

Specialeafhandling | Cand.merc.(Jur.) | Copenhagen Business School | 15 maj 2020

Ledelsesansvar hos direktion- og bestyrelsesmedlemmer i danske pengeinstitutter

Forfattere:

Camilla Såbye Barfod | Studienummer: 101936

Maria Svoldgaard Bork | Studienummer: 101442

Juridisk vejleder: **Peer Schaumburg-Müller**

Økonomisk vejleder: **Lasse Holt**

Antal anslag: 272.708

Svarende til antal sider af 2.275 anslag: 119,87

Abstract

The international financial crisis stroked the entire World economy back in 2007, and have since then, had a major impact of the trust to the Financial Sector. In 2008, the growing concern for the Danish financial sector resulted in a governmental intervention. It furthermore resulted in a series of legal cases for the years that followed against the management and board of directors in the Danish banks, which have suffered from bankruptcy due to the crisis. These legal actions formed new case-law in the field of the assessment of the liability of the banks' management under Danish law.

This paper examines the standards of conduct, which can be derived from case-law in the assessment of liability of a "sound basis for decision-making" for the management and board members of a financial institution in Denmark. The legal analysis is based upon the specific legal requirements to the management and board of directors of financial institutions. This paper includes three case-law studies of some of the most important cases during the past ten years after the financial crisis. The analyses of the three case-law cases will help deduce the right conduct for the management and board of directors of financial institutes in order to avoid liability for loss-making dispositions.

The economic analysis goes in depth with the economic effects, which are experienced because of a loss-making disposition, both outside and in contractual relationships. The theory used to describe the relationship and behavior between the management and board of directors and the shareholders, is the Principal/agent-theory. The theory predicts that the management and board of directors have incentive to act on behalf of opportunistic behavior in self-interest. The shareholders can give the management and board of directors' incentive to act on behalf of the right conduct in execution of the contract. The shareholders can compensate the management and board of directors for the right conduct or sanctioning the management and board of directors for the opportunistic behavior. The economic part furthermore provides an analysis of how the parties through a contractual relationship can allocate the risk of a loss-making disposition based on the theory by Coase, the Coase theorem.

Finally, the paper includes both a legal and economic viewpoint to what action can be taken against the management and board of directors of financial institutions to optimize their behavior. The analysis provides an explanation of strategic contract design, with the elaboration of which proactive measures, which can be done to affect the behavior of the management and board of directors. Lastly, the law implications of risk management in financial institutions are explained, and further elaborates how risk management impacts the information flow.

Indholdsfortegnelse

Abstract	1
1 Kapitel 1	5
1.1 Indledning	5
1.2 Juridisk problemstilling	5
1.3 Økonomisk problemstilling	6
1.4 Integreret problemstilling	6
1.5 Synsvinkel	6
1.6 Struktur	6
1.6.1 Juridisk struktur	6
1.6.2 Økonomisk struktur	7
1.6.3 Integreret struktur	7
1.7 Metode	8
1.7.1 Juridisk metode	8
1.7.2 Økonomisk metode	10
1.7.2.1 Uden for kontrakt	10
1.7.2.3 Infinit gentaget spil og Grim trigger-strategi	12
1.7.3 Erhvervsjuridisk metode	13
1.7.4 Afgrænsning	14
2 Kapitel 2 - Juridisk analyse	15
2.1 Retsgrundlaget	15
2.2 Ledelsesstruktur og krav til direktion- og bestyrelsesmedlemmer i pengeinstitutter	16
2.3 Direktion og bestyrelses opgaver i pengeinstitutter	17
2.4 Ansvarsgrundlaget	19
2.5 Det forretningsmæssige skøn	21
2.6 Anledning til analyse af retspraksis	22
2.7 Capinordic Bank A/S (CB)	23
2.7.1 Betydningen af en eventuel overtrædelse af FIL og interne retningslinjer	27
2.7.2 Bevilling af låneengagement til Olicom og Eurotrust	28
2.7.3 Bevilling af lån til Alpen Holidays Ferienhäuser GmbH (AHF)	31
2.7.4 Bevilling af låneengagement til Synerco	33
2.8 Amagerbanken A/S (AB)	35
2.8.1 Schaumann-Øster fællad A/S' erhvervelse af Øster fællad-ejendommen	39
2.8.2 Refinansiering af SØ-låneengagementet	40
2.8.3 Forlængelse af driftskreditten	41

2.8.4	Genbevilling af valutarammen	44
2.9	Roskilde Bank A/S (RB)	45
2.9.1	RBs salg og finansiering af egne aktier	47
2.10	Juridisk delkonklusion	49
3	Kapitel 3 - Økonomisk analyse	51
3.1	Uden for kontrakt	51
3.2	Det sociale optimum	51
3.3	Intet ansvar	53
3.4	Objektivt ansvar	53
3.5	Culpaansvar	53
3.6	Vurdering af ansvarssituationerne	54
3.7	Den optimale kontrakt	55
3.7.1	Hidden action	56
3.7.2	Incitaments benyttelse	57
3.7.3	Incitamentskontrakt	61
3.7.4	Bonuskontrakt	62
3.7.5	Eksternaliteter	62
3.7.6	Infini gentaget spil	64
3.7.7	Erstatning i kontrakt og kontraktbrud	66
3.7.8	Risikoaversion	67
3.7.9	Den optimale risikoallokering imellem agenten og principalen	68
3.7.10	Den optimale misligholdsbeføjelse i en kontrakt	70
3.8	Allokering af risikoen for en tabsgivende disposition i kontrakt	72
3.8.1	Allokering af risikoen for en tabsgivende disposition til agenten	73
3.8.2	Allokering af risikoen for en tabsgivende disposition til principalen	75
3.9	Økonomisk delkonklusion	76
4	Kapitel 4 - Integreret analyse	80
4.1	Strategisk kontrahering	80
4.2	Forskelle mellem konventionel og strategisk kontrahering	81
4.2.1	Udvælgelse af en kontraktpart	81
4.2.2	Samarbejde mellem de kontraherende parter	81
4.2.3	Risikodeling i kontraktforhold	82
4.2.4	Trusler der påvirker pengeinstituttets ledelse	83
4.2.5	Investering i kontraktforholdet	84
4.2.6	Konfliktløsningsklausuler i kontrakten	86
4.2.7	Afsluttende bemærkninger om strategisk kontrahering	87

4.3	Introduktion til risikostyring	87
4.3.1	Formålet med at indføre lov om risikostyring i finansielle virksomheder	88
4.3.2	Ledelsens anvendelse af risikostyring	89
4.3.3	Risikostyring	89
4.3.4	Processen omkring risikostyring	91
4.3.5	Evaluering af muligheder	94
4.3.6	Minimering af asymmetrisk information	95
4.4	Vurdering af tiltag	95
4.5	Delkonklusion	96
5	Kapitel 5 - Konklusion	97
6	Kapitel 6 - Perspektivering	101
7	Kapitel 7 - Forkortelser	102
8	Kapitel 8 - Litteraturliste	103
8.1	Bøger	103
8.2	Artikler	105
8.3	Love og bekendtgørelser og vejledninger	106
8.4	Links til domsanalysens afgørelser	107
8.5	Links	108

Kapitel 1

1.1 Indledning

Den internationale finansielle krise tog sin begyndelse tilbage i sommeren 2007. Krisen udsprang af et fald i amerikanske subprime-lån¹ hvilket medførte tab på det amerikanske boliglånsmarked. Krisen eskalerede for alvor i 2008, hvor den velrenommerede investeringsbank Lehman Brothers indgav konkursbegæring². Dette skulle vise sig at være starten på en international finansiell krise der medførte en hidtil uset grad af svækket tillid til de finansielle markeder og pengeinstitutter. Pengeinstitutter verden over led alvorlige likviditetsproblemer, og balancen mellem udlån og likviditet blev altafgørende for et pengeinstituts overlevelse. Krisen krævede regeringers indgriben verden over. I Danmark medførte den alvorlige situation i efteråret 2008, at den danske regering lancerede Bankpakke I, der indebar en 2-årig statsgaranti for pengeinstitutternes indskydere og kreditorer. Foruden bankpakken var et af regeringstiltagene, at oprette et statsligt afviklingsselskab, Finansiell Stabilitet. Otte danske pengeinstitutter blev overtaget af Finansiell Stabilitet i denne garantiperiode, herunder Capinordic Bank³.

De egentlige årsager til pengeinstitutternes økonomiske sammenbrud skulle granskes. Utallige advokatundersøgelser, revisioner og redegørelser skulle belyse, hvorvidt der forelå grundlag for, at gøre erstatningsretlige krav gældende mod medlemmerne af pengeinstitutternes ledelse. Det blev et spørgsmål om hvorvidt de nødlidende pengeinstitutters ledelse havde handlet med den nødvendige agtpågivenhed og varetaget pengeinstituttets interesse, særligt når det drejede sig om risikobetonede dispositioner. Det kulminerede i en række retsopgør. Retsopgørene trækker spor helt frem til i dag, mere end et årti efter krisens begyndelse, hvilket blot illustrerer hvor stort et tag den finansielle krise fik på den finansielle sektor. Det er interessant at undersøge ansvarsbedømmelsen af direktion- og ledelsesmedlemmer i pengeinstitutter, lovgivningen på området og ligeledes analysere hvordan de økonomiske effekter af en tabsgivende disposition påvirker parterne. Afslutningsvist er det relevant at belyse, hvorvidt parternes adfærd kan påvirkes. Dette leder frem til denne afhandlings problemstillinger.

1.2 Juridisk problemstilling

Hvilke adfærdsnormer kan der udledes fra retspraksis i ansvarsbedømmelsen for et “forsvarligt beslutningsgrundlag” for direktion- og bestyrelsesmedlemmer i pengeinstitutter?

¹ Kvartalsoversigt fra Nationalbanken, 3. kvartal 2011, s. 80

² Kvartalsoversigt fra Nationalbanken, 3. kvartal 2011, s.80

³ Kvartalsoversigt fra Nationalbanken, 3. kvartal 2011, s.81

1.3 Økonomisk problemstilling

Hvilke økonomiske effekter opleves på baggrund af en tabsgivende disposition uden for og i kontrakt og hvorledes kan parterne i et kontraktforhold allokere risikoen for en tabsgivende disposition på baggrund af Coase-teoremet?

1.4 Integreret problemstilling

Hvilke tiltag kan der foretages for at optimere adfærden hos direktion- og bestyrelsesmedlemmer i pengeinstitutter?

1.5 Synsvinkel

I afhandlingen anvendes virksomheden som synsvinkel, hvor virksomhedens indbyrdes kontrahering udgør analyseniveauet. Formålet med denne synsvinkel er, at forbedre samarbejdsforholdet mellem aktionærerne og ledelsen i et pengeinstitut, ved at afdække effekterne af parternes risici og incitamenter i kontraktforholdet. Både aktionærernes og ledelsens synsvinkel inddrages med henblik på at skabe fælles værdimaksimering i kontraktforholdet, da begge parter har mulighed for at præge kontraktens udfald med afsæt i parternes indbyrdes risici og incitamenter.

1.6 Struktur

Herunder en gennemgang af afhandlingens struktur. Strukturafsnittet indeholder en gennemgang af afhandlingens struktur inddelt i henholdsvis en juridisk, økonomisk og integreret analyse.

1.6.1 Juridisk struktur

Den juridiske problemstilling besvares i kapitel 2, hvor der foretages en analyse af ansvarsgrundlaget for direktion- og bestyrelsesmedlemmer i pengeinstitutter. Dette sker ved inddragelse af culpa- og professionsansvaret, for at udlede gældende ret på området. Indledningsvist beskrives ledelsesstrukturen i et pengeinstitut, samt hvilke krav og opgaver direktion- og bestyrelsesmedlemmer er underlagt. Herefter beskrives hvilke retskilder direktion- og bestyrelsesmedlemmer er underlagt, såfremt medlemmerne som led i deres stilling handler ansvarspådragende og pådrager pengeinstituttet et tab. Afslutningsvist analyseres det hvilke adfærdsnormer der kan udledes af retspraksis i ansvarsbedømmelsen af direktion- og bestyrelsesmedlemmer i forbindelse med de adfærdsnormer der udgør et “forsvarligt beslutningsgrundlag”.

Tre afgørelser inddrages, henholdsvis Capinordic Bank-, Amager Bank- og Roskilde Bank-afgørelserne, for at udlede hvilke adfærdsnormer direktion- og bestyrelsesmedlemmer er underlagt, når disse handler ansvarspådragende og pådrager pengeinstituttet et tab. I domsanalyserne af de tre afgørelser analyseres det, hvorvidt en skærpet culpanorm kan udledes af adfærdsnormerne for et “forsvarligt beslutningsgrundlag”, samt hvilke adfærdsnormer for et “forsvarligt beslutningsgrundlag” der kan udledes i enkelte låneengagementer i de tre afgørelser.

1.6.2 Økonomisk struktur

Kapitel 3 er inddelt i tre dele, hvor første del berører en analyse af hvilke økonomiske effekter en tabsgivende disposition uden for kontrakt medfører for parterne. Dette sker med inddragelse af parternes incitamenter under forskellige ansvarsregler, for at belyse hvilke effekter reglerne medfører for parterne.

Anden del af kapitel 3 er en analyse af, hvilke økonomiske effekter en tabsgivende disposition i en kontrakt medfører for kontraktparterne, herunder belysning af parternes incitamenter og risikopræferencer. Indledningsvist inddrages principal/agent-teorien for at analysere, hvilke økonomiske effekter teorien medfører for en optimal kontrakt. Ligeledes inddrages spilteori på baggrund af Grim trigger-strategien hvilket belyser, hvilke økonomiske incitamenter parterne gives til at afbryde kontraktforholdet. Herefter inddrages A. Michell Polinksys teori vedrørende kontraktbrud der analyseres i lyset af forskellige kontraktklausuler.

Afslutningsvist berører del tre en analyse af, hvorvidt parterne ved kontrahering kan allokere risikoen for en tabsgivende disposition optimalt mellem parterne på baggrund af Coase-teoremet uden inddragelse af lovgivning.

1.6.3 Integreret struktur

I kapitel 4 beskrives to forskellige tiltag der kan optimere direktion- og bestyrelsesmedlemmers adfærd. Indledningsvist beskrives strategisk kontrahering og hvorledes denne kontraheringsform adskiller sig fra den konventionelle kontrahering. Under gennemgangen knyttes der kommentarer til hvorledes strategisk kontrahering kan anvendes i kontraktforholdet mellem pengeinstituttets direktion- og bestyrelsesmedlemmer og dets aktionærer.

Foruden at nævne strategisk kontrahering forklares risikostyring, både med henblik på at beskrive selve risikostyringsprocessen og hvorledes risikostyring kan anvendes i et pengeinstitut til at optimere ledelsens adfærd. Der foretages foruden en gennemgang af loven på området samt de tiltag der er foretaget i denne forbindelse.

1.7 Metode

Herunder beskrives afhandlingens anvendte metoder indenfor de forskellige kapitler. Afhandlingen er opdelt i henholdsvis et juridisk, økonomisk og integreret kapitel.

1.7.1 Juridisk metode

Den juridiske analyse er udarbejdet med afsæt i den realistiske retsteori, hvor der i afhandlingens analytiske gennemgang af direktion- og bestyrelsesansvaret i pengeinstitutter og i analysen af ledelsens adfærdsnormer for et “forsvarligt beslutningsgrundlag” anvendes den retsdogmatiske metode⁴.

I den retsdogmatiske metode behandles følgende retskildegrupper - regulering, retspraksis, sædvaner og forholdets natur⁵ for at udlede gældende ret for direktion- og bestyrelsesmedlemmers erstatningsansvar i pengeinstitutter. Dette sker ved en analytisk gennemgang af adfærdsnormerne for et “forsvarligt beslutningsgrundlag”. Analysen sker med afsæt i de situationer, hvor en direktion eller bestyrelse foretager en ansvarspådragende handling eller undladelse der pådrager pengeinstituttet et tab⁶.

I konklusionerne af den juridiske analyse anvendes retskildelæren, hvor der ikke forefindes en rangorden mellem de fire anvendte retskildegrupper, når den juridiske problemstilling besvares i konklusionen. Herunder belyses metoden for de fire anvendte retskildegrupper.

1.7.1.1 Regulering

I den juridiske analyse inddrages Selskabsloven (SEL) og Lov om finansiel virksomhed (FIL). FIL anvendes som en lex specialis til SEL og har forrang for SELs anvendelse i situationer, hvor FIL hjemler en specielregel der erstatter en lovregel af general karakter i SEL⁷. Først inddrages SELs og FILs lovregler om de selskabskrav der kræves af et pengeinstitut, samt en gennemgang af de krav og opgaver direktion- og bestyrelsesmedlemmer er underlagt i et pengeinstitut. Af de lovpligtige direktion- og bestyrelsesopgaver jf. FILs bestemmelser, har Finanstilsynet (FT) fastsat nærmere lovregler i Ledelsesbekendtgørelsen BEK nr. 1026 af 30/06/2016 senere ændret ved BEK nr. 710 af 08/07/2019. Ligeledes inddrages BEK 2004-09-01 nr. 904 om koncerninterne transaktioner i den juridiske analyse for at belyse, hvilke krav der er fastsat, såfremt et pengeinstitut skal foretage koncerninterne transaktioner.

