selskab.

Et af de primære fællestræk ved alle fire kooperative modeller er den lokale forankring og opsplitning i lokale enheder, selvom de som i tilfældet med Rabobanks 101 lokale enheder ikke (længere) har egen banklicens. Det betones på europæisk plan, at den lokale struktur er af afgørende betydning for forståelsen af det kooperative selskab og betydningen af den kooperative virksomhed i forhold til finansiering af private husholdninger og små og mellemstore virksomheder i områder uden for de store bysamfund i Europa.

Medlemsindflydelse og princippet om én mand – én stemme er rodfæstet i alle de studerede cases. Samtidig arbejder man i alle cases med det repræsentative demokrati, hvor repræsentanter for medlemmerne samles i et repræsentantskab og typisk vil udgøre selskabets øverste organ, der vælger bestyrelsen. Det repræsentative demokrati modvirker tydeligvis det enkelte medlems direkte indflydelse, og systemet forhindrer eksempelvis, at det enkelte medlem kan deltage i en generalforsamling på det centrale niveau, som det kendes i børsnoterede aktieselskaber, hvor der per definition kun er én generalforsamling med mulighed for deltagelse af alle aktionærer uanset ejerandel.

Til gengæld vil medlemmets deltagelse og indflydelse være forankret på et lokalt niveau, hvor der altid vil være fri adgang til deltagelse i de (lokale) møder og generalforsamling med valg af medlemmer til de lokale organer. Det repræsentative demokrati er formentlig en nødvendig praktisk foranstaltning i et system med så mange tusinder eller millioner af medlemmer. Samtidig bør det tages i betragtning, at det enkelte medlems indflydelse i et kooperativt selskab følger medlemmets transaktioner med selskabet, der definerer medlemsrelationen med et eventuelt mindre medlemsindskud ved indmeldelse.

Indflydelsen vil med andre ord ligge på det lokale niveau, hvor medlemmet har en aktivitetsrelation med selskabet, og hvor medlemmet har interesse i at skabe sikkerhed og tryghed omkring relationen også via en medlemsindflydelse. Omvendt vil aktionæren i et børsnoteret aktieselskab kun have interesse i at søge indflydelse på det centrale niveau, hvor investeringen i selskabet er foretaget.

De undersøgte cases viser også, at medlemsindflydelsen rækker ud over det lokale niveau og – under hensyntagen til det repræsentative demokrati – i OP, Credit Agricole og Raiffeisen besidder medlemmerne den fulde indflydelse på de øvre regionale niveauer, som bankerne er opdelt i. Medlemsindflydelsen er ligeledes klart defineret i forhold til de børsnoterede enheder i begge selskaber, og medlemmerne besidder flertallet af bestyrelsesposterne.

I Gjensidige har medlemmerne (via Gjensidigestiftelsen) kun mulighed for at vælge et begrænset antal medlemmer til bestyrelsen i det børsnoterede selskab. Det følger af vedtægter og aktionæroverenskomsten mellem Gjensidigestiften og det børsnoterede selskab, at medlemmerne kun kan besidde tre bestyrelsesmedlemmer ud af de ni i forsikringsselskabet. Til gengæld er strategien entydig i det børsnoterede selskab, og minoritetsindflydelsen til medlemmerne eller kunderne definerer rettighederne for øvrige aktionærer og sikrer deres rettigheder som minoritetsejere.

I Rabobank er der på tilsvarende vis som i de øvrige kooperative banker en lokal forankring og medlemsindflydelse, men medlems- eller kundeindflydelsen kan være vanskelig at vurdere mfanget af på de højere niveauer. Eksempelvis er bestyrelsen i Rabobank udelukkende sammensat af eksterne, uafhængige medlemmer, selvom den er valgt af repræsentantskabet (member council) bestående af medlemsrepræsentanter, men bestyrelsen er altså ikke valgt blandt disse repræsentanter, og bestyrelsens formand er (tilmed) også formand for repræsentantskabet.

Bestyrelsens medlemmer vælges efter indstilling af et nomineringsudvalg. Det fremhæves til gengæld som vist i casen, at repræsentantskabet har en række midler til at udøve deres indflydelse og sikre kundernes / medlemmernes interesser i forhold til både bestyrelse og ledelse. Samtidig – og det er nok den væsentligste lære – sikrer dette system en art "check and

balances", hvor eksterne interesser opnår sikkerhed for en høj grad af kompetence i bestyrelsen og en vis uafhængighed i forhold til varetagelse af bestemte interesser men med fokus på effektiv drift og rentabilitet. Det giver sikkerhed for eksterne investorers køb af f.eks. hybrid kapital, der udgør en væsentlig andel af egenkapitalgrundlaget i Rabobank såvel som eksterne investorers investering i medlemscertifikater, der ikke giver stemmeret.

Lovregulering er et af de store samtaleemner i de foreningsejede eller kooperative banker. Det kommer bl.a. til udtryk i dialogen med f.eks. EACB, der helt overordnet betegner lovgivningen som "one size fits all" uden hensyntagen til den mangfoldighed og diversitet, som de kooperative banker repræsenterer i finanssektoren men også i forhold til, at der eksisterer forskellige kooperative modeller med fire overordnede systemer men med stor variation såvel som kompleksitet, som der ikke lovgives under hensyntagen til.

Det betyder også, at der gennem lovgivningen sker en ensretning af strukturen og af governance mekanismer i sektoren, og lovgiverne prioriterer i den forbindelse de mere kendte strukturer fra de kommercielle (noterede) banker og herunder den centraliserede struktur på bekostning af de mange små, lokale og regionale enheder, som er typisk for kooperative banker. Grundlæggende vurderes lovgivningen samtidig at være af beskyttende karakter i forhold til forbrugere, låntagere, investorer og øvrige interessenter. Lovgivningen yder beskyttelse for bankernes interessenter, men den tilsidesætter dermed også markedsmekanismen og overflødiggør diversiteten af ejerformer, der alternativt bibringer forskellige risikoprofiler, adfærdsmønstre, etc. I den forbindelse fremhæves det som et centralt kendetegn uanset kooperativ model, at de kooperative banker har en lavere risiko profil, og man ønsker en lovgivning, der understøtter en liberal markedsøkonomi med en tilhørende højere grad af selvbestemmelse for de finansielle virksomheder, og hvor de kooperative værdier udgør de primære rammer for driften og sikrer den nødvendige beskyttelse af kunder og investorer. Man betoner med andre ord, at lovgivningen skal understøtte forretningsmuligheder samtidig med en diversitet af governance mekanismer, der tilfredsstiller forbrugere, låntagere, investorer, etc. og deres forskellige krav. Antagelsen er, at de kooperative banker med eksplicitte værdier for kunderelationer og forretningsstrategi samt med en typisk lav risikoprofil, ville nyde større fordel af betydelig mindre detailregulering og opnå konkurrencefordele ved, at lovgivningen

eksempelvis overlader beskyttelse af forbrugere og låntagere til sektoren og dens forskellige ejerformer.

I tillæg til den nuværende lovgivnings ensretning af den finansielle sektors governance mekanismer er reguleringen af så omfattende karakter, at det vurderes af branchefolk, at en række mindre og mellemstore selvstændige kooperative banker kan have vanskeligt ved at tilpasse sig til skiftende og specifikke lovkrav. Det betyder med andre ord, at antallet af selvstændige kooperative enheder i sektoren må forventes at falde (betydeligt) over årene, mens de store (nuværende) kooperative banker må forventes at kunne navigere i reguleringer og ny lovgivning.

Synlighed og kommunikation omkring særlige kunde-/medlemsrelationer og værdier i de kooperative finansielle selskaber er højt på dagsordenen i alle undersøgte cases. Det er en klar vurdering, at der over de seneste år er kommet større bevidsthed omkring værdier i kølvandet på finans- og siden gældskrisen i Europa samtidig med en række skandaler omkring hvidvask. Vurderingen er, at de kooperative banker har en mulighed for at eksponere særlige værdier såsom etik og en høj grad af ansvarlighed omkring både forretningsstrategi og -førelse såvel som i forhold til det omgivende samfund.

I forhold til samfundsansvaret betoner man i væsentlig grad, at kooperative banker er generelt mere ansvarlige i deres adfærd i forhold til kommercielle banker, og herunder mere ansvarlige f.eks. ved inddragelse af miljøforhold og bæredygtighed af de aktiviteter, som der udlånes til. Man fremhæver også, at de kooperative banker er mere robuste og fastholder udlånsvækst også under kriseperioder over for private husholdninger og små og mellemstore virksomheder. Det sidste er der også videnskabeligt belæg for. Samfundsansvaret omfatter en lang række ideelle formål og også den meget betydelige lokale forankring med uddelinger og støtte til lokale og regionale projekter samt bankernes store bidrag gennem skattebetalinger og finansiering af projekter i udkantsområder. På et mikroniveau kommer synligheden af de kooperative værdier til udtryk ved eksponering af den tætte medlems- eller kundeforankring, hvor det gennemgående udtryk i litteraturen er "relationship banking". Efter finanskrisen er der fokus på soliditet, sikkerhed og tryghed for kunderne, og man er meget synlig og eksplicit i

fremhævelsen af de tætte kunderelationer og nærheden som et middel til at skabe tryghed for kunderne og det kooperative selskab som en "sikker havn" i et omskifteligt og usikkert marked.

I sammenhæng hermed betones naturligvis den demokratiske indflydelse og forankringen af beslutninger hos medlemmer og kunder. Man fremhæver således, at politikken er at understøtte kunderne og ikke profitere af dem, og forandringer kan kun finde sted, når de er accepteret og vedtaget af medlemmerne. Det giver naturligvis en sikkerhed.

Kommunikationen herom viser sig bl.a. på selskabernes hjemmesider, sociale medier og i årsrapporter, og det er tydeligt, at man forsøger at eksponere unikke træk og særlige kendetegn, der adskiller den kooperative ejerform i forhold til kommercielle banker.

Tilsvarende viser casen Gjensidige, at selv det børsnoterede men stadig foreningsejede selskab eksponerer medlems- og kunderelationen og de unikke træk som følge heraf i betydelig grad. Det sker med betoning af Gjensidigestiftelsens ideelle formål og mange uddelinger til samfundsprojekter samtidig med, at kundeudbyttet er et helt centralt konkurrenceparameter, som selskabet benytter til at differentiere sig i forhold til øvrige forsikringsselskaber. Det er trods alt bemærkelsesværdigt, at de mest synlige og tydelige økonomiske bånd i forhold til medlemmers / kunders andel i selskabets overskud sker i det børsnoterede Gjensidige.

Der findes forskellige loyalitetsprogrammer og evt. forretning af medlemsindskud i de øvrige cases, men de økonomiske bånd synes noget "slørede", og de identificerede medlemsfordele synes ikke at være unikke, og tilsvarende kundefordele kan genfindes også i kommercielle banker. I forhold til den dobbelte bundlinje er det dog ikke muligt at vurdere, i hvilket omfang medlems- og kundefordele i de kooperative selskaber kommer medlemmerne til gode på anden vis end ved selskabets bundlinje, men det er uomtvisteligt, at der i alle de undersøgte cases betones stærke relationer mellem medlem og selskab.

Synlighed i kommunikationen kommer i særlig grad til udtryk i forhold til formidling af **det kooperative dna eller de unikke træk og kendetegn** ved det kooperative eller foreningsejede selskab. Den særlige identitet er ofte til debat i litteraturen såvel som i de konkrete selskaber, og det er vurderingen, at der er sket et (markant) skifte inden for de senest

3 – 5 år og altså efter finanskrisen, idet interessen fra kunder, interessenter og det omgivende samfund omkring de kooperative selskabers identitet er stigende. Den stigende interesse er en mulighed for at tilføre de kooperative selskaber konkurrencekraft i forhold til øvrige selskaber med anden ejerform, men den stigende interesse står i kontrast til lovgivningens ensretning med "one-size-fits-all", og de negative konsekvenser heraf for de kooperative selskabers virke og overlevelse.

Centralt i forståelsen af den kooperative identitet står princippet om den dobbelte bundlinje og medlemmernes demokratiske indflydelse. Det fremhæves ofte som et unikt træk, at de kooperative virksomheder er styret af medlemmerne gennem princippet om én mand – én stemme, og i tillæg hertil drives selskaberne efter princippet om den dobbelte bundlinje og ikke bare profitmaksimering som i kommercielle virksomheder.

Den dobbelte bundlinje udtrykker, at (selv) de kooperative virksomheder skal sikre overskud og indtjening for at sikre kapitalgenerering til at opretholde og investere i selskabernes drift. Det er tydeligt, at "retained earnings" eller løbende overskud er en væsentlig kilde til de kooperative virksomheders egenkapitalgrundlag.

Samtidig kan medlemmernes selvbestemmelsesret – uden øvrige ejeres adgang til den residuale indtjening – muliggøre fordeling af overskud til øvrige lokale og samfundsmæssige tiltag og initiativer. Det er et meget væsentligt forhold i en række af de undersøgte kooperative banker, at bankerne deltager og aktivt understøtter lokale og regionale projekter med et socialt og miljømæssigt sigte.

Ud over generering af overskud kan en række øvrige hensyn i forhold til kundernes interesser bestemme de kooperative selskabers drift, herunder f.eks. højere omkostninger til sikring af lokale filialer og netværk, der sikrer lokal finansiering og tæt kundekontakt, ligesom begrebet "relationship banking" er et vigtigt begreb i denne sammenhæng. "Relationship banking" anvendes bredt i litteraturen såvel til at forklare kundenærhed primært i forhold til store erhvervskunder, men dækker i foreningsejede banker over nærheden og viljen til at sikre finansiering af lokale husholdninger og små- og mellemstore virksomheder.

Denne sammenhæng er samtidig dokumenteret i videnskabelige undersøgelser, hvor det dokumenteres, at kooperative banker fastholder udlånsvæksten selv under kriseperioder.

I det kooperative DNA ligger samtidig, at det medlemsejede selskab sikrer konkurrencen på markedet, fordi det netop ikke er drevet af profitmaksimering til eksterne interesser / investorer samtidig med og helt afgørende, at det sikrer udbud og produktion af de ydelser, som medlemmerne efterspørger.

I landbrugets andelsselskaber tales i litteraturen typisk om beskyttelse af de transaktionsspecifikke investeringer hos medlemmerne som begrundelse for andelsselskabets virke, og tilsvarende er de kooperative banker en sikkerhed for medlemmerne for såvel adgangen til lån men lige så væsentligt, at sikkerheden gælder i den aftalte lånetid, og at det medlemsejede selskab understøtter husholdningen eller virksomhedens aktiviteter. Det giver tillid til at investere og sikrer den stabilitet, som den kooperative bank fremhæver som væsentlig at stå som garant for.

Kapitalgenerering med ekstern kapital er til stadighed et af de store emner, og nok specielt i litteraturen har emnet altid tiltrukket sig betydelig opmærksomhed. Det er dog ikke vurderingen på grundlag af det undersøgte materiale, at det er et problem for de (store) kooperative banker i undersøgelsen at genere tilstrækkelig risikovillig kapital. Billedet er tydeligvis, at man i de kooperative finansielle selskaber arbejder med en bred vifte af forskellige modeller for generering af risikovillig kapital. Anomalien for denne ejerform er (således) ikke fraværet af børsnoterede aktier, men muligheden for at benytte forskellige modeller til kapitalgenerering og herunder også indtænke muligheder for opsamling af kapital på kapitalmarkedet såvel som etablering af børsnoterede selskaber samtidig med fastholdelse af den kooperative identitet i forhold til medlemmer og kunder.

De kooperative finansielle selskaber benytter en række former for adgang til ekstern kapital. Rabobank har ikke børsnoterede selskaber i gruppen, men som case-gennemgangen viser, benytter banken en række noterede kapitalinstrumenter, herunder omsættelige medlemscertifikater (ca. 17% af egenkapitalen), hybrid kapital (ca. 18%) såvel som optjent overskud og reserver. Det betyder også, at selskabet informerer til markedet formentlig på

samme vis, som var selskabet noteret. Optjent overskud og reserver udgør dog den primære kilde til egenkapital i alle cases.

Credit Agricole genererer egenkapital primært ved løbende henlæggelser af overskud såvel som ved udstedelse af certifikater (benævnt CCI'er). Certifikaterne er noterede på børsen og kan erhverves af tredje mand men uden stemmeret. Med noteringen følger en fri kursdannelse, og som det primære giver certifikaterne ret til en andel af den residuale indtjening på baggrund af bestyrelsens indstilling til godkendelse på generalforsamlingen (0,85 euro i 2015, 1 euro i 2016 og 1,05 euro i 2017). Det interessante er her, at Credit Agricole med denne løsning giver eksterne investorer en adgang til den residuale indtjening, hvorved der åbnes op for potentielle interessekonflikter mellem medlemmer eller kunder med ønsker til prissætningen på transaktionen på den ene side og eksterne investorer (uden stemmeret) med ønske om høj dividende.

OP Bank valgte i 2014 at afnotere deres børsnoterede selskab og opkøbte de aktier, som eksterne aktionærer besad frem til tidspunktet for afnoteringen, og kapitalgenereringen i selskabet består i dag primært af optjent overskud samt af medlemsindskud. Afnoteringen kan ses som en løsning på en interessekonflikt mellem ejerforeningen og de eksterne investorer, idet foreningen ønskede at sænke priserne, selv om dette på kort sigt ville reducere indtjeningen.

Både Credit Agricole og østrigske Raiffeisen opererer med børsnoterede selskaber, der muliggør kapitalgenerering ved udstedelse af noterede aktier, og hvor de residuale ejendomsrettigheder (overskud og stemmeret) deles med eksterne aktionærer. Det er afgørende til forståelse af såvel funktionen af disse enheder som potentielle interessekonflikter over til eksterne ejere, at de to børsnoterede selskaber er ejet "nede fra og op", altså der er ikke tale om holding-strukturer med konsoliderede overskud fra de kooperative aktiviteter men om, at de kooperative enheder på lokalt eller regionalt niveau besidder majoritetsejerskabet til et overliggende børsnoteret selskab med eksterne aktionærer. Det børsnoterede selskab vil så i større eller mindre grad udføre opgaver for de kooperative selskaber, men de noterede selskaber har ikke nogen direkte relation eller forretningsaktivitet med medlemmer og kunder.

Forsikringsselskabet Gjensidige har valgt den ultimative løsning med en fuld børsnotering af driftsselskabet, men hvor foreningen af medlemmer (Gjensidigestiftelsen) dog ejer majoriteten af aktiekapitalen. Casen er således en parallel til de eksempler på omdannelse af kooperative selskaber, der har været udbredt i bl.a. UK i en længere periode i 1990'erne og starten af 00'erne. Eksempler på omdannelse og erfaringerne hermed er beskrevet i et særskilt kapitel, og som kapitlet viser, så har erfaringerne været nærmest ubetinget negative, idet de omdannede selskaber enten har måtte lade sig opkøbe / fusionere eller er gået konkurs.

På den baggrund er casen med Gjensidige speciel interessant, fordi selskabet over en periode på nu snart 10 år har præsteret mindst på niveau med markedet og sammenlignelige selskaber. Samtidig er casen interessant i forhold til diskussionen om **interessekonflikter**. Interessekonflikter og muligheden for at forene interesser hænger uløseligt sammen med kapitalgenerering og muligheden for at tiltrække kapital fra eksterne ejere.

Konstruktionen med børsnotering og involvering af eksterne investorer i ejerkredsen er som udgangspunkt problematisk, fordi de to ejergrupper har modsatrettede interesser. Kunderne har interesse i lave priser på selskabets ydelser, mens de eksterne investorer vil ønske en maksimering af afkastet. Maksimering af egenkapitalforrentningen i Gjensidige forener interesserne, men det betinger, at kundernes adfærd ikke påvirkes ved deling af ejerskabet, og at selskabet udbetaler udbytte til kunderne.

Samtidig er forudsætningen for holdbarheden af denne model formentlig, at der er effektivt marked med fuld konkurrence og transparens i prissætningen på selskabets produkter, dvs. kunderne har sikkerhed for, at de stillede priser er markedskonforme, hvorved medlemmernes ejerskab til en vis andel af selskabets overskud bliver en marginal gevinst – og en konkurrencefordel for selskabet – i forhold til at tegne forsikringer i andre forsikringsselskaber uden overskudsdeling.

Desto mere ejerskabet udvandes for foreningen af medlemmer, desto mere vil denne balance blive udfordret, men til gengæld vil en udvanding afspejle, at forretningsomfanget kan blive større med indtjening og tilhørende udbyttebetaling fra aktiviteter, der ikke hidrører fra

medlemmerne, ligesom omfanget af de ideelle formål kan øges med en større formue skabt ved salg af ejerandele i forsikringsselskabet Gjensidige.

Begrebet "relationship banking" gælder ikke nødvendigvis for relationen mellem forsikringskunde og -selskab, hvor relationen typisk er af langt mindre økonomisk betydning for såvel en privat husholdning som for en virksomhed. I en eventuel skadesbehandling kan det være af stor betydning, om forsikringskunden kan opnå sikkerhed og tryghed for korrekt dækning, men de grundlæggende forhold i begrebet "relationship banking" omkring nærhed, tillid, stabilitet, tryghed og sikkerhed må vurderes til at være af generel større betydning for en privat husholdning såvel som en virksomhed i relationen med en bank.

Behovet for at opbygge tillid på tværs af ejergrupper er en problemstilling, der erkendes og kendes i alle cases, men det er vurderingen, at den håndteres og ikke virker til at udgøre noget konkret problem for finansiering af aktiviteterne i de undersøgte cases.
Det er dog en konklusion, der netop er mulig at drage, fordi problemstillingen håndteres og potentielle interessekonflikter minimeres gennem selskabsledelsen og en række forskellige governance mekanismer.

Det væsentlige i denne sammenhæng er, at ingen af de undersøgte foreningsejede banker deler de residuale ejendomsrettigheder (stemmeret) med eksterne investorer, når det gælder de forretningsområder, der er relateret til medlems- og kundeforhold. Men på den anden side viser casen med forsikringsselskabet Gjensidige, at det er muligt at dele de residuale ejendomsrettigheder, og for så vidt angår de kooperative banker, så er konklusionen, at der stadig er (gode) muligheder for at få tilført egenkapital eller kapital på egenkapitallignende vilkår til de medlemsrettede aktiviteter uden at afgive formel indflydelse til eksterne interesser.
Det springende punkt er (nærmere), om eksterne investorer og ekstern kapital til finansiering af selskabets aktiviteter flytter fokus væk fra aktiviteten og transaktionen med det enkelte medlem som kunde eller sagt med andre ord, om adfærden i selskabet i forhold til medlemmer / kunder såvel som medlemmernes transaktioner med selskabet påvirkes af tilvejebringelse af kapital fra eksterne investorer.

De undersøgte cases viser således, at det er muligt at opretholde grundprincipperne i det kooperative selskab med bl.a. den dobbelte bundlinje og aktiviteten som det primære samtidig med, at der kan genereres kapital fra eksterne aktører på forskellig vis. Det er ikke observationen, at de kooperative banker mangler risikovillig kapital eller, at der udløses interessekonflikter med de metoder for kapitalgenerering, som man anvender.

Det interessante i denne sammenhæng er ikke, at der (naturligvis) eksisterer latente interessekonflikter men mere, at der gælder en lang række mekanismer, der udligner interesser på tværs af ejergrupper. Denne problemstilling og muligheden for at håndtere den med selskabsledelse studeres indgående i følgende kapitel om håndtering af interessekonflikter foreningsejede selskaber.

KAPITEL 5: HÅNDTERING AF INTERESSEKONFLIKTER

Rasmus Kristian Feldthusen, Steen Thomsen, Søren Svendsen

I det følgende undersøges hvordan interessekonflikter i delt foreningsejerskab (eksempelvis ved børsnotering eller investorejerskab) kan håndteres og minimeres gennem selskabsledelse, juridiske virkemidler, m.v. Nærmere bestemt undersøger vi håndtering af interessekonflikter i foreningsejede finansielle selskaber i forbindelse med tilførsel af kapital fra eksterne investorer, herunder med særlig fokus på tilførsel af egenkapital og kapital på egenkapitallignende vilkår.

I det følgende undersøges hvordan interessekonflikter i delt foreningsejerskab (eksempelvis ved børsnotering eller investorejerskab) kan håndteres og minimeres gennem selskabsledelse, juridiske virkemidler, m.v. Interessekonflikter betragtes i dele af den finansielle litteratur som noget problematisk, der så vidt muligt skal undgås. Men i et bredere perspektiv er samfundsøkonomien fuld af interessekonflikter af mange typer – eksempelvis mellem forbruger og producent, arbejdsgiver og arbejdstager, majoritets- og minoritetsaktionærer m.v. Det er i denne bredere forstand, at vi dette kapitel behandler håndtering af interessekonflikter. Udgangspunktet er, at det er helt naturligt og sædvanligt, at forskellige parter i en økonomisk relation eller transaktion har forskellige interesser, og det alligevel sagtens kan være en fordel for dem at samarbejde.

Nærmere bestemt undersøger vi i dette kapitel håndtering af interessekonflikter i foreningsejede finansielle selskaber i forbindelse med tilførsel af kapital fra eksterne investorer, herunder med særlig fokus på tilførsel af egenkapital og kapital på egenkapitallignende vilkår.

Den grundlæggende interessekonflikt består i, at eksterne investorer som udgangspunkt har interesse i at opnå det størst mulige afkast af deres investering, mens de foreningsejede selskaber typisk har som målsætning at gavne selskabets medlemmer (kunder) gennem et attraktivt udbud af finansielle ydelser. Mange foreningsejede selskaber har derudover en ideel, samfundsmæssig målsætning, der består i at sikre et tilgængeligt og attraktivt udbud også ud over den eksisterende kundekreds. Foreningsejede selskaber kan derfor have en interesse i

lave priser og høj kvalitet på deres finansielle produkter, selv om afkastet på den investerede kapital herved reduceres noget. Finansielle investorer vil derimod principielt ønske noget højere priser og lavere omkostninger for at maksimere afkastet.

De foreningsejede selskaber kan også ifølge deres formål ønske at sikre et bredt udbud, selv om afkastet ikke er lige højt i betjeningen af alle segmenter og kundegrupper. Et afkastmaksimerende selskab kunne eksempelvis ønske at fravælge mindre profitable dele af forretningen, som et foreningsejet selskab af principielle grunde vil ønske at beholde. Endelig kan der være forskel i risikoprofilen. Kontinuiteten – videreførelsen af aktiviteten – vil typisk være en selvstændig målsætning for de foreningsejede selskaber, mens aktiviteten for eksterne investorer principielt kun er interessant som et middel til at opnå det størst mulige afkast. Det foreningsejede selskab vil således ifølge sin målsætning være mindre risikovilligt for dermed at sikre selskabets overlevelse og videreførelse af aktiviteten.

Kapitlet drejer sig om, hvordan den slags interessekonflikter kan håndteres til gavn for både foreningsejerskabet og de finansielle medejere.

Muligheden for et værdiskabende samarbejde mellem de to parter hviler ikke mindst på den forudsætning, at de i vidt omfang - ud over de ovenfor konstaterede interessekonflikter – har samstemmende interesser. Det foreningsejede selskab har således en betydelig interesse i et tilfredsstillende afkast på den investerede kapital, der gerne må være så højt som muligt for så vidt som det ikke går ud over medlemmerne og selskabets samfundsmæssige målsætning. Indtjeningen understøtter selskabets kapitalgrundlag og fremtidige aktivitet til gavn for foreningen og medlemmerne. Det kan også være nødvendigt af hensyn til selskabets videreførelse at iværksætte tiltag, der på kort sigt forekommer at være i strid med medlemmernes (kundernes) interesser. Der kan eksempelvis være tale om prisforhøjelser, omkostningsbesparelser eller konsolidering af selskabets kapitalgrundlag. Selv om det foreningsejede selskab ikke behøver at maksimere afkastet på den investerede kapital, er det nødvendigt at det foreningsejede selskab samlet set har en tilfredsstillende indtjening, hvis selskabet skal overleve på længere sigt.

Det er til en vis grad også en karikatur, at eksterne investorer udelukkende fokuserer på kapitalafkastet. De vil i de fleste tilfælde være klar over, at tilfredse og loyale kunder har afgørende betydning for selskabets langsigtede indtjeningsevne. De vil i reglen også have forståelse for, at selskabets økonomiske muligheder på længere sigt er knyttet til dets samfundsmæssige værdiskabelse, ligesom deres egne fremtidige muligheder er betinget af et godt omdømme.

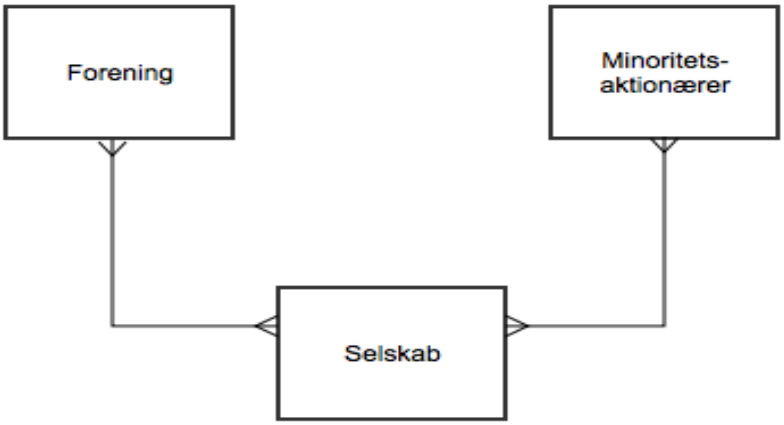
Man kan derfor sige, at samarbejdet mellem foreningsejerskab og eksterne ejere i realiteten ikke er et nulsumsspil, hvor alle fordele for den ene part opnås på den anden parts bekostning. Rationalet for delt ejerskab hviler tværtimod på en antagelse om et positiv-sums-spil, hvor begge parter kan have fordel af samarbejdet.

Det kan eksempelvis være tilfældet, hvor ekstern kapital kan investeres rentabelt i aktiviteter, der på den ene side er til gavn for selskabets medlemmer og på den anden side giver et afkast, der er på linje med eller højere end hvad de eksterne investorer kunne opnå ved alternativ placering af deres midler. Ikke desto mindre er det problematisk helt at negligere, at de to ejere af aktieselskabet (foreningsejeren og de eksterne investorer) på nogle punkter kan have modsatrettede interesser.

Der er eksempler på samarbejder af denne karakter, hvor investorerne ikke har været tilfredse med samarbejdet. Det kan fordyre eller vanskeliggøre den eksterne kapitaltilførsel fremover, fordi investorerne må indregne en risikopræmie i forbindelse med fremtidige investeringer i foreningsejede selskaber.

Løsningen er derfor ikke at se bort fra mulige interessekonflikter, men at se dem i øjnene og håndtere dem på en transparent og fair måde, som er til fordel for alle parter. Det skal i den forbindelse ikke skjules, at interessekonflikterne i forbindelse med egenkapitalinvesteringer i foreningsejede selskaber på nogle punkter er større end konflikterne mellem forskellige kapitalejere, der er karakteriseret ved at have mere ensarterede interesser centreret om det økonomiske afkast.

Ejerstrukturen for undersøgelsen kan grafisk opstilles således



Det er i denne forbindelse vigtigt at bemærke, at interessekonflikten mellem foreningsejerskab og investorejerskab adskiller sig fra andre interessekonflikter mellem ejergrupper, for eksempel majoritets- og minoritetsejere, der normalt begge har en stærk interesse i den størst mulige indtjening. Hensynet til selskabets kunder (foreningens medlemmer) indebærer, at foreningen på nogle punkter – for eksempel pris – har en interesse i en lav indtjening, for så vidt som kapitalomkostningerne er dækket.

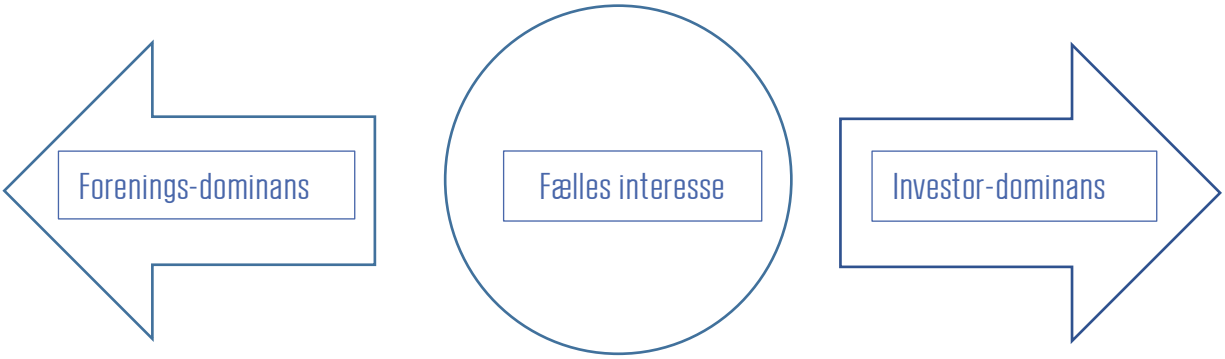
Rationalet for delt ejerskab må være, at der på andre områder - eksempelvis selskabets konkurrenceevne – er fælles interesser, således at begge parter kan have gavn af et samarbejde.

De to mulige interessekonflikter, som undersøges er altså

1. Foreningsdominans. Foreningsinteressen dominerer investorinteressen; de to aktionærer (minoritets- og majoritetsaktionæren) har en interessekonflikt, idet majoritetsaktionæren forfølger medlemsinteresser på bekostning af indtjeningen og dermed investorernes interesse.
2. Investordominans. Investorinteressen dominerer foreningsinteressen; majoritets-aktionæren forfølger ensidigt hensynet til indtjeningen og investorinteressen, og

identificerer sig med minoritetsaktionærens interesse i det bedst mulige afkast, hvad der ikke er i majoritetsaktionærens medlemmers interesse.

Disse to generiske interessekonflikter kan ses som ekstremer på et kontinuum mellem forenings- og investorejerskab. Vi har forsøgt at illustrere denne synsvinsvinkel i figuren nedenfor:



Omdannelse

I dette afsnit diskuteres indledningsvis den empiriske litteratur om konsekvenser af omdannelse af foreningsejede finansielle selskaber til investoreje. Gennemgangen hviler på den vedlagte kronologiske oversigt over videnskabelige bidrag, der er placeret i Appendiks.

Der har været i hvert fald fire bølger af omdannelser af foreningsejede selskaber til spredt ejerskab (investorejerskab)[202] (Chaddad and Cook 2004, Campbell and Slack 2007)

- Omdannelse af de engelske Kreditforeninger (Building Societies)[203] 1989-2000.
- Omdannelse af de amerikanske Kreditforeninger (Thrifts, mutual Savings and Loans S&L Associations) 1975-1989
- Omdannelse af de amerikanske forsikringsselskaber i 1990erne.
- Omdannelsen af de største australske forsikringsselskaber 1990-1998

[202] Disse fire bølger er omtalt i den engelsksprogede litteratur, vi har kendskab til. Det er overvejende sandsynligt, at der er flere eksempler i resten af verden, eksempelvis i Nord- og Sydeuropa, hvor der er mange foreningsejede selskaber.
[203] Det er værd at gøre opmærksom på, at engelske og andre udenlandske kreditforeninger på en række punkter adskiller sig fra de danske, bl.a. ved at modtage indlån, således at de på den måde har lighedspunkter med banker.

Der er tale om nogle meget store skift, hvor foreningsejerskabet over en periode gik fra at have en dominerende, eller i hvert fald meget betydningsfuld stilling, til en beskeden markedsandel. Der er derfor også forsket en del i omdannelserne. Blandt bevæggrundene til omdannelse nævnes deregulering, brancheglidning og konkurrence fra diversificerede finansielle virksomheder, der motiverer selskaberne til at omdanne sig for at tiltrække ny kapital til at vokse eller indgå i fusioner og virksomhedsovertagelser.

Der er i litteraturen formuleret to modstående hypoteser om effekten af omdannelse. Effektivitetshypotesen går ud på, at selskaberne (eller deres ejere) vælger den ejerstruktur, der passer bedst til deres skiftende udfordringer, således at de er så konkurrencedygtige (omkostningseffektive) som muligt. Ekspropriationshypotesen består i at omdannelserne sker på bekostning af medlemmerne, der forfordeles på bekostning af de nye ejere.

Forskningsresultaterne viser overvejende, at omdannelse fører til øget rentabilitet og effektivitet i de omdannede virksomheder, hvilket gjorde selskaberne mere konkurrencedygtige til gavn for både medlemmer og eksterne investorer.

Men forskningen tyder også på, at de omdannede selskaber tog større risiko, hvilket reducerede deres overlevelsesmuligheder. I USA bidrog omdannelserne formentlig til "the S&L Crisis"[204] hvor 1/3 af de amerikanske kreditforeninger gik konkurs i perioden 1989-1995 (Curry and Shibut 2000). I UK kom de omdannede Building Societies i finansielle problemer under finanskrisen 2008-2009 og er nu forsvundet. Også de fleste af de omdannede australske forsikringsselskaber er nu forsvundet eller har i væsentlig grad ændret karakter (Kenely 2014).

Omdannelsen af de amerikanske forsikringsselskaber skete efter ændring af skattelovgivningen, der bevidst sigtede på at nedbringe foreningsejerskabet gennem hårdere beskatning (Erhemjamts and Phillips 2012). Delvist omdannede selskaber kunne dog undgå skattestigningen og bevare foreningens majoritetskontrol. De omdannede selskaber tog også

[204] Savings and Loans Crisis.

her større risiko. Forskningen i de amerikanske forsikringsselskaber har ikke belyst om den øgede effektivisering helt eller delvis fandt sted på bekostning af medlemsfordele eller om omdannelserne førte til reduceret konkurrence i de respektive brancher

Omdannelsen af de engelske Building Societies var kendetegnet af såkaldte "carpet baggers", der ved opportunistisk at åbne indskudskonti i de foreningsejede selskaber fik andel i de kapitalgevinster der tilfaldt medlemmerne i forbindelse med omdannelsen (se f.eks. Campbell and Slack 2007). Omdannelserne af de engelske kreditforeninger blev dog bragt til ophør, da de tilbageværende foreninger stiftede velgørende fonde, som ville modtage den opsparede medlemsformue i tilfælde af omdannelse.

Campbell og Slack (2007) undersøger engelske kreditforeningers filantropi under omdannelsesbølgen. Campbell og Slack finder, at kreditforeningerne brugte filantropien strategisk til at styrke deres tilknytning til lokalsamfundet, da foreningsejerskabet blev udfordret i 1990erne. Sammenlignet med de børsnoterede banker lå deres donationer lavere før omdannelsesbølgen, men højere efter omdannelsesbølgen.

Omdannelse til foreningsejerskab: Selv om udviklingen i de seneste årtier er gået fra foreningsejerskab til aktieejerskab, er udviklingen historisk også gået den modsatte vej i en række tilfælde, der i relation til forsikringsselskaber synes at have skabt betydelig værdi for de sælgende aktionærer uden at det gik ud over medlemmerne (Mayers and Smith 1986).

Partiel omdannelse: Nogle amerikanske forsikringsselskaber (ca. 20) lod sig efter 1995 delvis omdanne til Mutual Holding Companies, hvor foreningerne ifølge lovgivningens krav beholdt majoritetsejerskabet. De synes at have en tendens til at forfordele ledelse og aktionærer på medlemmernes bekostning (Carow, Cox & Roden 2004a, 2004b).

Selskabsretlig håndtering af Interessekonflikter

Selskabsloven (herefter SL) indeholder de juridiske rammer og betingelser for at drive erhvervsvirksomhed gennem et kapitalselskab (anpartsselskab, aktieselskab og partnerselskab). Selskabsloven finder således ikke anvendelse for f.eks. foreninger, men

selskabslovens bestemmelser anvendes ofte som væsentlige fortolkningsbidrag på de ikke lovregulerede virksomhedsformer, herunder foreninger.

Selskaber omfattet af selskabsloven kan tillige være underlagt anden regulering. Det følger f.eks. af den finaniselle lovgivning, at banker, realkreditinstitutter, fondsmæglerselskaber, investeringsforvaltningsselskaber og captive-genforsikringsselskaber skal være organiseret som aktieselskaber.[205] Finansielle virksomheder, der er organiseret som aktieselskaber, er omfattet af selskabsloven, men er i øvrigt undergivet omfattende særregulering, særligt i lov om finansiel virksomhed (herefter FIL). Nærværende fremstilling omhandler primært finansielle aktieselskaber, hvorfor der nedenfor alene henvises til aktieselskaber.

Selskabsloven indeholder ganske få bestemmelser om håndtering af interessekonflikter blandt aktionærerne. Selskabslovens udstrakte aftalefrihed for aktionærerne til at indrette aktieselskabet og dets vedtægter, således at selskabet bedst muligt tilgodeser og opfylder aktionærernes behov, giver dog principielt gode rammer for – ex ante (på forhånd) - at håndtere interessekonflikter mellem f.eks. en majoritetsaktionær og en minoritetsaktionærer.

Aktionærerne kan derfor i dén udstrækning, det ikke strider mod særlige modstående hensyn eller interesser, indrette aktieselskabet og foretage de handlinger, som de måtte ønske og kunne blive enige om. Selskabsloven indeholder lovregler, der har til hensyn at beskytte minoritetsaktionærer (og i en vis udstrækning majoritetsaktionærer).

Det bør her bemærkes, at låneoptagelse, udstedelse af virksomhedsobligationer, børsnotereret gæld og andre kapitalinstrumenter kan anvendes som alternativ til at få nye aktionærer ind i et selskab. Denne type af instrumenter ses blandt andet anvendt af flere foreningsejede finansielle selskaber i case-gennemgangen, se nærmere om case-gennemgangen i kapitel 4.

[205] Jf. FIL § 12, stk. 1, pkt. 1 og 5. Andelskasser skal være andelsselskaber, jf. FIL § 12, stk. 1, 2. pkt., se dog FIL § 207. Sparekasser skal være selvejende institutioner, jf. FIL § 12, stk. 1, 3. pkt., se dog FIL § 207. Forsikringsselskaber skal være aktieselskaber, gensidige selskaber eller tværgående pensionskasser, jf. Fil § 12, stk. 1, 4. pkt.

Tilstedeværelsen af minoritetsaktionærer kan f.eks. udspringe af, at en majoritetsaktionær ikke har fundet det hensigtsmæssigt eller muligt at opnå tilførsel af fremmedkapital, og derfor – enten frivilligt eller af nødvendighed – sælger en andel af sin aktiebesiddelse. En mindretalsaktionær kan gennem sin aktiebesiddelse, og eventuelt tillige en ejeraftale med majoritetsaktionæren, få beføjelser og/eller rettigheder, som finansieringsretten (og selskabslovgivningen) ellers ikke yder den pågældende minoritetsaktionær.[206]

Ejeraftaler

Det mest oplagte instrument til at adressere interessekonflikter mellem aktionærer (majoritetsaktionær og minoritetsaktionærer) er indgåelse af en aftale mellem aktionærerne – typisk benævnt "ejeraftalen" (tidligere betegnet aktionæroverenskomst).[207] Efteraftalen kan f.eks. være en udmøntning af de forhandlinger, der har været i forbindelse med minoritetsaktionærens erhvervelse af en del af majoritetsaktionærens aktiepost.

En ejeraftale defineres som en aftale, der regulerer ejer- og ledelsesforhold i aktieselskabet, og som er indgået mellem aktionærerne.[208] Ejeraftalen er et privatretligt instrument, der er uafhængigt af selskabslovgivningen.

Ejeraftaler spænder bredt, hvilket er et udslag af den vidtstrakte aftalefrihed, som gælder for disse. Ejeraftaler kan bl.a. være afstedkommet af, at en mindretalsaktionær ønsker en aftale om visse spørgsmål og rettigheder, udover hvad der følger af selskabslovgivningen, der baserer sig på flertalsprincippet. Ejeraftalen kan f.eks. vedrøre stemmeforhold, indflydelse, udbyttemål, strategiske dispositioner, overdragelse af kapitalandele m.v.

Ejeraftaler er imidlertid ikke bindende for aktieselskabet og de beslutninger, der træffes af generalforsamlingen.[209] Dirigenten kan således på generalforsamlingen se helt bort fra påberåbte ejeraftaler og deres indhold. Beslutninger på generalforsamlingen træffes alene i

---

[206] Jf. Peter Schaumburg-Müller og Erik Werlauff, Vedtægter og ejeraftaler, 2010, s. 69f.
[207] I forhold til ejere af en finansiel virksomheder og/eller børsnoteret selskab bør der udvises særligt agtpågivenhed ved indgåelse af og fastsættelse af indholdet i ejer-aftaler, jf. Peter Schaumburg-Müller og Erik Werlauff, Vedtægter og ejeraftaler, 2010, s. 58f.
[208] Jf. SL § 5, stk. 1, nr. 6.
[209] Jf. SL § 82. Ejeraftaler kan imidlertid godt skabe *rettigheder* for aktieselskabet.

henhold til lov og selskabets vedtægter. Det er således uden betydning om aktieselskabets vedtægt strider mod ejeraftale indgået af selskabets aktionærer.[210] En vedtagelse på aktieselskabets generalforsamling kan således indebære, at ejeraftalen overtrædes, hvilket kan have efterfølgende civilretlige implikationer for parterne i ejeraftalen, men det har ikke betydning for lovligheden af de beslutninger, der er truffet på selskabets generalforsamling. Aktieselskabets bestyrelse bindes heller ikke af en ejeraftale, og Udvalget til Modernisering af Selskabsretten[211] anførte således:

"Udvalget bemærker i denne forbindelse, at de selskabsretlige regler bygger på en forudsætning om, at kapitalejerne udøver deres indflydelse på kapitalselskabets generalforsamling, og at hvervet som bestyrelsesmedlem er et personligt hverv, hvor den pågældende ikke er underlagt instruktion. Udvalget ønsker ikke denne forudsætning ændret."[212]

Peter Schaumburg-Müller og Erik Werlauff illustrerer implikationerne af en ejeraftale i forhold til bestyrelsens rolle og ansvar ved følgende sag:

"Selskaberne [Telenor og Telia red.] blev sammenlagt i 1999 efter et flerårigt forarbejde, og bindingerne mellem de to parter: den svenske og den norske stat, blev hovedsageligt fastlagt i en ejeraftale (…).

Aftalen bestemte bl.a. at strategiske beslutninger af større rækkevidde kun kunne besluttes i bestyrelsen, hvis der var et flertal herfor, som indbefattede både Norges og Sveriges bestyrelsesrepræsentanter. Denne væsentlige forskrift var og blev imidlertid en aftale mellem kapitalejerne. Den var ikke overført til vedtægterne. Samtidig bestemte disse, at bestyrelsens formand havde den udslagsgivende stemme i tilfælde af stemmelighed.

Ejeraftalens manglende selskabsretlige gennemslagskraft manifesterede sig herefter for alvor, da bestyrelsen i december 1999 besluttede at overføre selskabets afdeling for mobiltelefoni til

---

[210] Jf. Peter Schaumburg-Müller og Erik Werlauff, Vedtægter og ejeraftaler, 2010, s. 55, der afviser udtalelsen i Betænkning nr. 1498 af 2008 s. 840, hvor det udtales at ejeraftalen ikke må stride mod selskabets vedtægt.

[211] Udvalget til modernisering af selskabsretten blev nedsat I oktober 2006 af den daværende økonomi- og erhvervsministeren og fik til opgave at se på den dagældende selskabslovgivning med henblik på en modernisering af denne. Udvalget udarbejdede betænkning nr. 1498 af 2008.

[212] Jf. betænkning nr. 1498 af 2008 s. 840.

Sverige, meget mod de norske repræsentanters vilje, men vedtaget med bestyrelsens svenske formands udslagsgivende stemme.

Bestyrelsen havde i denne forbindelse gjort, hvad den skulle: Den havde inden for rammerne af loven og vedtægten udøvet et skøn over, hvad den mente var bedst for selskabet. Herved var der ganske vist truffet en beslutning i strid med kapitalejernes aftale, men uanset denne – endog uanset om et bestyrelsesmedlem måtte have »tiltrådt« aftalen – bandt aftalen ikke bestyrelsen som ansvarligt ledelsesorgan."[213]

Majoritetsaktionæren og minoritetsaktionærerne kan i ejeraftalen anføre, at ejeraftalen i det interne retsforhold mellem aftalens parter, har forrang for aktieselskabets vedtægter, og selv uden en sådan bestemmelse har dette formodning for sig.[214] Majoritetsaktionæren og minoritetsaktionærerne kan med fordel inkludere en præambel eller lignende hvor parternes intentioner, målsætninger, fælles forståelse af strategi og/eller værdigrundlag for aftalen beskrives. Uanset at dette kan fremstå som mere vidtløftige ord så vil det ikke desto mindre indgå ved fortolkningen af aftalen i f.eks. en senere retssag eller voldgift, idet fortolkningen af aftaler sker på baggrund af viljesprincippet og dermed er subjektiv.[215] I modsætning hertil vil fortolkningen af aktieselskabets vedtægt ske på baggrund af et (mere) objektivt grundlag.[216]

Ejeraftalens bestemmelser kan imidlertid få selskabsretlig gyldighed ved at bestemmelserne inkorporeres i selskabets vedtægter og dermed offentliggøres. Det er dog et krav at ejeraftalen har vedtægtsmæssig relevans, ligesom bestemmelserne i ejeraftalen ikke må stride mod ufravigelige bestemmelser i selskabsloven.

Ønsker en majoritetsaktionær og mindretalsaktionærerne at fravige selskabslovens flertalsregler i en ejeraftale og/eller indføre en vetoret bør aktionærerne overveje, om den eller de relevante bestemmelser i ejeraftalen tillige indføres i aktieselskabets vedtægt men den –

[213] Jf. Peter Schaumburg-Müller og Erik Werlauff, Vedtægter og ejeraftaler, 2010, s. 90.
[214] Jf. Martin Christian Jensen, NTS 2007, s. 107.
[215] Jf. Henry Ussing, Aftaler paa formuerettens omraade, 3. udg., 1950, s. 422.
[216] Jf. Peter Schaumburg-Müller og Erik Werlauff, Vedtægter og ejeraftaler, 2010, s. 45f.

måske uønskede – konsekvens, at disse bestemmelser bliver offentlige. Ejeraftaler er i modsætning til vedtægter ikke offentligt tilgængelige.[217]

Som eksempel på bestemmelser, der efter Erhvervsstyrelsens opfattelse kan indsættes i vedtægterne, kan nævnes følgende eksempler[218]

- Forhold der beskriver selskabets kapitalforhold, stemmeretsbegrænsninger og også bemyndigelse til kapitaludvidelser m.v.
- Bestemmelser om overdragelse af kapitalandele, f.eks. forkøbsret, samtykkekrav eller indløsningsbestemmelser.
- Bestemmelser om, at visse beslutninger kræver enighed eller andre skærpede vedtagelseskrav, eller at visse kapitalejere er tillagt vetorettigheder over for bestemte nærmere opregnede generalforsamlingsbeslutninger.

Bestemmelser om, at visse kapitalejere eller andre har ret til at udpege bestemte personer til selskabets bestyrelse.

Nærmere om ejeraftalens anvendelse til at håndtere interessekonflikter

Ejer-aftalers indhold kan overordnet inddeles i disse overordnede emner:

A. Forvaltningsmæssige beføjelser (stemmeretten),
B. Økonomiske beføjelser (udbytte, udlodning, m.v.),
C. Dispositionsmæssige beføjelser (forkøbsret, samtykke m.v.).

Behovet for ejeraftaler er afstedkommet af flertalsprincippet i selskabslovgivningen, hvorefter en ejerandel på over 50 pct. blandt andet giver en majoritetsaktionær ret til at:[219]

D. godkende aktieselskabets regnskab,
E. beslutte, hvorvidt der skal udbetales udbytte,
F. vælge og afsætte bestyrelsen i aktieselskabet, hvilket indirekte giver majoritetsaktionæren indflydelse på ansættelse og afskedigelse af direktionen i selskabet,

[217] Medmindre ejeraftalen ved stiftelsen af aktieselskabet eller ved en kapitalforhøjelse påføres selskabet væsentlige forpligtelser, jf. SL § 27.
[218] Jf. Erhvervsstyrelsens vejledning om ejeraftaler (aktionæroverenskomster), juli 2010, s. 6.
[219] Jf. SL § 105.

G. beslutte om aktieselskabet skal kunne erhverve eller belåne egne aktier og
H. vælge og afsætte aktieselskabets eksterne revisor.

Besidder majoritetsaktionæren tillige mindst 2/3 af stemmerne og den repræsenterede kapital, kan majoritetsaktionæren foretage endnu mere indgribende tiltag, så som bl.a. at ændre aktieselskabets vedtægt og beslutte opløsning af aktieselskabet.[220]
Ejeraftalen anvendes således til at mitigere retsvirkningerne ved den bestemmende indflydelse.

En majoritetsaktionær og minoritetsaktionærer kan bl.a. vælge mellem nedenstående ved udarbejdelsen af den konkrete ejeraftale:

I. "stemmeforhold,
J. indflydelse,
K. strategiske dispositioner,
L. forretningsmæssige mål,
M. egenkapitalforrentning,
N. udbyttepolitik,
O. finansiering af selskabets aktiviteter,
P. valg til bestyrelse og fremover: tilsynsråd,
Q. vedtagelseskrav, der skal gælde ved generalforsamlingsbeslutninger,
R. fortegningsret,
S. forkøbs-, medsalgs- eller køberet,
T. minoritetsbeskyttelsesregler,
U. konsultationsprocedurer,
V. særlige håndfæstninger,
W. ansættelse af direktionen,
X. overdragelse af kapitalandele,
Y. ret til indsigt,
Z. konkurrence- eller kundeklausuler m.v."[221]

[220] Jf. SL § 106, med respekt af SL § 108.
[221] Jf. Peter Schaumburg-Müller og Erik Werlauff, Vedtægter og ejeraftaler, 2010, s. 55.