⁴ Østergaard, K, (2003), s. 276

⁵ D.Tvarnø, C & M.Denta, S, (2015), s. 50

⁶ D.Tvarnø, C & M.Denta, S, (2015), s. 50

⁷ D.Tvarnø, C & M.Denta, S, (2015), s. 38

Herefter inddrages SEL § 361, stk. 1 der beskriver den generelle lovregel om ansvaret for direktion- og bestyrelsesmedlemmer. Erstatningsansvarsloven (EAL) nævnes kort, da EAL indeholder en bestemmelse jf. EAL § 24, stk. 1 om nedsættelse eller bortfald af et erstatningsansvar.

1.7.1.2 Retspraksis

I dansk ret er erstatningsreglen for kapitalselskabers direktion- og bestyrelsesmedlemmer hovedsageligt udviklet gennem domstolspraksis⁸, da SEL § 361, stk. 1 ikke beskriver den gældende adfærdsnorm for en ansvarspådragende handling eller undladelse.

I den juridiske analyse inddrages retspraksis fra Byretten, Østre Landsret (ØLR) og Højesteret, når direktion- og bestyrelsesmedlemmernes adfærdsnorm for et "forsvarligt beslutningsgrundlag" analyseres. Analysen inddrager domsanalyser af Capinordic Bank-, Amager Bank- og Roskilde Bank-afgørelserne. Byrettens, ØLRs og Højesterets præmisser i de tre afgørelser anvendes i den juridiske analyse til besvarelse af den juridiske problemstilling angående vurderingen af, hvilke adfærdsnormer der udgør et "forsvarligt beslutningsgrundlag". Adfærdsnormerne udledes på baggrund af, når direktion- og bestyrelsesmedlemmer bevilliger lån eller foretager koncerninterne transaktioner. I domsanalyserne kan det udledes, at domstolene i Amager Bank- og Roskilde Bank-afgørelserne tiltræder ØLRs og Højesterets præmisser af adfærdsnormerne for et "forsvarligt beslutningsgrundlag" i Capinordic Bank-afgørelserne. Præmisserne tillægges høj præjudikatværdi i problemstillingens juridiske konklusion.

Præmisserne der udledes af Byrettens, ØLRs og Højesterets afgørelser inddrages for at vurdere, hvorvidt en overtrædelse af FILs bestemmelser udgør adfærdsnormerne for et "forsvarligt beslutningsgrundlag". Dette med henblik på at vurdere, om direktion- og bestyrelsesmedlemmer er underlagt en skærpet culpanorm. En vurdering af det forretningsmæssige skøn foretages, for at undersøge om et kvalificeret og forsvarligt beslutningsgrundlag iagttages, når direktion- og bestyrelsesmedlemmer ikke iagttager FILs lovregler om kreditpolitik, funktionsadskillelse, forretningsorden, vækststrategi mv. Herefter vurderes det, om direktion- og bestyrelsesmedlemmer handler ansvarspådragende i enkelte låneengagementer, således at adfærdsnormerne for et "forsvarligt beslutningsgrundlag" udledes af gældende ret.

1.7.1.3 Retssædvaner og forholdets natur

I afhandlingen beskrives retssædvanerne - culpa- og professionsansvaret, for at undersøge hvilke betingelser der medfører, at direktion- og bestyrelsesmedlemmer handler ansvarspådragende. I den juridiske analyse inddrages retsgrundsætningen "det forretningsmæssige skøn" hvilket også kaldes "the business judgment rule". Retsgrundsætningen er ikke nedskrevet i dansk ret men er etableret gennem retspraksis, og har betydning for løsningen af afhandlingens juridiske problemstilling⁹. Der foretages en deskriptiv beskrivelse af det

⁸ Von Eyben & Isager, B & H, (2015), s. 43

⁹ D. Tvarnø, C & Maria Denta, S, (2015), s. 50

forretningsmæssige skøn, samt en analyse af de situationer hvor direktion- og bestyrelsesmedlemmerne tilsidesætter det forretningsmæssige skøn i enkelte låneengagementer.

1.7.2 Økonomisk metode

Denne afhandlings økonomiske analyse tager sit udgangspunkt i den ny institutionelle metode. Denne metodes grundlag indebærer opfattelsen af individet som begrænset rationel, egennyttemaksimerende og reciprok af natur. Analyseniveauet i afhandlingen er virksomheden, hvor metoden anvendes som et redskab til at forklare og forudsige individets adfærd og beslutninger¹⁰. Da individet er begrænset rationel, medfører dette, at individerne i afhandlingen er underlagt imperfekt og asymmetrisk information. Da individet handler i egeninteresse, medfører dette opportunistisk adfærd¹¹. Parterne kan formindske erkendelsen af den begrænsede rationalitet ved at indhente yderligere information, såfremt denne information er tilgængelig¹². Dog kan dette medføre øgede transaktionsomkostninger for parterne¹³.

I afhandlingens tre økonomiske dele forefindes der afvigelser af parternes informationsniveau, antagelser og risikopræferencer, hvorefter en belysning af afvigelserne i de anvendte økonomiske teorier i afhandlingen beskrives herunder.

Økonomisk metode del 1

1.7.2.1 Uden for kontrakt

I første del af den økonomiske analyse inddrages Steven Shavells erstatningsteori¹⁴ til besvarelse af første del af problemstillingen. I analysen introduceres en skadevolder og en skadelidt der begge er risikoneutrale. Skadevolderen handler rationelt og egennyttemaksimerende med udgangspunkt i at reducere sine egne omkostninger¹⁵. Teorien anvendes til belysning af følgende ansvarsregler for en tabsgivende disposition uden for kontrakt - 1) Intet ansvar, 2) Objektivt ansvar og et 3) Culpaansvar.

I analysen af de tre ansvarsregler antages det, at det kun er skadevolderen der har mulighed for at vælge et agtpågivenhedsniveau, og at skadevolderens valg af agtpågivenhed medfører en tabsgivende disposition med en given sandsynlighed¹⁶. I denne teori vælger skadelidte ikke et agtpågivenhedsniveau og skadelidte har ikke

¹⁰ Østergaard, K, (2014), s. 9.

¹¹ Østergaard, K, (2014), s. 10

¹² Østergaard, K, (2003), s. 273

¹³ Østergaard, K, (2003), s. 273

¹⁴ Shavell, S, (2002), kap. 1, s. 2

¹⁵ Eide, E & Stavang, E, (2008), s. 236

¹⁶ Eide, E & Stavang, E, (2008), s. 235

mulighed for at ændre sandsynligheden for skadens indtræden. Parterne er underlagt fuldkommen information. Dog besidder parterne imperfekt information om hinandens valg af strategi.

I første del af den økonomiske analyse anvendes Kaldor Hicks-kriteriet som optimalitetskriterium¹⁷. Ligevægten udledes hvor der ses en maksimal gevinst til samfundet. I ligevægten er der ikke taget hensyn til de involverede parter¹⁸. Kaldor Hicks-kriteriet fremgår i den økonomiske analyse som en funktion af parternes samlede forventede nytte. På baggrund af kriteriet belyses det, hvilke økonomiske effekter der i ex ante-perspektivet kan forøge parternes forventede nytte.

Økonomisk metode del 2

1.7.2.2 I kontrakt

I anden del af den økonomiske analyse er det antaget, at aktionærerne i pengeinstituttet repræsenterer en gruppe ligestillede personer med ens interesser. For enkelthedens skyld antages det, at én aktionær repræsenterer den samlede gruppe af aktionærer og betegnes herefter *aktionæren*. På samme måde antages det, at den samlede ledelse repræsenteres af én leder, herefter *lederen*.

Del to i den økonomiske analyse er baseret på antagelsen om, at aktionæren i pengeinstituttet agerer som principal overfor lederen i pengeinstituttet. Lederen defineres som agent. Både principal og agent er rationelle i deres adfærd og begge er egennyttemaksimerende af natur. Principal/agent-teorien inddrages for at beskrive, hvilke incitamenter parterne besidder i kontraktforholdet, samt hvilke økonomiske effekter der fører til en optimal kontrakt givet agentens agtpågivenhedsindsats. Det antages, at principalen ønsker at gevinstmaksimere og at agenten ønsker at egennyttemaksimere¹⁹. Det antages, at parterne evner at iagttage hinandens handlinger og handler på dem i de efterfølgende spil.

Parterne er underlagt fuldkommen information, dvs. at begge parter er bekendte med hinandens strategier og nytten ved hver strategi. I de tilfælde hvor principalen tilbyder agenten en kontrakt, er principalen ikke vidende om hvilken strategi agenten vælger. Principalen er underlagt imperfekt information og agenten er underlagt perfekt information. Dette understøttes af, at agenten først vælger sin strategi efter, at principalen tilbyder agenten en kontrakt.

Situationen der beskriver forholdet mellem principal og agent kendetegnes ved, at principalen er underlagt asymmetrisk information. Principalen vil nødvendigvis altid have mindre viden sammenlignet med agenten

¹⁷ Shavell, S, (2002), kap. 1, s. 2

¹⁸ Eide, E & Stavang, E, (2008) s. 36.

¹⁹ Østergaard, K, (2014), s. 10

om agentens valg af agtpågivenhedsindsats. Dette defineres som *Moral Hazard* i den økonomiske teori og opleves i ex ante- og ex post-perspektivet af kontraktindgåelsen²⁰.

1.7.2.3 Infinit gentaget spil og Grim trigger-strategi

Den situation i principal/agent-teorien der simuleres indledningsvist tager sit udgangspunkt i en situation, hvor begge parter ønsker at indgå i et indbyrdes kontraktforhold i al evighed såfremt, at det er profitabelt for begge parter. Situationen beskrives først ved anvendelse af teorien om gentaget infinit spil, hvor der ikke eksisterer et termineringstidspunkt for kontraktforholdet og den effekt dette har på parterne. Situationen bygger på antagelsen om, at begge parter er nyttemaksimerende og har incitament til at blive i kontraktforholdet, såfremt dette maksimerer parternes nytte.

Herefter simuleres en situation der tager sit udgangspunkt i spilteori med afsæt i Grim trigger-strategien, hvor det belyses, hvorvidt parterne har incitament til at afbryde kontraktforholdet såfremt der er en sandsynlighed for at der er et termineringstidspunkt, samt hvilke økonomiske effekter der afledes heraf. Antagelserne fra spilteori-teorien, fangernes dilemma, anvendes, når agentens incitamenter og opportunistiske adfærd for at afbryde kontraktforholdet belyses. Her vurderes de økonomiske effekter af sandsynligheden for at parternes spil gentager sig. Parterne er i dette spil underlagt fuldkommen information. Parterne er underlagt imperfekt information, dvs. at parterne ikke har kendskab til hinandens valg af strategi.

Afslutningsvist inddrages A. Mitchell Polinksys teori om det optimale kontraktbrud. Det analyseres, hvilke incitamenter der kan opnås under forskellige ansvars klausuler på baggrund af parternes risikopræferencer. De tre klausuler der inddrages er - 1) positiv opfyldelsesinteresse, 2) naturalopfyldelse og 3) konventionalbod.

I analysen anvendes optimalitetskriteriet - pareto, hvor parterne i det indbyrdes forhold ved kontrahering kan aftale en optimal allokering af risikoen for en tabsgivende disposition²¹. I analysen anvendes begrebet pareto-forbedring. Markedet er efficient, såfremt mindst en af parterne i kontrakten får et bedre udfald, simultant med at den anden part ikke stilles ringere²².

Økonomisk metode del 3

1.7.2.4 Allokering af risikoen i kontrakten for en tabsgivende disposition

I del tre i den økonomiske analyse anvendes principal/agent-teorien med inddragelse af Coase-teoremet, for at vurdere hvorvidt parterne kan allokere risikoen for en tabsgivende disposition optimalt i kontrakten uden inddragelse af lovgivning. Her belyses de økonomiske effekter i allokeringen af risikoen til agenten eller principalen med afsæt i parternes adfærd, incitament og risikopræference. Denne analyse gennemføres for at

²⁰ Hendrikse, G, (2003) s. 92

²¹ Eide, E & Stavang, E, (2008), s. 35

²² Eide, E & Stavang, E, (2008), s. 35

vurdere om allokeringen af risikoen i kontrakten mellem principal og agent kan accepteres ud fra et samfundsoptimalt synspunkt, hvor skadelidte altid kompenseres for en tabsgivende disposition. I vurderingen heraf inddrages agentens opportunistiske adfærd, såfremt principalen har foretaget relationsspecifikke investeringer i agenten. Såfremt principalen har foretaget relationsspecifikke investeringer i agenten, kan det medføre, at agentens forhandlingsstyrke forøges. Dette har indflydelse på den optimale allokering af risikoen for en tabsgivende disposition i ex ante- og ex post-perspektivet i kontraktindgåelsen.

Af Coase-teoremet kan det udledes, at principalen og agenten kan aftale en efficient allokering af risikoen for en tabsgivende disposition uden en initial fordeling af risikoen²³. Såfremt der er lave eller ingen transaktionsomkostninger, vil parternes forhandling medføre en pareto-optimal kontrakt der indeholder en optimal kombination af risici og incitament²⁴.

1.7.3 Erhvervsjuridisk metode

I dette kapitel vil der med udgangspunkt i retsdogmatikken og den ny institutionelle økonomiske metode være rettet fokus på en mere erhvervsjuridisk tilgang til kontraheringen mellem pengeinstituttets ledelse og dens aktionærer.

Ved antagelserne i den retsdogmatiske metode forudsiges der, at der ved brug af retskilderne, altid vil udledes samme resultat. Ved brug af økonomisk teori indenfor den ny institutionelle tankegang er der fokus på den traditionelle kontraheringsmåde, hvor det primære fokus vedrører risiko- og rettighedsallokering, såfremt der ikke sker opfyldelse af kontrakten mellem to parter²⁵:

*”Grundlæggende handler det om egen risikosikring, således at forskellige typer af risici i videst muligt omfang overføres til medkontrahenten”*²⁶

(Østergaard, 2014)

Netop den måde at anskue kontraktforholdet mellem pengeinstituttets ledelse og dens aktionærer er gennemgået i den økonomiske analyse. Et anderledes synspunkt ses undertiden af et voksende antal professorer²⁷, hvor en anderledes tilgang til kontraktkontrahering er anvendt. Dette kaldes strategisk kontrahering, og adskiller sig fra den traditionelle reaktive kontrahering ved at have fokus på proaktive klausuler og forholdet mellem parterne, hvor den konventionelle kontrahering tager udgangspunkt i Kaldor

²³ Eide, E & Stavang, E, (2008), s. 129

²⁴ Eide, E & Stavang, E, (2008), s. 129

²⁵ Østergaard, K., (2014), s. 6

²⁶ Østergaard, K., (2014), s. 6

²⁷ Østergaard, K., (2014), s. 8

Hicks efficiens. Strategisk kontrahering fokuserer på relationsrenten mellem de kontraherende. Proaktiv kontrahering beskrives bl.a. som følger:

”En proaktiv klausul afventer ikke, men forsøger at foregribe og aktivt fremme det, der er ønskeligt, samtidig med juridiske risici søges undgået, for derved at opnå forretningsmæssig succes.”²⁸

(Henschel, 2014)

Anvendelsen af strategisk kontrahering og denne synsvinkel på to parter kontrahering baseres på den erhvervsjuridiske metode²⁹, hvor retsdogmatik og økonomi tilsammen danner rammen for hvordan virksomhedens beslutningsgrundlag optimeres med henblik på at virksomheden kan gevinstmaksimere³⁰. Strategisk kontrahering er karakteriseret ved fokus på relationsrenten mellem de kontraherende ved brug af reaktive såvel som proaktive klausuler i kontrakten, baseret på at parterne gennem komplementære ressourcer og strategisk fit beskytter den vidensdeling og investering der er foretaget mod opportunistisk adfærd fra en part.

Foruden at beskrive hvordan strategisk kontrahering kan påvirke to parter i et kontraktforhold med henblik på at optimere adfærd, gennemgås herefter en anden metode at adressere risici på. Risikostyringsproces er gennemgået i relation til udgangspunktet for denne afhandling. Dette sker med afsæt i de love og bekendtgørelser der gælder på området for den finansielle sektor. De forskellige bestemmelser for henholdsvis direktion- og bestyrelsesmedlemmer gennemgås, og der foretages en fortolkning af bestemmelsernes formål. Dette er særligt med henblik på at kunne besvare problemstillingen der vedrører, hvilke tiltag der kan foretages for at optimere ledelsens adfærd.

1.7.4 Afgrænsning

I den juridiske analyse er det udelukkende erstatningsansvaret for direktion- og bestyrelsesmedlemmer i pengeinstitutter i Danmark der analyseres, hvorefter der afgrænses for belysning af kapitalejers, granskingsmænds, ejerbogsfører og revisors ansvarsgrundlag og andre landes ansvarsregler. I analysen af erstatningsansvaret for direktion- og bestyrelsesmedlemmer i pengeinstitutter, rettes der fokus på ansvarsgrundlaget og de adfærdsnormer direktion- og bestyrelsesmedlemmer er underlagt i bedømmelsen af et “forsvarligt beslutningsgrundlag” hvorefter, at de øvrige erstatningsbetingelser ikke belyses i analysen af de tre afgørelser.

I analysen af de tre afgørelser afgrænses der for belysning af de låneengagementer der ikke positivt opregnes i de tre domsanalyser. Der er yderligere afgrænset for situationer, hvor tredjemand, kapitalejere eller indlånere

²⁸ Østergaard, K, (2014), s. 9

²⁹ Østergaard, K, (2003), s.280, afsnit 4.3.

³⁰ Østergaard, K, (2014), s. 8

i et pengeinstitut pådrages tab som følge af direktion- og bestyrelsesmedlemmers ansvarspådragende handlinger og undladelser. Afslutningsvist afgrænses der for inddragelse af strafferetlige bestemmelser, samt indflydelse og betydning af direktion- og bestyrelsesansvarsforsikring.

Den økonomiske analyse tager sit udgangspunkt i den ny institutionelle metode, hvorfor afgrænses der for inddragelse af andre forskningsprogrammer. Dette begrundes i, at det ny institutionelle perspektiv er ideelt til at belyse og besvare den økonomiske problemstilling. I afhandlingens økonomiske analyse afgrænses der for belysning af direktion- og bestyrelsesansvarsforsikring, og de effekter det medfører parterne.

For at analysere hvilke tiltag der kan foretages med henblik på at påvirke ledelsens adfærd i det integrerede kapitel gennemgås blot to strategier, med fokus på kontrakter og kontrol i form af risikostyring. Der afgrænses for at inddrage flere strategier for tiltag, af hensyn til at kunne beskrive de to anvendte metoder på et mere detaljeret plan.

Kapitel 2 - Juridisk analyse

2.1 Retsgrundlaget

Retsgrundlaget for kapitalsselskaber i Danmark er Selskabsloven, bekendtgørelse af lov om aktie- og anpartsselskaber LBK nr. 763 af 23/07/2019, herefter SEL. SEL finder anvendelse for kapitalsselskaber jf. SEL § 1, stk. 1, 1 pkt., hvorefter pengeinstitutter er omfattet af SELs bestemmelser jf. SEL § 1, stk. 1, 1. pkt. Udover SEL er pengeinstitutter omfattet af lov om finansiel virksomhed, bekendtgørelse af lov om finansiel virksomhed LBK nr. 937 af 06/09/2019, herefter FIL jf. FIL § 1, stk. 1, 1 pkt. jf. FIL § 5, stk. 1, nr. 1, litra a. Der foreligger et krav til, at pengeinstitutter skal organiseres som et aktieselskab jf. FIL § 12, stk. 1, 1. pkt. Der foreligger ligeledes et lovreguleret krav om, at ledelsesstrukturen i pengeinstitutter jf. FIL § 12, stk. 2, 1 pkt., skal være repræsenteret af en direktion og en bestyrelse.

Pengeinstitutter er omfattet af FILs bestemmelser jf. FIL § 1, stk. 1, 1. pkt., pengeinstitutter er dermed underlagt en række lex specialisregler i FIL der går forud for SELs bestemmelser³¹. Det påpeges, at lex specialisreglerne i FIL med tilknytning til pengeinstitutters drift og organisation, samt direktion- og bestyrelsesmedlemmernes opgaver jf. FIL §§ 64-116 ikke er direkte afvigelser til SEL men i stedet supplerende bestemmelser til SEL. Dette understøttes af, at pengeinstitutter allerede er underlagt SELs bestemmelser på baggrund af kravet om, at pengeinstitutter skal stiftes som et aktieselskab jf. FIL § 12, stk. 1, 1. pkt.³², hvorefter at bestemmelserne i FIL ikke tilsidesætter SELs bestemmelser.

³¹ Schaumburg-Müller, P og Werlauff, E, (2017), s. 148

³² Schaumburg-Müller, P og Werlauff, E, (2017), s. 148

Ledelsesbekendtgørelsen BEK nr. 1026 af 30/06/2016³³ er udarbejdet af FT med hjemmel i FIL §§ 65, stk. 2, 70, stk. 7, og § 71, stk. 3. FT har hjemmel til at fastlægge retningslinjer som direktion- og bestyrelsesmedlemmer i pengeinstitutter skal iagttage. FT fastsætter med ovenstående hjemler specifikke regler om forretningsordens indhold i pengeinstitutter jf. FIL § 65, stk. 2. FT fastsætter ligeledes regler om direktion- og bestyrelsesmedlemmers opgaver i pengeinstitutter jf. FIL § 70, stk. 7, samt nærmere regler om hvilke foranstaltninger direktion- og bestyrelsesmedlemmer er underlagt i forbindelse med at sikre en effektiv form for virksomhedsstyring jf. FIL § 71, stk. 3.

FT agerer som et tilsynsorgan overfor pengeinstituttets samlede ledelse. Denne rolle som tilsynsorgan indebærer bl.a. at FT udstikker retningslinjer til pengeinstituttets ledelse jf. FIL § 1, stk. 3, 2. pkt., og §§ 65, stk. 2, 70, stk. 7, og § 71, stk. 3³⁴. Disse retningslinjer skal iagttages af ledelsen og anses for at udgøre en del af rollebeskrivelsen for både direktion- og bestyrelsesmedlemmer i et pengeinstitut.

2.2 Ledelsesstruktur og krav til direktion- og bestyrelsesmedlemmer i pengeinstitutter

I SEL er hjemlet en række generelle krav til et kapitalselskab der omhandler organisering af et aktieselskab, samt det centrale og øverste ledelsesorgans struktur og opgaver jf. SEL § 111, stk. 1, nr. 1 og SEL §§ 115, 117 og 118. Det centrale og øverste ledelsesorgan i et aktieselskab er bestyrelsen jf. SEL § 5, stk. 1, nr. 5, litra a og SEL § 6, stk. 1, litra a, jf. SEL § 111, stk. 1, nr. 1. Det er bestyrelsen af aktieselskabet der varetager den overordnede og strategiske ledelse, hvor kravene til et pengeinstituts organisation og opbygning skal iagttages³⁵.

I SEL § 111, stk. 1, nr. 1 er det beskrevet, at det er bestyrelsen der ansætter aktieselskabets direktion. I et aktieselskab stilles det skærpede krav til, at en direktør ikke må være - bestyrelsesformand, næstformand i aktieselskabets bestyrelse, samt at flertallet af bestyrelsen i aktieselskabet ikke må være en del af direktionen i kapitalselskabet jf. SEL § 111, stk. 1, nr. 1, 3. og 4. pkt. jf. FIL § 73, stk. 1. Med en ledelsesstruktur der består af en bestyrelse og en direktion udgør denne en tostrengt ledelsesstruktur, hvor bestyrelsen og direktionen som udgangspunkt leder selskabet³⁶. Da bestyrelsen udgør pengeinstituttets øverste ledelsesorgan, fungerer bestyrelsen som et tilsynsorgan overfor direktionen³⁷.

Udover SELs almindelig regel om ledelsesansvar jf. SEL § 361, stk. 1, er der yderligere fastsat krav til direktion- og bestyrelsesmedlemmerne i et pengeinstitut jf. FIL § 64, stk. 1, nr. 1-6. Denne bestemmelse opstiller specifikke krav til direktion- og bestyrelsesmedlemmers kompetencer, erfaring og omdømme, ud fra

³³ Senere ændret ved BEK nr. 710 af 08/07/2019

³⁴ Brenøe, T, Hjetting, M, Simonsen, M og Stadil, M, (2019), s. 1217, punkt. 4

³⁵ H.Jensen, C, J.Clausen, N, Jørgensen, T, D.Legind, N, W.Løfquist, M & G.Pedersen, H, (2013), s. 110

³⁶ Schaumburg-Müller, P og Werlauff, E, (2017), s. 154

³⁷ Schaumburg-Müller, P og Werlauff, E, (2017), s. 154

det princip der benævnes som ”Fit & Proper”-princippet³⁸. Vurderingen af om direktion- og bestyrelsesmedlemmer lever op til kravene, om til hver en tid at have tilstrækkelig egnethed, hæderlighed og kompetencer, sker ud fra en konkret vurdering af den pågældendes stilling i et konkret pengeinstitut³⁹. Det er ikke nærmere udpenslet hvilke kriterier den enkelte må leve op til i loven. Dog er der i bekendtgørelse om god skik for finansielle virksomheder⁴⁰ med hjemmel i FIL § 43, stk. 2 udstedt en række krav om, at den finansielle virksomhed må handle redeligt og loyalt overfor sine kunder, således at kunden har mulighed for at træffe beslutninger på et velinformeret grundlag jf. bekendtgørelsens § 3.

Det er FT som tilsynsorgan der løbende overvåger, hvorvidt ledelsen lever op til disse krav, og vurderingen tager udgangspunkt i og lægger vægt på hensynet om at opretholde samfundets tillid til den finansielle sektor⁴¹. Såfremt FT vurderer, at der er behov for et indgreb mod et direktion- eller bestyrelsesmedlem, foretager FT en subjektiv vurdering af direktion- eller bestyrelsesmedlemmets adfærd sammenholdt med kravene i FIL § 64, stk. 1, nr. 1-6, samt en proportionalitetsbetragtning der inddrager hensynet til offentlighedens tillid til den finansielle sektor⁴². I vurderingen inddrager FT i øvrigt de gældende forhold vedrørende den finansielle virksomheds størrelse og kompleksitet⁴³. Såfremt et ledelsesmedlem overtræder reglerne udstedt i medfør til FIL § 43, stk. 2, kan ledelsesmedlemmet pådrage sig et erstatningsansvar efter dansk rets almindelige regler jf. FIL § 43 a, stk. 1⁴⁴.

2.3 Direktion og bestyrelses opgaver i pengeinstitutter

Direktion- og bestyrelsesmedlemmer i pengeinstitutter er som nævnt tidligere underlagt reglerne i SEL, FIL og Ledelsesbekendtgørelsen. Særligt om direktion- og bestyrelsesmedlemmernes opgaver i pengeinstitutter finder SEL §§ 115 og 117, samt FIL §§ 70 og 71 anvendelse.

Bestyrelsens generelle opgaver er hjemlet i SEL § 115, stk. 1, nr. 1-5, hvor bestyrelsen varetager den overordnede strategiske ledelse af aktieselskabet. Bestyrelsen skal sikre en forsvarlig drift og organisation af aktieselskabets virksomhed jf. SEL § 115, stk. 1, 1. pkt.⁴⁵. Betingelserne for en forsvarlig organisation hjemles i FIL § 71, stk. 1, nr. 1-9, hvor en finansiell virksomhed skal have effektive former for virksomhedsstyring⁴⁶. Det fremgår af FIL § 71, stk. 1, nr. 1-9, at et pengeinstitut skal have effektive former for virksomhedsstyring, herunder jf. nr. 1: *”en klar organisatorisk struktur med en veldefineret, gennemskuelig og konsekvent*

³⁸ Christensen, H., Dolberg, S., Hove, S., Rostrup-Nielsen, P. & Stage, L, (2017), s. 154, afsnit 5.3

³⁹ Christensen, H., Dolberg, S., Hove, S., Rostrup-Nielsen, P. & Stage, L, (2017), s. 155

⁴⁰ BEK nr. 330 af 07/04/2016

⁴¹ Christensen, H., Dolberg, S., Hove, S., Rostrup-Nielsen, P. & Stage, L, (2017), s. 155

⁴² Christensen, H., Dolberg, S., Hove, S., Rostrup-Nielsen, P. & Stage, L, (2017), s. 155

⁴³ Christensen, H., Dolberg, S., Hove, S., Rostrup-Nielsen, P. & Stage, L, (2017), s. 156

⁴⁴ Schaumburg-Müller, P og Werlauff, E, (2017), s. 96

⁴⁵ H.Jensen, C, J.Clausen, N, Jørgensen, T, D.Legind, N, W.Løfquist, M & G.Pedersen, H, (2013), s. 107

⁴⁶ H.Jensen, C, J.Clausen, N, Jørgensen, T, D.Legind, N, W.Løfquist, M & G.Pedersen, H, (2013), s. 107

ansvarsfordeling”, og jf. nr.: 3 ”skriftlige forretningsgange for alle væsentlige aktivitetsområder”. De ni betingelser jf. FIL § 71, stk. nr. 1-9, er kumulative betingelser og skal iagttages når direktion- og bestyrelsesmedlemmer skal foretage en effektiv form for virksomhedsstyring⁴⁷. Bestyrelsen skal jf. FIL § 65, stk. 1 udarbejde en forretningsorden, hvor bestyrelsen udarbejder bestemmelser om udførelsen af deres hverv. De specifikke krav til udfærdigelse af forretningsordenen jf. FIL § 65, stk. 1 er præciseret i Ledelsesbekendtgørelsen bilag 6.

Udover at bestyrelsen skal sikre en effektiv virksomhedsstyring, indeholder FIL § 70, stk. 1, nr. 1-4 og stk. 2, nr. 1-4 krav til bestyrelsens overordnede og strategiske funktion. Bestyrelsen skal udarbejde skriftlige retningslinjer og politikker der dikterer direktionens og bestyrelsens strategiske funktion og arbejdsfordeling i pengeinstituttet⁴⁸. Bestemmelsen indebærer et krav om, at bestyrelsen skal fastlægge en risikoprofil for pengeinstituttet. Risikoprofilen skal udarbejdes på baggrund af, hvilke aktiviteter pengeinstituttet udfører, samt en vurdering af hvor store risici pengeinstituttet kan påtage sig jf. FIL § 70, stk. 1, nr. 1 og 2. Afslutningsvist skal der udformes politikker for, hvorledes pengeinstituttets enkelte aktiviteter styres og hvordan risikoprofilen opretholdes jf. FIL § 70, stk. 1, nr. 3.

På baggrund af disse udarbejdede politikker jf. FIL § 70, stk. 1, 1-4, skal bestyrelsen udforme skriftlige retningslinjer til direktionen jf. FIL § 70, stk. 2. Retningslinjerne skal som minimum indeholde de krav der er hjemlet jf. FIL § 70, stk. 2, nr. 1-4. Bestyrelsen skal jf. FIL § 70, stk. 2, bl.a. udarbejde skriftlige retningslinjer, hvor det beskrives, hvor stor en risiko direktionen må påføre pengeinstituttet jf. FIL § 70, stk. 2 nr. 1. Bestyrelsen skal afslutningsvist i de skriftlige retningslinjer til direktionen jf. FIL § 70, stk. 2, nr. 3 beskrive hvilke dispositioner der kræver bestyrelsens stillingtagen, samt hvilke dispositioner direktionen har hjemmel til at foretage som led i deres stillingsbetegnelse. I Ledelsesbekendtgørelsen §§ 6 og 7 har FT specificeret de krav, der er gældende for udarbejdelsen af skriftlige retningslinjer til direktionen med hjemmel i FIL § 70, stk. 7⁴⁹. Bestyrelsen skal løbende føre tilsyn med direktionens overholdelse af de udarbejdede retningslinjer jf. FIL § 70, stk. 5. Det er ligeledes et krav, at bestyrelsen løbende tager stilling til om pengeinstituttets risikoprofil, interne politikker og retningslinjer er forsvarlige jf. FIL § 70, stk. 3.

Direktionens opgaver er hjemlet i SEL § 117, stk. 1, hvor direktionen skal varetage den daglige ledelse i pengeinstituttet. Direktionen skal følge bestyrelsens udstykkede retningslinjer og politikker jf. FIL § 70, stk. 2, nr. 1-4. Det er ligeledes et krav, at direktionen implementerer retningslinjerne i pengeinstituttets daglige drift⁵⁰. Direktionen skal sikre og vurdere, at kapitalselskabets kapitalberedskab til enhver tid jf. SEL § 118,

⁴⁷ H.Jensen, C, J.Clausen, N, Jørgensen, T, D.Legind, N, W.Løfquist, M & G.Pedersen, H, (2013), s. 108

⁴⁸ Brenøe, T, Hjetting, M, Simonsen, M og Stadil, M, (2019), s. 396, punkt 1 og Schaumburg-Müller, P & Werlauff, E, (2017). s. 157.

⁴⁹ Schaumburg-Müller, P og Werlauff, E, (2017). s. 157

⁵⁰ H.Jensen, C, J.Clausen, N, Jørgensen, T, D.Legind, N, W.Løfquist, M & G.Pedersen, H, (2013), s. 117

stk. 2, 1. og 2. pkt., er forsvarligt og har tilstrækkelig med likviditet til at opfylde nuværende og fremtidige forpligtelser efterhånden som de forfalder.

Når direktionen varetager den daglige ledelse, omfatter deres hverv ikke dispositioner der efter kapitalselskabets forhold er af usædvanlig art eller af stor betydning jf. SEL § 117, stk. 1, 3. pkt. Direktionen kan kun foretage sådanne dispositioner efter særlig bemyndigelse fra bestyrelsen jf. SEL § 117, stk. 1, 4. pkt., 1. led. Dog kan direktionen foretage en disposition af usædvanlig art eller af stor betydning, såfremt dispositionen ikke kan afventes uden væsentlig ulempe for kapitalselskabets virksomhed jf. SEL § 117, stk. 1, 4. pkt., 2. led. Såfremt direktionen foretager en disposition af usædvanlig art, skal direktionen snarest underrette bestyrelsen jf. SEL § 117, stk. 1, 5. pkt. Direktionsmedlemmer må ikke indgå aftaler af større dispositioner med sig selv eller tredjemand på vegne af pengeinstituttet, såfremt direktionsmedlemmet har væsentlig interesse heri og dennes interesse er modstridende med pengeinstituttets egen interesse jf. FIL § 76, stk. 1⁵¹.

Afslutningsvis har FT jf. FIL § 181, stk. 1, nr. 1, fastsat nærmere retningslinjer for koncerninterne transaktioner der indgås mellem et pengeinstitut og selskaber der er direkte eller indirekte forbundet med pengeinstituttet. Reglerne er fastsat i BEK 2004-09-01 nr. 904, hvor der i et pengeinstitut skal udformes skriftlige og generelle retningslinjer for koncerninterne transaktioner jf. BEK om koncerninterne transaktioner § 5, stk. 1. Det beskrives i bekendtgørelsens § 4, stk. 1, at koncerninterne transaktioner som udgangspunkt skal foretages på markedsbaserede vilkår. Ligeledes skal koncerninterne transaktioner bevilliges med formål i selskabets egen interesse jf. SEL § 127, stk. 1.