En majoritetsaktionær og minoritetsaktionærerne kan således aftale, at aktieselskabet skal udbyde sine ydelser til samme pris som konkurrenterne, men ikke billigere, for derved at sætte en optimering af forrentningen af egenkapitalen i fokus. En sådan aftale vil "aligne" majoritetsaktionærens kontraktretlige ansvar med minoritetsaktionærens kommercielle interesse i investeringen i aktieselskabet. Majoritetsaktionæren vil derved være retligt afskåret fra at forfølge medlemsinteressen gennem en prissætning af aktieselskabets ydelser og må i stedet finde en anden måde at tilgodese medlemsinteressen på, som ikke vedrører aktieselskabet.

En anden måde for majoritetsaktionæren at tilgodese medlemsinteressen på kan f.eks. være gennem en deling af det overskud, der går til majoritetsaktionæren, som det er tilfældet med Forsikringsselskabet Gjensidige ASA, hvor forsikringsselskabet er børsnoteret. Majoritetsaktionæren i Forsikringsselskabet er Gjensidigestiftelsen, og sidstnævnte udbetaler det af stiftelsen modtagne aktieudbytte videre til alle kunderne i Forsikringsselskabet Gjensidige ASA. Denne ordning muliggør at Forsikringsselskabet Gjensidige kan tage markedskonforme priser på dets ydelser, hvorved minoritetsaktionærernes økonomiske interesse i selskabet tilgodeses. Det følger således af formålet i vedtægten for Gjensidige Forsikring ASA § 1-2:

"Selskapets formål er å dekke kundenes trygghetsbehov ved å tilby ***konkurransedyktige forsikringsprodukter*** *og andre tjenester som naturlig henger sammen med dette. Selskapet kan utøve enhver form for virksomhet som er lovlig for skadeforsikringsselskap, herunder (…). [redaktionel fremhævelse].*

I Gjensidigestiftelsens formål anføres det:

" §2 Formål og virksomhet

(1) Stiftelsen er en finansstiftelse og skal utføre de oppgaver lovgivningen og vedtektene til enhver tid pålegger stiftelsen.

(2) Stiftelsen skal, som største aksjeeier i Gjensidige Forsikring ASA (heretter Gjensidige), utøve et langsiktig eierskap og videreføre kunderepresentasjonen i selskapet. Eierskapet skal utøves i samsvar med alminnelig aksepterte eierstyringsprinsipper, og innenfor de rammer og retningslinjer generalforsamlingen har fastsatt. Eierskapet skal minst utgjøre 60 prosent av utstedte aksjer i Gjensidige.

(3) Stiftelsen skal gjennom gavetildelinger fremme trygghet, helse og andre allmennyttige formål i samsvar med stiftelsens grunnverdier, som er «Forebyggende – Utviklende – Aktivitetsskapende – Samfunnsbyggende».

(4) Stiftelsen skal videreformidle ordinært utbytte som mottas som eier av aksjer i Gjensidige til skadeforsikringsselskapets kunder med bosted eller virksomhet i Norge (heretter kalt kunder), for forsikringer som er tegnet under Gjensidige-merket. Utbyttet fordeles mellom kundene etter regler fastsatt av stiftelsens generalforsamling.

(5) Stiftelsen skal søke å oppnå markedsmessig avkastning på sin egenkapital."[222]

Gjensidigestiftelsen anfører følgende om sit ejerskab på dets hjemmeside

"Gjensidigestiftelsen skal være en langsiktig og forutsigbar eier i Gjensidige Forsikring. Stiftelsen utøver sitt eierskap gjennom representasjon i selskapets styrende organer og med respekt for aksjonærfellesskapet. **Eiermodellen sørger også for at skadeforsikringskundene til Gjensidige får sin del av overskuddet gjennom at stiftelsen videreformidler sin del av aksjeutbyttet som kundeutbytte.**

- Eierskapet utøves innenfor de rammer som settes av norsk selskapslovgivning og alminnelige prinsipper for god eierskapsutøvelse.
- Som langsiktig eier er stiftelsen pådriver for en langsiktig verdiskaping i selskapet.
- Som eier forventer stiftelsen en klar strategi fra Gjensidiges styre med verdiskaping som mål for selskapets fremtidige utvikling.
- **Stiftelsen stiller krav til markedsmessig avkastning og utbytte.**

(…)"[223] [Redaktionelle fremhævelser].

[222] Gjensidigestiftelsens vedtægter fastsat af generalforsamlingen den 23. april 2010, sidst ændre den 25. april 2018.
[223] Eierskapet i Gjensidige Forsikring ASA: https://www.gjensidigestiftelsen.no/eierskapet-i-gjensidige-forsikring-asa/

Den omstændighed, at det følger af Gjensidigestiftelsens formål, at stiftelsen både skal udøve et langsigtet ejerskab samt søge at opnå et markedsmæssigt afkast af sin egenkapital, må anses for at reducere den interessekonflikt, der undersøges i dette kapitel. Det skyldes *for det første*, at bestyrelsen i Gjensidigestiftelsen er forpligtet til at efterleve stiftelsens formål om langsigtethed og markedsmæssigt afkast.

For det andet vil en ændring af stiftelsens formål være vanskelig, eftersom det i henhold til almindelige permutationsretlige principper skal være enten umuligt eller åbenbart uhensigtsmæssigt at opfylde formålet, førend en ændring kan komme på tale.[224] *For det tredje* har Gjensidigestiftelsen lavet en model hvorigennem stiftelsens medlemmer[225] får andel af aktieudbyttet, hvilket må formodes at lette presset fra medlemmerne af Gjensidigestiftelsen ift. prissætningen af Forsikringsselskabet Gjensidige ASA ydelser.

Minoritetsaktionærer kan (også) ønske en beskyttelse mod selskabslovens flertalsprincip, hvorefter beslutninger som udgangspunkt sker med simpelt flertal på generalforsamlingen.[226] Det kan i en ejeraftale aftales at lempe majoritetsprincippet, og derved tillægge minoritetsaktionærer en bedre retsstilling end hvad der følger af selskabslovgivningen.[227] Det kan f.eks. aftales, at visse særligt betydningsfulde beslutninger alene kan træffes, såfremt parterne er enige om dette. Ulempen ved sådanne bestemmelser er, at de kan skabe en fastlåst situation, hvor der ikke kan opnås enighed om beslutninger, der er nødvendige for aktieselskabet.

Gennem en ejeraftale kan en majoritetsaktionær f.eks. forpligte sig til at holde et udbytte inden for et vist loft, forpligte sig til at stemme på et antal kandidater udpeget af minoritetsaktionæren, holde priser på selskabets produkter på markedsniveau (konkurrencedygtige), give minoritetsaktionæren vetoret i forbindelse med visse ændringer af selskabets vedtægt m.v. Herved kan majoritetsaktionæren imødekomme

[224] Jf. princippet i den norske stiftelseslov kapitel 6 (LOV-2001-06-15-59).
[225] Stiftelsen er på mange måder foreningslignende og karakteriseres i kapitel 4 som en hybrid mellem fond og forening.
[226] Jf. SL §§ 76 og 105.
[227] Jf. SL §§ 105-107 og Martin Christian Kruhl, Ejeraftaler, 2011, s. 53.

minoritetsaktionærens specifikke bekymringer om bl.a. interessekonflikten mellem forenings- og investordominansen.

For så vidt angår den operationelle del af en ejeraftale så kan denne bl.a. gå ud på at overføre stemmer eller binde stemmer.

En aftale om overførsel af stemmer indebærer begrebsmæssigt at stemmeretten overdrages til en anden person end den, der ejer den underliggende aktie. Overdragelsen kan f.eks. ske fra en majoritetsaktionær til en minoritetsaktionær eller ved at førnævnte begge overfører stemmerne til en tredjepart, der i forbindelse med overdragelsen har fået instrukser om mandatet samt om at vedkommende tredjemand træffer bindende afgørelse, skulle de to aktionærer være uenige om udøvelsen af stemmerne.[228]

Ved en aftale om binding af stemmer forpligter en aktionær sig til at udøve sin stemmeret på en bestemt måde, det være sig i bestemte anliggender (f.eks. udbytte af en vis størrelse) eller i alle anliggender, som kommer til afstemning på aktieselskabets generalforsamling. I modsætning til en stemmeoverførselsaftale beholder aktionæren således sine stemmer, men forpligter sig til at anvende disse til at stemme på en bestemt måde i nærmere angivne anliggender. Stemmebindingsaftaler er de mest udbredte ejeraftaler om stemmer.[229] Eftersom en ejeraftale alene binder aktionærerne, i deres egenskab af at være aftaleparter, i deres indbyrdes forhold, og altså ikke selskabet eller omverden i øvrigt, kan der være anledning til at indsætte bestemmelser, der har til formål at styrke parternes overholdelse af aftalen. Det kan f.eks. aftales, at hvis en af parterne bryder aftalen, så udløser det en konventionalbod.

For at undgå at aktierne kan overdrages til tredjemand kan det i aktieselskabets vedtægter indføjes, at enhver overgang af aktierne kræver selskabets samtykke, og at selskabet alene må give et sådant samtykke, såfremt erhververen af aktierne tiltræder ejeraftalen.[230] En ejeraftale kan indeholde en aftale om exit for mindretalsaktionærerne såfremt bestemte begivenheder indtræder, og vil ofte indeholde en forkøbsret for majoritetsaktionæren skulle en eller flere af

[228] Jf. Peter Schaumburg-Müller og Erik Werlauff, Vedtægter og ejeraftaler, 2010, s. 82.
[229] Jf. Peter Schaumburg-Müller og Erik Werlauff, Vedtægter og ejeraftaler, 2010, s. 84.
[230] Jf. Peter Schaumburg-Müller og Erik Werlauff, Vedtægter og ejeraftaler, 2010, s. 115.

minoritetsaktionærerne ønske at afhænde sine aktier. En forkøbsret vil ofte ikke være gensidig idet majoritetsaktionæren ønsker at være frit stillet i forhold til egne eventuelle afhændelser.

En række af de bestemmelser, der indsættes i en ejeraftale, ville sagtens kunne indføjes i et aktieselskabs vedtægt. Vedrørende valg til selskabets bestyrelse kan det i vedtægten fastsættes at hver x-procent af aktiekapitalen giver aktionæren ret til at vælge et medlem til selskabets bestyrelse. Dette vil erstatte en stemmeoverførsels- eller stemmebindingsaftale om dette spørgsmål. Tilsvarende vil omsættelighedsbegrænsninger også ganske enkelt kunne indføjes i selskabets vedtægt. Indeholder ejeraftalen imidlertid mere kommercielle forhold om aktieselskabets økonomi, strategiske forhold, m.v., vil dette formentlig ikke kunne indføjes i vedtægterne, ligesom aftaleparterne formentlig heller ikke vil være interesserede i den offentlighed som en indføjelse i vedtægten indebærer.

I det følgende vendes blikket mod de vedtægtsmæssige muligheder for at håndtere interessekonflikter.

Vedtægtsmæssige muligheder for at håndtere interessekonflikter

Vedtægterne er det centrale selskabsretlige instrument i hvilken der kan foretages ændringer i forhold til de deklaratoriske regler i selskabsloven med det formål at imødegå den interessekonflikt som eksisterer mellem majoritetsaktionæren (foreningsdominans) og mindretalsaktionæren (investordominans).

Stemme- og ejerloft

Der kan i et aktieselskabs vedtægter indsættes et stemmeloft, hvilket kan anvendes til at begrænse majoritetsaktionærens indflydelse til kun at være en del af stemmerne på generalforsamlingen. Herved kan minoritetsaktionæren beskyttes mod f.eks. (visse) vedtægtsændringer, der i medfør af selskabsloven kræver kvalificeret flertal.[231]

[231] Jf. SL §§ 106 og 107. Indførelse af et stemmeloft kræver en dobbelt 9/10 majoritet (stemmer og repræsenteret kapital), jf. Jf. SL § 107, stk. 1, nr. 4. Aktionærer der er blevet stemt ned i denne forbindelse kan forlange sig udløst, jf.SL § 110.

Det var tidligere et krav, at der i et sparekasseaktieselskabs vedtægter skulle være et stemmeloft for at sikre, at det hidtidige garant-, indskyder- og andelsdemokrati blev fastholdt.[232] I bemærkningerne til lovforslaget, der ophævede FIL § 210 anføres det bl.a.:

"Bestemmelsen kan være med til at hindre kapitalindskud fra investorer, der ikke vil kunne få indflydelse i overensstemmelse med deres indskud. Dermed kan stemmeretsbegrænsningerne være med til at hindre, at der kommer ny kapital til, hvilket ofte er formålet med en omdannelse. Formålet er således at sikre, at sparekasser, der omdannes med det formål at tiltrække kapital, får mulighed for at give en investor indflydelse i overensstemmelse med dennes indskud umiddelbart efter omdannelsen."[233]

Der kan også i et aktieselskabs vedtægt indsættes et ejerloft, hvilket indebærer, at ingen aktionær må eje mere end en nærmere fastsat procentdel af aktiekapitalen. Et ejerloft ses ikke umiddelbart at være relevant i forbindelse med at håndtere den foreliggende interessekonflikt, men det kan alligevel være relevant at indføre et ejerloft for den enkelte minoritetsaktionær for derved at sikre, at vedkommendes ejerandel ikke overstiger en bestemt andel, som f.eks. vil kunne blokere for (visse) vedtægtsændringer. Som anført ovenfor kan et ejerloft indsættes f.eks. med en dobbelt 9/10 majoritet (stemmer og repræsenteret kapital).[234]

Vedtagelse af individualrettigheder

Der kan i et aktieselskabs vedtægt indsættes individualrettigheder, hvorved forstås en selskabsretlig beføjelse som en aktionær kan udnytte uafhængigt af størrelsen eller karakteren af vedkommendes kapitalbesiddelse i aktieselskabet. Dette er relevant for mindretalsaktionærer, som derved uanset størrelsen på aktiebesiddelsen f.eks. kan have:[235]

- "ret til at udpege ét eller flere bestyrelsesmedlemmer, jf. SL § 120, stk. 2, dog aldrig bestyrelsesflertal, jf. SL § 120, stk. 1;

[232] Jf. dagældende SL § 210, der blev ophævet ved lov nr. 616 af 14. juni 2011. Ophævelsesloven har ikke direkte betydning for de stemmeretsbegrænsninger, der i dag findes i eksisterende vedtægter hos sparekasseaktieselskaber eller andelskasseaktieselskaber, der tidligere har været sparekasser eller andelskasser. Hvorvidt disse stemmeretsbegrænsninger skal opretholdes, bestemmer sparekasseaktieselskabets eller andelskasseaktieselskabets aktionærer med respekt af de majoritets- og quorum-krav samt den pågældende stemmeretsbegrænsning, som findes i vedtægten.
[233] Jf. lovforslag nr. 180 af 30. marts 2011, til § 1, nr. 9.
[234] Jf. SL § 107, stk. 1, nr. 2.
[235] En flerhed af de ovenfor anførte individualrettigheder kan have betydning for vurderingen af, om indehaveren – såfremt vedkommende selv er et aktieselskab – bliver moderselskab i forhold til selskabet i hvilket beføjelserne er vedtaget, Jf. SL § 7, stk. 2 eller § 7, stk. 3, nr. 2-4.

- ret til at udpege en medrevisor, jf. SL § 144, stk. 1, 3. pkt.;
- ret til at modsætte sig alle eller visse vedtægtsændringer, jf. SL § 106, fx formålsændring eller kapitalforhøjelse (samt, helt grundlæggende, ændring af selve reglerne om den pågældendes individualbeføjelser i selskabet);
- ret til at modsætte sig visse beslutninger, der træffes med alm. stemmeflerhed, jf. SL § 105, fx udbytte over en vis størrelse, salg af virksomheden eller væsentlige omlægninger af denne mv. (i så fald må det tillige være vedtægtsfæstet, at sådanne sager ikke kan afgøres af bestyrelsen på egen hånd);
- ret til at forlange granskning, selvom der ikke er flertal herfor på en generalforsamling (subsidiært nedsættelse af granskningsbrøken på 25 pct., jf. SL § 150, stk. 2),
- ret til at forlange selskabet opløst, jf. SL § 217, forudsætningsvis;
- ret til at modsætte sig beslutning om selskabets opløsning, jf. SL § 217, stk. 2;
- ret til at udpege bestyrelsens formand (enten blandt de allerede valgte bestyrelsesmedlemmer eller gennem udpegning efter SL § 120, stk. 2, af et bestyrelsesmedlem, der samtidig er "født" formand), jf. SL § 122."[236]

Vetoadgangen i forhold til visse beslutninger, samt adgangen til at udpege et eller flere bestyrelsesmedlemmer, er væsentlige beføjelser for en mindretalsaktionær, og giver denne en betryggelse i forhold til den daglige drift af aktieselskabet.

Kapitalklasser

Aktionærer kan i selskabets vedtægt vælge, at ændre hvordan kapitalstrukturen skal være i aktieselskabet, og således opdele selskabets kapitalandele i klasser og hvad der kendetegner den enkelte klasse.[237] Bestemmer vedtægten, at der skal være forskellige kapitalklasser, skal vedtægterne angive de forskelle, der knytter sig til den enkelte klasse af kapitalandele, og størrelsen af den enkelte klasse.

[236] Jf. Peter Schaumburg-Müller og Erik Werlauff, Vedtægter og ejeraftaler, 2010, s. 45.
[237] Jf. bemærkningerne til § 45 i forslag nr. 170 af 25. marts 2009 til lov om aktie- og anpartsselskaber (selskabsloven) og SL § 45, 2. og 3. afsnit.

Kapitalklasser kan indeholde:

- ”forskellig stemmeret,
- forskellig udbytteret (simpel eller kumulativ)
- forskellig udlodningsret ved opløsning,
- klassevis valgret til bestyrelse,
- udpegningsret til en ekstra revisor
- særlig indsigt i selskabets forhold (dog ikke for et børsnoteret selskab),
- børsnotering af én, men ikke af en anden kapitalklasse,
- omsættelighedsindskrænkning (samtykke, forkøbsret, køberet) i én, men ikke i en anden klasse,
- én klasses forkøbsret eller køberet til kapitalandele i en anden klasse,
- pantsætningsforbud i én, men ikke i en anden klasse,
- ret til som minimum at forlange et vist udbytte,
- ret til at modsætte sig udbytte over en vis størrelse,
- navnenoteringskrav i én, men ikke i en anden klasse og/eller
- indløsnings- eller amortisationsregler for én, men ikke for en anden klasse.”[238]

En klasseopdeling af kapitalen kan i visse tilfælde erstatte eller supplere en ejeraftale.

I pengeinstitutter, fondsmæglerselskaber, investeringsforvaltningsselskaber, realkreditinstitutter og forsikringsselskaber kan deling af aktiekapitalen i aktieklasser med forskellig stemmeværdi imidlertid ikke finde sted.[239] Formålet med bestemmelsen er at forhindre, at aktionærer, der kun er i besiddelse af en beskeden kapital, kan dominere en finansiel virksomhed. Forbuddet afskærer, at der udstedes stemmeløse aktier og fastsætter yderligere, at alle aktier i en finansiel virksomhed skal have lige stemmeret. Herved er et væsentligt instrument til mitigering af interessekonflikter ved ejerskab af en finansiel virksomhed skåret bort.

[238] Jf. Peter Schaumburg-Müller og Erik Werlauff, Vedtægter og ejeraftaler, 2010, s. 34f.
[239] Jf. FIL § 13, stk. 2.

Forbuddet afskærer alene en opdeling i aktieklasser med forskellig stemmeværdi, men derimod ikke, at aktiekapitalen opdeles i aktieklasser med forskellige rettigheder med hensyn til udbytte, indløselighed m.v., eller at aktionærernes adgang til at stemme reguleres, herunder at der indføres et stemmeloft. Vedtægtsmæssige begrænsninger af den enkelte aktionærs mulighed for at erhverve aktier er heller ikke i strid med bestemmelsens forbud. Bestemmelsen forhindrer endvidere ikke, at der lovligt kan bibeholdes opdeling af aktiekapital i aktieklasser med forskellig stemmeværdi, der allerede eksisterede ved lovens ikrafttræden.

Der gælder dog en undtagelse til dette forbud for realkreditinstitutter, der er omdannet til aktieselskaber, og hvor en fond eller forening oprettet i forbindelse med omdannelsen, er hovedaktionær. I disse tilfælde kan der i vedtægterne ske en deling af instituttets aktiekapital i aktieklasser med og uden stemmeret. Alle aktier med stemmeret skal imidlertid have samme stemmeværdi.[240]

Klassevis valgret til bestyrelsen og indløsningsret er eksempler på rettigheder som kan bidrage til at mitigere interessekonflikten mellem majoritetsaktionærens foreningsdominans og minoritetsaktionærens investordominans.

Udgangspunktet om, at enhver aktionær ved enhver kontant forhøjelse af selskabskapitalen har ret til forholdsmæssig tegning af de nye aktier fraviges, hvis der er flere klasser af kapitalandele, for hvilke stemmeretten eller retten til udbytte eller udlodning af selskabets midler er forskellig.[241] Selskabsloven hjemler således klassevis fortegningsret i disse tilfælde, men der kan i vedtægten træffes anden bestemmelse.[242]

Opdelingen i klasser kan gøres betinget, f.eks. af ejertid, at aktierne ejes af en bestemt aktionær, branchetilknytning, m.v.[243]

---

[240] Jf. FIL § 13, stk. 3., jf. FIL §§ 214 og 214 a. Hvis et realkreditinstitut, der er omdannet til et aktieselskab, og hvor en fond eller forening oprettet i forbindelse med omdannelsen er hovedaktionær, udsteder stemmeløse aktier, jf. FIL 13, stk. 3, finder SL § 73 om indløsningsret for minoritetsaktionærer og SL § 70 om indløsningsret for hovedaktionæren ikke anvendelse for disse aktier, jf. FIL § 13, stk. 4, 1. pkt. Hvis realkreditinstituttet har en eller flere aktieklasser optaget til handel på et reguleret marked eller en alternativ markedsplads og en aktiepost overdrages som led i et overtagelsestilbud, finder 1. pkt. ikke anvendelse, jf. FIL § 14, stk. 4, 2. pkt.
[241] Jf. SL §§ 162, stk. 1 og 3.
[242] Jf. SL § 162, stk. 3.
[243] Jf. Peter Schaumburg-Müller og Erik Werlauff, Vedtægter og ejeraftaler, 2010, s. 35.

Kapitalklasser kan indføres såvel i forbindelse med at der kommer minoritetsaktionærer ind i aktieselskabet. Har aktieselskabet allerede indført kapitalklasser og ønskes der truffet beslutning om en forskydning mellem disse, kan dette gennemføres uden samtykke fra alle aktionærer, men i stedet efter reglerne om vedtægtsændring.[244] Baggrunden for at beslutningen ikke kræver samtykke fra alle de berørte aktionærer er, at hvis aktieselskabet i forvejen har aktieklasser, så anses aktionærerne for i et eller andet omfang at have accepteret, at der skal eksistere visse forskelle på aktionærerne qua de forskellige kapitalklasser.[245] Dog vil en beslutning om at forrykke forholdet mellem kapitalklasser konkret kunne være så indgribende, at den alligevel vil være omfattet af lighedsgrundsætningen, hvorefter vedtagelseskravet til en vedtægtsændring ikke er tilstrækkeligt, idet det i stedet kræves samtykke fra alle aktionærer, hvis retsstilling forrykkes.

Selskabsretlige grundsætninger og principper af betydning for interessekonflikten

Selskabsloven indeholder nogle grundsætninger og principper, der hver for sig enten arbejder for eller arbejder imod at håndtere konflikten mellem den foreningsdominerede majoritetsaktionær og den investordominerede minoritetsaktionær.

Ingen loyalitetspligt

En person bliver aktionær ved at indbetale det beløb, som den konkrete aktiepost koster. Efter at aktionæren har indbetalt det beløb, som aktieposten koster, kan der ikke stilles yderligere krav til aktionæren. En aktionær er berettiget til at forfølge sine egne interesser, også hvor disse kan være i strid med aktieselskabets og/eller f.eks. en minoritetsaktionærs interesse.[246] En aktionær har således ikke pligt til at fremme aktieselskabets formål, og aktionæren kan således f.eks. konkurrere med aktieselskabet.[247] En sådan konkurrerende virksomhed kan dog være afskåret gennem en ejeraftale, hvilket ofte vil være tilfældet i aktieselskaber med en begrænset ejerkreds. Jan Schans Christensen, anfører i Kapitalselskaber – Aktie- og anpartsselskabsret, 3. udg., 2009, s. 162:

[244] Jf. SL § 106 , stk. 1, og § 107, stk. 3.
[245] Jf. Lars Bunch og Søren Corfixsen Whitt, Selskabsloven med kommentarer, 3. udg., 2018, s. 283.
[246] Se dog neden for afsnit 3.3. om selskabslovens generalklausul og selskabets egeninteresse.
[247] Aktionæren må selvsagt ikke misbruge forretningshemmeligheder og lign. oplysninger fra aktieselskabet.

"Selve det princip, at majoriteten har den afgørende indflydelse på et selskabs generalforsamling, indebærer, at minoritetskapitalejernes ønske langtfra altid imødekommes. Undertiden er følgen, at de planer, der ligger bag minoritetens anbringelse af midler i selskabet, kuldkastes helt eller delvis. Den skade og de tab, dette måtte medføre, må minoriteten som udgangspunkt acceptere."

Der gælder således ikke nogen loyalitetspligt som f.eks. majoritetsaktionær i forholdet til aktieselskabet eller de andre aktionærer i dette. Søren Friis Hansen og Jens Valdemar Krenchel anfører, at i kapitalselskaber med et begrænset antal kapitalejere kan der drages analogislutninger fra interessentskabsretten, hvorfor der mellem et begrænset antal kapitalejere må gælde en pligt til loyalt at varetage medkapitalejernes interesser.[248] Søren Friis Hansen henviser bl.a. til en Vestre Landsrets dom:

"A erhvervede i 1989 sammen med aktieselskabet D et anpartsselskab P med en kapital på 80.000 kr. P skulle producere en robot, A havde patentrettighederne til, og D skulle forestå salg og markedsføring. A og D ejede hver 50 % af anparterne i P. Der var ingen anpartshaveroverenskomst. Efter at kravene til anpartskapitalens størrelse blev ændret fra 80.000 kr. til 125.000 kr., modsatte A sig uden begrundelse at medvirke til en forhøjelse af anpartskapitalen, ligesom A afslog tilbud fra D om at indløse A's anparter eller at indskyde den yderligere kapital. P blev til sidst likvideret på begæring af Erhvervs- og Selskabsstyrelsen. Landsretten lagde til grund, at A's vægring ved at medvirke til kapitalforhøjelsen skyldtes utilfredshed med samarbejdsforholdene, herunder de økonomiske vilkår for samarbejdet, og at hun ved at blokere for kapitalforhøjelsen kunne fremtvinge en likvidation af selskabet og dermed en lukning af virksomheden. I hvert fald i et tilfælde som det foreliggende ansås A for at have handlet ansvarspådragende i forhold til D."[249]

Henset til, at Udvalget til modernisering af selskabsretten undlod at tage stilling til spørgsmålet om eksistensen af en loyalitetspligt i dansk selskabsret må det imidlertid anses for at være tvivlsomt, om en sådan eksisterer efter gældende ret.

[248] Jf. Søren Friis Hansen og Jens Valdemar Krenchel, Dansk selskabsret 2 – Kapitalselskaber, 4. udg., 2014, s. 504. Forfatterne henviser i øvrigt til, at en loyalitetspligt er gældende i andre landes selskabsret, bl.a. Tyskland.
[249] UfR 1999.1080 V.

En (majoritets-)aktionær kan dog ifalde erstatningsansvar hvis denne forsætligt eller groft uagtsomt har tilføjet aktieselskabet, andre aktionærer eller tredjemand tab.[250] Erstatningspligten gælder således ikke hvor aktionæren alene har udvist simpel uagtsomhed, hvilket ellers traditionelt er det nødvendige men også tilstrækkelige tilregnelseskrav. Fraværet af en loyalitetsforpligtelse – som det f.eks. kendes fra foreningsretten – arbejder imod at mitigere den ovenfor beskrevne interessekonflikt mellem majoritets- og minoritetsaktionærerne.

Lighedsgrundsætningen

I aktieselskaber har alle kapitalandele lige ret i selskabet.[251] Dette udtrykker selskabslovens lighedsgrundsætning. Det er en forudsætning for den lige ret, at der foreligger lige forhold, dvs. at aktionærerne befinder sig i den samme situation.

Forhold, der særligt er forbundet med en enkelt aktionær eller gruppe af aktionærers situation, kan derfor begrunde, at lighedsgrundsætningen fraviges. Som eksempel kan nævnes en aktionær, der som følge af størrelsen på sin aktiebesiddelse, har bestemmende indflydelse i selskabet. De fordele, der følger med en stemmemajoritet i forhold til selskabets anliggender, skyldes alene aktiepostens størrelse og dermed aktionærens kapitalindskud, og er ikke udtryk for en (ulovlig) forskelsbehandling.

Formålet med lighedsgrundsætningen er at beskytte den enkelte aktionær mod at blive forskelsbehandlet i forhold til de andre aktionærer i selskabet. Den enkelte aktionær kan imidlertid konkret frafalde sin ret til at fremkomme med en indsigelse mod en disposition, der indebærer en forskelsbehandling i forhold til denne. En fravigelse af lighedsgrundsætningen kan hverken besluttes med en majoritetsbeslutning eller af samtlige aktionærer, der er repræsenteret på en generalforsamling. Det er således et krav om, at samtlige aktionærer i selskabet skal samtykke i en disposition, der forskyder forholdet mellem de enkelte aktionærer,

[250] Jf. SL § 362, stk. 1. Se også § 362, stk. 1 og 2 om indløsning hhv. tvangssalg.
[251] Jf. SL § 45.

uanset om de pågældende aktionærer er repræsenteret på generalforsamlingen, hvor der træffes beslutning om forskydningen.[252]

Lighedsgrundsætningen arbejder for at mitigere interessekonflikten mellem majoritetsaktionæren og minoritetsaktionæren.

Generalklausulen og aktieselskabets egeninteresse

Der må på aktieselskabets generalforsamling ikke træffes beslutning, som åbenbart er egnet til at skaffe visse aktionærer eller andre en utilbørlig fordel på andre aktionærers eller aktieselskabets bekostning.[253] Førnævnte udtrykker selskabslovens såkaldte generalklausul og afskærer en urimelig udøvelse af f.eks. en majoritetsaktionærs indflydelse i aktieselskabet. Generalklausulen kan påberåbes af enhver aktionær, og således også en aktionær, der f.eks. har bestemmende indflydelse i selskabet (hvor en minoritet har misbrugt sin position).

Hvor Lighedsgrundsætningen i SL § 45 alene beskytter aktionærer mod beslutninger, der indebærer en formel forskelsbehandling, så beskytter Generalklausulen i SL § 108 mod skjult diskrimination, dvs. en negativ forskelsbehandling af nogle aktionærer, uden at der i beslutningen henvises til bestemte aktieposter eller aktionærer.[254]

Dispositioner, der er i strid med generalklausulen, er ugyldige. Som bestemmelsen er formuleret anlægges der en streng vurdering for at et forhold kan blive omfattet af generalklausulen.

Har aktionærer forsætligt medvirket til en generalforsamlingsbeslutning i strid med generalklausulen i SL § 108, eller på anden måde misbrugt deres indflydelse i et aktieselskab eller medvirket til overtrædelse af selskabsloven eller aktieselskabets vedtægter, kan retten, hvis der som følge af misbrugets varighed eller af andre grunde er særlig anledning hertil, efter

[252] Jf. Lars Bunch og Søren Corfixsen Whitt, Selskabsloven med kommentarer, 3. udg., 2018, s. 267.
[253] Jf. SL § 108.
[254] Jf. Søren Friis Hansen og Jens Valdemar Krenchel, Dansk selskabsret 2 – Kapitalselskaber, 4. udg., 2014, s. 492f.

påstand af aktionærer, der repræsenterer mindst 1/10 af selskabskapitalen, bestemme, at aktieselskabet skal tvangsopløses.[255]

Der kan være saglige grunde til at fravige generalklausulen, ligesom skjult forskelsbehandling kan retfærdiggøres.[256]

Generalklausulen beskytter ikke alene aktionærernes interesse, men også aktieselskabets såkaldte "egeninteresse", se f.eks. UfR 1931.274 H:[257]

"A/S Electrical Fono Films Co (E), der besad en Opfindelse til Fremstilling af Talefilms, sluttede i 1925 Kontrakt med det engelske Filmsudlejnings Selskab Gaumont Co ltd (G) om Udnyttelse af Opfindelsen i England, og G forpligtede sig bl.a. til ikke at være interesseret i konkurrerende Metoder. Flertallet af Aktierne i E overgik senere til dem, der direkte eller indirekte raadede over G, og efter at Talefilm var blevet almindelige, vedtog dette Aktieflertal paa en Generalforsamling i E mod andre Aktionærers Protest at ophæve fornævnte Forpligtelse for G, der derimod bevarede sin Eneret efter Kontrakten og endog kom under Indflydelse af amerikanske Konkurrenter. Da denne Beslutning, der var truffet med det Formaal at frigøre G for sin Forpligtelse overfor E, ikke antoges tillige at være sket i E's Interesse, ansaas den ikke for gyldig vedtaget i E ved G-Koncernens Stemmer."

Dommen er interessant i relation til den interessekonflikt som behandles i dette kapitel, idet det måske med støtte i dommen kan anføres, at såfremt majoritetsaktionæren f.eks. på en generalforsamling vedtager en beslutning, mod minoritetsaktionærens protest, og som alene tilgodeser majoritetsaktionærens medlemmer på bekostning af aktieselskabets interesse, vil denne kunne være ugyldig. Beslutningen vil i så fald ikke anses for at være i aktieselskabets egeninteresse, og vil alene kunne gyldigt vedtages med et samtykke fra minoritetsaktionæren.

Det er ikke nærmere uddybet i hverken selskabsloven eller dens forarbejder hvad der nærmere skal forstås ved aktieselskabets egeninteresse. Det følger således bl.a. af generalklausulen i SL § 108 hhv. § 127, at hverken generalforsamlingen eller ledelsen må træffe beslutninger, som

[255] Jf. SL § 230. § 230 er et supplement til SL §§ 70-73, hvorefter en kapitalejer kan kræve sig indløst på de dér nærmere angivne betingelser.
[256] Se nærmere hos Søren Friis Hansen og Jens Valdemar Krenchel, Dansk selskabsret 2 – Kapitalselskaber, 4. udg., 2014, s. 495.
[257] Se også Højesterets dom i UfR 2006.1448 H, hvorefter en beslutning i et helejet datterselskab blev tilsidesat, idet beslutningen indirekte krænkede en minoritetsaktionær i datterselskabets moderselskab samt UfR 2010.2747 H og Søren Friis Hansen og Jens Valdemar Krenchel, Dansk selskabsret 2 – Kapitalselskaber, 4. udg., 2014, s. 491.

åbenbart er egnet til at skaffe visse aktionærer eller andre en utilbørlig fordel på andre aktionærers eller *aktieselskabets bekostning* [Min kursivering].

Udformningen af SL §§ 108 og 127 synes at forudsætte, at lovgiver er af den opfattelse, at aktieselskabet har en selvstændig interesse, jf. Lars Bunch og Jan Schans Christensen: *"Hverken loven eller dens forarbejder tager direkte stilling til, hvad det betyder, når man i selskabslovgivningen henviser til selskabets interesse (herefter betegnet »selskabets egeninteresse«). Et selskab kan ikke som sådant besidde en egen vilje, men lovgiver kan vælge at fastlægge, i hvis interesse selskabet drives, og hvilke interesser det skal forfølge. Dette emne er kun af få danske forfattere gjort til genstand for en mere indgående behandling."*[258]

En fastlæggelse af hvad der ligger i selskabets egeninteresse er som anført ovenfor relevant, idet dette kan indebære begrænsninger i forhold til hvilke dispositioner, som f.eks. majoritetsaktionæren måtte ønske at foretage. Aktieselskabets egeninteresse vil desuden kunne være styrende for, hvilke interesser selskabets ledelse skal forfølge, og hvorledes aktieselskabets ledelse skal agere for ikke at ifalde erstatningsansvar.[259]

Formuleringen af SL §§ 108 og 127 synes mest nærliggende at måtte læses sådan, at aktieselskabets egeninteresse ikke nødvendigvis er sammenfaldende med den (direkte) interesse, som alle aktionærerne har i selskabet. Havde der været et sammenfald mellem de to interesser havde lovgiver kunne nøjes med blot at fastslå, at der ikke må foretages dispositioner, der strider mod andre aktionærers interesser.

Lars Bunch og Jan Schans Christensen anfører, at henvisningen i lovforarbejderne til ikke alene selskabsdeltagerne, men også til selskabet, har til formål at sikre, at selskabslovens generalklausuler tillige kan finde anvendelse på tilfælde, hvor en beslutning ikke rammer de andre kapitalejere direkte, men fordelen opnås på kapitalselskabets bekostning, dvs. aktionærerne rammes indirekte gennem selskabet.

[258] Jan Schans Christensen og Lars Bunch, Selskabets egeninteresse – navnlig set i lyset af selskabslovens generalklausuler, UfR 2011B.1.
[259] Jf. SL § 361.

Ifølge forfatterne beskytter generalklausulerne dermed den afledede interesse, som kapitalejerne har i selskabet. Som eksempel på dette nævner forfatterne en økonomisk begunstigelse, som tilgår en kontrollerende kapitalejer, og som påfører selskabet et tab, der fører til, at de øvrige kapitalejeres kapitalandele mister deres værdi. De øvrige kapitalejeres tab er ikke direkte, men afledes af det tab, som selskabet påføres, idet deres kapitalandele mister værdi.

Lars Bunch og Jans Schans Christensen når frem til, at selskabets "egeninteresse" må forstås som en reference til aktionærernes kollektive interesse i selskabet:

"Varetagelsen af kapitalejernes kollektive interesse i selskabet kræver som udgangspunkt ikke, at der iagttages andre krav med hensyn til beslutninger truffet af ledelsen eller generalforsamlingen end de, der følger af selskabslovens almindelige regler, herunder § 124 (om beslutninger i bestyrelse og tilsynsråd) og §§ 105, 106 og 107 (om generalforsamlingens beslutninger). Hvis en beslutning kan tænkes at stride mod kapitalejernes kollektive interesse, eller der er tvivl herom, kan beslutningens gyldighed sikres ved, at samtlige kapitalejeres samtykke til dispositionen indhentes. Dette ændrer naturligvis ikke på, at de bestemmelser i selskabsloven, der tjener til at beskytte kreditorernes interesser, herunder bestemmelserne i §§ 115, nr. 5, og § 116, nr. 5 (om kapitalberedskab), samt kapitel 11 (om kapitalafgang), tillige skal iagttages."[260]

På baggrund af forfatternes udlægning af, hvad de argumenterer for, udgør selskabets egeninteresse, vil det for generalforsamlingen hhv. ledelsen i et fællesejet finansielt aktieselskab ved vurderingen af, om en given disposition er i strid med SL §§ 108 og 127, være nødvendigt for bestyrelsen at tage stilling til, om dispositionen er i overensstemmelse med aktionærernes kollektive interesse i selskabet.

Generalklausulen, og herunder varetagelsen af selskabets egeninteresse, arbejder for at håndtere interessekonflikten mellem majoritetsaktionæren og minoritetsaktionæren.

[260] Jf. Jan Schans Christensen og Lars Bunch, Selskabets egeninteresse – navnlig set i lyset af selskabslovens generalklausuler, UfR 2011B.1.

Aktionærbeføjelser og -rettigheder (indsigt og indflydelse)

Efter at have indbetalt det tegnede beløb nyder vedkommende i sin egenskab af at være (mindretals-)aktionær en række rettigheder, herunder bl.a. ret til at deltage i aktieselskabets generalforsamling m.v.

Ledelsen i et aktieselskab skal, når det forlanges af f.eks. mindretalsaktionæren, og det efter et skøn fra bestyrelsen kan ske uden væsentlig skade for aktieselskabet, meddele til rådighed stående oplysninger på generalforsamlingen om alle forhold, som er af betydning for bedømmelsen af årsrapporten og aktieselskabets stilling i øvrigt eller for spørgsmål, hvorom beslutning skal træffes på generalforsamlingen. Oplysningspligten gælder også aktieselskabets forhold til andre selskaber i samme koncern.[261]

Aktionærens ret til at stille spørgsmål er med til at sikre, at aktionæren kan følge med i aktieselskabets udvikling og udøve sin indflydelse.

Det er aktieselskabets øverste ledelsesorgan der vurderer, om de af mindretalsaktionæren ønskede oplysninger, kan gives til denne. En aktionærs interesse i at modtage de ønskede oplysninger vil således skulle vige hvis oplysningerne ikke kan gives uden væsentlig skade for aktieselskabet, f.eks. fordi der er tale om forretningshemmeligheder m.v.

De oven for beskrevne rettigheder og beføjelser er principielt neutrale i forhold til at håndtere selve interessekonflikten mellem majoritetsaktionæren og minoritetsaktionæren, idet retten til deltagelse på generalforsamlingen på den ene side muliggør, at majoritetsaktionæren kan udøve sin stemmemajoritet men på den anden side muliggør at mindretalsaktionæren eventuelt vil kunne blokere for (visse) vedtægtsændringer. Oplysningspligten må imidlertid anses for at være i mindretalsaktionærens interesse, såfremt mindretalsaktionæren ikke på baggrund af vedtægtsbestemte rettigheder i forvejen har ret til de relevante oplysninger

[261] Jf. SL § 102, stk. 1. Hvis besvarelsen kræver oplysninger, som ikke er tilgængelige på generalforsamlingen, skal oplysningerne senest 2 uger derefter gøres tilgængelige for aktionærerne, ligesom de skal sendes til de aktionærer, der har fremsat begæring herom, jf. SL § 102, stk. 2 Det centrale ledelsesorgan kan beslutte, at aktionærer kan stille spørgsmål til dagsordenen eller til dokumenter m.v. til brug for generalforsamlingen inden udløbet af en frist, som optages i vedtægterne. Det centrale ledelsesorgan kan vedtage de nødvendige vedtægtsændringer, jf. SL § 102, stk. 3. I § 102, stk. 4, er der indeholdt særlige regler for børsnoterede aktieselskaber samt statsejede aktieselskaber.

Bestyrelsens rolle, ansvar og pligter

Majoritetsaktionæren kan på baggrund af sin stemmemajoritet vælge hele bestyrelsen, men minoritetsaktionæren kan i ejeraftale og/eller vedtægt være givet ret til at udpege et eller flere medlemmer til denne.

Uanset om et bestyrelsesmedlem er valgt af majoritetsaktionæren eller udpeget af minoritetsaktionæren skal medlemmerne af aktieselskabets bestyrelse varetage aktieselskabets og samtlige aktionærers interesser loyalt, dvs. en egentlig loyalitetspligt.[262] Et bestyrelsesmedlem kan således ikke f.eks. alene varetage eller prioritere interesserne hos den aktionær, som har valgt eller udpeget medlemmet. Ledelsen i et aktieselskabs pligter er således grundlæggende forskellige fra en aktionærs pligter. Ledelsen har endvidere en pligt til loyalt at varetage interesserne hos aktieselskabets medkontrahenter.

I forhold til et aktieselskabs minoritet gælder der såvel en formel som en materiel minoritetsbeskyttelse.

Den formelle minoritetsbeskyttelse indebærer, at ledelsen skal sørge for at formalia, f.eks. i forbindelse med indkaldelse til generalforsamling, overholdes. Ledelsen har pligt til at kontrollere, at der ikke finder overtrædelser sted af Lighedsgrundsætningen.[263]

Den materielle minoritetsbeskyttelse indebærer, at medlemmerne af aktieselskabets ledelse ikke må disponere på en sådan måde, at dispositionen er åbenbart egnet til at skaffe visse aktionærer eller andre en utilbørlig fordel på andre aktionærers eller aktieselskabets bekostning. Medlemmerne af aktieselskabets ledelse må ikke efterkomme generalforsamlingsbeslutninger eller beslutninger truffet af andre selskabsorganer, hvis beslutningen måtte være ugyldig som stridende mod lovgivningen eller aktieselskabets vedtægter.[264] Dette er en pendant til Generalklausulen i selskabslovens generalklausul i § 108.

---

[262] Jf. Paul Krüger Andersen, Aktie- og anpartsselskabsret – kapitalselskaber, 13. udg., 2017, s. 337.
[263] Lighedsgrundsætningen er udtrykt i SL § 45.
[264] Jf. SL § 127, stk. 1.

Et ledelsesmedlem der overtræder - eller medvirker til en overtrædelse - af minoritetsaktionærers rettigheder vil kunne ifalde erstatningsansvar.[265]

Et medlem af ledelsen må ikke deltage i behandlingen af spørgsmål om aftaler mellem aktieselskabet og den pågældende selv eller om søgsmål mod den pågældende selv eller om aftale mellem aktieselskabet og tredjemand eller søgsmål mod tredjemand, hvis vedkommende har en væsentlig interesse deri, der kan være stridende mod aktieselskabets.[266]

Beslutninger der træffes på ledelsesniveau kan have betydning på ledelsen selv, f.eks. hvor et ledelsesmedlem har et samhandelsforhold med aktieselskabet, og deltager i en beslutning om generelle vilkår for samhandel med aktieselskabet, eller hvor ledelsesmedlemmet selv er kapitalejer, og deltager i en beslutning om udbyttepolitik. Afgørende for om ledelsesmedlemmet i disse situationer er inhabilt vil være, om sagens kerne har en så væsentlig betydning for ledelsesmedlemmet, at det må anses for tvivlsomt om ledelsesmedlemmet vil kunne agere uhildet af egeninteressen. Inhabilitet kan også forekomme hvor et ledelsesmedlem er bestyrelsesmedlem i det selskab, som der ønskes indgået aftale med.[267]

Bestyrelsen er afskåret fra at træffe beslutninger, der henhører til generalforsamlingen. En bestyrelse kan imidlertid træffe beslutninger, der i praksis kan være lige så indgribende som f.eks. en vedtægtsændring, f.eks. store investeringer i produktionsudstyr, hvilke følgelig påvirker aktionærernes adgang til udbytte i de følgende år. Aktionærerne kan imidlertid på en generalforsamling indsætte en bestemmelse i aktieselskabets vedtægt om, at væsentlige beslutninger kun kan foretages med generalforsamlingens godkendelse.[268] Generalforsamlingen kan endvidere give bestyrelsen specifikke instrukser, men dette kan i praksis give anledning til visse udfordringer.

[265] Jf. Søren Friis Hansen og Jens Valdemar Krenchel, Dansk selskabsret 2 – Kapitalselskaber, 4. udg., 2014, s. 567.
[266] Jf. SL § 131.
[267] Jf. Jan Schans Christensen, Kapitalselskaber – Aktie- og anpartsselskabsret, 3. udg., 2009, s. 472 og s. 496.
[268] Jf. Jan Schans Christensen, Kapitalselskaber – Aktie- og anpartsselskabsret, 3. udg., 2009, s. 472.

Medlemmer af bestyrelsen i et aktieselskab er ligestillede med hensyn til ansvar og rettigheder, dog kan bestyrelsesformandens stemme i vedtægten gøres udslagsgivende i tilfælde af stemmelighed.

Bestyrelsens loyalitetspligt arbejder for at håndtere interessekonflikten mellem majoritetsaktionæren og minoritetsaktionæren samt mitigere fraværet af en loyalitetspligt aktionærerne imellem. Truslen om erstatningsansvar ved tilsidesættelse af minoritetsaktionærens legitime interesser arbejder endvidere for at minimere tilskyndelsen for en bestyrelse, der alene eller hovedsageligt er valgt af majoritetsaktionæren, til at tilgodese majoritetsaktionærens interesser på bekostning af minoritetsaktionærens legitime interesser.

1. Håndtering af interessekonflikter gennem selskabsledelse

Corporate governance – eller på dansk "selskabsledelse" – kan defineres som kontrol og styring af selskaber gennem alternative mekanismer som regulering, ejerskab, bestyrelse, ledelsesincitamenter, kapitalstruktur m.v.

Jura og regulering er behandlet i det foregående afsnit. I dette afsnit undersøges, hvordan interessekonflikter mellem foreningsejere og eksterne investorer kan håndtereres gennem andre corporate governance mekanismer.

Kapitalstruktur

Et alternativ til egenkapital er fremmedkapital, og de fleste større foreningsejede finansielle selskaber betjener sig af forskellige former for lånekapital, der kan være ledsaget af forskellige lånebetingelser (covenants) og tage form af forskellige finansielle instrumenter. Lånekapital indebærer ikke de samme interessekonflikter som delejerskab, hvilket kan være en grund til, at den form synes at være mere anvendt end børsnotering eller direkte egenkapitaltilførsel.

Casestudierne i kapitel 4 viser, at alle de studerede foreningsejede banker – OP Bank i Finland, Credit Agricole i Frankrig, Rabobank i Holland samt den østrigske Raiffeisen bank – i vid

udstrækning bruger kapitalmarkedet og herunder udsteder obligationer til optagelse af lånekapital.

Overordnet kan der identificeres flere muligheder for at sikre interesseudligning mellem medlemmer som ejere og eksterne investorer, og en up-front aftalt aflønning af ekstern kapital eller fast rente på gæld er en udbredt metode i de foreningsejede selskaber. Det gælder også kapital på egenkapitallignende vilkår som f.eks. hybrid kapital eller øvrige gældsinstrumenter, der ligeledes kan være noterede med kursfastsættelse af markedet. Med en fast rente aftales på forhånd aflønning af den eksterne kapital, hvorved der på forhånd er aftalt en interesseudligning.

I forbindelse med udstedelse af gældsinstrumenter i de foreningsejede selskaber til eksterne investorer ses det typisk, at der åbnes op for information til markedet på samme vis, som skete der en notering af aktiekapitalen (de residuale ejendomsrettigheder).

Men der er både regulatoriske, finansielle og strategiske grænser for, hvor meget foreningsejede finansielle selskaber kan og vil gældsætte sig. Alternativet bliver derfor derudover selvfinansiering og konsolidering via det løbende overskud samt tilførsel af egenkapital eller kapital på egenkapitallignende vilkår.

Flere af de store finansielle mutuals bruger instrumenter til at få tilført egenkapital. Der kan eksempelvis være tale om stemmeløse medlemscertifikater, der tilbydes foreningens medlemmer. Casestudierne viser, at den store hollandske Rabobank såvel som Europas største foreningsejede bank, Credit Agricole i Frankrig, udsteder medlemscertifikater, der kan erhverves af eksterne investorer.

Medlemscertifikater regnes som egenkapital og indgår i Tier1 opgørelsen af kapitalgrundlaget. Det er ikke vurderingen, at muligheden for eksterne investorers køb af disse medlemscertifikater har givet anledning til (særlige) interessekonflikter, men selve modellen er ikke uproblematisk i forhold flere foreningsejede principper, herunder tanken om at modvirke spekulation ved omsættelighed og kursfastsættelse på medlemscertifikater såvel

som ønsket om at kapitalen og evt. rentebetalinger inden for rammerne af det foreningsejede selskab og blandt medlemmerne.

I Rabobank er de såkaldte medlemscertifikater omsættelige med fri kursdannelse og kan erhverves af eksterne investorer, men de giver ikke stemmeret (ud over én stemme), og afkastet afhænger ikke af den residuale indtjening men af renten på en ti-årig obligation. Derfor flyttes fokus ikke væk fra medlemmernes transaktioner fra selskabet, og det flytter ikke selskabets fokus på aktiviteten og "relationship banking" med medlemmerne som kunder. Rabobank kan udstede medlemscertifikater med henblik på at optage ny ansvarlig kapital (de udgør ca. 17% af den samlede egenkapital i selskabet, 18% er hybrid kapital, og resten af egenkapitalgrundlaget er optjent overskud og reserver). Forretningen af sådanne medlemscertifikater fastlægges på pengemarkedet og prissættes dermed uden efterfølgende interessekonflikter i forhold til eventuelle eksterne investorer.

Casen om Credit Agricole viser både, at medlemscertifikater med eksterne ejere er muligt, og at brugen af modellen skal balanceres i forhold til at undgå udløsning af potentielle interessekonflikter. I Credit Agricole ejer de regionale enheder omkring 56 % af ejerskabet i den børsnoterede del, og det børsnoterede selskab ejede i en årrække 25 % af de regionale enheder. De (39) regionale enheder i Credit Agricole har selvstændigt muligheden for at hente ekstern kapital gennem udstedelse af instrumenter, der ikke giver indflydelse til eksterne investorer, men hvor forrentningen er en dividende, dvs. en adgang til den residuale indtjening. Dividenden vedtages af generalforsamlingen efter indstilling fra bestyrelsen, og med denne løsning vil dividenden eller forrentningen på certifikaterne være afhængig af indtjeningen i selskabet.