2.4 Ansvarsgrundlaget

Direktion- og bestyrelsesmedlemmer i et pengeinstitut kan ifalde et erstatningsansvar som følge af retsstridige handlinger - ved tilsidesættelse af love, regler og vedtægter, samt for manglende handling i forbindelse med deres funktion og den adfærdsnorm de bør iagttage⁵². Dette indebærer, at det kontrolansvar og tilsyn som en bestyrelse udfører overfor direktionen i et pengeinstitut defineres som et undladelse- og passivitetssansvar. Nærmere specificeret, vil manglen på iagttagelsen af handlepligten medføre en ansvarspådragende handling⁵³. Medlemmer af direktion og bestyrelse i et pengeinstitut er underlagt dansks ret almindelige erstatningsgrundsætninger⁵⁴ og bedømmes efter dansk rets almindelige culparegel⁵⁵. Disse grundsætninger suppleres endvidere med de selskabsretlige ansvarsbestemmelser jf. SEL §§ 361-365⁵⁶, hvor

⁵¹ H.Jensen, C, J.Clausen, N, Jørgensen, T, D.Legind, N, W.Løfquist, M & G.Pedersen, H, (2013), s. 121

⁵² Stubkjær Andersen, K, (2011), s. 27, afsnit. 3 "Lovpligtige opgaver og pligter", 1. pkt.

⁵³ Stubkjær Andersen, K, (2011), s. 27, afsnit. 3 "Lovpligtige opgaver og pligter"

⁵⁴ Werlauff, E, (2016 -b), s. 610, 5. afsnit samt Schaumburg-Müller, P og Werlauff, E, (2017), s. 210

⁵⁵ Werlauff, E, (2016 -b) s. 611

⁵⁶ Werlauff, E, (2016 -b) s. 610

medlemmer af ledelsen i et pengeinstitut jf. SEL § 361, stk. 1, er pligtige til at erstatte de tab de pådrager selskabet ved en forsætlig eller uagtsom handling.

På baggrund af at der i SEL § 361, stk. 1 står beskrevet, at *“medlemmer af ledelsen”* er ansvarlige, er dette ikke ensbetydende med, at alle medlemmer af ledelsen er underlagt samme adfærdsnorm⁵⁷. Det skal vurderes, hvorvidt direktion- og bestyrelsesmedlemmerne har forskellige opgaver og funktioner i pengeinstituttet. Dette kan påvirke adfærdsnormen mellem parterne. Det kan udledes, at et direktionsmedlem er forpligtet til at øge detaljegraden af pengeinstituttets låneengagementer og verserende sager i højere grad end bestyrelsesmedlemmerne⁵⁸. Dette begrundes i, at bestyrelsen pålægges den overordnede strategiske ledelse i kapitalselskabet jf. SEL § 111, stk. 1, nr. 1, hvorimod direktionen pålægges varetagelsen af den daglige ledelse jf. SEL § 111, stk. 1, nr. 1, 2. pkt.⁵⁹. Da bestyrelsen pålægges at varetage den overordnede og strategiske ledelse af pengeinstituttet og løbende fører tilsyn med direktionen, konkluderes det, at bestyrelsesmedlemmerne kan bedømmes med en skærpet adfærdsnorm, såfremt bestyrelsen forsømmer tilsynsfunktionen⁶⁰.

En bestyrelsesformand er underlagt en række særlige opgaver hvilket kan medføre, at bestyrelsesformanden står nærmere et erstatningsansvar end andre medlemmer af bestyrelsen⁶¹. Såfremt direktion- eller bestyrelsesmedlemmer ifalder et erstatningsansvar kan der ske lempelse af erstatningen for enkelte medlemmer, når det *“findes rimeligt under hensyn til skyldgraden, skadens størrelse og omstændighederne i øvrigt”* jf. SEL § 363, stk. 1. I EAL § 24, stk. 1 hjemles ligeledes en lempelsesregel, hvor en lempelse eller bortfald af et erstatningsansvar kan påberåbes, *“hvis ansvaret vil virke urimeligt tyngende eller hvis ganske særlige omstændigheder i øvrigt gør det rimeligt”* at lempe erstatningsansvaret⁶².

I vurderingen af direktion- og bestyrelsesansvaret er det de almindelige erstatningsansvarsbetingelser der anvendes, dvs. betingelsen om at der skal være tale om et dokumenteret økonomisk tab som følge af en erstatningsansvarspådragende handling eller undladelse, og at der består en årsagssammenhæng mellem det dokumenterede økonomiske tab og disse handlinger. Ligeledes skal det pågældende tab være en påregnelig følge af den erstatningsansvarspådragende adfærd. Afslutningsvist skal skadelidte iagttage tabsbegrænsningspligten og skadelidte må ikke have udvist egen skyld⁶³.

I professionelle forhold kan ansvarsgrundlaget for et tab være strengere end et culpaansvar. Denne adfærdsnorm kaldes et professionsansvar og betegnes som et skærpet culpaansvar. Et af karakteristikaene for

⁵⁷ Werlauff, E, (2016 -a), s. 20

⁵⁸ Werlauff, E, (2016 -a), s. 20

⁵⁹ Werlauff, E, (2016 -a), s. 20

⁶⁰ Werlauff, E, (2016 -a), s. 20

⁶¹ Werlauff, E, (2016 -a), s. 20

⁶² Werlauff, E, (2016 -a), s. 20

⁶³ Fode, C, (2020), s. 84

professionsansvaret er, at der i ansvarsbedømmelsen gælder en særlig professionsmålestok⁶⁴. Dette betyder, at en professionel udøver indenfor en bestemt arbejdsprofession, bedømmes efter den adfærdsnorm der gælder for samme professionsområde. Denne adfærdsnorm beskrives som følgende: ”*hvordan en fagmand ville have optrådt i sit hverv*”⁶⁵. Såfremt udøvere er underlagt en professionsnorm, skal udøvere af den pågældende profession iagttage god skik i deres hverv. God skik kan følge af brancheetiske regler eller lovgivning der er et udtryk for en sædvanlig fastlæggelse af kravene til en forsvarlig professionsudøvelse⁶⁶. Såfremt en professionsudøver ikke iagttager god skik i deres hverv og handler ansvarspådragende, kan professionsudøveren ikke fritages for et erstatningsansvar⁶⁷.

Det er ikke statueret, at direktion- og bestyrelsesmedlemmer i pengeinstitutter er underlagt en adfærdsnorm for et professionsansvar. Til denne påstand er knyttet kommentaren om professionsansvarets karakteristika i form af et skærpet ansvar og at der ved overtrædelse af professionelle faglige normer ikke er gjort brug af individuelle undskyldningsgrunde ifm. erstatningssanktionering, hvoraf særligt det ene karakteristikon angående udelukkelsen af individuelle undskyldningsgrunde ikke synes at gøre sig gældende i ansvarsbedømmelsen for direktion- og bestyrelsesmedlemmer i pengeinstitutter⁶⁸. Werlauff skriver som følger om handlingsnormerne for ledelsen:

*“Det enkelte organmedlem skal varetage selskabsinteressen efter bedste skøn.”*⁶⁹

Det kan af ovenstående sætning konkluderes, at hvert enkelt medlem i en direktion og bestyrelse foretager en individuel handling som led i deres hverv, hvor de varetager selskabsinteressen efter bedste skøn og bedømmes på et individuelt grundlag. Dette sker særligt med henblik på det forretningsmæssige skøn der er foretaget af det individuelle organmedlem. Deraf er det argumenteret, at der ved bedømmelsen af et direktion- og bestyrelsesansvar forekommer individuelle undskyldningsgrunde. Disse individuelle undskyldningsgrunde er af betydning for vurderingen af, hvorvidt en handling eller undladelse kategoriseres som ansvarspådragende. Det undersøges nærmere hvorvidt dette statueres i retspraksis i afsnittet med domsanalyse, afsnit 2.7 til 2.9.

2.5 Det forretningsmæssige skøn

I vurderingen af om direktion- og bestyrelsesmedlemmer handler ansvarspådragende jf. SEL § 361, stk. 1, skal der foretages en vurdering af, hvor grænsen går mellem det hændelige tab og en ansvarspådragende handling⁷⁰.

⁶⁴ Ulfbeck, V, (2010), s. 24

⁶⁵ Ulfbeck, V, (2010), s. 25

⁶⁶ Von Eyben & Isager, B & H, (2015), s. 119

⁶⁷ Von Eyben & Isager, B & H, (2015), s. 119

⁶⁸ Werlauff, E, (2016 - b), s. 611

⁶⁹ Werlauff, E, (2016 - b), s. 612

⁷⁰ Werlauff, E, (2016 - a), s 73

I retspraksis er der af domstolene etableret en retsgrundsætning der stammer fra det amerikanske retssystem, hvilket benævnes “det forretningsmæssige skøn”. “Det forretningsmæssige skøn” overlader en vis skønsmargin til ledelsen i pengeinstitutter hvilket kan medføre, at direktion- og bestyrelsesmedlemmer træffer beslutninger der ikke vurderes ansvarspådragende, selvom pengeinstituttet pådrages et tab⁷¹. Denne margin for et fejlskøn beskrives som handlinger der er *”skønnet i loyalt forretningsmæssigt øjemed ud fra selskabets formodede bedste interesse”*⁷².

Retsgrundsætningen har til formål at anerkende, at medlemmer af en direktion eller en bestyrelse træffer beslutninger på baggrund af de informationer der er tilgængelige på beslutningstidspunktet, hvorefter at medlemmer af ledelsen begår fejlskøn på baggrund af dette beslutningsgrundlag og ikke ifalder et erstatningsansvar. Reglen er et udtryk for, at der gælder en mildere culpanorm for en beslutning der er underlagt det forretningsmæssige skøn⁷³.

Vurderingen af hvorvidt et medlem af en direktion eller bestyrelse handler på baggrund af det forretningsmæssige skøn, beror på om ledelsen har handlet på et velinformeret informationsgrundlag der bygger på loyale forretningsmæssige dispositioner⁷⁴. Håbløshedstidspunktet inddrages ligeledes i vurderingen. Håbløshedstidspunktet kaldes i nyere tid tilpasningstidspunktet, da det kendetegner det tidspunkt, hvor direktion- eller bestyrelsesmedlemmer burde have indstillet eller tilpasset virksomhedens drift⁷⁵. Såfremt at tilpasningstidspunktet passerer og direktion- eller bestyrelsesmedlemmer foretager en ansvarspådragende handling, overskrides marginen for fejlskøn, og medlemmet vurderes at handle ansvarspådragende⁷⁶.

2.6 Anledning til analyse af retspraksis

I det følgende afsnit foretages en analyse af retspraksis i vurderingen af direktion- og bestyrelsesmedlemmers adfærdsnorm for et “forsvarligt beslutningsgrundlag”. I analysen heraf, inddrages domstolenes præmisser og resultater fra Capinordic Bank-afgørelsen (Sag 226/2015), Amagerbank-afgørelsen (Dom i Retten i Lyngby sag nr. BS 159-509/2013) og Roskilde Bank-afgørelsen (nr. B-1291-10). Analysen af retspraksis medfører en besvarelse af den juridiske problemstilling hvor det udledes, hvilke adfærdsnormer der kan udledes fra retspraksis af ansvarsbedømmelsen for et “forsvarligt beslutningsgrundlag”, når direktion- og bestyrelsesmedlemmer foretager handlinger eller undladelser der pådrager pengeinstituttet et tab.

⁷¹ Stubkjær Andersen, K, (2011), s. 90

⁷² Werlauff, E, (2016 - a), s. 73

⁷³ Fode, C, (2020), s. 91

⁷⁴ Stubkjær Andersen, K, (2011), s. 92

⁷⁵ Werlauff, E, (2016 - a), s. 74

⁷⁶ Werlauff, E, (2016 - a), s. 74

2.7 Capinordic Bank A/S (CB)

ØLRs afgørelse omhandler to sager der er behandlet samlet af ØLR. I den ene afgørelse, B-877/11, er Finansiell Stabilitet A/S (FS) sagsøger og Claus Ørnskov (CØ) og Henrik Lasse Lindblad (LL) er sagsøgte. CØ var bestyrelsesformand og LL var bestyrelsesmedlem i CB.

I den anden afgørelse, B-876/11, er FS sagsøger og Henrik Juul (HJ) er sagsøgte. HJ var direktør af CB⁷⁷. Den påankede afgørelse fra Højesteret 226/2015 inddrages i analysen, hvor Højesterets præmisser der udledes af adfærdsnormerne for et ”forsvarligt beslutningsgrundlag” supplerer analysen af ØLRs præmisser.

CB blev stiftet i oktober 2006. Allerede d. 11. februar 2010 blev CB erklæret konkurs⁷⁸. Et af FSs anbringelser i afgørelsen var, at CBs konkurs var resultatet af sagsøgtes ansvarspådragende handlinger og undladelser i bankens virke, hvorefter at de sagsøgte var erstatningsansvarlige for ethvert tab som fulgte af bankens konkurs⁷⁹. Dette begrundede FS med afsæt i sagsøgtes uforsvarlige adfærd i bankens organisationsindretning og drift frem til bankens konkurs i februar 2010. FS gjorde subsidiært gældende, at sagsøgte var ansvarlig for de tab, som banken pådrog sig i forbindelse med en række udlånsengagementer i bankens levetid⁸⁰.

FS påstod, at CØ og LL som medlemmer af CBs bestyrelse havde udvist uforsvarlig og ansvarspådragende adfærd, hvorefter at de var ansvarlige for de tab der påførtes CB som følge af bankens konkurs⁸¹. Ligeledes påstod FS, at sagsøgtes uforsvarlige adfærd skyldtes sagsøgtes tilrettelæggelse og eksekvering af CBs forretningsmodel, organisation og drift, således at bankens tab var opstået som følge af bankens uforsvarlige udlånsvirksomhed⁸². FS gjorde subsidiært gældende, at CBs kreditpolitik og risikoprofil var tilsidesat i bevillingen af en række investeringskreditter, samt at den uforsvarlige låneaktivitet var i tæt årsagssammenhæng med LLs retsstridige indblanding i den daglige drift i bankens virke på direktionniveau jf. FIL § 73, stk. 1⁸³. Ligeledes påstod FS, at LL tilsidesatte bestyrelsens udarbejdede kreditpolitikker, retningslinjer og forretningsgange jf. FIL §§ 70 og 71⁸⁴.

Ydermere gjorde FS som anbringelse gældende, at sagsøgte foretog en række usædvanlige og ulovlige dispositioner jf. FIL § 181, stk. 1, nr. 1's udstedte bekendtgørelse⁸⁵, hvor seks koncerninterne transaktioner var bevilliget med hensigt i bankens udefrakommende interesser⁸⁶. Dette begrundes i, at bevillingen af seks

⁷⁷ B-877/11 & B-876/11, s. 6

⁷⁸ B-877/11 & B-876/11, s. 7

⁷⁹ B-877/11 & B-876/11, s. 1307

⁸⁰ B-877/11 & B-876/11, s. 1307

⁸¹ B-877/11 & B-876/11, s. 1055

⁸² B-877/11 & B-876/11, s. 1055

⁸³ B-877/11 & B-876/11, s. 1155

⁸⁴ B-877/11 & B-876/11, s. 1068

⁸⁵ BEK 2004-09-01 nr. 904

⁸⁶ B-877/11 & B-876/11, s. 1077

koncerninterne transaktioner ikke var foretaget på skriftligt grundlag og uden forudgående godkendelse fra bestyrelsen, samt at der var sket en tilsidesættelse af markedsbaserede vilkår jf. BEK 2004-09-01 nr. 904 §§ 3, 4 og 5⁸⁷.

De sagsøgte påstod, at det var FS der skulle føre bevis for, at sagsøgte havde disponeret uforsvarligt, forsømmeligt og culpøst⁸⁸. Sagsøgte gjorde subsidiært gældende, at direktion- og bestyrelsesmedlemmer ikke ifaldt erstatningsansvar for fejlskøn, samt at domstolene ikke tilsidesatte det forretningsmæssige skøn⁸⁹. Sagsøgte gjorde yderligere gældende, at samtlige tabsgivende dispositioner i sagen, var disponeret indenfor det forretningsmæssige skøn, hvor selskabsinteressen var iagttaget efter bedste skøn⁹⁰. Afslutningsvist gjorde sagsøgte gældende, - at CBs organisationsopbygning henførte under præmisserne for det forretningsmæssige skøn, at sagsøgtes kreditgivning henførte under præmisserne for det forretningsmæssige skøn, og at vurderingen af om sagsøgte i konkrete tilfælde fraveg kreditpolitikken henførte under præmisserne for det forretningsmæssige skøn⁹¹. Sagsøgte argumenterede for, at sagsøgte ikke var underlagt en skærpet culpanorm i bedømmelsen af adfærdsnormerne for et ”forsvarligt beslutningsgrundlag”.