Det vil – alt andet lige – give grundlag for potentielle interessekonflikter, og godt nok giver certifikaterne ikke stemmeret, men de eksterne investorer vil altid kunne ytre holdninger og interesser (bl.a. gennem medierne) og formentlig derved også påvirke ledelsens beslutninger. Det afgørende er selvfølgelig, om strategi og selskabets politik såvel som kundernes / medlemmernes adfærd er påvirket af, at eksterne investorer har adgang til den residuale indtjening.

Senest har de regionale enheder købt ejerandelen på 25 % (tilbage), og i den forbindelse har eksterne investorer i de regionale enheder givet udtryk for, at tilbage-købet af aktieposten skete til en for høj kurs, som vil indvirke negativt på indtjeningsevnen (og dermed forrentningen af den investerede kapital) i selskabet med en lavere dividende til følge. Der var altså indikation for interessekonflikter, der blev håndterert gennem tilbagekøbet.

Casen viser således, at interessekonflikterne omfang afhænge af både governance mekanismer såvel - og måske mere væsentligt – som af eksterne markedsbetingelser. Det har naturligvis betydning om eksterne investorer besidder nogen formel indflydelse og stemmeret, men det er også væsentligt, om der eksisterer et markedsrelateret eller markedskonformt afkast, som eksterne investorer kan holde investeringen i et kooperativt selskab op mod.

Samtidig er adgangen til en residual indtjening og betingelserne herfor – og altså ikke en fast rente, der definerer de fremadrettede spilleregler og afkast – kendt af de eksterne investorer forud for investeringen. Det betyder, at interessekonflikterne må antages være mindre, når det foreningsejede selskab fastholder en stabil strategi og ikke ændrer i fundamentale forhold omkring drift og ejerforhold, som det f.eks. er tilfældet ved opkøb af aktieposten i det børsnoterede selskab. I den vurdering indgår, at eksterne investorer har fuld information – før investeringen foretages - om det foreningsejede selskabs politik og adfærd i forhold til medlemmer og kunder, herunder f.eks. et højere omkostningsniveau qua en betydelig lokal forankring og et omfattende filialnetværk.

Ejerskab

Delvis børsnotering af finansielle mutuals er forholdsvis sjælden. Der er mange eksempler på omdannelse (demutualization) fra foreningsejerskab til spredt investorejerskab – men det er tilsyneladende ualmindeligt, at foreningen vedbliver at være hovedaktionær i et børsnoteret selskab. En mulighed i forbindelse med den slags investeringer kan være en ejeraftale (se ovenfor), der sikrer minoritetsaktionærerne mod ensidig brug af majoritetsaktionærens (foreningens) dominerende indflydelse.

Forsikringsselskabet Gjensidige i Norge er et eksempel på et foreningsejet finansielt selskab, der er blevet børsnoteret, og hvor foreningen af medlemmerne/kunderne via foreningen Gjensidigestiftelsen stadig besidder majoritetsejerskabet i det børsnoterede selskab.

Det omtalte casestudie omfatter Gjensidige, og i det norske forsikringsselskab deles de residuale ejendomsrettigheder – både stemmerettigheder og retten til det residuale overskud – mellem medlemmer og eksterne investorer. Driftsselskabet Gjensidige er således børsnoteret, idet medlemmerne besidder ca. 62% af aktiekapitalen (de residuale rettigheder), mens eksterne investorer ejer resten. I forbindelse med generalforsamlingen i 2019 i Gjensidigestiftelsen indstiller bestyrelsen, at ejerandelen kan reduceres til 50%, og det er sandsynligt, at ejerandelen kan reduceres yderligere over årene, så foreningen af medlemmer bliver minoritetsejer. Det bliver dog noteret fra selskabets side, at selv en minoritetsejer med en mindre ejerandel (eksempelvis 25%) vil have betydelig indflydelse i selskabet.

Deling af de residuale rettigheder er den ultimative model, hvor medlemmer og eksterne investorer deler ejerskabet. Forening af interesser kan f.eks. ske ved en fælles målsætning, som det kommer til udtryk i forsikringsselskabet Gjensidige, hvor maksimering af egenkapitalforrentningen er selskabets målsætning. Denne målsætning har været drivende for selskabets aktiviteter gennem mange år også forud for børsnoteringen.

Maksimering af egenkapitalforrentningen kommer medlemmerne til gode ved, at overskuddet fordeles direkte til medlemmerne i overensstemmelse med den kunderelation og det forretningsomfang, som medlemmet/kunden har haft med selskabet. I tilfældet med Gjensidige er denne relation fuldstændig transparent og synlig, men det ændrer ikke ved, at deling af overskud og indflydelse med eksterne investorer udvander medlemmernes fordele. Denne udvanding skal naturligvis sættes i forhold til det forøgede forretningsomfang, som ekstern kapital muliggør og herunder, om den reducerede ejerandel modsvarer det forretningsomfang, som medlemmerne står for i selskabet.

Det skal samtidig ses i sammenhæng med, at markedet for forsikringsydelser i Norge er konkurrencepræget, og med en markedsandel på 25% i Gjensidige er selskabet underlagt markedsvilkår, og derfor vil kundernes andel i overskuddet være en ekstra gevinst ved at tegne

forsikringer i det selskab. Selskabet opererer på et marked med markedsvilkår med fuld konkurrence, og hvor der ikke er behov for at sikre udbuddet af bestemte aktiviteter og ydelser, der ellers ikke ville blive leveret, hvis selskabet ikke var til stede på markedet.

Det afgørende er, hvorvidt interessehomogeniteten kan opretholdes jo lavere ejerandelen bliver for foreningen af medlemmerne eller kunderne. Med en lavere ejerandel vil foreningen alt andet lige have større interesse i at påtvinge selskabet at stille lavere priser på selskabets ydelser og sikre en effektiv konkurrencesituation på markedet. Materialisering af interessekonflikter vil således afhænge af den fremtidige konkurrencesituation på forsikringsmarkedet i Norge.

Casen Gjensidige viser samtidig, at etablering af en forening af medlemmer til forsvar af medlemmernes kollektive interesser ikke bare kan antages at være uproblematisk. I forhold til potentielle interessekonflikter kan disse således også opstå mellem medlemmerne og den forening, der er etableret for at varetage medlemmernes interesser. Som udgangspunkt kan foreningen samle de spredte og ofte små ejere, der tilmed kan have meget forskellige interesser, og sikre muligheden for at udøve et mere aktivt ejerskab i forhold til antagelsen om de såkaldte "herreløse penge" i de foreningsejede selskaber og foreningsejede virksomheder. Samlingen af interesser i en forening udskilt fra forretningen og med eget sekretariat indebærer dog også en potentiel risiko for, at denne (nye) organisation opbygger egne interesser, der ikke nødvendigvis er sammenfaldende med medlemmernes.

Ejerskabet kan imidlertid også struktureres sådan, at de eksterne investorer ikke investerer direkte i foreningen eller dens kerneforretning, men i et joint venture med relation til foreningen, hvor foreningen også er medejer. Der kan eksempelvis være tale om overheadfunktioner, der kommer kerneforretningen til gode, og som afregnes til markedspris. Det er i denne forbindelse vigtigt at der foreligger en veldefineret markedspris, da der ellers kan blive tale om de føromtalte interessekonflikter – altså type A (foreningsdominans), hvis foreningen bruger sin dominerende stilling til at sætte en lav pris på de ydelser, kerneforretningen køber. Eller type B (investordominans).

Et andet eksempel på udskillelse er en geografisk udskillelse af visse aktiviteter, der udspaltes og gennemføres med et kommercielt formål i aktieselskabsregi – altså uden kundeindflydelsen. Modellen kendes blandt andet fra store andelsselskaber der etablerer sig i udlandet med datterselskaber i aktieselskabsform og i nogle tilfælde ligefrem med børsnoterede datterselskaber, hvor de to parter – foreningen og investorerne – har en fælles interesse i det højest mulige afkast på den udspaltede aktivitet. Gevinsten ved denne aktivitet deles mellem investorerne og foreningen, hvis medlemmer på denne måde bliver tilgodeset.

Deling af de residuale ejendomsrettigheder i børsnoterede selskaber, der fungerer som overbygning på de foreningsejede selskaber, ses f.eks. i den østrigske Raiffeisen bank såvel som i Credit Agricole i Frankrig. Casen omkring Credit Agricole er speciel interessant i forhold til produktion og udbud af overheadfunktioner, mens Raiffeisen's børsnoterede selskab primært er rettet mod aktiviteter uden for Østrig og altså uden relation til medlemmerne og dermed de foreningsejede funktioner i Østrig.

I både Credit Agricole og Raiffeisen besidder foreningen majoriteten af aktier i det børsnoterede selskab. Overordnet forfølger det børsnoterede selskab en traditionel profitmaksimering, der forener interesserne mellem de to ejergrupperinger. Samtidig er der begrænset grundlag for konflikt mellem det noterede selskab og de foreningsejede enheder, fordi de interne transaktioner er begrænsede eller sker på markedsvilkår, hvor der stilles markedspriser. I tilfældet med Raiffeisen er langt hovedparten i det børsnoterede selskab målrettet kunder og forretningsaktiviteter uden for Østrig, mens de regionale enheder i Credit Agricole opererer uafhængigt af den børsnoterede overbygning, der kun leverer udvalgte ydelser omkring f.eks. funding, hvor der typisk gælder markedsvilkår.

Til gengæld vil de foreningsejede enheder ikke kunne være immune over for forretningsudøvelsen og tilhørende problemstillinger i de noterede selskaber, hvor aktiemajoriteten ejes af et kooperativt selskab. I tilfældet både med Raiffeisen og Credit Agricole er det tydeligt, at de noterede selskaber opererer på samme vis som andre kommercielle banker, og de vil være eksponerede over for de samme udfordringer. Det kunne f.eks. være i forhold til problemer omkring kunders hvidvask, hvor Raiffeisen har været

betydeligt involveret i kunders hvidvask pga. bankens meget kraftige eksponering i områder (Østeuropa), hvor disse aktiviteter er udbredte.

Det er således vanskeligt at konkludere – til trods for at de foreningsejede, foreningsejede selskaber til tider synes at kommunikere særlige værdier og forretningsetik – at de foreningsejede finansielle selskaber skulle drive forretningen på grundlag af højere etiske og moralske standarder. Rabobank har ikke børsnoterede driftsenheder, men som casen viser, har banken været udsat for en markant tillidskrise omkring 2014/2015 (Libor-skandalen), og senest har de været involveret i betydelige hvidvask operationer ved aktiviteter uden for Holland.

Uanset omfanget af interne transaktioner mellem det noterede selskab og de foreningsejede enheder, så vil problemer i det noterede selskab afstedkomme negative spill-over effekter på det foreningsejede selskab. Det betyder også, at profitmaksimeringen i det noterede selskab – som forudsætning for involvering af eksterne investorer – potentielt kan skade de foreningsejede selskabsers omdømme. Denne risiko skal selvfølgelig ses i sammenhæng med, at de foreningsejede selskaber generelt opererer med en lavere risikoprofil i betjeningen af private husholdninger og små- og mellemstore virksomheder samtidig med, at de fremhæver en højere etisk og moralsk adfærd i forretningsførelsen. På den baggrund kan disse negative spill-over effekter ikke blot ignoreres.

I forhold til børsnotering af udskilte aktiviteter i foreningsejede selskab viser casen OP Bank i Finland, at det er muligt, og kan være hensigtsmæssigt, at rulle noteringen tilbage. OP Bank valgte i 2014 at af-notere den del af forretningen, som man allerede i 1989 lod børsnotere. Der kan formentlig identificeres flere årsager til, at selskabet valgte en af-notering, men det viser (ikke mindst), at det foreningsejede selskab ikke har haft behov for den børsnoterede enhed af selskabet til at genere tilstrækkelig kapital til finansiering af aktiviteterne.

Årsagerne til af-noteringen er bl.a. oplyst til at være et ønske om at forenkle selskabets struktur på baggrund af regulatoriske krav, og hvor man ved af-noteringen fik samlet koncernens aktiviteter i én koncernstruktur. Samtidig blev OP i perioden op til af-noteringen udsat for et betydeligt konkurrencepres fra en anden betydelig finansiel aktør, der ønskede at øge

markedsandelen betydeligt gennem prisreduktioner på produkterne. Med af-noteringen kunne selskabet tage aktivt del i konkurrencen og forsøge at opretholde aktivitetsomfanget og markedsandelen på bekostning af indtjeningen uden at skulle håndtere en potentiel interessekonflikt med eksterne investorer, der måske ville ønske at maksimere afkastet også på den korte bane. Afnoteringen var altså udtryk for håndtering af en interessekonflikt.

Det er også muligt at afgrænse samarbejdet med eksterne investorer tidsmæssigt gennem en tilbagekøbsaftale. Den mulige interessekonflikt er således tidsmæssigt begrænset, hvilket kan tænkes at gøre den nemmere for både foreningens medlemmer og for de eksterne at overskue og acceptere.

Bestyrelse

Det er velkendt, at interessekonflikter kan håndteres via bestyrelsesrepræsentation – eksempelvis at måde majoritets- og minoritetsaktionærer er repræsenteret i et selskabs bestyrelser, eller at der både er aktionær- og medarbejdervalgte bestyrelsesmedlemmer. Et naturligt modtræk er at lade minoritetsaktionærerne udpege bestyrelsesmedlemmer, der kan medvirke til, at investorinteressen ikke nedprioriteres, når der tages strategiske beslutninger. Alternativt kan udpegning af bestyrelsesmedlemmer ske i forståelse med mindretalsaktionærerne. Sikring af bestyrelsesrepræsentation – eventuelt via en ejeraftale (aktionæroverenskomst) – kan være en tillidsskabende foranstaltning, der fremmer investorerne villighed til at investere.

Bestyrelsesmedlemmer skal varetage selskabets interesse, men det er ikke indlysende, hvordan bestyrelsen skal balancere hensynet til kunder/medlemmer og økonomisk afkast. Et velfungerende bestyrelsesarbejde forudsætter dog en betydelig enighed om selskabets formål. Bestyrelsen er et ledelsesorgan, der skal fungere som team. Selskabet er ikke tjent med en bestyrelse, der er opdelt i lejre, som modarbejder hinanden. Derfor er det hensigtsmæssigt på forhånd at nå til en rimelig enighed om selskabets målsætninger og hvordan de forskellige hensyn skal afvejes.

Det er et fælles træk i de undersøgte cases, at eksterne bestyrelsesmedlemmer alene eller primært udgør bestyrelsen på det centrale eller øverste niveau, herunder i de børsnoterede selskaber, hvor det foreningsejede selskab sidder på aktiemajoriteten, men også i Rabobank, hvor bestyrelsen på centralt niveau udelukkende består af eksterne bestyrelsesmedlemmer, og hvor formanden for bestyrelsen tilmed sidder som formand i det øverste organ for medlemmerne (Member Council).

Dominansen af eksterne medlemmer i bestyrelsen vil typisk være begrundet med ønsket om at sikre de rette kompetencer og i øvrigt efterleve regulatoriske krav til sammensætningen af bestyrelsen. Samtidig er de eksterne medlemmer en mulighed for at sikre beskyttelse af eksterne investorer, der både erhverver ejerandele (i de børsnoterede enheder) eller gældsbeviser (obligationer, hybrid kapital, medlemscertifikater, etc.).

Det er med andre ord formentlig den pris, medlemmerne må betale for både at opnå adgang til ekstern kapital og sikre interesseudligning uden løbende materialisering af usikkerhed og tilhørende interessekonflikter.

I Rabobank består bestyrelsen på centralt niveau udelukkende af eksterne medlemmer, der er valgt af det såkaldte "member council", og hvor formanden for bestyrelsen (tilmed) er formand i dette "member council". Denne afkobling fra medlemmerne er både en mulighed for at sikre en optimal kompetencesammensætning med en antagelse om, at det kan påvirke selskabets effektive drift samtidig med, at det afstedkommer sikkerhed for eksterne långivere.

Det er ikke muligt at vurdere med baggrund i caseundersøgelsen, om en bestyrelse sammensat med alene eksterne medlemmer flytter fokus væk fra aktiviteten og transaktionen med det enkelte medlem, men det fremhæves, at "member council" har ret til at afsætte ledelsen (management board), såfremt den ikke udøver ledelsen i overensstemmelse med de retningslinjer, som "member council" udstikker. Det kan heller ikke vurderes, hvorvidt eksterne medlemmer i bestyrelsen svækker det enkelte medlems tillid til selskabet og de vilkår, som transaktionen gennemføres på, og hvorvidt det har betydning for medlemmets adfærd og brug af ydelser og produkter.

I de øvrige foreningsejede banker i case-materialet er bestyrelserne på lokalt og regionalt niveau sammensat af medlemmer, mens sammensætningen er blandet i de enheder, der er noteret, men hvor der (til gengæld) ikke er nogen direkte transaktion mellem det noterede selskab og et medlem, endsige nogen særlig transaktion mellem selskabet og det foreningsejede selskab, uden at det sker på transparente markedsvilkår. I forsikringsselskabet Gjensidige er majoriteten af bestyrelsesmedlemmer eksterne, idet Gjensidigestiftelsen har ret til tre medlemmer af bestyrelsen.

Ledelsesincitamenter og performancemål

Ledelsesincitamenter kan medvirke til at påvirke ledelsesadfærden, eksempelvis således at incitamenter til at øget selskabets afkast (aktieoptioner, bundne aktier eller bonus) afbalanceres af succesindikatorer (KPIs), der også tager hensyn til kundeinteresser målt på medlemstilfredshed, kundefastholdelse eller lignende.

Interessekonflikter kan håndteres ved, at selskabet lægger sig fast på bestemte performanceindikatorer, der styrer ressourceallokering og ledelsesaflønning i det fællesejede selskab. Hvis det fællesejede selskab eksempelvis lægger sig fast på, at kriteriet for alle væsentlige beslutninger tages med henblik på maksimering af det forventede afkast, hvilket casen med forsikringsselskabet Gjensidige i Norge er et eksempel på, så er der i denne forstand ingen forskel i forhold til investorejede selskaber og ingen interessekonflikter i forhold til eksterne investorer. Derimod undertrykkes foreningsinteressen, men der kan så kompenseres herfor ved udlodninger til medlemmerne finansieret af det opnåede overskud, som casen med Gjensidige også tydeligt viser muligheden for.

Omdømme

Et godt omdømme udgør et incitament til at indfri investorernes forventninger til afkast på den investerede kapital, fordi det omdømme ellers vil lide skade, hvilket vil gøre det vanskeligt eller umuligt at rejse ny kapital fra markedet. Det vil således være i selskabets langsigtede interesse at levere et tilfredsstillende afkast til investorerne. Der er i den danske andelssektor eksempler på virksomheder, der ikke har formået af indfri investorernes forventninger til samarbejdet, hvilket i en periode har gjort det vanskeligt for dem at tiltrække ny egenkapital.

På den anden side vil de eksterne investorer gå ind med kapital og tilhørende forventninger til afkastet ud fra fuld information om forretningsgrundlaget og medlemsforankringen i de forenings- eller medlemsejede finansielle selskaber. Det betyder med andre ord, at de eksterne aktører er bevidste om, at forretningsmodellen bygger på, at der kan (skal) tages særlige hensyn til medlemmerne og deres interesser, idet der ellers ikke er grundlag for aktiviteten og et tilhørende afkast. Problemet opstår således, hvis der sker strategiske skift eller særlig favorisering af medlemsinteresser, som der ikke blev taget højde for indgåelse af samarbejdet.

2. Konsekvenser af børsnotering

For at analysere konsekvenserne af ekstern kapitaltilførsel via børsnotering af foreningsejede finansielle selskaber, betragter vi i tabel 1 forskelle på børsnoterede og ikke-børsnoterede selskaber alt efter om de er foreningsejede eller har andet ejerskab. Tabel 2 foretager en tilsvarende sammenligning, men blot for kreditinstitutioner (bank og realkredit). Datamaterialet et beskrevet i kapitel 2.

Vi har anlagt en bred fortolkning af børsnotering blandt de foreningsejede selskaber, således at eksempelvis børsnotering af certifikater eller blandt koncernforbundne selskaber tælles med. Men samtidig tælles selskaberne kun som foreningsejede, hvis ejerforeningen efter børsnotering besidder aktiemajoriteten.

Ideelt set ville vi gerne undersøge om foreningsejede selskaber udvikler sig forskelligt efter børsnotering sammenlignet med selskaber der forbliver i foreningsejerskab. Da der er meget få observationer af sådanne skift, er det dog ikke praktisk muligt at foretage en sådan analyse, hvorfor vi i stedet må holde os til at sammenligne selskaber, der er børsnoterede med selskaber der ikke er børsnoterede. Vi sammenligner altså to grupper af forskellige selskaber, hvilket indebærer en risiko for at forskelle mellem dem skal henføres til andre forhold end børsnotering ("at sammenligne æbler og pærer"). Vi må derfor være forsigtige med at drage meget håndfaste konklusioner på denne baggrund. Alligevel ser vi en række interessante forskelle af relevans for diskussionen af interessekonflikter.

Det fremgår af tabel 1, at børsnoterede finansielle selskaber i gennemsnit har et lavere afkast end de ikke børsnoterede (med privat ejerskab). Det modsatte er tilfældet for foreningsejede selskaber. Her er rentabiliteten større i børsnoterede selskaber, særligt målt på egenkapitalafkastet. Selv om foreningsejede selskaber i udgangspunktet (blandt de ikke børsnoterede selskaber) har et lavere afkast end selskaber med andet ejerskab, er der således ikke signifikant forskel på de to gruppers afkast efter børsnotering.

Der kan være flere forklaringer på denne forskel. Det kan tænkes, at foreningsejede selskaber i højere grad prioriterer det finansielle afkast for at imødekomme deres eksterne investorer, når de er børsnoterede. Blandt selskaber med andet ejerskab er det omvendt muligt, at børsnoteringen ledsages af et reduceret indtjeningspres som følge af et svagere (mere spredt) ejerskab. Blandt selskaber med andet ejerskab er de børsnoterede markant (i gennemsnit mere end 4 gange) større end de ikke børsnoterede. Det samme gør sig ikke gældende for de foreningsejede selskaber, hvor der ikke er signifikante forskelle mellem børsnoterede og ikke-børsnoterede selskaber.

Fælles for foreningsejede og ikke-foreningsejede selskaber er, at der ikke er signifikant forskel på børsnoterede og ikke-børsnoterede med hensyn til vækstrate (vækst i aktiverne). Det lader altså ikke til, at børsnotering fører til højere vækstrater

Egenkapitalandelen og aktivernes likviditet er for begge ejerkategorier lavere blandt børsnotede selskaber. Det ser altså heller ikke ud som om børsnoterede selskaber i gennemsnit er bedre kapitaliserede eller har mere likvide aktiver - tværtimod.

Tabel 2 foretager tilsvarende analyser for kreditinstitutioner (bank og realkredit).
Børsnoterede foreningsejede selskaber synes gennemgående at have bedre nøgletal end ikke-børsnoterede. De har højere afkast, højere egenkapitalandel, større udlånsvækst og færre misligholdte lån. Dog er de foreningsejede selskabers afkast på de risikojusterede aktiver ikke signifikant højere hvis de er børsnoterede, og vækstraten er svagt signifikant lavere. Der er heller ikke blandt foreningsejede selskaber signifikante forskelle på omkostningsprocent, ikke-renteindtægter, aktivrisiko og aktivernes likviditet alt efter om de er børsnoterede eller ej.

Blandt selskaber med andet ejerskab forholder det sig gennemgående modsat. Børsnoterede selskaber med andet ejerskab har lavere afkast, lavere vækst, lavere egenkapitalandel, flere misligholdte lån, større aktivrisiko og mindre likvide aktiver.

Samlet set synes børsnoterede foreningsejede selskaber fra en aktionærsynsvinkel at klare sig noget bedre end ikke-børsnoterede, mens det modsatte er tilfældet for selskaber med andet ejerskab. Det ser altså ud som om børsnotering kan have gavnlige effekter for foreningsejede selskaber, og at interessekonflikterne i forbindelse hermed kan overkommes til gavn for selskabet. Det er dog fortsat usikkert, om det i udgangspunktet er de konkurrencedygtige foreningsejede selskaber der lader sig børsnotere, eller om de udvikler sig i positiv retning efter børsnoteringen. Vi har heller ikke kunnet måle om der også er tale om forøget værdiskabelse for selskabernes medlemmer (kunder). Endelig har vi ikke kunne behandle de langsigtede konsekvenser af børsnotering for selskabernes overlevelse, der viste sig at være et problem for de fuldt omdannede selskaber i Storbritannien.

Tabel 1: Foreningsejerskab og Børsnotering. Alle finansielle virksomheder

	Andet ejerskab			**Foreningsejede**		
	Ikke-børsnoteret	Børsnoteret	Forskel	Ikke-børsnoteret	Børsnoteret	Forskel
Aktivernes afkastningsgrad	4.65	1.42	-3.232***	0.83	0.92	0.0902
Egenkapitalens afkastningsgrad	14.4	9.06	-5.321***	4.97	8.71	3.742***
Totale aktiver	7,775	86,595	78.820***	28,674	30,612	1937.8
Vækst i aktiver	12.83	13.27	0.443	8.09	8.37	0.282
Soliditet	38.0	18.1	-19.91***	12.3	10.5	-1.820***
Aktivernes likviditet	17.2	15.9	-1.240***	6.99	5.37	-1.614***
Observationer	26,325	2,226		2,177	559	
Antal selskaber	3,015	163		180	41	
Tabel 2: Foreningsejerskab og Børsnotering for kreditinstitutter						
	Andet Ejerskab			**Foreningsejede**		
	Ikke-børsnoteret	Børsnoteret	Forskel	Ikke-børsnoteret	Børsnoteret	Forskel

Aktivernes afkastningsgrad	3.64	0.82	-2.826***	0.38	0.79	0.409***
Egenkapitalens afkastningsgrad	12.1	7.03	-5.024***	4.08	8.31	4.225***
Risikojusteret afkastningsgrad	1.79	0.80	-0.994**	1.12	1.25	0.127
Totale aktiver	22,057	82,999	60,942***	31,934	31,623	-311.6
Vækst i aktiver	16.825	8.56	-8.27***	13.85	10.24	-3.609*
Soliditet	27.8	12.3	-15.50***	9.42	9.93	0.512**
Risikojusteret kapital ratio	23.7	15.3	-8.428***	17.6	14.6	-2.978***
Udlån ift. Indlån	19,086	2,836	-16250	206	155	-50.72***
Vækst i udlån	12.6	8.30	-4.333	6.42	8.65	2.233***
Misligholdte lån	4.43	6.74	2.316***	4.12	2.42	-1.705***
Omkostningsprocent	0.83	0.76	-0.0749***	1.69	2.28	0.59
Ikke-renteindtægter	21.7	24.4	2.725***	21.1	21.3	0.183
Aktiv risiko	0.47	0.53	0.0594***	2.81	2.24	-0.568
Aktivernes likviditet	20.4	13.2	-7.185***	1.77	1.93	0.156
Observationer	3,502	1,336		1,772	503	
Antal selskaber	386	96		144	37	

*Den overstående tabel angiver gennemsnitlige mål for rentabilitet og risici for børsnoterede selskaber og ikke-børsnoterede selskaber inden for hhv. foreningsejede, finansielle selskaber og finansielle selskaber med andet ejerskab. Beregningerne er foretaget på finansielle selskaber med tilgængelige data på totale aktiver. Inden for foreningsejede selskaber og selskaber med andet ejerskab er der også angivet forskellen i gennemsnit mellem de børsnoterede- og ikke børsnoterede selskaber. Forskellen er testet for signifikans ved en t-test med ulige gruppevarianser, hvor *, ** og *** angiver signifikans ved hhv. 10, 5 og 1 % signifikansniveau.*

	Andet ejerskab			Foreningsejede		
	Ikke-børsnoteret	Børsnoteret	Forskel	Ikke-børsnoteret	Børsnoteret	Forskel
Aktivernes afkastningsgrad	4.65	1.42	-3.232***	0.83	0.92	0.0902
Egenkapitalens afkastningsgrad	14.4	9.06	-5.321***	4.97	8.71	3.742***
Totale aktiver	7,775	86,595	78.820***	28,674	30,612	1937.8
Vækst i aktiver	12.83	13.27	0.443	8.09	8.37	0.282
Soliditet	38.0	18.1	-19.91***	12.3	10.5	-1.820***
Aktivernes likviditet	17.2	15.9	-1.240***	6.99	5.37	-1.614***
Observationer	26,325	2,226		2,177	559	
Antal selskaber	3,015	163		180	41	

Tabel 2: Foreningsejerskab og Børsnotering for kreditinstitutter

	Andet Ejerskab			Foreningsejede		
	Ikke-børsnoteret	Børsnoteret	Forskel	Ikke-børsnoteret	Børsnoteret	Forskel
Aktivernes afkastningsgrad	3.64	0.82	-2.826***	0.38	0.79	0.409***
Egenkapitalens afkastningsgrad	12.1	7.03	-5.024***	4.08	8.31	4.225***
Risikojusteret afkastningsgrad	1.79	0.80	-0.994**	1.12	1.25	0.127
Totale aktiver	22,057	82,999	60,942***	31,934	31,623	-311.6
Vækst i aktiver	16.825	8.56	-8.27***	13.85	10.24	-3.609*
Soliditet	27.8	12.3	-15.50***	9.42	9.93	0.512**
Risikojusteret kapital ratio	23.7	15.3	-8.428***	17.6	14.6	-2.978***
Udlån ift. Indlån	19,086	2,836	-16250	206	155	-50.72***
Vækst i udlån	12.6	8.30	-4.333	6.42	8.65	2.233***
Misligholdte lån	4.43	6.74	2.316***	4.12	2.42	-1.705***
Omkostningsprocent	0.83	0.76	-0.0749***	1.69	2.28	0.59
Ikke-renteindtægter	21.7	24.4	2.725***	21.1	21.3	0.183
Aktiv risiko	0.47	0.53	0.0594***	2.81	2.24	-0.568
Aktivernes likviditet	20.4	13.2	-7.185***	1.77	1.93	0.156
Observationer	3,502	1,336		1,772	503	

Antal selskaber	386	96		144	37	

*Den overstående tabel angiver gennemsnitlige mål for rentabilitet og risici for børsnoterede selskaber og ikke-børsnoterede selskaber inden for hhv. foreningsejede, finansielle selskaber og finansielle selskaber med andet ejerskab. Beregningerne er foretaget på finansielle selskaber med tilgængelige data på totale aktiver. Inden for foreningsejede selskaber og selskaber med andet ejerskab er der også angivet forskellen i gennemsnit mellem de børsnoterede- og ikke børsnoterede selskaber. Forskellen er testet for signifikans ved en t-test med ulige gruppevarianser, hvor *, ** og *** angiver signifikans ved hhv. 10, 5 og 1 % signifikansniveau.*

3. Konklusion

Der er potentielle interessekonflikter mellem eksterne investorer og medlemmer i foreningsejede finansielle selskaber. Kort sagt har eksterne investorer interesse primært i afkast på den investerede kapital, mens medlemmerne i foreningsejede selskaber primært har interesse i billige ydelser af høj kvalitet.

Fokus i dette kapitel har været på mulighederne for håndtering af disse potentielle interessekonflikter inden for rammerne af det foreningsejede selskab ved brug af en række forskellige mekanismer, herunder regulering, ejeraftaler, lovgivning og selskabsledelse.

Afsættet for denne analyse har været de historiske erfaringer med fuld omdannelse af det foreningsejede finansielle selskab til et kommercielt, børsnoteret selskab.
Forskningen viser samtidig, at effektivitet og rentabilitet er stigende i de omdannede selskaber, Vores egne statistiske undersøgelser tyder også på, at der kan være positive effekter af børsnotering af foreningsejede selskaber, eksempelvis på selskabernes rentabilitet. De videnskabelige studier viser, at inddragelse af eksterne ejere gør det vanskeligt at sikre videreførelse af foreningens formål. Fuld omdannelse har i mange tilfælde ført til større risikotagning og efterfølgende økonomisk kollaps. En forsigtig, stabil vækst med en stærk medlems- og kundeforankring og -orientering har givetvis været en væsentlig årsag til foreningsejede selskabers store levedygtighed, der altså udfordres ved omdannelse.

Studierne af omdannelse fortæller som sådan ikke noget om hverken omfang eller muligheden for at håndtere interessekonflikter mellem medlemmer og eksterne investorer, men det er slående, at der både i Europa og USA er så relativt få foreningsejede selskaber med delt ejerskab. Det kan skyldes, at konstruktionen er vanskelig på grund af interessekonflikter mellem ejerne. Den latente konflikt vil antagelig være mindre synlig i gode tider, hvor parternes

respektive forventninger kan indfries uden de store problemer. Men i en kriseperiode kan der for eksempel være forskellige holdninger til i hvilket omfang økonomiske tab og pressede marginaler skal dækkes ind med prisforhøjelser.

Der er naturligvis også områder, hvor de to parter kan have fælles interesser og mulighed for samarbejde. Det er interessant, at de danske kreditforeninger historisk har håndteret en principielt lige så stor interessemodsætning mellem låntagere og obligationsejere, men det viser også, at tilstedeværelse af en markedsmekanisme er et væsentligt middel til at forene interesser. I tilfældet med låntagere og obligationsejere vil markedet fastsætte prisen på penge eller lånet, og dermed opnås interesseudligning mellem to parter med umiddelbart modsatrettede interesser

Samtidig viser konklusionerne fra casestudierne og gennemgangen i dette kapitel, at der findes en række mekanismer, der kan bidrage til at håndtere interessekonflikter på en hensigtsmæssig måde. Blandt de væsentligste i denne gennemgang må fremhæves:

- Ejeraftaler (aktionæroverenskomster),
- Vedtægtsbestemmelser (i såvel aktieselskab som foreningen som majoritetsaktionær),
- Medlemsbonus og overskudsdeling,
- Bestyrelsesrepræsentation,
- Udskillelse af aktiviteter i joint ventures,
- Incitamenter og
- Performancemål.

I den juridiske undersøgelse ovenfor er fremhævet en række forskellige instrumenter, der hver for sig eller i kombination kan tages i brug for at håndtere de interessekonflikter, der måtte være mellem en majoritetsaktionær og en mindretalsaktionær, baseret på deres respektive interesser, behov, m.v.

Ejeraftalen giver en udstrakt frihed til, at aftale hvad parterne ønsker og på baggrund af forhandlinger kan nå til enighed om, men aftalen binder hverken aktieselskabet eller

tredjemand. Vedtægten giver omvendt de vedtagne bestemmelser selskabsretlig gyldighed og beskyttelse overfor tredjemand, men vedtægten er begrænset til indhold, der har vedtægtsmæssig relevans, og bestemmelserne må ikke stride mod ufravigelige bestemmelser i selskabsloven. Vedtægten er imidlertid i modsætning til en ejeraftale offentlig tilgængelig.

Majoritetsaktionæren og minoritetsaktionærerne står overfor et fundamentalt valg mellem regulering i selskabets vedtægt og/eller gennem en ejeraftale. Begge har sine fordele og ulemper. Ejeraftalen vil imidlertid ofte på grund af, at aftalen ikke er offentligt tilgængeligt samt at aftalekonstruktionen er mere fleksibel, foretrækkes. Det er også muligt at kombinere en ejeraftale og vedtægt, således at ejeraftalen suppleres af udvalgte (anonymiserede) bestemmelser i aktieselskabets vedtægt, f.eks. vedrørende særlige majoritetskrav til visse bestyrelsesbeslutninger, omsættelighedsbegrænsninger, bestyrelsens sammensætning m.v.

En anden forskel mellem vedtægt og ejeraftale er, at en vedtægt af en domstol eller voldgift vil blive fortolket efter objektive/objektiviserede principper, hvorimod en ejeraftale vil blive fortolket efter subjektive principper, dvs. aftaleparternes intentioner og vilje. Dog skal det bemærkes, at grænsen mellem subjektiv og objektiv fortolkning ikke er helt skarp, hvorfor der konkret også kan ske en mere subjektiv fortolkning, f.eks. på baggrund af praksis i aktieselskabet m.v.

En ejeraftale kan risikere at blive ramt af ugyldighed, bristede forudsætninger, ophævelse som følge af misligholdelse m.v. Et selskabs vedtægter vil omvendt bestå, indtil disse ændres af aktieselskabets generalforsamling. Det forhold at noget er indføjet i selskabets vedtægt er imidlertid ikke ensbetydende med, at det dermed altid er gyldigt. Lider det af generalforsamlingen vedtagne af formelle og/eller materielle mangler så er det vedtagne ugyldigt.

Traditionelt har selskabsretten haft det udgangspunkt, at de selskabsretlige mål var begrænset til varetagelse af primært aktionærernes interesser (da selskabet var aktionærernes ejendom) samt beskyttelse af selskabets kreditorer ("Shareholder value" tankegangen).

Den samfundsmæssige udvikling har dog på flere punkter fjernet sig fra udelukkende at se selskabet som aktionærernes ejendom med alle de deraf følgende konsekvenser. Selskabet tilhører naturligvis aktionærerne, men der er også andre, hvis interesser bør tages i betragtning ("Stakeholder value" tankegangen).

Baggrunden herfor er på den ene side, at aktionærernes tilknytning til selskabet, deres indsigt i selskabets forhold og deres mulighed for reelt at drive selskabet undertiden er ringe. Aktionærerne kan i sådanne tilfælde i vidt omfang betragtes som passive investorer. På den anden side er der, i den generelle samfundspolitiske opfattelse vedrørende erhvervslivets forhold, bred forståelse for, at de personer, der som medarbejdere virker for selskabet og har deres eksistensgrundlag deri, også bør sikres indsigt og indflydelse i selskabets forhold.

Aktionærernes dispositionsfrihed kan således indskrænkes af hensyn til eksterne interesser (ansatte, leverandører, kunder, kreditorer, omdømme, m.v.). En hensyntagen til netop kunder, udover hvad der følger af hvad der må formodes at være aktionærernes fælles ønske om tilfredse og loyale kunder, kan indeholde risici, hvor majoritetsaktionæren er kundeejet, idet dette vil kunne ske på bekostning af minoritetsaktionærens investorinteresse.

Som det fremgår heraf kan der i et aktieselskab således være yderligere (modstående) interesser i spil.

Endelig anses aktieselskabet for at have en egeninteresse, hvis nærmere indhold imidlertid er usikkert, idet dette kun i begrænset omfang har været undergivet teoretisk analyse og retspraksis. Således som selskabets egeninteresse i den eksisterende juridiske teori udlægges, nemlig som udgørende aktionærernes kollektive interesse, tjener denne til at mitigere interessemodsætningen mellem foreningsdominansen hos majoritetsaktionæren og investordominansen hos minoritetsaktionæren.

KAPITEL 6: FORENINGSEJE SOM LANGSIGTET EJERSKAB

Steen Thomsen

1. Kort- og langsigtet Selskabsledelse

I de senere år er der skabt mere opmærksomhed om ejerskabets betydning for god selskabsledelse. Danmark har efter britisk forbillede fået et stewardship kodeks, der indeholder anbefalinger om ejerskabspolitik for institutionelle investorer[269]. Den danske stat og andre offentlige institutioner har formuleret en ejerskabspolitik. Ejerskab spiller også en betydelig rolle i anbefalingerne for god fondsledelse og i debatten om familieejerskab. Debatten har dog indtil videre ikke italesat foreningsejerskabets særlige betydning for langsigtet ejerskab, der søges belyst i det følgende.

En grundlæggende tanke i moderne selskabsledelse er, at de store aktionærer spiller en væsentlig rolle for selskabernes udvikling. De bestemmer gennem valget af bestyrelsesmedlemmer direkte og indirekte kvaliteten af selskabernes strategi og ledelse. De har det afgørende ord i store spørgsmål som fusioner og virksomhedsovertagelser, selskabets formål m.v. De overvåger selskabets økonomiske udvikling og har både incitamentet og mulighed for at gribe ind, hvis selskabet ikke anses for at være på rette kurs. Interessen retter sig i princippet mod alle aktionærer, men naturligvis i særlig grad mod hovedaktionærer, der har bestemmende indflydelse på selskaberne[270]. Foreninger er ofte hovedaktionærer og bidrager derfor som andre hovedaktionærer til at udfylde det ledelsesmæssige tomrum, der kan opstå i selskaber med spredt ejerskab, hvor der ikke er nogen veldefineret ansvarlig ejer.

Det hører med i billedet at der er forskel på ejere. Erhvervsfonde, kapitalfonde, familier, offentlige ejere, finansielle investorer, foreninger og andre ejertyper har hver især forskellige kendetegn, der påvirker deres udøvelse af ejerskabet. Der er for eksempel forskel på, hvor meget de vægter hensynet til afkast i forhold til andre faktorer såsom selskabernes risikoprofil, overlevelse, samfundsbidrag, etiske principper med videre.

---

[269] https://corporategovernance.dk/sites/default/files/media/anbefalinger_for_aktivt_ejerskab.pdf

[270] I selskaber med spredt ejerskab uden hovedaktionær tales alternativt om ankerinvestorer, der kan spille en særlig rolle også på de øvrige mindretalsaktionærers vegne.

Foreningsejede selskaber vil i overensstemmelse med foreningens formål typisk have et bredere formål end maksimering af afkastet på den investerede kapital. De vil ikke mindst vægte hensynet til medlemmerne, der i finansielle selskaber typisk normalt er selskabets kunder. De vil typisk også have en forpligtelse til at videreføre aktiviteten til gavn for fremtidige kunder og medlemmer. De er altså født med en bredere målsætning end investorejede selskaber. Der er også forskel på ejernes tidshorisont. Nogle hovedaktionærer – som erhvervsfonde – har en meget lang tidshorisont og ønsker at eje selskabet så længe som muligt. Typisk anses familieejede virksomheder også som langsigtede udfra den antagelse, at de nuværende ejere tænker på at overlade deres virksomheder til fremtidige generationer. Andre ejere har som hedgefonde og kapitalfonde en begrænset tidshorisont for deres ejerskab (typisk omkring 5 år i kapitalfonde og væsentligt mindre i hedgefonde).

Ejerskabets tidshorisont har væsentlig betydning for selskabets ledelse, idet kortsigtede ejere eksempelvis kan have et ønske om at maksimere selskabets indtjening og værdi på kort sigt, mens langsigtede ejere kan anlægge en længere tidshorisont, der tager flere faktorer med i betragtning. Foreningsejede selskaber vil i kraft af deres formål og struktur typisk falde i den langsigtede kategori.

Foreningsejede selskaber synes altså i kraft af deres konstruktion at være udrustet med det, ansvarlige langsigtede ejerskab, der efterlyses i debatten om god selskabsledelse. Men foreningsejerskab er ikke tidligere blevet italesat som sådan. I dette paper diskuterer vi derfor foreningsejerskab som en ansvarlig og langsigtet ejerform samt hvilke krav, dette stiller til foreningens og selskabets ledelse.

Vores hypotese er, at ansvarligt ejerskab kan være en væsentlig konkurrencefordel for foreningsejede selskaber. Cees T'Hart (daværende direktør i andelsejede Friesland Campina) udtrykker det således:" *Working for a cooperative has confirmed to me the vital importance of long-term planning and protecting stakeholder interests. The more stable ownership of cooperatives does help to relieve short-term pressures and allows more of this long-term focus"*.[271]

[271] https://www.mckinsey.com/~/media/mckinsey/dotcom/client_service/Strategy/McKinsey%20on%20Cooperatives/PDFs/McK_on_Cooperatives-The_future_of_cooperatives.ashx

2. Værdien af langsigtethed

I udgangspunktet kan man ikke sige, at langsigtethed i betydningen virksomhedsledelse med en lang tidshorisont er bedre end en kortere tidshorisont. Det afhænger af omstændighederne, og det giver ikke nødvendigvis mening at lægge langsigtede planer, hvis omverdenen forandrer sig hurtigt og uforudsigeligt. En virksomhed kan både være for kortsigtet og for langsigtet i forhold til værdiskabelse for aktionærerne og det øvrige samfund. Langsigtethed i betydningen sendrægtighed kan være en byrde for virksomhedernes konkurrenceevne lige såvel som kortsigtethed.

Overinvestering eller langsommelighed er dog reelt ikke er udtryk for langsigtethed, idet de begge vil reducere en virksomheds overlevelsesmuligheder. Det er ikke noget langsigtet ved at sætte penge til på dårlige investeringer eller lade en dårlig direktør sidde for længe. Langsigtet ejerskab udelukker ikke, at der kan handles hurtigt. Værdien af langsigtet ejerskab består således i muligheden for at se aktuelle udfordringer i et længere perspektiv og handle derefter. Michael Quicke fra det foreningsejede CCLA Investment Management udtrykker det således: *The real benefit of being owned by our clients is stability of ownership and purpose, which allows us to make investments that may be slow to pay off initially, but will reward us and our clients handsomely over the long term".*[272]

Et selskabs langsigtede overlevelse er betinget af dets evne til at skabe værdi ikke bare for aktionærerne, men også for det øvrige samfund. Det vil eksempelvis sige at skabe værdi for kunderne ved at levere kvalitetsprodukter til en konkurrencedygtig (passende lav) pris, at skabe værdi for medarbejderne ved at være en attraktiv arbejdsplads, være en god samarbejdspartner for leverandørerne, en god samfundsborger i forhold til myndighederne m.v. Ægte langsigtethed indebærer altså ifølge denne forståelse langsigtet værdiskabelse til gavn både for aktionærerne og det øvrige samfund. Det er i denne forstand, vi bruger begrebet i dette kapitel.

[272] https://www.respublica.org.uk/wp-content/uploads/2013/03/qrz_Making-It-Mutual_The-ownership-revolution-that-Britain-needs.pdf

Foreningsejede Rabobank udtrykker det således: *"Rabobank aims to be a courageous bank that meaningfully impacts well-being and prosperity in the Netherlands and helps feed the world sustainably. Yes, we have big ambitions - but we aren't alone. We tackle issues together with our clients and our partners. Step by step. That's how we make changes with impact."* [273]

I den internationale corporate governance debat er der i den senere tid udtrykt stigende bekymring for kortsigtethed ("short-termism") (Phelps, 2010; Bair, 2011; Roe, 2013; Mayer, 2013; McKinsey, 2015, Fink, 2016), hvilket blandt andet har givet sig udslag i EUs aktionærdirektiv (European Council, 2016) [274]. Forskere, politikere, virksomhedsledere og konsulenter kritiserer, at virksomhederne i stigende grad fokuserer på den kortsigtede indtjening (McKinsey, 2015) på bekostning af langsigtet forretningsudvikling (Sampson and Shi, 2016) og bæredygtighed (Stiglitz, 2016).

Kritikken går blandt andet på at kortsigtet ledelsesadfærd forårsages af kortsigtet ledelsesaflønning (Bolton, Scheinkman, and Xiong, 2006; Bhagat and Bolton, 2014; Ladika and Sautner, 2014), kvartalsapporter (Kim, Su, and Zhu, 2016), kortsigtede analytikere (Desjardine, 2015), risiko for fjendtlige overtagelser (Asker et al., 2011, 2015; Wang, Zhao, and He, 2015), hyppig ledelsesudskiftning (Kaplan and Minton, 2012) og spekulative fluktuationer på aktiemarkederne (Cremers, Pareek, and Sautner, 2013).

Bonus baseret på indtjeningen i indeværende år kan eksempelvis give selskabsledelsen incitamenter til at forøge indtjeningen på kort sigt uden at tage hensyn til risiko og andre omkostninger, der først viser sig på længere sigt. Kvartalsrapporter kan skabe et irrationelt ønske om vedvarende forøgelse af kvartalsresultatet for ikke at skuffe investorerne. Analytikernes anbefalinger afspejler måske en kortsigtet tidshorisont (ekempelvis aktiekursen næste år) og undervurderer måske på den måde investeringer i fremtiden. En lav aktiekurs kan gøre virksomheden til et let bytte for overtagelser, hvilket yderligere kan fremme kvartalstyranniet og reducere værdiskabende investeringer i fremtiden. Hvis topledelsen må regne med at blive skiftet hurtigt, reduceres incitamentet til langsigtet forretningsudvikling yderligere, fordi resultaterne ofte først vil vise sig under en ny ledelse. Tilsvarende kan

[273] https://www.rabobank.com/nl/images/social-impact-infographic-2018-worldwide.pdf
[274] Dette afsnit trækker på Thomsen, Børsting, Poulsen og Kühn (2018).

tilfældige fluktuationer på aktiemarkederne påvirke virksomhedernes dispositioner på tilfældig og irrationel måde.

Kortsigtetheden synes at være vokset i de senere år og menes eksempelvis at have været medvirkende til finanskrisen og mangelfuld håndtering af udfordringerne med hensyn til miljø og klima, ulighed m.v. (Barton 2017). Det er usikkert, hvad der har forårsaget denne tendens, der synes ikke bare at gælde selskabsledelse og økonomi, men også politik (Boston 2017a, 2017b) og forbrugsmønstre. Blandt de mulige forklaringer er voksende teknologisk ændringshastighed og hurtigere spredning af information. Voksende økonomisk kortsigtethed forekommer paradoksal i lyset af et historisk lavt renteniveau, der principielt signalerer, at fremtidige økonomiske forhold tillægges større betydning (tilbagediskonteres mindre) end tidligere.

Inden for selskabsledelse synes kortsigtheden at være forbundet med mere ustabile ejerforhold. Fremvæksten af institutionelle investorer har været ledsaget af voksende omsætningshastighed og stigende volatilitet på aktiemarkederne (Windolf 2016). Tendensen er blevet yderligere styrket af nye finansielle aktører som hedgefonde og højfrekvenshandlere (high frequency traders). Hvor aktionærer tidligere holdt deres aktier i en årrække, måles den gennemsnitlige investeringsperiode nu i måneder eller dage.

Volatilitet i ejerskabet synes at have ført til større volatilitet i aktiekurserne med tilhørende risiko for at påvirke virksomhedernes dispositioner på tilfældig måde. Ustabilitet i aktionærkredsen synes også at have en afsmittende effekt på andre dele af ledelsessystemet, herunder større ledelsesudskiftning i bestyrelse og direktion, kortere tidshorisont for investeringsbeslutninger (højere effektive diskonteringsfaktorer), stigende aktietilbagekøb og dividendebetalinger, fokus på kvartalsresultater, kortsigtet incitamentaflønning og finansiel gearing.

Langsigtet ejerskab ses i den sammenhæng som et løsningsbidrag, blandt andet fordi langsigtede aktionærer ikke vil have nogen interesse i en kunstig oppustning af det kortsigtede resultat på bekostning af den fremtidige indtjeningsevne. Det er i den forbindelse interessant,

at de fleste af de succesfulde amerikanske teknologivirksomheder som Google, Facebook og Amazon er karakteriseret af stabilt koncentreret ejerskab frem for en spredt aktionærkreds. De principielle kendetegn ved langsigtet ejerskab kan herefter opsummeres som følger.

Stabilitet i ejerskabet: Langsigtede ejere sælger i sagens natur sjældent deres aktier, selv om der kan forekomme situationer, hvor de mener, at dette tjener selskabets interesser bedst. Ønsket om stabilitet og kontrol indebærer, at de ikke deltager lige så hyppigt i fusioner og virksomhedsovertagelser, men foretrækker organisk vækst. Der er mange eksempler på delt ejerskab via børsnotering eller private medejerskab, men det langsigtede ejerskab forudsætter, at majoritetsejerskabet bliver hos den langsigtede ejer.

Effektiv kontrol: Koncentreret ejerskab indebærer bedre mulighed for kontrol med selskabets bestyrelse og direktion, herunder minimering af de såkaldte agentproblemer, der består i, at direktion eller bestyrelse agerer selvisk på selskabets bekostning. Ejerskabet tilfører dermed checks and balances til selskabets ledelse, hvilket kan medvirke til at forhindre og korrigere fejlagtige beslutninger.

Kontinuitet i ledelsen: Bestyrelse og direktion i et selskab med langsigtet ejerskab sidder der på ejerens mandat og nyder derfor en tillid, som indebærer, at de ikke så tit udskiftes som følge af tilfældigheder eller uheld. Relationerne er typisk karakteriset ved at ledelsen får arbejdsro, men kommunikerer regelmæssigt med et synligt ejerskab. Ejerne vil ofte vælge at lade sig repræsentere i selskabets bestyrelse, hvilket yderligere bidrager til kontinuiteten.

Kernekompetencer: Det stabile ejerskab giver derfor udstrakt mulighed for, at selskabet kan vedligeholde og udvikle sine kernekompetencer til gavn for selskabets konkurrenceevne. Der kan investeres mere langsigtet i forretningsudvikling, kompetenceudvikling, kunderelationer, omdømme m.v. Ejerne har tid til at lære virksomheden at kende og god adgang til information fra selskabet. Dette til forskel fra porteføjleinvestorer, der ejer mange forskellige aktier og løbende lægger om.

Begrænset risiko: Langsigtede ejere er i princippet mindre risikovillige end finansielle investorer, fordi de ikke har spredt deres risiko, men koncentrerer sig om en enkelt selskab,

som de har særlige relationer til, også ud over det rent finansielle. Selskabet er blevet et mål i sig selv og ikke bare et middel til at tjene penge. Derfor har de langsigtede ejere en tilbøjelighed til at fokusere på stabilitet og kontinuitet frem for større satsninger og eksperimenter. De vokser typisk langsommere, men mere stabilt. Dette kan ses som en begrænsning på selskabets risikovilje, men er fuldt forenelig men en selvfinansieret innovationstakt, der prioriterer selskabets fortsatte overlevelse.