Med afsæt i ovenstående anbringelser, fandt ØLR, at når det vurderes om en bevilling af et låneengagement er forsvarlig, skal vurderingen bero på en konkret vurdering af baggrunden for kreditvurderingen i hvert enkelt låneengagement⁹². ØLR udtalte at, - ”*det ikke er ved syn og skøn, sagkyndige erklæringer eller udtalelser for brancheorganisationer søgt belyst, hvilke krav der generelt kan stilles til et forsvarligt grundlag for kreditgivning i en bank*”⁹³, men ”*at der bør udvises forsigtighed med at tilsidesætte det forretningsmæssige skøn, der er udøvet af Bankens bestyrelse og direktion ved bevillingen af lån*”⁹⁴. ØLR konkluderede af præmisset, at det forretningsmæssige skøn anerkendes i dansk ret, og at der bør udvises forsigtighed med at tilsidesætte det forretningsmæssige skøn der er udøvet at bankens direktion- og bestyrelsesmedlemmer ved bevilling af et lån. Dog konkluderede ØLR, at når en bank bevilliger et lån eller foretager dispositioner der medfører en direkte eller indirekte fordel for - et bestyrelsesmedlem, et selskab kontrolleret af en bank, eller et andet selskab i en koncern, skal der ”*stilles skærpede krav til, at de sagsøgte har sikret, at hensynet til banken ikke blev tilsidesat*”⁹⁵.

ØLR vurderede i afgørelsen om sagsøgte var underlagt en skærpet culpanorm, da FS påstod, at sagsøgte havde overtrådt lovpligtige bestemmelser i FIL. Til dette konkluderede ØLR, at sagsøgtes lovovertrædelser i FIL,

⁸⁷ B-877/11 & B-876/11, s. 1077

⁸⁸ B-877/11 & B-876/11, s. 1212

⁸⁹ B-877/11 & B-876/11, s. 1212

⁹⁰ B-877/11 & B-876/11, s. 1212

⁹¹ B-877/11 & B-876/11, s. 1213

⁹² B-877/11 & B-876/11, s. 1307

⁹³ B-877/11 & B-876/11, s. 1307

⁹⁴ B-877/11 & B-876/11, s. 1307

⁹⁵ B-877/11 & B-876/11, s. 1307

såsom overtrædelse af CBs kreditpolitik og en risikofyldt risikoprofil, ikke i sig selv medførte, at sagsøgte handlede ansvarspådragende⁹⁶. Det afgørende i vurderingen heraf var, *”om overtrædelsen har været årsag til et tab for Banken”*⁹⁷.

ØLR fandt i afgørelsen, at de lånebeløb der var bevilliget af bestyrelsen i mange af CBs låneengagementer, allerede var helt eller delvist udbetalt forud for bestyrelsens godkendelse⁹⁸. Her havde CØ eller LL efter det oplyste ikke påtalt eller forsøgt at forhindre denne praksis, hvorefter ØLR konkluderede, at sagsøgte havde accepteret denne praksis⁹⁹. Denne præmis tiltrædes af Højesteret.

ØLR konkluderede med ovenstående, at såfremt ØLR fandt at bevillingen af låneengagementet var ansvarspådragende, ville CØ og LL være erstatningsansvarlige for hele lånets beløb, uagtet om en del af lånet eller hele lånet allerede var udbetalt, da de efterfølgende traf beslutning om bevilling af lånet¹⁰⁰. ØLR fandt samtidig, at *”det forhold, at et lån er udbetalt forud for bestyrelsens bevilling medfører imidlertid ikke i sig selv erstatningsansvar”*¹⁰¹. Det afgørende i vurderingen heraf var, om en bevilling af lånet på tidspunktet for bevillingen ansås for uforsvarligt¹⁰². Uforsvarligheden vurderes ud fra det oplyste beslutningsgrundlag som sagsøgte havde lagt til grund for kreditbevillingen¹⁰³. ØLR konkluderede herefter, at *”hvis det ikke på det grundlag, der forelå for bestyrelsen, var ansvarspådragende at bevilge lånet, vil der ikke være årsagssammenhæng mellem udbetalingen af lånet før bevillingen og et eventuelt tab”*¹⁰⁴. Ligeledes konkluderede ØLR, at uforsvarligheden af ét enkelt låneengagement skulle vurderes af hensyn til om kreditbevillingen var afgivet på et *”forsvarligt beslutningsgrundlag”*.

ØLR konkluderede i afgørelsen, at FT i CBs levetid havde ført skærpet tilsyn med CBs kreditpolitik, risikoprofil og risikofyldte låneengagementer. FT havde været bekendt med CBs risikofyldte udlånspolitik og låntagernes/kautionsisters forringede kapitalforhold. Ligeledes havde FT været bekendt med CBs pengestrømme og kundernes forringede sikkerheder, samt omfanget af CBs spredning af værdipapirer¹⁰⁵. ØLR konkluderede, at såfremt låneengagementet havde været genstand for FTs tilsyn, indgik FTs karakterer og vurderinger af låneengagementets bonitet med en ikke ubetydelig vægt, når det vurderes om sagsøgte havde handlet ansvarspådragende¹⁰⁶.

⁹⁶ B-877/11 & B-876/11, s. 1308

⁹⁷ B-877/11 & B-876/11, s. 1308

⁹⁸ B-877/11 & B-876/11, s. 1308

⁹⁹ B-877/11 & B-876/11, s. 1308

¹⁰⁰ B-877/11 & B-876/11, s. 1308

¹⁰¹ B-877/11 & B-876/11, s. 1308

¹⁰² B-877/11 & B-876/11, s. 1308

¹⁰³ B-877/11 & B-876/11, s. 1308

¹⁰⁴ B-877/11 & B-876/11, s. 1308

¹⁰⁵ B-877/11 & B-876/11, s. 1307

¹⁰⁶ B-877/11 & B-876/11, s. 1307

FT havde flere gange advaret sagsøgte om CBs risikofyldte ejendomseksponering, samt givet påbud om nedskrivninger af CBs låneengagementer pga. forringelser i låneengagementernes bonitet. ØLR pålagde tidspunktet for bevillingen af låneengagementet en betydning i adfærdsnormerne for et ”forsvarligt beslutningsgrundlag”. F.eks. hvis lånebevillingen var bevilliget efter finanskrisens indtræden. FTs advarsler om CBs omfattende ejendomseksponering og advarsler om manglende nedskrivelser på CBs låneengagementer kunne ligeledes pålægges betydning i vurderingen af en forsvarlig adfærdsnorm.¹⁰⁷.

FS påstod, at LL handlede i strid med FIL § 73, stk. 1, pga. LLs retsstridige indblanding i bankens daglige drift, hvor et hverv som et bestyrelsesmedlem ikke kunne forenes med et hverv som direktør¹⁰⁸. FS påstod, at LL i flere tilfælde spillede en aktiv rolle i forhandlingerne af CBs låneengagementer og forhandlingen af vilkårene¹⁰⁹. Dette tiltrædes af ØLR, da de udtalte, at *”Lasse Lindblad i flere tilfælde har givet besked til Banken om bevilling af lån på en måde, der af de ansatte måtte forstås som en ordre om, at et lån skulle bevilges på bestemte vilkår.”*¹¹⁰, samt at ØLR konkluderede *”at kulturen i Banken har været sådan, at det har været meget vanskeligt at sige Lasse Lindblad imod.”*¹¹¹ Dog konkluderede ØLR afslutningsvist, at *”det forhold, at en beslutning om at bevilge et lån reelt må anses for truffet af Lasse Lindblad eller det forhold, at han på anden måde har påvirket beslutningsprocessen, er imidlertid ikke i sig selv ansvarspådragende.”*¹¹². ØLR konkluderede, at det afgørende i vurderingen heraf var, *”om det på grundlag af de oplysninger, der forelå på tidspunktet for bevillingen, var forsvarligt at bevilge lånet”*¹¹³.

Ligeledes konkluderede ØLR, at der skulle foretages en konkret vurdering af hvert låneengagement, for at vurdere om en eller flere af de sagsøgte kunne pålægges et erstatningsansvar¹¹⁴. I denne vurdering skulle inddrages sagsøgtes enkelte viden om låneengagementet, samt hvilken medvirken sagsøgte havde til godkendelse af kreditbevillingen¹¹⁵. ØLR konkluderede, at såfremt det kun var HJ der bevilligede et lån der var uforsvarligt, indgik LLs rollebeskrivelse i CBs daglige drift i vurderingen af, hvorvidt LL handlede ansvarspådragende¹¹⁶. Det konkluderes af ØLRs præmis, at selvom LL ikke bevilligede lånet, var det stadig sandsynligt, at LL handlede ansvarspådragende, hvis LL indirekte havde indflydelse på bevillingen af lånet. Højesteret supplerede ØLRs præmisser, hvor en beslutning om at yde et lån beror på et forretningsmæssigt skøn. Det forretningsmæssige skøn vurderes på baggrund af en kreditvurdering af låntager der skal foretages

¹⁰⁷ B-877/11 & B-876/11, s. 1308

¹⁰⁸ B-877/11 & B-876/11, s. 1308

¹⁰⁹ B-877/11 & B-876/11, s. 1308

¹¹⁰ B-877/11 & B-876/11, s. 1309

¹¹¹ B-877/11 & B-876/11, s. 1309

¹¹² B-877/11 & B-876/11, s. 1309

¹¹³ B-877/11 & B-876/11, s. 1309

¹¹⁴ B-877/11 & B-876/11, s. 1309

¹¹⁵ B-877/11 & B-876/11, s. 1309

¹¹⁶ B-877/11 & B-876/11, s. 1309

på et “forsvarligt beslutningsgrundlag”¹¹⁷. Ligeledes konkluderede Højesteret, at der i forsvarligheden af kreditvurderingen bl.a. skulle vurderes *”formålet med lånet, låntagers økonomiske forhold, den stillede sikkerhed og kundens evne til at drive sin virksomhed, herunder i lyset af den almindelige økonomiske konjunktur.”*¹¹⁸. Højesteret konkluderede afslutningsvist *”at der bør udvises forsigtighed med at tilsidesætte det forretningsmæssige skøn, der er udøvet af bankens bestyrelse og direktion ved bevillingen af et lån”*¹¹⁹. Højesteret tiltrådte ØLRs præmisser for et “forsvarligt beslutningsgrundlag”, hvor det udledes, at Højesteret stillede skærpede krav til sagsøgtes agtpågivenhed, når sagsøgte bevilligede en koncernintern transaktion. Her er det vigtigt, at bankens egne interesser ikke tilsidesættes, således at en disposition ikke foretages med hensigt i bankens udefrakommende interesser¹²⁰.

2.7.1 Betydningen af en eventuel overtrædelse af FIL og interne retningslinjer

Højesteret tiltrådte ØLRs argumentation og præmisser, hvorefter en tilsidesættelse af FILs bestemmelser jf. §§ 70 og 71 om indretning og drift af en bank, ikke i sig selv var tilstrækkelig til, at direktion- og bestyrelsesmedlemmerne handlede ansvarspådragende¹²¹. Dog konkluderede ØLR, at såfremt andre bestemmelser i den finansielle lovgivning var tilsidesat, skulle ansvarsbedømmelsen bero på en konkret vurdering og de hensyn der ligger bag bestemmelsen i lovgivningen¹²².

Ligeledes konkluderede Højesteret, at såfremt bankens direktion handlede i strid med interne bevillingsbeføjelser eller kreditpolitikens retningslinjer jf. FIL § 70, stk. 1, står direktionsmedlemmet til ansvar overfor bestyrelsen¹²³. Dog har bestyrelsen mulighed for at fravige interne retningslinjer, såfremt fravigelsen af bestemmelsen ikke er i strid med lovgivningen eller vurderes uforsvarlig¹²⁴. Højesteret konkluderede, at den omstændighed at bestyrelsen fraveg eller accepterede at bankens direktion fravig retningslinjerne, *”ikke i sig selv kan anses for ansvarspådragende”*¹²⁵, da en konkret vurdering af ansvaret må forudsætte uforsvarlighed ved at fravige interne retningslinjer¹²⁶.

Både ØLR og Højesteret konkluderede, at CB var drevet på en måde, hvor CB *”med store lån til forholdsvis få kunder, der i betydeligt omfang havde været indbyrdes forbundet, har været risikabel og gjort banken særligt sårbar for konjunkturændringer, herunder finanskrisen i 2008.”*¹²⁷. Dog konkluderede ØLR og Højesteret ikke, at den valgte forretningsmodel ansås som ansvarspådragende, da den også indebar et stort

¹¹⁷ Sag 226/2015, s. 105

¹¹⁸ Sag 226/2015, s. 105

¹¹⁹ Sag 226/2015, s. 105

¹²⁰ Sag 226/2015, s. 105

¹²¹ Sag 226/2015, s. 106

¹²² Sag 226/2015, s. 106

¹²³ Sag 226/2015, s. 106

¹²⁴ Sag 226/2015, s. 106

¹²⁵ Sag 226/2015, s. 106

¹²⁶ Sag 226/2015, s. 107

¹²⁷ B-877/11 & B-876/11, s. 1376

indtjeningspotentiale¹²⁸. ØLR og Højesteret tiltrådte sagsøgte anbringelser, idet CBs - risikofyldte forretningsmodel, organisering, opgavefordeling og virkemåde jf. FILs bestemmelser ikke kunne anses for ansvarspådragende¹²⁹.

Ligeledes var ØLRs begrundelse for afgørelsen, at det kun var enkelte af CBs låneengagementer der fandtes at være ansvarspådragende og medførte CB et erstatningsretligt tab. FS opgjorde et samlet tab på 574 mio. kr., hvilket ikke blev tiltrådt af ØLR og Højesteret¹³⁰. Det samlede tab blev opgjort til 90 mio. kr. for alle CBs tabsgivende låneengagementer, hvilket ikke kunne anses for at være udslagsgivende for CBs konkurs. Af ØLRs og Højesterets præmisser kan det konkluderes, at FILs lovregler om interne retningslinjer og politikker, samt ansvarsfordelingen mellem direktion og bestyrelse ikke kan udledes af adfærdsnormerne for et ”forsvarligt beslutningsgrundlag”.

I nedenstående afsnit analyseres tre låneengagementer, således at adfærdsnormerne for et ”forsvarligt beslutningsgrundlag” udledes af gældende ret.

2.7.2 Bevilling af låneengagement til Olicom og Eurotrust

I april 2006 overtog Eurotrust selskabet - Aktiv Gruppen Holding A/S (AG) der var investor i vindenergi¹³¹. CBs bestyrelse bevilligede d. 3. oktober 2006 et lån til Eurotrust på 100 mio. kr. der skulle anvendes til en finansiering af vindmølleinvesteringer¹³². CB fik sikkerhed i nominelt 15. mio. stk. aktier i Europe Vision Plc., og aktierne havde ifølge kreditindstillingen en markedsværdi på 211 mio. kr.¹³³. Dog var der i kreditindstillingen ingen kopi af Europe Visions regnskabsinformationer eller beskrevet at aktierne indeholdt en ”lock-up” klausul, ifølge hvilken aktierne ikke kunne afstås før efter d. 4. juli 2007¹³⁴.

Lånet blev efterfølgende forhøjet med 40 mio. kr. i august 2007 og med 23,3 mio. kr. i maj 2008¹³⁵. Eurotrust gik konkurs d. 6. juli 2009.

I juni 2008 solgte Eurotrust nogle af sine ejendomsaktiviteter i AG til CSV Invest der samme dag videresolgte en væsentlig del af disse ejendomsaktiviteter til Olicom¹³⁶. Salget medførte, at 115,8 mio. kr. blev overført til Eurotrusts bankkonto i CB, hvilket resulterede i en nedbringelse af Eurotrusts låneengagement med CB d. 1. juli 2008¹³⁷. CB modtog samtidig ved formidling af transaktionen et honorar på 46,8 mio. kr.¹³⁸. Det fremgik

¹²⁸ B-877/11 & B-876/11, s. 1376

¹²⁹ B-877/11 & B-876/11, s. 1376

¹³⁰ B-877/11 & B-876/11, s. 1376

¹³¹ B-877/11 & B-876/11, s. 180

¹³² B-877/11 & B-876/11, s. 186

¹³³ B-877/11 & B-876/11, s. 187

¹³⁴ B-877/11 & B-876/11, s. 187

¹³⁵ B-877/11 & B-876/11s. 1315

¹³⁶ B-877/11 & B-876/11, s. 196

¹³⁷ B-877/11 & B-876/11, s. 211

¹³⁸ B-877/11 & B-876/11, s. 211

af aftalen mellem CSV Invest og Olicom, at transaktionen var betinget af, at CB finansierede lånet til Olicom på 95 mio. kr. med en midlertidig forhøjelse af låneengagementet på 22 mio. kr.¹³⁹. Olicom gik konkurs d. 18. juni 2008¹⁴⁰.

CBs låneengagement med Eurotrust blev nedbragt som følge af transaktionen mellem Eurotrust og Olicom. Der forelå enighed mellem FS og sagsøgte, at CB ikke blev pådraget et tab som følge af låneengagementet med Eurotrust¹⁴¹. ØLR vurderede herefter om sagsøgte handlede ansvarspådragende, når CB finansierede Olicoms køb af AGs ejendomsaktiviteter i 2008 der havde pådraget CB et tab¹⁴².

ØLR vurderede, om sagsøgte handlede ansvarspådragende i låneengagementet med Olicom. Det afgørende i forsvarlighedsvurderingen var *“om lånene til Olicom afværgede et tab på engagementerne med Eurotrust, der er større, end det tab, banken led på engagementerne med Olicom”*¹⁴³, samt om *“lånene til Olicom var nødvendige for at afværge disse tab, idet tabet ikke kunne have været afværget på anden vis”*¹⁴⁴. ØLR konkluderede afslutningsvist, at *“hvis det lægges til grund, at lånene til Olicom medførte, at Banken led et mindre tab end det, der ellers ville være lidt på lånene til EuroTrust, og dette ikke kunne være opnået på anden måde, så ville de sagsøgte kun være erstatningsansvarlige, hvis deres bevilling af lån til EuroTrust i sig selv var ansvarspådragende.”*¹⁴⁵. Det samlede tab på Olicom-lånet udgjorde ca. 10 mio. kr., hvorimod CBs honorar ved formidling af salget indbragte CB 46,8 mio. kr.¹⁴⁶. ØLR konkluderede, at såfremt Olicom-transaktionen ikke var gennemført, var det usikkert, hvor stort et tab CB ville have pådraget sig¹⁴⁷. ØLR fandt *“det ubetænkeligt at lægge til grund, at der - hvis nedbringelsen af lånet ved Eurotrust/Olicom transaktionen ikke var sket - var lidt et tab på Eurotrust, der oversteg 10 mio. kr. og dermed tabet på engagementet med Olicom”*¹⁴⁸.

Eurotrust gik i betalingsstandsning i november 2008 og senere konkurs, hvorefter at ØLR ikke fandt, at låneengagementet med Eurotrust kunne være nedbragt og et tab afværget, uden at CB bevilligede et nyt lån til Olicom for købene af de aktiviteter der var afhændet af Eurotrust¹⁴⁹. ØLR lagde til grund, at CBs bevilling af lånet til Olicom var nødvendigt for at afværge tab på CBs låneengagement med Eurotrust¹⁵⁰. ØLR konkluderede, at sagsøgte ikke handlede ansvarspådragende i bevillingen af lånet til Olicom. ØLR vurderede herefter, om de oprindelige bevillinger af lånene til Eurotrust var ansvarspådragende¹⁵¹.

¹³⁹ B-877/11 & B-876/11, s. 212 & 226

¹⁴⁰ B-877/11 & B-876/11, s. 242

¹⁴¹ B-877/11 & B-876/11, s. 1311

¹⁴² B-877/11 & B-876/11, s. 1315

¹⁴³ B-877/11 & B-876/11, s. 1312

¹⁴⁴ B-877/11 & B-876/11, s. 1312

¹⁴⁵ B-877/11 & B-876/11, s. 1312

¹⁴⁶ B-877/11 & B-876/11, s. 1312

¹⁴⁷ B-877/11 & B-876/11, s. 1313

¹⁴⁸ B-877/11 & B-876/11, s. 1313

¹⁴⁹ B-877/11 & B-876/11, s. 1314

¹⁵⁰ B-877/11 & B-876/11, s. 1314

¹⁵¹ B-877/11 & B-876/11, s. 1314

ØLR konkluderede, at de sagsøgte havde ydet kreditbevillingen på baggrund af en projektanalyse med afvejning af risiciene for finansieringen. Dette skete med inddragelse af Eurotrusts årsregnskab der påviste en betydelig egenkapital. De forventede indtægter af Eurotrusts indtjening på vildmølleprojektet, som lånet var finansieret af, fremgik yderligere af kreditbevillingen¹⁵². Af den første kreditindstilling for låneengagementet d. 3. oktober 2006, var Eurotrusts egenkapital opgjort efter en ikke-revideret balance på 1,466 mia. kr.¹⁵³. I det senere reviderede årsregnskab var egenkapitalen opgjort til 1,315 mia. kr. ØLR fandt, at afvigelsen i den reviderede balance ikke påvirkede vurderingen af lånets forsvarlighed¹⁵⁴.

FT havde ved intern undersøgelse i CB vurderet Eurotrust låneengagementet i 2007 til karakteren 2b. Karakteren 2b svarer til *“kunder med visse svaghedstegn”*¹⁵⁵, og FT vurderede, at låneengagementet som helhed indeholdt *“et betydeligt risiko- og følsomhedselement”*¹⁵⁶. Dog vurderede FT, at vindmøllemarkedet var i positiv udvikling, hvorefter en finansiering af vildmøllerne reelt kunne sammenlignes med en kapitalreserve¹⁵⁷.

ØLR konkluderede, at Eurotrustlånene generelt var risikobehæftede på grund de negative pengestrømme, samt at der var begået flere fejl i behandling af låneengagementerne¹⁵⁸. En af fejlene i lånebehandlingen var, at kreditindstillingen af låneengagementet d. 20. februar 2008 var nedskrevet med forkerte oplysninger om Eurotrusts resultat fra årsregnskabet 2006/2007¹⁵⁹. ØLR vurderede dog, at de forkerte oplysninger i kreditindstillingen ikke påvirkede låneaftalens forsvarlighed, da kreditindstillingen ligeledes medførte en nedbringelse af låneengagementet med Eurotrust. ØLR fandt ikke at der var årsagssammenhæng mellem de forkerte oplysninger i kreditindstillingen og låneengagementets tab¹⁶⁰.

ØLR konkluderede med ovenstående præmisser af adfærdsnormerne for et *“forsvarligt beslutningsgrundlag”*, at sagsøgte ikke begik fejl der havde betydning for bevillingen af lånene til Eurotrust. ØLR lagde til grund, at det ikke kunne anses for ansvarspådragende, at sagsøgte ydede lån til Eurotrust, idet at der *“på grundlag af de oplysninger der forelå på tidspunktet for bevillingen var forsvarligt at bevilge lånet”*¹⁶¹. ØLR konkluderede afslutningsvist, at uanset om lånene var forbundet med en betydelig risiko, var det ikke uforsvarligt, at sagsøgte pådrog CB denne risiko. ØLR lagde til grund, at sagsøgte på bevillingstidspunktet havde foretaget en afvejning af risici og de negative pengestrømme, samt løbende tilpasset sikkerheder i låneengagementerne. Sagsøgte

¹⁵² B-877/11 & B-876/11, s. 1315

¹⁵³ B-877/11 & B-876/11, s. 1315

¹⁵⁴ B-877/11 & B-876/11, s. 1315

¹⁵⁵ B-877/11 & B-876/11, s. 1315

¹⁵⁶ B-877/11 & B-876/11, s. 1315

¹⁵⁷ B-877/11 & B-876/11, s. 1315

¹⁵⁸ B-877/11 & B-876/11, s. 1316

¹⁵⁹ B-877/11 & B-876/11, s. 1316

¹⁶⁰ B-877/11 & B-876/11, s. 1316

¹⁶¹ B-877/11 & B-876/11, s. 1309 & 1316

havde iagttaget adfærdsnormerne for et ”forsvarligt beslutningsgrundlag”¹⁶². ØLR inddragede finanskrisens betydning for låneengagementet, hvor ØLR fandt, at en væsentlig årsag til Eurotrust økonomiske vanskeligheder skyldtes finanskrisen og Roskilde Banks økonomiske vanskeligheder. Til denne præmis lagde ØLR til grund, at ingen af de sagsøgte kunne forudse finanskrisen, da de påbegyndte låneengagementet tilbage i 2006¹⁶³. Det kan deraf konkluderes, at såfremt økonomisk lavkonjunktur ikke kan påberegnes af sagsøgte, kan en lempeligere adfærdsnorm udledes for et ”forsvarligt beslutningsgrundlag”. Ligeledes kan det være forsvarligt at bevillige et lån, selvom låneengagement er behæftet med væsentlige risici, såfremt der i kreditbevillingen foretages en afvejning af de risici der er forbundet med negative pengestrømme, således at sagsøgte har taget højde for disse risici, herunder ved løbende tilpasninger af låntagers sikkerheder¹⁶⁴.

2.7.3 Bevilling af lån til Alpen Holidays Ferienhäuser GmbH (AHF)

Bestyrelsen i CB bevilligede d. 24. februar 2009 på baggrund af en kreditindstilling underskrevet af HJ d. 1. februar 2009¹⁶⁵, et lån på 6,5 mio. euro til AHF som ejede hotel Steinplatte i Østrig¹⁶⁶. Der var ikke foretaget en sædvanlig creditsagsbehandling af låneengagementet. AHF var ejet af AH DK ApS der købte selskabet af AG, hvorefter at AH stiftede en gæld til AG på 15,1 mio. der skulle indfries til AG når hotellet blev solgt¹⁶⁷. Hensynene bag CBs låneengagement med AHF var, at indfri hotellets øvrige kreditorer, samt løbende at finansiere hotellets drift i 2009, før at hotellet skulle videresælges¹⁶⁸. AHF blev erklæret konkurs den 12. januar 2010¹⁶⁹. Bestyrelsen i CB bevilligede lånet til AHF på et tidspunkt, hvor ejendomsmarkedet var påvirket af finanskrisen og FT havde advaret sagsøgte mod en for omfattende ejendomseksponering i lyset af finanskrisen, samt om manglende nedskrivninger af sikkerheder trods forringelser af bonitet i CBs låneengagementer¹⁷⁰.

FS påstod bl.a., at bevillingen af lånet til AHF begunstigede andre selskaber i koncernen, således at bevillingen byggede på udefrakommende hensyn, og fravigelse af CBs interne kreditpolitik¹⁷¹. Ligeledes påstod FS, at kreditbevillingen var afgivet uden bankmæssig begrundelse og uden passende sikkerhedsstillelse, samt at låntager af de dokumenterede negative pengestrømme ikke havde mulighed for at servicere lånet i fremtiden, da AHF var et nødlidende selskab¹⁷².

ØLR konkluderede, at HJ og LL allerede var bekendte med, at AHF var et nødlidende selskab, da hotellet havde haft problemer med at betale sine vareleverandører. Hotellers driftskredit i Bank Austria var ligeledes

¹⁶² B-877/11 & B-876/11s. 1316

¹⁶³ B-877/11 & B-876/11, s. 1317

¹⁶⁴ B-877/11 & B-876/11, s. 1316

¹⁶⁵ B-877/11 & B-876/11, s. 1318

¹⁶⁶ B-877/11 & B-876/11, s. 1318

¹⁶⁷ B-877/11 & B-876/11, s. 255

¹⁶⁸ B-877/11 & B-876/11, s. 1318

¹⁶⁹ B-877/11 & B-876/11, s. 269

¹⁷⁰ B-877/11 & B-876/11, s. 1318

¹⁷¹ B-877/11 & B-876/11, s. 1084

¹⁷² B-877/11 & B-876/11, s. 1086

overtrukket¹⁷³. Af kreditindstillingen forelå ingen vurdering af hotellet. Egenkapitalen og resultatet fra driften var negativt¹⁷⁴. I vurderingen af hotellets værdi i kreditindstillingen fremgik kun en samlet investeringssum på 16.975.000 euro, hvor mulige købere havde tilbudt 18 mio. euro for hotellet. Dog forelå der ikke dokumentation for købstilbuddene eller den oplyste investeringssum i kreditindstillingen¹⁷⁵. Det fremgik af kreditindstillingen, at CB havde pant i anden prioritet af hotellet på 6,5 mio. euro, hvor Bank Austria havde pant i første prioritet af hotellet på 11,9 mio. euro.

ØLR konkluderede på baggrund af ovenstående oplysninger i kreditindstillingen, at det måtte stå sagsøgte klart, at det var *”særdeles usikkert, om et salg af hotellet kunne dække Bankens lån på 6,5 mio. euro”*¹⁷⁶, da Bank Austria havde pant i første prioritet af hotellet på 11,9 mio. euro¹⁷⁷. ØLR lagde til grund, at muligheden for at CB fik indfriet sit tilgodehavende, var behæftet med en betydelig usikkerhed. Dette bekræftes, da hotellet i februar 2011 blev solgt uden dækning af CBs tilgodehavende¹⁷⁸.

ØLR fandt, at 22. mio. kr. af det totale lån til AHF på 48.425.000 kr., var brugt direkte eller indirekte til at indfri tilgodehavender, hvor mellemregningerne begunstigede andre selskaber i CB-koncernen¹⁷⁹. ØLR konkluderede, at der i forsvarlighedsvurderingen stilles et skærpet krav til ledelsens sikring af hensynet til banken¹⁸⁰. Ligeledes konkluderede ØLR, at sagsøgte ikke havde godtgjort, at indfrielse var i CBs egen interesse. ØLR bestred LLs forklaring om, at *”tanken var, at en styrkelse af koncernen også var en styrkelse af Banken.”*¹⁸¹, hvorefter at ØLR konkluderede, at indfrielse af mellemregningerne til andre selskaber i CB-koncernen ikke var sket på baggrund af hensynet til CBs egne interesser.

ØLR fandt med ovenstående oplysninger, at HJ handlede ansvarspådragende, ved at indstille låneengagementet til bevilling og ved at udbetale størstedelen af lånet forud for bestyrelsens godkendelse af bevillingen¹⁸². Ligeledes konkluderede ØLR, at LL handlede ansvarspådragende ved at bevillige lånet¹⁸³. CØ havde i modsætning til HJ og LL ikke medvirket i de indledende drøftelser med medstifter af AHF - Bo Kristensen, hvorefter CØs ansvar alene skulle bedømmes på baggrund af de oplysninger der fremgik af kreditindstillingen på bevillingstidspunktet, samt de oplysninger der var opgivet på bestyrelsesmødet¹⁸⁴.

I vurderingen af forsvarligheden på bevillingstidspunktet konkluderede ØLR, at CØ handlede ansvarspådragende. ØLR anså det for ansvarspådragende, at CØ efterbevilligede lånet til AHF, da CØ var

¹⁷³ B-877/11 & B-876/11, s. 1318 & 1319

¹⁷⁴ B-877/11 & B-876/11, s. 1319

¹⁷⁵ B-877/11 & B-876/11, s. 1319

¹⁷⁶ B-877/11 & B-876/11, s. 1319

¹⁷⁷ B-877/11 & B-876/11, s. 1319

¹⁷⁸ B-877/11 & B-876/11, s. 1319

¹⁷⁹ B-877/11 & B-876/11, s. 1319

¹⁸⁰ B-877/11 & B-876/11, s. 1319

¹⁸¹ B-877/11 & B-876/11, s. 1319

¹⁸² B-877/11 & B-876/11, s. 1320

¹⁸³ B-877/11 & B-876/11, s. 1320

¹⁸⁴ B-877/11 & B-876/11, s. 1320

bekendt med hotellets vanskelige økonomiske situation, hvilket ligeledes fremgik af kreditindstillingen. CØ havde i retten forklaret, at han mente at HJ havde sagt, *“at man havde indfriet mellemregninger i andre koncernselskaber”*¹⁸⁵, hvorefter ØLR konkluderede, at CØ havde haft kendskab til, at transaktionerne skete på baggrund af CBs udefrakommende interesser, da efterbevillingen begunstigede andre koncernselskaber på CBs bekostning¹⁸⁶. Afslutningsvist fandt ØLR, at CØ, LL og HJ in solidum skulle betale 35.812.703,98 kr. på baggrund af det tab CB blev pådraget i låneengagementet. Højesteret stadfæstede afgørelsen i den påankede dom fra ØLR.

Det konkluderes, at direktion- og bestyrelsesmedlemmer skal iagttage hensynet til bankens egne interesser, når direktion- og bestyrelsesmedlemmer foretager koncerninterne transaktioner. Det kan udledes, at denne adfærdsnorm udgør adfærdsnormerne for et ”forsvarligt beslutningsgrundlag”. Ligeledes bekræftes det, at låntagers forringede sikkerheder, FTs undersøgelser, økonomisk lavkonjunktur og låntagers økonomiske situation på kredittidspunktet for låneengagementet taler imod, at de enkelte direktion- og bestyrelsesmedlemmer iagttager adfærdsnormerne der udledes for et ”forsvarligt beslutningsgrundlag”.

2.7.4 Bevilling af låneengagement til Synerco

Problemstillingen i låneengagementet med Synerco var, at Synerco havde overdraget sine aktier i Polinvest A/S til DKA Administration ApS (DKA), selvom aktierne var pantsat af Forstædernes Bank A/S (FB). Synerco havde ikke råderet over aktierne¹⁸⁷. FB havde yderligere pant i et tilgodehavende i Polinvest A/S på 9. mio. kr. hvilket tilhørte Synerco¹⁸⁸.

DKA var ejet med 80 procent af LLs anparter i DKA Consult A/S¹⁸⁹, og LL var samtidig bestyrelsesmedlem i DKA¹⁹⁰. FB ville frafalde sit pant i Polinvest A/S aktierne, men krævede en nedbringelse af Synercos låneengagement med FB på 6. mio. kr.¹⁹¹. FB krævede yderligere, at DKA afgav en selvskyldnerkaution på 9 mio. kr.¹⁹². Aftalen blev indgået d. 6. oktober 2008 og Synerco gik konkurs d. 29. oktober 2008.

CB havde af aftale d. 11. juni 2008 modtaget en uigenkaldelig transport i Synercos tilgodehavende på 15 mio. kr. hos SBS Estates A/S til sikring af ethvert tilgodehavende, som CB senere måtte have overfor Synerco¹⁹³. Synerco solgte d. 1. oktober 2008 tilgodehavendet for 6 mio. kr. til C3 Invest ApS, et datterselskab til CSV Invest ApS der var datterselskab af CB¹⁹⁴. Det fremgik af den oprindelige købsaftale, at de 6 mio. kr. skulle

¹⁸⁵ B-877/11 & B-876/11, s. 1320

¹⁸⁶ B-877/11 & B-876/11, s. 1320

¹⁸⁷ Sag 226/2015, s. 36

¹⁸⁸ B-877/11 & B-876/11, s. 1252

¹⁸⁹ B-877/11 & B-876/11, s. 572

¹⁹⁰ B-877/11 & B-876/11, s. 572

¹⁹¹ B-877/11 & B-876/11, s. 1252

¹⁹² B-877/11 & B-876/11, s. 1252

¹⁹³ B-877/11 & B-876/11, s. 299

¹⁹⁴ B-877/11 & B-876/11, s. 299

overføres til Synercos anviste konto i CB¹⁹⁵. Dog fremgik det af aftalen d. 6. oktober 2008 mellem DKA, Synerco og Polinvest, at købesummen for aktieoverdragelsen på 6 mio. kr., i stedet skulle overdrages til DKA der herefter skulle overdrage de 6 mio. kr. til FB, for at nedbringe låneengagementet med Synerco. De sagsøgte direktions- og bestyrelsesmedlemmer tiltrådte alle aftalen¹⁹⁶.