Konsolidering og selvfinansiering: Selv om der er mange eksempler på, at selskaber med langsigtet ejerskab er rentable og udbetaler udbytte, er de normalt karakteriseret ved en vilje til at reinvestere og konsolidere sig. Ejerne er tålmodige og ikke bange for at lade pengene blive i virksomheden. Gældsfinansiering begrænses af hensyn til selskabets handlefrihed.

Værdiskabelse over en årrække: Det langsigtede ejerskab indebærer, at det enkelte års resultat er mindre betydningsfuldt end værdiskabelsen over en årrække. Man vil derfor forvente at se mindre brug af kortsigtede incitamenter og performancemål. Den længere tidshorisont kan også vise sig i lavere kapitalomkostninger (hurdle rates) eller længere tilbagebetalingsperioder for nye investeringer.

Værdier og ansvarlighed: Den langsigtede ejer kan sætte sit præg på selskabet og dermed sikre, at det ledes i overensstemmelse med ejerens værdier. Den langsigtede ejer har et særligt incitament til at sikre, at selskabet handler ansvarligt, fordi uansvarlighed indebærer en risiko for selskabets omdømme, finansielle værdiskabelse og fortsatte overlevelse. Ejerens eget omdømme står også i et vist omfang på spil.

Det står naturligvis klart, at ikke alle selskaber med langsigtet ejerskab nødvendigvis følger dette mønster. Der er således flere eksempler på, at familiestridigheder eller utålmodighed kan føre til kortsigtet og uansvarlig adfærd i familieejede selskaber. Hvorvidt et konkret selskab faktisk agerer langsigtet vil også være et spørgsmål om hvordan bestyrelse og direktion agerer i en konkret situation. Ejerskabet former ledelsernes muligheder, men bestemmer ikke, hvordan mulighederne udnyttes. Den ovenstående karakteristik er altså en typologi og ikke en facitliste.

Selv om der er flere tiltalende træk ved langsigtet ejerskab, kan man heller ikke sige, at der er den bedste ejerform, eller at langsigtet ejerskab altid er den bedste løsning for et selskab. Det kan være hensigtsmæssigt at sprede ejerskabet for at tilvejebringe tilstrækkelig finansiering, hvis majoritetsaktionæren ikke evner eller ønsker at fortsætte ejerskabet eller hvis en anden ejer anses for at være bedre til at udvikle selskabet. Der findes altså forskellige ejerformer med forskellige egenskaber, som hver især kan være gavnlige for et konkret selskab afhængigt af selskabets karakter og de udfordringer, det står over for.

3. Foreningsejerskab som langsigtet ejerform

På baggrund af ovenstående kan foreningseje identificeres som en langsigtet ejerform på linje med familie- og fondsejerskab.
Foreninger søger normalt at bevare majoritetsejerskab og ejer ofte deres selskaber 100 %. De er i lighed med erhvervsfonde karakteriseret ved et veldefineret aktivitetsformål, der ikke bare består i at tjene penge.

I lighed med erhvervsfonde er det typisk umuligt eller vanskeligt at opløse foreningen og udbetale formuen til medlemmerne, idet foreningen ifølge sit formål har en forpligtelse også i forhold til fremtidige medlemmer.[275] Herved adskiller ejerforeninger sig fra andelsselskaber, der er mere direkte knyttet til de eksisterende medlemmers interesse. Ideen er at aktiviteten – adgang til kredit, forsikring eller andre tjenester til kostpris – er til gavn for samfundet og derfor udgør et selvstændigt formål.

Selv om det forekommer, at foreningsejede selskaber lader sig omdanne og sælger deres aktier, hører det absolut til sjældenhederne og vil i øvrigt typisk ligesom i erhvervsfondene være motiveret af hensynet til en videreførelse af selskabets og aktiviteter.

I modsætning til erhvervsfonde har foreninger dog medlemmer, der vælger foreningens bestyrelse og blandt andet derigennem kan øve indflydelse på de foreningsejede selskaber. På

[275] Jf. Juridisk analyse af bindinger og muligheder i foreningsejerskab s. 41 hvor det anføres, at et tilfældigt tidspunkts tilfældige majoritet ikke i en forening skal kunne sætte sig fuldstændigt ud over det, der var det oprindelige forenings-formål. Retspraksis har således i en række sager statueret et krav om enstemmighed for beslutninger og ændringer af en vedtægt, der er særligt betydningsfulde eller indgribende.

denne måde minder foreningsejerskab om et aktieselskab med meget spredt ejerskab, idet der dog normalt stemmes efter medlemskab (et medlem – en stemme) snarere end efter størrelsen af medlemmets engagement i foreningen. [276] Ligheden er så slående, at aktieselskabet er blevet kaldt en "investorforening" (Hansmann 1996).

Det er således andre aspekter af foreningsejerskabet – blandt andet aktivitetsformålet, bindingen af foreningens formue til formålet - der sikrer, at foreningsejede selskaber ikke bliver bytte for den samme kortsigthed som i åbne aktieselskaber, der blev omtalt i det foregående. Det afsvækkede ejerskab i form af "et medlem – en stemme" er også med til at sikre mod stærke økonomiske interesser. Hertil kommer, at foreningernes vedtægter typisk arbejder med et repræsentativt demokrati, valgperioder, valgkredse og andre mekanismer, der søger at sikre en langsigtet varetagelse af foreningens formål.

Foreningsdemokratiet kan også på nogle punkter styrke selskabets konkurrenceevne, for eksempel hvis selskabet har bedre kontakt med sine kunder (selskabets medlemmer) og dermed kan reagere hurtigere på markedets behov. Det er også meget sandsynligt, at en stærkere samfundsforankring skaber større politisk og social forståelse for selskabets vilkår.

4. Langsigtet Selskabsledelse i Foreningsejede Selskaber

I dette afsnit udmøntes, hvorledes langsigtet ejerskab kan praktiseres i foreningsejede selskaber i lyset af disse selskabers særlige forhold.

Ansvarligt ejerskab: Foreningsejede selskaber synes at følge normen for langsigtet ejerskab, idet de menes at være mere risikoaverse, stabile og finansielt bæredygtige end aktieselskaber (Adams og Deakin 2017). For eksempel finder Beck et al (2009) at foreningsejede tyske banker er mere stabile end privatejede og offentligt ejede banker.[277]

[276] Jf. Juridisk analyse af bindinger og muligheder i foreningsejerskab s. 8 og s. 27.
[277] https://voxeu.org/article/bank-ownership-and-stability-evidence-germany

Selv om foreningsejerskab som udgangspunkt er langsigtet, er der som tidligere nævnt eksempler på omdannelse til aktieselskab, hvor selskaber er blevet solgt eller er indgået i fusioner. Langsigtethed kan altså ikke tages for givet. Den kræver en vilje til langsigtethed blandt et flertal af foreningens medlemmer og en selskabsledelse, der sikrer et kapitalgrundlag og en strategi, der gør det muligt at bevare selvstændigheden. Langsigtet ejerskab hviler på en selvvalgt forpligtelse til at videreføre aktiviteten og en tilslutning til denne forpligtelse blandt foreningens medlemmer.

Ansvarligt foreningsejerskab vil blandt andet sige aktivt ejerskab. Konsekvensen af passivt ejerskab, hvor alle væsentlige spørgsmål overlades til selskabsledelsen, er et afkald på den vigtige rolle, ejerskabet kan spille for kontrol og styring af selskabet. En forudsætning for, at ejerskabet kan sætte sig igennem er en kontakt mellem forening og selskab, der ikke er begrænset til at møde op på generalforsamlingen, hvor foreningen vælger selskabets bestyrelse. Der kan eksempelvis være tale om regelmæssig dialog mellem foreningens ledelse (bestyrelse og direktion) og selskabets ledelse (bestyrelse og direktion), fælles strategiseminarer samt løbende økonomisk rapportering til foreningen.

Der er dog også grænser for, hvor aktivt ejerskabet skal være. Hvis foreningens ledelse reelt tager alle væsentlige beslutninger, nedbrydes den vigtige sondring mellem forening og selskab, og foreningens bestyrelse kommer til at fungere som koncernbestyrelse for den samlede enhed. Fordelene ved at delegere ansvar til selskabets ledelse består blandt andet i, at selskabets ledelse har bedre adgang til information, og at der med et uafhængigt ejerskab tilføres et ekstra kontrolniveau med "checks and balances".

Rabobank (2009) udtrykker det langsigtede perspektiv i foreningsejerskab således: *"…member ownership is reflected in an approach that is consensus-driven to a greater extent and avoids any strong fixation on one stakeholder. The concomitant long-term view and risk-averse stance translate into a more conservative banking strategy directed towards retail banking. In addition, co-operative banks distribute little of their profit, adding it to reserves or own funds instead. Consequently, co-operative banks are some of the most highly capitalised institutions in Europe and tend to contribute to the stability of national financial systems"*.[278]

[278] https://economics.rabobank.com/contentassets/95274037ebc548bc99ae02abadf18489/cooperatiestudie-200910_tcm64-94102.pdf

Adams og Deakin (2017) argumenterer dog for, at medlemmerne ikke ejer foreningsejede selskaber i konventionel forstand, ligesom aktionærer i realiteten ikke ejer aktieselskaber, men alene ejer aktier i de pågældende selskaber. Det kan altså ikke uden videre tages for givet, at medlemsindflydelsen er større i foreningsejede selskaber, eller at de er mere demokratiske. Virtuelt ejerskab (medlemsindflydelse) er lige så meget en funktion af tradition, kultur og ledelse som af selskabsformen.

I ejerforeninger erstatter repræsentantskabet normalt generalforsamlingen i aktieselskaber som foreningens højeste myndighed. Der stilles større krav til ansvarlighed blandt repræsentantskabsmedlemmer end til aktionærer, idet repræsentantskabsmedlemmer ikke agerer på egne vegne, men netop repræsenterer andre (medlemmerne) og derfor er forpligtet til loyalitet over for medlemmerne foreningens målsætning. Et repræsentantskabsmedlem kan ikke som en aktionær varetage egeninteresser eller særinteresser, men er forpligtet af foreningens interesse. Ansvarlighed er altså bygget ind i foreningskonstruktionen. Erstatningsansvaret for et repræsentantskabsmedlem bedømmes eksempelvis efter den samme høje standard som anlægges for bestyrelsesmedlemmer. Ansvarligt langsigtet ejerskab forudsætter naturligvis, at repræsentantskabet lever op til denne forpligtelse og udøver sin virksomhed i overensstemmelse hermed.

Værdier: Foreningen har som selskabets ejer en særlig forpligtelse til at formulere de værdier, der skal udgøre grundlaget for selskabets virksomhed. Man vil i en foreningsejet virksomhed forvente, at hensynet til foreningens nuværende og fremtidige medlemmer (kunder) tillægges større betydning end i investorejede aktieselskaber. Langsigtetheden kan også forventes at indebære et større fokus på samfundsansvar, der kan ses som en forudsætning for selskabets langsigtede trivsel. Værdierne vil typisk afspejle foreningens historiske udgangspunkt og særlige placering i samfundet. Samtidig kan værdierne ikke være statistiske, men må løbende genfortolkes i lyset af samfundets udfordringer som eksempelvis bæredygtighed. Ansvaret for værdierne vil som udgangspunkt ligge i foreningen snarere end i selskabet selv om selskabets ledelse naturligvis med fordel kan høres, når værdierne opdateres. Selskabsledelsen vil i reglen være bedre informeret om selskabets aktiviteter og derfor bedre i stand til at vurdere, hvor og hvordan værdierne risikerer at blive udfordret.

Værdierne har blandt andet betydning for, hvad der anses for god skik i selskabets ledelse og forretningsgange. De har også betydning ved ansættelse af ledelsesmedlemmer, hvis moralske standarder og tidligere virke må forventes at være i overensstemmelse med værdigrundlaget. EACB – the European Association of Cooperative Banks – diskuterer generelle værdier i foreningsejede finansielle selskaber såsom: solidaritet, hjælp til selvhjælp, inklusion, nærhed og lokal tilstedeværelse. Kerneværdierne anses at bidrage til et stærkt forankret samfundsansvar.[279]

EACB sammenfatter værdierne i en række kerneværdier såsom;

- Kundetillid, fordi profitmaksimering ikke er det primære mål.
- Governance baseret på medlemskontrol i repræsentantskab, bestyrelser m.v.
- Stabilitet baseret på lavere risiko og langsigtethed
- Nærhed til kunderne og støtte til lokalsamfundet
- Solidaritet og samfundsansvar

Bestyrelse: Der er store forskelle på bestyrelsesstrukturer og selskabsledelse i foreningsejede selskaber og som sådan ikke nogen almindelig accepteret best practice.[280]

Langsigtethed kræver som udgangspunkt kontinuitet i foreningens og selskabets bestyrelse, der dog naturligvis også må afbalanceres af behovet for relevant fornyelse.[281] Bestyrelsesmedlemmer, der forventes udskiftet i løbet af få år, kan ikke stå for gennemførelsen af langsigtede strategier eller stilles til ansvar for dem, da strategiernes gennemførelse typisk vil strække sig ud over dens funktionsperiode. Man må derfor forvente en større kontinuitet i forenings- og selskabsbestyrelser end i investorejede selskabers bestyrelser, hvis potentialet i langsigtet ejerskab skal indfries. Som nævnt tidligere, kan der dog naturligvis være konkrete

[279] http://www.eacb.coop/en/cooperative-banks/key-values.html
[280] https://www.tias.edu/docs/default-source/Kennisartikelen/20150918-hans-groeneveld-tias-governance-of-european-cooperative-banks-nna6c464d76057601e91f6ff00001f6014.pdf?sfvrsn=0
[281] En undersøgelse bekræfter større bestyrelsesstabilitet i cooperative italienske banker: Masciandaro, Donato & Ferri, Giovanni & Messori, Marcello. (2001). Corporate Governance, Board Turnover and Performance: The Case of Local Banks in Italy. https://www.researchgate.net/publication/228165648_Corporate_Governance_Board_Turnover_and_Performance_The_Case_of_Local_Banks_in_Italy

forhold som gør det nødvendigt eller hensigtsmæssigt at skifte hurtigere ud trods en intention om langsigtethed.

Det vil være naturligt, at foreningen som hovedaktionær lader sig repræsentere i selskabets bestyrelse. Groeneveld (2015: 12) forklarer, at foreningsejede banker typisk er styret af deres medlemmer *(" (they are)…governed by their members (client-owners) with direct or indirect member representation at all layers of governance. Local members or member constituencies elect non-executive board members,or in some instances called local supervisors, who monitor and control local/regional cooperative banks".*

Samtidig bør der dog også i selskabets bestyrelse være en passende uafhængighed af foreningen med henblik på at varetage selskabets selvstændige interesser og tilføre viden udefra. Et fuldstændigt eller betydeligt sammenfald mellem foreningsbestyrelse og selskabsbestyrelse indebærer som nævnt risiko for en udviskning af sondringen mellem ejerskab og ledelse, fordi foreningens bestyrelse vanskeligt kan udøve upartisk kontrol med sig selv i den anden kapacitet som selskabsbestyrelse.

De samme udfordringer kendes i andre ejerkontrollerede bestyrelser, f.eks. i virksomheder ejet af kapitalfonde, stifterfamilier, erhvervsfonde. Den mest sædvanlige løsning er, at ejerne lader sig repræsentere af et mindretal af selskabsbestyrelsen (f.eks. to medlemmer), mens selskabsbestyrelsen i øvrigt består af uafhængige medlemmer eller repræsentanter for andre ejergrupper. For at undgå, at hovedaktionæren dominerer selskabsbestyrelsen, et det yderlige normalt, at bestyrelsesformanden er uafhængig, mens en ejerrepræsentant eksempelvis udpeges til næstformand.

Direktion: Ligesom i bestyrelsen vil man forvente, at direktionen i foreningsejede selskaber sidder noget længere end i investorejede selskaber, fordi der lægges større vægt på selskabets langsigtede udvikling[282]. Selskabets direktion ansættes af selskabsbestyrelsen, men det er normalt, at ejerforeningen høres om dette vigtige spørgsmål, således at der sikres fodslag i ledelsessystemet.

[282] Dette bekræftes empirisk i et studie af italienske banker (Stefancic 2014).

Incitamenter: Kortsigtede incitamenter for selskabets direktion er en vigtig kilde til kortsigtet adfærd, der er vanskelig at forene med ønsket om langsigtet selskabsledelse. Hertil kommer, at der i foreningsejede selskaber kan være en interessekonflikt mellem incitamenter der stimulerer til værdiskabelse for aktionærerne (eks. aktieoptioner) og incitamenter til værdiskabelse for medlemmerne (eks. baseret på kundetilfredshed). En fast løn kan være en løsning, hvor det er vanskeligt på forhånd at fastlægge en optimal vægtning af disse til en vis grad modstridende hensyn. Alternativt kan ledelsesincitamentet være knyttet til det foreningsejede selskabs langsigtede strategiske mål.

Den foreningsejede finske finansielle virksomhed OP fastlagde i 2015 den administrerende direktørs løn således: *" His remuneration consists of the following three parts: 1) Basic pay (salary and fringe benefits, based on the job grade, skills and performance); 2) short-term remuneration based on short-term performance (performance-based bonuses, based on the achievement of targets under the annual plan); and 3) long-term remuneration (OP Financial Group's common management incentive scheme, based on the achievement of the Group's shared strategic goals and targets)."*[283]

Strategi: Som udgangspunkt udarbejdes selskabets strategi i samarbejde mellem selskabets direktion og bestyrelse. Samtidig har foreningen dog en legitim interesse for at sikre, at strategien er forenelig med foreningens målsætninger, værdier, forretningsgrundlag, risikopræferencer og andre holdninger. Derfor er det naturligt, at selskabets strategi drøftes med foreningens bestyrelse, der får mulighed for at give sine synspunkter til kende og om nødvendigt sætte sit præg på den. Arbejdet kan eventuelt lettes med, at foreningen på forhånd kommunikerer sine præferencer til selskabsbestyrelsen i form af et målsætningsnotat, der beskriver foreningens forventninger til selskabets udvikling og dermed udstikker rammerne for strategiarbejdet.

Gilpatrick (2004) argumenterer for, at foreningsbestyrelser skal undgå at engagere sig i driften og i stedet fokusere på medlemmernes langsigtede interesser, foreningens langsigtede strategiske mål og den finansielle bæredygtighed.

[283] https://op-year2014.fi/filebank/2045-OP_CG_Statement_2014.pdf

Resultatmål: Foreningens valg af resultatmål vil afhænge af, hvordan den definerer værdiskabelse i lyset af målsætninger om social og forretningsmæssig bæredygtighed samt hensyn til medlemmer og andre interessenter.
Hensynet til forretningsmæssig bæredygtighed vil typisk indebære, at selskabets drift ikke giver underskud (i det mindste ikke på længere sigt) og står i et rimeligt forhold til den forretningsmæssige risiko, hvilket kan muliggøre en konsolidering, der gør det muligt at føre forretningen igennem kriseperioder. Foreningen vil typisk også ønske at oparbejde en overskudskapital, der gør det muligt at udvikle og fremtidssikre forretningen. Det almindelige årsregnskab er egnet til at måle netop denne form for værdiskabelse.

Gives medlemsinteresserne derudover prioritet, er det naturligt at måle selskabets resultater på dets udbud af billige og attraktive finansielle ydelser sammenholdt med konkurrenternes. Succes kan i denne sammenhæng eksempelvis måles på lavere priser og større markedsandel end konkurrenterne. Forhold som kundetilfredshed og kundeloyalitet er i den sammenhæng naturlige pejlemærker. Medlemsfordelene kan også måles mere kontant som medlemsbonus eller efterbetalinger, der overstiger tilsvarende tilbud fra konkurrenterne, men må ses i sammenhæng med selskabets pris- og produktpolitik for at danne et samlet billede.

Constantinescu (2016) argumenterer for, at foreningsejede finansielle selskaber i særlig grad må bruge CRM (Customer Relationship Management) til at pleje deres medlemmer med henblik på kundefastholdelse og styrkelse af selskabets relation til kunderne gennem bedre service og større kundetilfredshed. Det indebærer blandt andet IT systemer, der kan lagre information om kunderne og deres engagement i selskabet, hvilket gør det muligt at forøge selskabets produktivitet. Et andet almindeligt værktøj, som mange amerikanske kreditforeninger (credit unions) har taget til sig, er balanced scorecards, der måler tilfredshed og fastholdelse blandt kunder og medarbejdere i tilgift til de traditionelle indtjeningsmål.

Et principielt vigtigt spørgsmål er, om det er foreneligt med selskabets samfundsmæssige målsætning at tilstræbe den størst mulige afsætning af selskabets produkter. Er det for eksempel i et forsikringsselskab muligt, at nogle kunder er overforsikrede, og har selskabet i

givet fald en samfundsmæssig forpligtelse til at søge engagementet nedbragt til et mere passende niveau – eller i det mindste til ikke at øge det yderligere?

Et andet vigtigt spørgsmål er, hvilken betydning foreningen skal tillægge vækst i selskabets aktivitetet (mål for eksempel ved vækst i salget). Principielt indebærer en større omsætning, at flere får gavn af selskabets ydelser og altså en bedre opfyldelse af selskabets målsætning. Men navnlig i den finansielle sektor betyder vækst ofte større eksponering, højere gearing og lavere kreditkvalitet. Erfaringerne fra de omdannede engelske kreditforeninger taler deres tydelige sprog, fordi de alle nu er forsvundet trods kortsigtede effektivitetsforbedringer efter omdannelsen. Kimmett (2008) argumenterer for, at de amerikanske kreditforeninger (credit unions) ofte falder i en af mange vækstfælder – for eksempel vækst for vækstens skyld, forsøg på at vokse inden for uprøvede markeder og vækst på bekostning af mangelfuld betjening af eksisterende kunder.

En kvalificeret stillingstagen til disse spørgsmål synes at nødvendiggøre et bredere sæt resultatmål i foreningsejede sammenlignet med investorejede selskaber. Det er dog langtfra sikkert, at selskabets incitamentsystemer omfatter alle relevante performancemål, idet enkle performancemål er at foretrække, fordi de er lettere at forstå og dermed mere motiverende for selskabets direktion.

Ansvarlighed: Foreningsejede selskaber vil ifølge deres formål ofte have et ansvar, der rækker betydeligt ud over at drive en profitabel forretning. Der vil dels være tale om et større hensyn til foreningens medlemmer (kunder) og dels et større samfundsansvar i øvrigt. Et foreningsejet selskab kan i kraft af sin aktivitet påvirke vilkårene ikke bare for selskabets egne kunder, men også for kunder i andre konkurrerende selskaber, hvis markedsposition måske forbedres i kraft af foreningens udbud.

Et gensidigt forsikringsselskab kan eksempelvis i kraft af et attraktivt udbud af gode og billige forsikringsprodukter sætte en standard i markedet, som selskabets konkurrenter er nødt til at overholde. Det vil være til gavn for alle forsikringstagere, også selv om de er kunder i andre selskaber. Hertil kommer, at foreningen i kraft af sit formål kan være forpligtet til at sikre et attraktivt udbud også til fremtidige kunder, hvilket stiller krav til langsigtet prispolitik,

konsolidering, risikoprofil og andre forhold. Hvis foreningen påtager sig et sådant større samfundsansvar, er det naturligt, at det konkretiseres, således at bestyrelsen kan forholde sig til ansvarets omfang og vægt i forhold til foreningens øvrige målsætninger.

ILO (2013) fremhæver, at foreningsejede finansielle selskaber er mere stabile i kriseperioder. Hans Groeneveld, Deputy Director, Co-operative and Governance Affairs, Rabobank udtrykker det således: *"Mutuals contribute to diversity in the economic systems, making the entire system more stable".*

Manitiu og Pedrini (2017) finder, at de (typisk kooperative) italienske lokalbanker havde en gunstig konjunkturmodløbende ("kontra-cyklisk") effekt ved at fastholde deres udlån under finanskrisen. De argumenterer på denne baggrund for, at myndighederne bør revurdere deres systemiske effekt på den finansielle stabilitet. Desværre blev de blandt andet af denne grund og som følge af uredelig ledelse så svækkede, at mange kom i problemer under den efterfølgende statsgældskrise i 2012, hvorefter flere af dem blev insolvente og måtte reddes af den offentlige sektor.

Caldarelli, Fiondella, Maffei og Zagaria (2016) viser hvordan ERM (Enterprise Risk Management) i en foreningsejet Italiensk bank understøtter bankens dobbelte bundlinje, altså realiseringen af bankens både økonomiske og sociale målsætninger. Banken søger via risikostyringen at håndtere sociale risici for bankens kunder, herunder risici for nedlæggelse af aktiviteterne og arbejdsmiljø samt hvidvask m.v. Kvalitativ information om disse forhold indhentes fra bankens medarbejdere.

Kitson (1996) beskriver, hvordan den engelske Cooperative Bank arbejdede med virksomhedsetik. The Cooperative Bank var ikke selv medlemsbaseret men ejet af den foreningsstyrede Cooperative Group. Den formulerede i 1992 etiske retningslinjer og brugte dem til at differentiere sig i forhold til sine konkurrenter. Retningslinjerne menes at have bidraget til et godt økonomisk resultat og blev set som en naturlig konsekvens af foreningsejerskabet, men det er vanskeligt at isolere effekten, da der på samme tid skete en række andre ændringer i form af ny teknologi, et kvalitetsprogram og et såkaldt "business re-engineering" program, der indebar administrative forenklinger og omkostningsbesparelser.

De etiske retningslinjer omfattede forhold som forbud mod spekulation, hvidvask, dyreforsøg, tobak, undertrykkende regimer og hensynstagen til miljøbelastning, kundernes etik. For eksempel deltog banken ikke i spekulation mod pundet, da det i en periode var under pres. Kitson fandt på baggrund af interviews med 17 af bankens medarbejdere, at retningslinjerne faktisk havde praktisk betydning i en række tilfælde, og at de blev set som en fordel i markedsføringen. Banken kom dog i økonomiske problemer under finanskrisen på grund af en større overtagelse i 2008 og dårlig økonomistyring.

Den er som følge heraf ikke længere foreningsejet, men de etiske retningslinjer videreføres under nyt ejerskab. Bankens tidligere formand Paul Flowers blev kort efter sin afgang i 2013 skandaliseret af kokainmisbrug og "upassende indhold" på en computer. Casen viser dels, at etiske retningslinjer faktisk kan have en effekt og kan medvirke til at differentiere foreningsejede banker, men også at sådanne retningslinjer naturligvis ikke er nogen garanti for hensigtsmæssig finansiel adfærd, og at de indebærer en omdømmerisiko, hvis de ikke implementeres korrekt i hele organisationen.