ØLR vurderede om sagsøgte iagttog adfærdsnormerne for et ”forsvarligt beslutningsgrundlag” ved overdragelse af de 6 mio. kr. til FB. ØLR konkluderede, at der i vurderingen af forsvarligheden skulle inddrages informationer såsom – Ejeren fra Synercos udtalelser, Synercos økonomiske situation og LLs samarbejde med Synerco. Ejeren af Synerco - Peter Forchhammer (PF) var d. 2. oktober 2008 i Børsen på forsiden under overskriften *”Finansmand: Jeg må give op”*¹⁹⁷. Artiklen beskrev, at Peter var tæt på et økonomisk kollaps, da hans aktier i en række selskaber tabte 800 mio. kr. i værdi, samt at bankerne tvangssolgte PFs aktier i hans selskaber, således at bankerne snart *”ville trække stikket ud for ham”*¹⁹⁸.

Det fremgik yderligere af en anden artikel på Børsen, at en øvrig af Synercos bankforbindelser - Max Bank, ville *”tabe 20. mio. kr. på Forchhammer”*¹⁹⁹. ØLR konkluderede, at det måtte stå sagsøgte klart, at Synerco var insolvent på tidspunktet for aftalens indgåelse d. 6. oktober 2008.

I vurderingen lagde ØLR PFs udtalelser til grund for afgørelsen angående PFs tætte samarbejde med LL. PF og LL påbegyndte at gøre forretninger i CB-regi fra 2005, hvor PF og LL tilsammen havde bestemmende indflydelse i CB²⁰⁰. LL havde den aktive investorrolle, mens PF havde den passive investorrolle i CB²⁰¹. LL og PF investerede i samme projekter. LL havde et godt overblik over Synercos organisation, da LL og PF ofte holdte fællesmøder og drøftede fælles investeringer og CBs økonomiske forhold²⁰².

ØLR konkluderede, at LL havde haft et indgående kendskab til Synercos økonomiske forhold²⁰³. ØLR lagde til grund, at LL havde haft kontor hos Synerco og at Synerco var aktionær i AG der senere blev overtaget af Eurotrust i april 2006. Her fik Synerco aktier i Eurotrust og fremgik som en af de største aktionærer i Eurotrust²⁰⁴. ØLR konkluderede, at uanset om LL ikke direkte deltog i koncipering og underskrift af aftalen d. 6. oktober 2008, medvirkede LL indirekte til, at aftalen med overførsel af de 6 mio. kr. til DKA og herefter til FB blev gennemført²⁰⁵.

¹⁹⁵ B-877/11 & B-876/11, s. 299

¹⁹⁶ B-877/11 & B-876/11, s. 299

¹⁹⁷ B-877/11 & B-876/11, s. 298

¹⁹⁸ B-877/11 & B-876/11, s. 298

¹⁹⁹ B-877/11 & B-876/11, s. 298

²⁰⁰ B-877/11 & B-876/11, s. 284

²⁰¹ B-877/11 & B-876/11, s. 284

²⁰² B-877/11 & B-876/11, s. 284

²⁰³ B-877/11 & B-876/11, s. 284

²⁰⁴ B-877/11 & B-876/11, s. 285

²⁰⁵ B-877/11 & B-876/11, s. 1322

ØLR konkluderede, at LL måtte have indset, at der var en betydelig risiko for, at aftalen d. 6. oktober 2008 ville pådrage CB et tab, hvorefter at LL handlede ansvarspådragende²⁰⁶. ØLR konkluderede ligeledes, at CØ handlede ansvarspådragende, da CØ indgik aftalen om overførslen af de 6 mio. kr. til et selskab hvis storanpartshaver var ejet af et af CBs bestyrelsesmedlemmer - LL²⁰⁷. ØLR fandt, at CØ burde have indset, at Synerco var i alvorlige økonomiske vanskeligheder²⁰⁸. ØLR lagde til grund, at aftalen var indgået uden, at der forelå nogen modydelse til CB. Der var således ikke stillet sikkerhed for tilgodehavendet²⁰⁹. Der var derfor en reel risiko for, at Synerco kunne risikere konkurs pga. selskabets økonomiske vanskeligheder²¹⁰.

ØLR inddragede synspunktet om, at Synerco ikke uden særlig bevilling fra CB, ville kunne trække 6 mio. kr. fra Synercos egen kreditramme i CB²¹¹. Aftalen blev indgået efter finanskrisens indtræden, hvor der ikke var udsigter til tilbagebetaling af CBs tilgodehavende.

ØLR konkluderede afslutningsvist, at CØ og LL in solidum skulle betale CBs tab på 6 mio. kr.²¹². Dette blev begrundet i, at CB ville have opnået dækning for tabet på de 6 mio. kr., såfremt overførslen af de 6 mio. til DKA ikke var sket²¹³. Højesteret stadfæstede afgørelsen og tiltrådte ØLRs præmisser. Det konkluderes, at CØ og LL handlede ansvarspådragende²¹⁴.

Det konkluderes af ovenstående låneengagement, at der i adfærdsnormerne for et ”forsvarligt besluningsgrundlag” stilles skærpede krav til, at direktion- og bestyrelsesmedlemmer varetager bankens egne interesser, når ledelsen foretager koncerninterne mellemregninger der begunstiger bankens udefrakommende interesser. Finanskrisen var indtrådt på aftaletidspunktet og Synerco havde ikke selv mulighed for at trække 6 mio. kr. på Synercos kreditramme i CB, da de var insolvente på tidspunktet for overførslen af de 6 mio. kr. Det konkluderes, at sagsøgte i dette låneengagement ikke varetog selskabsinteresse efter bedste skøn på et ”forsvarligt besluningsgrundlag”.

2.8 Amagerbanken A/S (AB)

I analysen af Amagerbank-afgørelsen inddrages Byrettens dom, BS 159-509/2013 og den påankede dom til ØLR, B1390014. Sagsøgeren var FS Finans III A/S (FS) og sagsøgte var 11 direktion- og bestyrelsesmedlemmer i AB. ABs direktion bestod fra december 2002 til 2008 af adm. direktør - Knud Christensen (KC), Jørgen Brændstrup (JB) og Allan Ottsen (AO). Efter KCs død i 2008 blev JB adm.

²⁰⁶ B-877/11 & B-876/11, s. 1323

²⁰⁷ B-877/11 & B-876/11, s. 1323

²⁰⁸ B-877/11 & B-876/11, s. 1323

²⁰⁹ B-877/11 & B-876/11, s. 1323

²¹⁰ B-877/11 & B-876/11, s. 1323

²¹¹ B-877/11 & B-876/11, s. 1322

²¹² B-877/11 & B-876/11, s. 1323

²¹³ B-877/11 & B-876/11, s. 1323

²¹⁴ Sag 226/2015, s. 118

direktør²¹⁵. Den 15. november 2010 overtog Steen Hove (SH) JB's stilling som adm. direktør, hvorefter direktionen bestod af SH og AO frem til overdragelsen af AB til FS d. 6. februar 2011²¹⁶. AB blev erklæret konkurs dagen efter d. 7. februar 2011²¹⁷.

I afgørelsen påstod FS, at de sagsøgte direktion- og bestyrelsesmedlemmer var underlagt en skærpet culpanorm, da AB's vækststrategi var særdeles risikobetonet. Dette skulle ses i lyset af AB's mangelfulde organisation og sagsøgtes væsentlige mangler i risikostyringen. FS påstod, at sagsøgte ikke formåede at udvise en større grad af forsigtighed²¹⁸, og at sagsøgtes uforsvarlige adfærd, skulle ses i lyset af sagsøgtes adfærd i Øster Fælledparken-, Main Road- og Mols linjen-låneengagementerne²¹⁹. For at vurdere hvorvidt sagsøgte var underlagt en skærpet culpanorm, inddrages herunder ØLRs præmisser, samt en vurdering af hvilke adfærdsnormer der udledes af ØLRs præmisser for et ”forsvarligt beslutningsgrundlag” i Øster Fælledparken-låneengagementet.

FS påstod, at AB's kreditororganisation og kreditsagsbehandling, samt sagsøgtes anlagte risikoprofil var uforsvarlig. FS lagde til grund, at de sagsøgte direktion- og bestyrelsesmedlemmer jf. FIL § 71, stk. 1 handlede ansvarspådragende ved ikke at sikre, at *“Banken de facto havde den lovkrævede funktionsadskillelse, jf. kravene herom i FIL § 71, med tilhørende vejledninger og guidelines, jf. ASL § 54 og SL §§ 115 – 118”*²²⁰. FS påstod ligeledes, at AB's risikobetonede organisationsstrategi skulle ses i tilknytning til AB's mangelfulde kreditororganisation og sagsøgtes uforsigtighed. FS bestred, at finanskrisen kunne påberåbes af sagsøgte som en lempelsesgrund for, at sagsøgte blev frifundet for et erstatningsansvar²²¹.

FS anerkendte “The business judgment rule” i dansk ret men påstod, at det var en forudsætning, at direktion- og bestyrelsesmedlemmet havde varetaget selskabsinteressen efter bedste skøn, således at sagsøgte havde truffet beslutningen på et kvalificeret og forsvarligt beslutningsgrundlag²²². FS lagde til grund, at et kvalificeret og forsvarligt beslutningsgrundlag først var iagttaget, når sagsøgte iagttog FILs bestemmelser. FS påstod, at sagsøgtes overholdelse af interne politikker og forretningsgange, skulle tillægges værdi i vurderingen af om ledelsesmedlemmet havde varetaget selskabsinteressen efter bedste skøn på et ”forsvarligt beslutningsgrundlag”. Afslutningsvist påstod FS, at såfremt CB's politikker og interne retningslinjer ikke var

²¹⁵ BS 159-509/2013, s. 18

²¹⁶ BS 159-509/2013, s. 18

²¹⁷ BS 159-509/2013, s. 6

²¹⁸ BS 159-509/2013, s. 603

²¹⁹ BS 159-509/2013, s. 603

²²⁰ BS 159-509/2013, s. 601

²²¹ BS 159-509/2013, s. 603

²²² BS 159-509/2013, s. 604

iagttaget af direktion- og bestyrelsesmedlemmerne, kunne sagsøgte ikke frifindes for et erstatningsansvar²²³. Dette begrundet i, at sagsøgte ikke havde varetaget selskabsinteressen efter bedste skøn²²⁴. Sagsøgte bestred, at FS kunne påvise årsagssammenhæng mellem ABs uforsvarlige creditsagsbehandling, og de tab AB var pådraget i låneengagementerne²²⁵.

Byretten inddragede ØLRs præmisser fra CB-afgørelsen nr. B-876-11 og B-877-1 i vurderingen af hvilke generelle principper der udledes i vurderingen af ledelsesansvaret i forbindelse med tabsforvoldende bankdrift²²⁶. Byretten konkluderede, at der bør udvises forsigtighed med at tilsidesætte det forretningsmæssige skøn der er udøvet af bankens direktion- og bestyrelsesmedlemmer ved kreditgivning²²⁷. Ligeledes fandt Byretten, at såfremt ABs låneengagementer havde været genstand for FTs undersøgelser, indgik disse forhold med en ikke ubetydelig vægt i Byrettens vurdering af forsvarligheden af de enkelte tabsgivende låneengagementer²²⁸. Byretten pålagde også tidspunktet for indgåelsen af lånebevillingen betydning for forsvarlighedsvurderingen²²⁹. Byretten bestred at FSs påstand om sagsøgtes tilsidesættelse af FILs bestemmelser medførte, at sagsøgte handlede ansvarspådragende. Det afgørende i vurderingen var, om overtrædelsen af FILs bestemmelser jf. FIL §§ 70 og 71 var årsag til, at AB blev pådraget et tab i de tabsgivende låneengagementer²³⁰.

Byretten henviste til FSs påstand, i vurderingen af om sagsøgtes adfærd var ansvarspådragende ifm. iagttagelsen af FILs bestemmelser jf. §§ 70 og 71, hvor FS påstod, at ABs væsentligste kontrolfunktioner skulle være kortsluttet ved²³¹, at JB -*”varetog roller som chef, sagsbehandler og kundeansvarlig i Amagerbankens Erhvervsafdeling, var medlem af Amagerbanken Kreditkomité, var direktør, henholdsvis administrerende direktør for Amagerbanken og forestod forelæggelse af lånesager for Amagerbankens bestyrelse”*²³². På trods af JB's mange roller i ABs organisation konkluderede Byretten, at selvom kreditororganisationen var indrettet på en måde der ikke adskilte udførelsen af afdelingens opgaver og kontrol, var forholdene ikke ansvarspådragende²³³.

I den påankede Byretsdom tiltrådte ØLR Byrettens konklusion. ØLR fandt ikke, at måden ABs kreditororganisation var organiseret på, samt bestyrelsens fravigelser af instrukser til direktionen medførte, at sagsøgte kunne pålægges en skærpet culpanorm i adfærdsnormerne for et ”forsvarligt beslutningsgrundlag”²³⁴.

²²³ BS 159-509/2013, s. 604

²²⁴ BS 159-509/2013, s. 604

²²⁵ BS 159-509/2013, s. 602

²²⁶ BS 159-509/2013, s. 1071

²²⁷ BS 159-509/2013, s. 1071

²²⁸ BS 159-509/2013, s. 1071

²²⁹ BS 159-509/2013, s. 1071

²³⁰ BS 159-509/2013, s. 1072

²³¹ BS 159-509/2013, s. 1072

²³² BS 159-509/2013, s. 1072

²³³ BS 159-509/2013, s. 1072

²³⁴ B1390014 s. 279

I den påankede Byretsdom, henviste ØLR til CB-afgørelsen 226/2015, hvor ansvarsnormen for direktion- og bestyrelsesmedlemmer i pengeinstitutter var et almindeligt culpaansvar, som i øvrigt gjaldt for andre aktieselskaber jf. SEL § 362, stk. 1, 1. pkt.²³⁵. Det kan deraf konkluderes, at der ikke kan udledes en skærpet culpanorm i forbindelse med vurderingen af adfærdsnormerne for et ”forsvarligt beslutningsgrundlag”.

Da Byretten og ØLR konkluderede, at sagsøgte ikke var underlagt en skærpet culpanorm, vurderede de herefter, om sagsøgte handlede ansvarspådragende i ABs tabsgivende låneengagementer. I denne vurdering tilsluttede ØLR sig Højesterets præmisser fra CB-afgørelsen sag 226/2015. I vurderingen af forsvarligheden af de enkelte låneengagementer må der foretages en vurdering på baggrund af de oplysninger der forelå på kreditbevillingstidspunktet – se fodnote²³⁶. Her skal der lægges særlig vægt på den viden det enkelte direktion- eller bestyrelsesmedlems havde adgang til²³⁷. ØLR supplerede Byrettens præmisser for adfærdsnormerne for et ”forsvarligt beslutningsgrundlag”, hvor en bevilling meddelt på skriftligt grundlag medførte, at der stilles skærpede krav til det enkelte bestyrelsesmedlem. ØLR konkluderede, at det påhviler bestyrelsesmedlemmerne, at have taget stilling til, *”om de oplysninger, der er fremlagt, er tilstrækkelige til at kunne udgøre et forsvarligt beslutningsgrundlag, og hvis dette ikke er tilfældet anmode om yderligere oplysninger og mundtlig behandling af ansøgningen.”*²³⁸.

ØLR konkluderede afslutningsvist, *”hvor et engagement er nødlidende og navnlig låntagers økonomiske forhold, sikkerhedsstillelsen, den almindelige økonomiske konjunktur og kundens evne til at drive sin virksomhed, som udgangspunkt taler imod at forlænge eller udvide en bevilling, kan hensyn til at begrænse Bankens tab efter omstændighederne desuagtet begrunde en forlængelse eller udvidelse af et allerede bevilliget lån.”*²³⁹. ØLR konkluderede på baggrund af denne præmissen, at en forlængelse af et nødlidende låneengagement kan udledes af adfærdsnormerne for et ”forsvarligt beslutningsgrundlag”, såfremt forlængelsen af låneengagementet sker for at begrænse bankens tab. I denne vurdering må der *”navnlig lægges vægt på, om den yderligere bevilling er begrænset til det, som er nødvendigt for at sikre Bankens interesser.”*²⁴⁰, således at banken sikrer dækning af tilgodehavendet²⁴¹. Ovenstående tabsbegrænsningspræmis inddrages i nedenstående analyse af forsvarligheden af låneengagementet med Øster Fælled-ejendommen.

²³⁵ B1390014 s. 277

²³⁶ BS 159-509/2013, s. 1073, & 226/2015, s. 277. Af Capinordic-dommen følger *”at en beslutning om at yde et lån i vidt omfang beror på et forretningsmæssigt skøn navnlig på grundlag af en kreditvurdering af låntager. Skønnet skal foretages på et forsvarligt grundlag. I kreditvurderingen må blandt andet indgå formålet med lånet, låntagers økonomiske forhold, den stillede sikkerhed og kundens evne til at drive sin virksomhed, herunder i lyset af den almindelige økonomiske konjunktur. Hvilke krav, der skal stilles, for at en bevilling kan anses for at være forsvarlig, beror på en samlet vurdering i det enkelte tilfælde. Der bør udvises forsigtighed med at tilsidesætte det forretningsmæssige skøn, der er udøvet af Bankens bestyrelse og direktion ved bevillingen af et lån”*.