Overlevelse

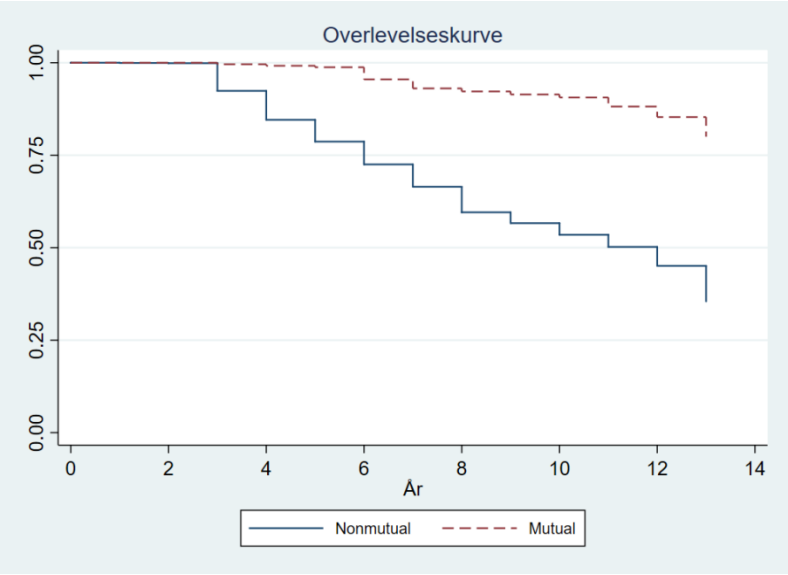
I dette afsnit undersøges hvorvidt foreningsejede finansielle selskaber har højere overlevelsesgrad. Selv om der kan være gode grunde til nedlæggelse eller fusion, kan selskabets overlevelse som selvstændig enhed betragtes som en væsentlig indikator for langsigtethed. Foreningsejede selskaber vil normalt have en målsætning om at fortsætte aktiviteten til gavn for kunderne, hvilket er vanskeligt at forene med nedlæggelse. Fusion kan tilsvarende i mange tilfælde betragtes som "et civiliseret alternativ til konkurs", idet svage selskaber ofte foretrækker at lade sig købe op eller fusionere frem for at lide de betydelige tab ved konkurs og likvidation.

Selskaber der tager større forretningsmæssig eller finansiel risiko vil måske have større afkast, men løber samtidig større risiko for at løbe ind i økonomiske problemer der kan ende med at de ikke kan fortsætte.

Vi sammenligner overlevelse og bortfald blandt europæiske finansielle selskaber 2004-2017. Overlevelsen regnes altså fra 2004 og frem. Databasen er beskrevet i kapitel 3. Vi betragter et selskab som bortfaldet, når det ikke længere findes i databasen, hvilket er en noget bredere kategori end nedlæggelse ved konkurs eller fusion, idet der også kan være andre grunde til, at et selskab ophører som juridisk enhed.

I figur 1 nedenfor gengives den såkaldte Kaplan-Meier overlevelseskurve, der viser, hvilken andel af selskaberne der overlever over tid. År 0 svarer i denne sammenhæng til 2004, år 1 til 2005 og så fremdeles. Der tages udgangspunkt i selskaber der var aktive i 2006 og derfor alle overlevede i perioden 2004-2006.

Figur 10



Der skelnes mellem to grupper af selskaber – foreningsejede (mutuals) og øvrige selskaber (non-mutuals). Af grafen fremgår at foreningsejede selskaber har klart højere overlevelsesgrad. Over hele perioden overlever godt 80 % af de foreningsejede finansielle selskaber, hvor kun 40% af de øvrige overlever. Over den 12-årige periode er overlevelsesgraden i foreningsejede selskaber altså dobbelt så høj.

Denne forskel viser sig at være statistisk signifikant også når der kontrolleres (stratificeres på) brancher (jf. Tabel 1 i appendix)

I appendiks tabel 2 testes sammenhængen mellem foreningsejerskab yderligere gennem overlevelsesanalyse (Cox proportional hazards regression) under den antagelse at bortfaldsrisikoen er konstant over tid. Vi undersøger effekten af foreningsejerskab (om virksomheden er "mutual"). Hvis den estimerede koeffficient er mindre end 1 betyder det, at foreningsejerskab formindsker risikoen for bortfald, mens en koefficient større end 1 indikerer, at foreningsejerskab forøger bortfaldsrisikoen. Søjlerne angiver forskellige statistiske modeller.

Det fremgår, at mutual koefficienten i alle tilfælde er mindre end 1 hvilket altså indikerer, at foreningsejerskab formindsker bortfaldsrisikoen og forøger selskabernes overlevelse. Effekten er statistisk signifikant (model 1) også når der kontrolleres for selskabsstørrelse (model 2), men dog ikke når der kontrolleres for branche (model 3). Den er heller ikke signifikant blandt kreditinstitutioner (model 4) eller når der yderligere kontrolleres for virksomhedernes alder (model 7 og 8). En mulig forklaring er, at finansiel regulering inden for bank og realkredit i et vist omfang har tilvejebragt den finansielle stabilitet, som er indbygget i foreningsejede selskaber, hvorfor forskellene i forhold til andre ejerformer er blevet udvisket.

Sammenfattende er konklusionen af den statistiske analyse, at foreningsejede selskaber har bedre overlevelse, men at det ikke kan udelukkes, at dette delvis skyldes en kombination af branchetilknytning, firmastørrelse og alder. Sammenlignet med andre finansielle selskaber er foreningsejede selskaber noget større og ældre, og de er også i højere grad aktive i brancher som kreditformidling, hvor bortfaldsriskoen er relativt beskeden.

Der er flere mulige fortolkninger af dette resultat. Man kan hævde, at foreningsejede selskaber netop i kraft af deres langsigtede forretningsmodel har overlevet relativt længe og har vokset sig relativt store. Det er derfor ikke rimeligt at kontrollere for selskabsstørrelse og alder. Fra denne synsvinkel fremstår de foreningsejede selskaber som signifikant mere langsigtede, og dette resultat holder også når der kontrolleres for branche (jf. tabel 2).

Man kan dog også hævde, at investorejede aktieselskaber med samme alder, størrelse og brancheprofil ville have samme høje overlevelsesgrad, og at foreningsejede selskaber i realiteten ikke ses at være mere langsigtede.

Det er i denne sammenhæng værd at bemærke, at statistiske forskelle ofte udviskes, når der tages høje for flere faktorer (kontrolvariable) fordi det statistiske materiale udtømmes.

5. Konklusion

Foreningseje er en velegnet ramme for udøvelse af langsigtet, ansvarligt ejerskab (stewardship), der spiller en vigtig rolle i moderne selskabsledelse.
Foreningseje er langsigtet. Selv om omdannelse eller nedlæggelse af foreningsejede selskaber kan forekomme, hører det til sjældenhederne.
Foreningseje har næsten altid et bredere formål end afkastmaksimering, først og fremmest hensynet til foreningens medlemmer, der i finansielle foreninger oftest er selskabets kunder. Foreningsejerskab er dermed skabt med en stærkere stakeholderorientering end investorejede selskaber.

Hertil kommer, at foreningseje typisk også har det mere ideelle formål at varetage hensynet til fremtidige medlemmer. Det stærke formål stemmer i høj grad overens med den moderne opfattelse af ansvarlig selskabsledelse.
Foreningsejerskab har derfor potentialet til at spille en fremtrædende og positiv rolle i dansk og international selskabsledelse.
Hvorvidt dette potentiale indfries, afhænger dog i høj grad af foreningernes ledelse (bestyrelse, direktion og andre ledelsesorganer som eksempelvis repræsentantskabet).
Ansvarligt, langsigtet ejerskab forudsætter et langsigtet commitment til at fortsætte ejerskabet og udøve det på en måde, der skaber værdi for selskabet og dets interessenter.

Hensynet til selskabets overlevelse vægtes højere i foreningsejerskab end i selskaber med spredt investorejerskab, hvor bortfald af et enkelt selskab i en større portefølje er en

overskuelig risiko. Det stiller krav om konsolidering, forsigtighed (lav risiko) og kontrolleret vækst i foreningsejede selskaber.

De foreløbige empiriske forskningsresultater i dette projekt tyder på, at foreningsejede finansielle selskaber overlever længere end andre finansielle selskaber, men vi kan dog ikke afvise, at dette skyldes forhold som branchetilhørsforhold og selskabsstørrelse.
Det langsigtede ejerskab giver mulighed for mere langsigtet ledelse, hvor direktion og bestyrelse i foreningen selskabet kan sidde noget længere.
Foreningens lange tidshorisont indebærer endvidere, at den kan være mere tålmodig i sine afkastkrav, når foreningen og selskabet er tilstrækkelig velkonsolideret.
Som langsigtet, ansvarlig ejer har foreningen en særlig interesse i at bevare et godt omdømme og en god relation til sine medlemmer og andre interessenter.
Dette betyder, at ledelsesformen i foreningsejede selskaber principielt er anderledes end i selskaber med spredt investorejerskab, kapitalfondsejede selskaber eller andre, mere kortsigtede ejerformer. Hvorvidt ledelsesformen i praksis lever op til disse idealer afhænger ikke mindst af foreningernes ledelse.

REFERENCE LISTE

Altunbas, Y., Evans L., Molyneux P. (2001) "Bank Ownership and Efficiency" *Journal of Money, Credit and Banking* Vol. 33, Issue 4, pp 926-954

Amess, K., Howcroft, B (2001) " Corporate Governance Structures and the Comparative Advantage of Credit Unions" *Corporate Governance: An International Review* Vol. 9, Issue 1, pp59-65

Ayadi, R., Llewellyn, D., Schmidt, R., Arbak, E. & De Groen, W. (2010) "Investigating Diversity in the Banking Sector in Europe: Key Developments, Performance and Role of Cooperative Banks", CEPS Paperbacks, September 2010

Bossler, M. & Schild, C. (2016) "The Employment Structure of Cooperative Banks – a Test of Institutional Hypothesis" *Annals of Public and Cooperative Economics 87:1 2016, pp. 79-92*

Brunner, Allan et al (2004) "Germany's Three-Pillar Banking System - Cross country Perspectives in Europe" *International Monetary Fond Occasional Paper 233*

Casu, Barbara (2015) "An Analysis of the Relative Performance of UK Banks and Building Socities" *Cass Business School, City University London*

Catturani, I., Kalmi, P., Stefani, M. L. (2016) "Social Capital and Credit Cooperative Banks" *Economic Notes by Banca Monte dei Paschi di Siena SpA,* vol. 45, no. 2-2016: pp. 205-234

Chaddad, F.R., Cook L. (2004) "The Economics of Organization Structure Changes: A US Perspective on Demutualization" *Annals of Public and Cooperative Economics* Vol. 75, Issue 4, pp 575-594

Clark, E., Mare, D. S., Radic (2017) "Cooperative Banks: What Do We Know About Competition and Risk Preferences?" *Journal of International Financial Markets, Institutions & Money 52 (2018),* pp. 90-101

Cornforth, C. (2004) "The Governance of Cooperatives and Mutual Associations: A Paradox Perspective" *Annals of Public and Cooperative Economics* Vol. 75, Issue 1, pp 11-32

Davis, K. (2001) "Credit Union Governance and Survival of the Cooperative Form" *Journal of Financial Services Research* Vol. 19, Issue 2, pp 197-210

Fama, Eugene F., Jensen, Michael C. (1983) "Agency Problems and Residual Claims" *Journal of Law and Economics* Vol. 26, Issue 2, pp327-349

Ferri, G., Kalmi, P., Kerola, E. (2012) "Governance and Performance: Reassessing the Pre-Crisis Situation of European Banks" *Financial cooperatives and local development*

Ferri, G., Kalmi, P., Kerola, E. (2014) ”Does bank ownership affect lending behavior? Evidence form the Euro area” *Journal of Banking & Finance 48,* pp. 194-209

Fonteyne, Wim (2007) ”Cooperative Banks in Europe - Policy Issues” IMF, *International Monetary Fond - European Department*

Gartenberg, Claudine & Lamar Pierce (2017) “Subprime Governance: Agency Costs in Vertically Integrated Banks and the 2008 Mortgage Crisis” *Strategic Management Journal*, No 38: 300 – 321 (2017)

Goodhart, Charles (2004) ”Some New Directions for Financial Stability” *London School of Economics*

Groeneveld, Hans (2013) “Features, facts and figures of European cooperative banking groups over recent business cycles”

Groeneveld, Hans (2016) “A Snapshot of European Co-operative Banking”

Groeneveld, Hans (2017) “Snapshot of European Co-operative Banking 2017” *Tias School for Business and Society*

Gurtner, Emmanuelle, Mireille Jaeger and Jean-Noël Ory, 2002, “Le Statut de Coopérative est-il Source d’Efficacité dans le Secteur Bancaire?” *Revue d’Economie Financière*, No. 67, pp. 133-164.

Hansmann, Henry (1996) *The Ownership of Enterprise*. Cambridge, Massachusetts: The Belknap
Press of Harvard University Press.

Hansmann, Henry (1999) ”Co-operative Firms in Theory and Practice*”, Finnish Journal of Business Economics*, 4/1999, 387-403 (Special Issue: The Role of Cooperative Entrepreneurship in
the Modern Market Environment).

Hesse, H., Cihák, M. (2007) “Cooperative Banks and Financial Stability” *International Monetary Fond Working Paper 07/2*

Holmström, Bengt (1999): “The Future of Cooperatives: A Corporate Perspective”, *Finnish Journal of Business Economics*, 4/1999, 404-17 (Special Issue: The Role of Cooperative Entrepreneurship in the Modern Market Environment).

Hørlyck, Erik: *Dansk Andelsret: Produktions og salgsselskaber, indkøbsselskaber, brugsforeninger, forsyningsselskaber* Juristforbundets forlag 1980

Iannotta, G., Nocera, G., Sironi, A. (2007) "Ownership Structure, Risk and Performance in the European Banking Industry" *Journal of Banking & Finance* Vol. 31, pp 2127-2149

Klinedinst, Mark (2007) "A Strength of Credit Unions: Employee Productivity of Credit Unions versus Banks in the U.S?" *University of Southern Mississippi*

Mayers, D. & Smith, C. W. (1986) "Ownership Structure and Control: The Mutualization of Stock Life Insurance Companies", *Journal of Financial Economics,* Vol. 16, Issue 1, May 1986, pp. 73-98

Meriläinen, Jari-Mikko (2016) "Lending growth during the financial crisis and the sovereign debt crisis: The role of bank ownership type", *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money* Volume 41, March 2016, pp 168-182

Migliorelli, M., Brunelli, S. (2016), "The Transmission of the Monetary Policy in the Euro Area: The Role of the Banks' Business Model", *Annals of Public and Cooperative Economics 88:3 2017,* pp. 303-322

Mäkinen, M., Jones, D. C. (2015) "Comparative Efficiency Between Cooperative, Savings and Commercial Banks in Europe Using the Frontier Approach", *Annals of Public and Cooperative Economics 86:3 2015,* pp. 401-420

Nicols, A. (1967) "Stock versus Mutual Savings and Loan Associations Some Evidence of Differences in Behavior" *American Economic Review* Vol. 57, Issue 2

O'Hara, M. (1981) "Property Rights and the Financial Firm" *The Journal of Law and Economics 24*, no. 2 (Oct. 1981): 317-332

Ory, Jean Noël, Gurtner, E., Jaeger, M. (2006) "The Challenges of Recent Changes in French Cooperative Banking Groups" *DIES, Delegation interministerielle a l'economie sociale*

Ory, Jean Noël, Lemzeri, Y., (2007) "An Appraisal of Cooperative Banks versus PLC Banks Efficiency: A Focus on the French Situation and a European Perspective" *International Workshop on Cooperative Banking*

Périlleux, A., Vanroose, A. & D'Espallier, B. (2016) "Are Financial Cooperatives Crowded out by Commercial Banks in the Process of Financial Sector Development?" *KYKLOS, Vol. 69 – February 2916 – No.1, pp. 108-134*

Rabobank (2009), "Co-operative Banks in the New Financial System".

Rajan, R.G. (1994) "Why Bank Credit Policies Fluctuate: A Theory and Some Evidence", *The Quarterly Journal of Economics,* Vol. 109, No. 2 (May, 1994), pp. 339-441

Smolders, N., Koetsier, I. & de Vries, B. ”Performance of European Banks in the Recent Financial and Economic Crisis” *Raiffeisen’s Footprint: The Cooperative Way of Banking*, Amsterdam: VU University Press, pp. 67-86

Spear, R (2004) ” Governance in Democratic Member-Based Organisations” *Annals of Public and Cooperative Economics* Vol. 75, Issue 1, pp 33-59

Valnek, Tomas (1999) ”The Comparative Performance of Mutual Building Societies and Stock Retail Banks” *Journal of Banking & Finance* Vol. 23, pp 925-938

Webb, R., Bryce, C., Watson, D. (2010) “The Effect of Building Society Demutualisation on Levels of Efficiency at Large UK Commercial Banks” *Journal of Financial Regulation and Compliance* vol. 18, No 4, pp. 333-355

Wyman, Oliver (2008) ”Co-operative Bank: Customer Champion - discussion slides” *European Association of Co-operative Banks Convention 2008*

Wyman, Oliver (2014) “Cooperative Banking, Leveraging the Cooperative Difference to Adapt to a New Environment” *Marsh & McLennan Companies*

McNamara, M. J., & Rhee, S. G. (1992). Ownership Structure and Performance: The Demutualization of Life Insurers. Journal of Risk & Insurance, 59(2), 221–238.

Stephens, M. (2001). Building Society Demutualisation in the UK. Housing Studies, 16(3), 335–352.

Viswanathan, K. S., & Cummins, J. D. (2003). Ownership Structure Changes in the Insurance Industry: An Analysis of Demutualization. Journal of Risk & Insurance, 70(3), 401–437.

Carow, K. A., Cox, S. R., & Roden, D. M. (2004a). Mutual holding companies: Evidence of conflicts of interest through disparate dividends. Journal of Banking & Finance, 28(2), 277–298.

Carow, K. A., Cox, S. R., & Roden, D. M. (2004b). The role of Insider Influence in Mutual-to-Stock Conversions. Journal of Money, Crdit and Banking, 39(6), 1285-1304.

Chaddad, F. R., & Cook, M. L. (2004). The Economics of Organization Structure Changes: a US perspective on demutualization. Annals of Public & Cooperative Economics, 75(4), 575–594.

Meador, J. W., & Chugh, L. C. (2006). Demutualization in the Life Insurance Industry: A Study of Effectiveness. Review of Business, 27(1), 10–17.

Viswanathan, K. S. (2006). The Pricing of Insurer Demutualization Initial Public Offerings. Journal of Risk & Insurance, 73(3), 439–468.

Jeng, V., Lai, G. C., & McNamara, M. J. (2007). Efficiency and Demutualization: Evidence From the U.S. Life Insurance Industry in the 1980s and 1990s. Journal of Risk & Insurance, 74(3), 683–711.
Campbell, D., & Slack, R. (2007). The strategic use of corporate philanthropy: building societies and demutualisation defences. Business Ethics: A European Review, 16(4), 326–343.
Lai, G. C., McNamara, M. J., & Yu, T. (2008). The Wealth Effect of Demutualization: Evidence From the U.S. Property-Liability and Life Insurance Industries. Journal of Risk & Insurance, 75(1), 125–144.
Erhemjamts, O., & Leverty, J. T. (2010). The Demise of the Mutual Organizational Form: An Investigation of the Life Insurance Industry. Journal of Money, Credit & Banking (Wiley-Blackwell), 42(6), 1011–1036.
Webb, R., Bryce, C., & Watson, D. (2010). The effect of building society demutualisation on levels of efficiency at large UK commercial banks. Journal of Financial Regulation & Compliance, 18(4), 333–355.
Hongwei He, & Baruch, Y. (2010). Organizational Identity and Legitimacy under Major Environmental Changes: Tales of Two UK Building Societies. British Journal of Management, 21(1), 44–62.
Shiwakoti, R. K. (2012). Comparative analysis of determinants of executive remuneration in the UK financial services sector. Accounting & Finance, 52(1), 213–235.
Erhemjamts, O., & Phillips, R. D. (2012). Form Over Matter: Differences in the Incentives to Convert Using Full Versus Partial Demutualization in the U.S. Life Insurance Industry. Journal of Risk & Insurance, 79(2), 305–334.
Linsley, P., & Slack, R. (2013). Crisis Management and an Ethic of Care: The Case of Northern Rock Bank. Journal of Business Ethics, 113(2), 285–295.
Keneley, M. J. (2014). The Decision to Demutualize: An Exploration of the Drivers of Organizational Change within the Australian Life Insurance Market. Annals of Public & Cooperative Economics, 85(3), 409–425.
Kaustia, M., Knüpfer, S., & Torstila, S. (2016). Stock Ownership and Political Behavior: Evidence from Demutualizations. Management Science, 62(4), 945–963.

Rao, H., & Greve, H. R. (2018). Disasters and Community Resilience: Spanish Flu and the Formation of Retail Cooperatives in Norway. Academy of Management Journal, 61(1), 5–25.
Shiwakoti, R. K., Iqbal, A., & Funnell, W. (2018). Organizational form, business strategies and the demise of demutualized building societies in the UK. Journal of Banking & Finance, 94, 337–350.

Adams, Zoe and Deakin, Simon (2017). Enterprise Form, Participation, and Performance in Mutuals and Cooperatives. In Michie, J, Blasi, J. R. and Borgaza, Carlo. The Oxford Handbook of Mutual, Co-Operative and Co-Owned Business.
Boston, J. (2017a) Safeguarding the Future: governing in an uncertain world, Wellington, Bridget Williams Books
Boston, J. (2017b) Governing for the Future: designing democratic institutions for a better tomorrow, Bingley: Emerald.
Caldarelli, A., Fiondella, C., Maffei, M., & Zagaria, C. (2016). Managing risk in credit cooperative banks: Lessons from a case study. Management Accounting Research, 32, 1–15.
Constantinescu, L. A. (2016). Customer Relationship Management during the Xxi Century in European Cooperative Banks. Review of General Management, 23(1), 88–98.
Garabiol, D. (2012). Le Modèle De La Banque Mutualiste : La Création De Valeur Au Bénéfice Des Clients ? Revue d'Économie Financière, 106, 139–151.
Gilpatrick, K. (2004). In Alignment. Credit Union Management, 27(11), 34–38.
Goldman, N. (2004). How To Take The Longer View. Credit Union Journal, 8(52), 6.
Groeneveld, H. (2015). Governance of European Cooperative Banks: Overview, Issues and Recommendations, TIAS Working paper September 2015.
Hansmann, Henry (1996): The Ownership of Enterprise, Cambridge, MA: Belknap Press.
ILO – Andrew Bibby (2010) Cooperatives and the crisis "Our customers are also our owners." (2010). World of Work, (69), 23–26.
ILO – Johnston Birchall (2013). Resilience in a Downturn. The Power of Financial Cooperatives.
Kimmett, R. (2006). Difference vs. Relevance. Credit Union Magazine, 72(4), 22.
Kimmett, R. (2008). Five Common & Very Ineffective: Member Growth Strategies. CenterPoint, 11.

Kitson, A. (1996). Taking the Pulse: Ethics and the British Cooperative Bank. Journal of Business Ethics, 15(9), 1021–1031.

Manitiu, D. N., & Pedrini, G. (2017). The countercyclical role of Italian local banks during the financial crisis. Applied Economics, 49(27), 2679–2696.

Meyer, M., Billaudeau, V., & Glemain, P. (2012). Dynamique des banques coopératives dans les expérimentations du microcrédit personnel: vers une nouvelle stratégie bancaire solidaire? Revue Des Sciences de Gestion, (258), 101–108.

Naszályi, P. (2012). L'argent tranquille! "Safe money!" Revue Des Sciences de Gestion, (258), 7.

Ory, J.-N., Jaeger, M., & Gurtner, E. (2006). La banque à forme coopérative peut-elle soutenir durablement la compétition avec la banque SA? Finance Contrôle Stratégie, 9(2), 121–157.

Roth, G., & Milkau, U. (2015). Payments from a cooperative bank's perspective: SEPA and beyond. Journal of Payments Strategy & Systems, 9(1), 73–89.

Stefancic, Mitja, Investigating Management Turnover in Italian Cooperative Banks (June 17, 2014). Journal of Entrepreneurial and Organizational Diversity, Special Issue on Cooperative Banks, Vol. 3, No. 1, 2014, 131-163. Available at SSRN: https://ssrn.com/abstract=2450093

Steen, van der M. (2017). Managing Bottom up Strategizing: Collective Sensemaking of Strategic Issue

APPENDIKS

Kapitel 6:

Tabel 1: Test af forskelle i overlevelsesfunktion foreningsejede vs. Ikke-foreningsejede selskaber		
Log-rank test		
Mutual	Observerede hændelser	Forventede hændelser
0	2028	1872.25
1	49	204.75
Total	2077	2077
chi2(1)	146.08	
Pr>chi2	0	
Stratificeret log-rank test		
Mutual	Observerede hændelser	Forventede hændelser*
0	2018	2000.42
1	47	64.58
Total	2065	2065
chi2(1)	7.54	
Pr>chi2	0.006	
* Sum af beregninger over tocifrede SIC branchekoder		

Tabel 2: Analyse af relativ bortfaldsrisiko (Hazard ratio) siden 2004

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	All	**All**	**All**	**Kredit institutioner**	**All**	**All**	**All**	**Kredit institutioner**
Mutual dummy	0.22***	0.43***	0.77	0.79	0.42***	0.58***	0.80	0.98
	(0.031)	(0.062)	(0.14)	(0.18)	(0.067)	(0.094)	(0.15)	(0.24)
Størrelse		0.85***	0.87***	0.79***		0.87***	0.87***	0.80***
		(0.0085)	(0.010)	(0.019)		(0.010)	(0.011)	(0.021)
SIC dummy			YES	YES			YES	YES
Alder					0.99***	1.00***	1.00***	0.99***
					(0.00084)	(0.00091)	(0.00093)	(0.0025)
Observationer	31,136	29,035	28,869	6,338	28,534	26,622	26,523	5,382
Selskaber	3388	3387	3365	647	3144	3143	3129	554
Antal bortfald	2077	2077	2065	255	1935	1935	1926	226
chi2	118	378	437	207	165	329	387	147
P	0	0	0	0	0	0	0	0
Pseudo R-squared	0.0057	0.015	0.019	0.074	0.0079	0.014	0.017	0.074

*Tabel 2 viser hvorledes den relative bortfaldsrisiko (ophør af registrerede aktiver, hazard ratio) afhænger af foreningsejerskab og andre faktorer (standardafvigelse gruppereret efter firma og robust estimation ved hjælp af den efficiente scoringsresidual for hvert selskab). Observationsperioden er 2004-2017 og overlevelsesperioden tælles I år fra 2004. Størrelse defineres som den naturlige logaritme til aktiverne (millioner euro) and SIC er en forkortelse for branchekode (standard industrial classification). Stjernetegnene *, **, and *** angiver signifikans på henholdsvis 10%, 5% og 1% konfidensniveau.*