²³⁷ B1390014 s. 278

²³⁸ B1390014 s. 278

²³⁹ B1390014 s. 278

²⁴⁰ B1390014 s. 278

²⁴¹ B1390014 s. 278

2.8.1 Schaumann-Øster fællede A/S' erhvervelse af Øster fælled-ejendommen

Afgørelsen omhandlede Schaumann Øster fælled A/S (SØ) der erhvervede Øster Fælled-ejendommen for 1,415 mia. kr.²⁴². Ejendommen blev vurderet af Home d. 5. juli 2006 til 1,490 mia. kr. som udlejningsejendom udstykket til ejerlejligheder²⁴³.

Finansieringen af ejendommen var et realkreditlån stillet af Nykredit på 1,133 mia. kr., og en bankfinansiering stillet af AB på 225 mio. kr., samt en obligationsudstedelsesramme på 180 mio. kr.²⁴⁴. I 2007 forlængede sagsøgte SØs låneengagement med AB. Det fremgik af kreditindstillingen til finansieringen af Øster Fælled-ejendommen fra 2006, at købet af ejendommen skete med henblik på et frasalg af boliger fra opsagte lejemål i Øster Fælled-ejendommen²⁴⁵. Det var lejeindtægterne der skulle forrente anskaffelsessummen. Opsigelserne af lejemålene i ejendommen var årligt på 12 procent over en treårig periode. Ligeledes skulle likviditet stamme fra frasalg af ejerboligerne i ejendommen efter opsigelser fra nuværende beboere²⁴⁶.

Det fremgik af risikoanalysen i kreditindstillingen, at risikofaktoren var baseret på, om tilstrækkelig likviditet kunne genereres. Risikofaktorerne udgjorde den potentielle udvikling i renteudgifterne og ejendomsmarkedets salgstakt samt faldende salgspriser. Disse faktorer kunne medføre manglende likviditet, såfremt der skete en opbremsning i frasalget af ejerlejlighederne²⁴⁷. JB forklarede i afgørelsen, at der var likviditetsmangel, så længe at ejendommen var en udlejningsejendom. Det var derfor vigtigt, at der ikke skete en opbremsning i frasalget af ejerlejlighederne i Øster Fælled-ejendommen²⁴⁸. Byretten vurderede, om oplysningerne der lå til grund for kreditvurderingen var uforsvarlige. Byretten konkluderede, at det måtte stå sagsøgte klart, at oplysningerne på bevillingstidspunktet medførte en væsentlig risikofaktor. Byretten lagde til grund, at Øster Fælled-ejendommen som en boligudlejningsejendom generede underskudslikviditet. Forudsætningen for fremskaffelse af likviditet var, at der skete frasalg af ejerlejlighederne, samt at salgstakten ikke ophørte²⁴⁹. Frasalgstakten var derfor en væsentlig risikofaktor²⁵⁰. Dog konkluderede Byretten afslutningsvist, at estimatet af fraflytningstakten på 12 procent ikke var uforsvarligt, men realistisk og samtidig blev verificeret af Plesners due diligence-rapport²⁵¹. Byretten konkluderede, at sagsøgte ikke undlod at forholde sig til risikoen og det svækkede ejendomsmarked samt konjunkturfølsomheden i ejendomsbranchen²⁵². Byretten tiltrådte samme

²⁴² BS 159-509/2013, s. 1073

²⁴³ BS 159-509/2013, s. 1073

²⁴⁴ BS 159-509/2013, s. 1074

²⁴⁵ BS 159-509/2013, s. 1074

²⁴⁶ BS 159-509/2013, s. 1074

²⁴⁷ BS 159-509/2013, s. 1074

²⁴⁸ BS 159-509/2013, s. 1074

²⁴⁹ BS 159-509/2013, s. 1073

²⁵⁰ BS 159-509/2013, s. 1073

²⁵¹ BS 159-509/2013, s. 1075

²⁵² BS 159-509/2013, s. 1075

vurdering af obligationsudstedelsen på 180 mio. kr. Tidspunktet for obligationsudstedelser var normalt forekommende i 2006, og AB havde tidligere solgt ejendomsobligationer med succes²⁵³.

AB modtog af låneengagementet med SØ anden prioritet i pant af Øster Fælled-ejendommen, efter Nykredits realkreditlån med første prioritet i pant på 1,133 mia. kr.²⁵⁴. Byretten konkluderede, at der for ABs pant på tidspunktet for bevillingen af lånet i 2006 i det væsentlige var fuld dækning for sikkerheden i pantet af ejendommen²⁵⁵. Byretten lagde JB's forklaring til grund, at når der skete et frasalg af en ejerbolig, skulle Nykredit have 26.000 kr. pr solgte m², hvorefter at resten af beløbet skulle transporteres til AB²⁵⁶. Såfremt denne forudsætning havde holdt, ville SØ hurtigt kunne påbegynde nedbringelsen af låneengagement med AB.

Byretten konkluderede med ovenstående, at det ikke var uforvarligt, at AB ikke stillede yderligere sikkerhed for låneengagementet med SØ, selvom øvrige selskaber og ejere i Schaumann-koncernen ikke kautionerede for låneengagementet²⁵⁷. Byretten konkluderede ligeledes, at sagsøgte havde varetaget selskabsinteressen efter bedste skøn på et ”forsvarligt beslutningsgrundlag”. Risiciene og vilkårene i låneengagementet var ikke tilstrækkeligt store eller ubalancerede²⁵⁸. Byretten konkluderede på denne baggrund, at sagsøgte ikke handlede ansvarspådragende²⁵⁹.

2.8.2 Refinansiering af SØ-låneengagementet

En refinansiering af SØs låneengagement med AB var relevant i 2007, da en opbremsning i boligmarkedet medførte, at frasalget af ejerlejlighederne i Øster Fælled-ejendommen ophørte, hvorefter likviditetsforudsætningerne i den oprindelige låneaftale ikke blev opfyldt²⁶⁰. JB forklarede, at forhandlingerne af refinansieringen afspejlede en model der både skulle være acceptabel for Schaumann-koncernen og AB. Der blev til bestyrelsesmødet d. 28. september 2007 drøftet alternativer til refinansieringen. Et af alternativerne var, at Nykredit påberåbte sig misligholdelse af realkreditlånet, hvorefter at Øster Fælled-ejendommen ville ende som en tvangsrealisation, da Nykredit ville tvangsrealisere ejendommen²⁶¹. Sagsøgte forklarede til støtte for refinansieringen, at sagsøgte var forpligtet til at begrænse ABs tab. Sagsøgte påstod, at en refinansiering af låneengagementet med SØ, var et bedre alternativ end at Nykredit tvangssolgte Øster Fælled-ejendommen²⁶².

²⁵³ BS 159-509/2013, s. 1076

²⁵⁴ BS 159-509/2013, s. 1076

²⁵⁵ BS 159-509/2013, s. 1076

²⁵⁶ BS 159-509/2013, s. 1073

²⁵⁷ BS 159-509/2013, s. 1076

²⁵⁸ BS 159-509/2013, s. 1077

²⁵⁹ BS 159-509/2013, s. 1077

²⁶⁰ BS 159-509/2013, s. 1077

²⁶¹ BS 159-509/2013, s. 1077

²⁶² BS 159-509/2013, s. 1077

Byretten bestred FSs anbringelse om, at refinansieringen udelukkende var foretaget for at undgå nedskrivninger af betydelige låneengagementer i ABs årsrapport²⁶³. Byretten konkluderede ligeledes, at refinansieringen havde til formål at begrænse ABs tab, da en tvangsrealisation af Øster Fælled-ejendommen ville medføre et større tab²⁶⁴. Byretten inddrogede kreditansøgningen af driftskrediten på 225 mio. kr. og obligationslånet på 175,6 mio. kr. i vurderingen af forsvarligheden af refinansieringen²⁶⁵. Det fremgik af aftalen, at AB løbende forpligtede sig til at finansiere SØs likviditetsunderskud i perioden 2007-2022²⁶⁶, samt at parterne i fællesskab årligt skulle vurdere forsvarligheden af den fortsatte drift²⁶⁷. Byretten konkluderede, at sagsøgte forholdte sig til risikoen for refinansieringen. Dette blev begrundet i, at budgettet der var målt på EBITDA var beregnet forsvarligt. Her tillagde Byretten ikke ejendomsværdien af Øster Fælled-ejendommen betydning for forsvarligheden af lånebevillingen²⁶⁸. I budgettet for refinansieringen lagde Byretten vægt på, at Nykredits realkreditlån ville være indfriet i 2019. Efter planen skulle der stadig være 200 ejerlejligheder der endnu ikke var frasolgt i 2019²⁶⁹. Byretten bestred, at det var uforsvarligt, at AB ikke krævede yderligere sikkerhed fra Schumann-koncernen²⁷⁰. Byretten konkluderede, at sagsøgte ikke handlede ansvarspådragende. Bevillingen af refinansieringen var bevilliget af sagsøgte på et ”forsvarligt beslutningsgrundlag”²⁷¹. Byrettens afgørelse blev ikke påanket af FS, hvorefter at afgørelsen er endelig²⁷².

2.8.3 Forlængelse af driftskrediten

Schumann-koncernen overdrogede i medio 2008 Øster Fælled-ejendommen (Øster Fælledparken A/S) til Henrik Ørbekker, Olav Damkiær-Classen og Hans Henrik Palm²⁷³. Handlen blev baseret på en bogført værdi af 1,557 mia. kr.²⁷⁴. Finansieringen af købet af ejendommen var et realkreditlån hos Nykredit, og en bankfinansiering i AB af et bankudlån på 392,5 mio. kr. med en løbetid frem til 2020. I finansieringen heraf blev der udformet en driftskreditramme på op til 75 mio. kr.²⁷⁵. Det fremgik af aftalegrundlaget, at kreditrammen på 75 mio. kr. årligt skulle vurderes på baggrund af den likviditetsmæssige situation og forsvarligheden af en forlængelse af driftskrediten²⁷⁶. En valutaramme med en tabsramme på 100. mio. kr. var samtidig etableret²⁷⁷.

²⁶³ BS 159-509/2013, s. 1077

²⁶⁴ BS 159-509/2013, s. 1077

²⁶⁵ BS 159-509/2013, s. 1077

²⁶⁶ BS 159-509/2013, s. 1078

²⁶⁷ BS 159-509/2013, s. 1078

²⁶⁸ BS 159-509/2013, s. 1078

²⁶⁹ BS 159-509/2013, s. 1079

²⁷⁰ BS 159-509/2013, s. 1079

²⁷¹ BS 159-509/2013, s. 1079

²⁷² B1390014 s. 283

²⁷³ BS 159-509/2013, s. 126

²⁷⁴ BS 159-509/2013, s. 126

²⁷⁵ BS 159-509/2013, s. 126

²⁷⁶ BS 159-509/2013, s. 126

²⁷⁷ BS 159-509/2013, s. 1079

Den 14. december 2009 ansøgte ABs erhvervsafdeling om en forlængelse af driftskreditten på 75 mio. kr. og en forlængelse af valutarammen for valutaoptioner med en tabsramme på 100 mio. kr. uden marginalopkrævning²⁷⁸.

Ovenstående bevillinger blev afgivet på skriftligt grundlag af bestyrelsen d. 23. december 2009²⁷⁹. Sagsøgte forklarede i afgørelsen, at baggrunden for bevillingen af forlængelsen af kreditrammen var, at en tvangsrealisation af Øster Fælled-ejendommen af Nykredit, ikke var et bedre alternativ end en forlængelse af kreditrammen. Det blev ligeledes lagt til grund for bevillingen, at ejerne af Øster Fælled-ejendommen alle var økonomisk nødlidende. Ejernes personlige selvskyldnerkautioner var uden værdi²⁸⁰. Byretten konkluderede, at oplysningerne på bevillingstidspunktet ikke medførte, at sagsøgte handlede ansvarspådragende. Dette blev begrundet i, at sagsøgte traf beslutningen om bevillingen med en afvejning af risici og alternativerne hertil for at begrænse tab²⁸¹.

FS påankede resultatet til ØLR, hvor ØLR i deres vurdering af forsvarligheden af bevillingen lagde vægt på, at finanskrisen var indtrådt, samt at AB var hårdt økonomisk ramt heraf²⁸². ØLR konkluderede, at FTs advarsler til sagsøgte fra september 2008 til december 2009 måtte indgå i bedømmelsen af forsvarlighedsvurderingen med en ikke ubetydelig vægt²⁸³. En af advarslerne var, at AB skulle nedskrive Øster Fælled-engagementet med 200 mio. kr., samt at et mersolvensbehov lå på minimum 200 mio. kr. Den samlede risiko for låneengagementet udgjorde mindst 400 mio. kr.²⁸⁴. FT konkluderede ligeledes, at ejendommens handelsværdi var lavere end ABs prioritetsgæld i ejendommen på 1,14 mia. kr.²⁸⁵. I FTs undersøgelse af Øster Fælled-engagementet d. 9. september 2009, var ejerne af ejendommen i store økonomiske vanskeligheder. Øster Fælled-ejendommen blev holdt i live af låneengagement med AB²⁸⁶. ØLR konkluderede, at ejendommen generelt genererede negativ likviditet af et ikke ubetydeligt omfang²⁸⁷. AO og JB behandlede og godkendte bevillingen af kreditrammen på 75 mio. kr. d. 18. december 2009. Herefter blev den behandlet skriftligt af bestyrelsen²⁸⁸. I afgørelsen inddragede ØLR - Niels Erik Nielsens (NN) forklaring, hvor NN til retten oplyste, at kreditrammen kunne være lukket ned af direktionen eller bestyrelsen i december 2009, da ejerne af Øster Fælled-ejendommen alle var økonomisk nødlidende. NN oplyste afslutningsvist, at ejernes selvskyldnerkaution på tidspunktet for forlængelsen af bevillingen var uden værdi²⁸⁹.

²⁷⁸ BS 159-509/2013, s. 126 & B1390014 s. 297

²⁷⁹ BS 159-509/2013, s. 126

²⁸⁰ BS 159-509/2013, s. 1083

²⁸¹ BS 159-509/2013, s. 1083

²⁸² B1390014 s. 294

²⁸³ B1390014 s. 294

²⁸⁴ B1390014 s. 295

²⁸⁵ B1390014 s. 295

²⁸⁶ B1390014 s. 296

²⁸⁷ B1390014 s. 296

²⁸⁸ B1390014 s. 297

²⁸⁹ B1390014 s. 298

I forsvarlighedsvurderingen lagde ØLR til grund, at JB som kundeansvarlig, var bekendt med FTs advarsler og undersøgelser i Øster Fælled-engagementet²⁹⁰. ØLR konkluderede afslutningsvist, at de andre sagsøgte ligeledes havde et indgående kendskab til FTs advarsler og undersøgelser i Øster Fælled-engagementet og burde udvise agtpågivenhed²⁹¹.

ØLR konkluderede, at ABs risiko var forøget ved en forlængelse af kreditrammen i december 2009. Dette blev begrundet i ABs udarbejdede budget for Øster Fælled-ejendommen i december 2009, hvori det fremgik, at der de kommende fire år ville være et likviditetsunderskud på 20-25 mio. kr., før der kunne påbegyndes afdrag af realkreditlånet i form af de ekstraordinære afdrag til Nykredit på 45-50 mio. kr.²⁹². Denne risiko var en væsentlig ændring i kreditstillingen i 2009 sammenlignet med budgettet i kreditindstillingen i 2008.

ØLR konkluderede, at der ikke forelå det samme budget i december 2009, som det der lå til grund for kreditindstillingen året forinden i genopretningsperioden i december 2008²⁹³. ØLR konkluderede, at Øster Fælled-ejendommens forventede likviditetsbehov i december 2009 var på 225 mio. kr. fremfor 195 mio. kr., hvilket fremgik af budgettet for ansøgningen af en forlængelse af kreditrammen i 2008²⁹⁴. ØLR konkluderede afslutningsvist, at sagsøgte havde pådraget AB en yderligere risiko ved at forlænge kreditrammen i december 2009. ØLR lagde til grund, at sagsøgte ligeledes havde imødekommet Nykredits krav om at afdrage på Nykredits efterstillede renteswap lån i 2009 og 2010²⁹⁵, hvor AB var foranstillet kreditor. ØLR vurderede, om sagsøgte vidste, at betalingerne til Nykredit var gået til nedbringelse af de efterstillede renteswaplån og ikke efter aftale til nedbringelse af realkreditlånet²⁹⁶. ØLR konkluderede, at alle sagsøgte vidste, at ABs finansiering af kreditrammen var anvendt til at afdrage på renteswaplånet²⁹⁷. Dette var Nykredits ufravigelige krav. Nykredit ville have tvangsrealiseret Øster Fælled-ejendommen, såfremt renteswaplånet ikke var afdraget først²⁹⁸. ØLR konkluderede afslutningsvist, at sagsøgte ikke handlede ansvarspådragende. ØLR lagde til grund, at selvom sagsøgte havde pålagt AM en forøget risiko i december 2009, havde sagsøgte iagttaget tabsbegrænsningshensynet²⁹⁹.

Det kan af ovenstående konkluderes, at en tvangsrealisation af Øster Fælled-ejendommen var et værre alternativ end en nedlukning af kreditrammen i 2009. Det konkluderes, at hensynet til at begrænse bankens tab udledes af adfærdsnormen for et ”forsvarligt beslutningsgrundlag”, såfremt direktion- og bestyrelsesmedlemmerne inddrager et tabsbegrænsningshensyn i kreditvurderingen og afvejer risici og alternativerne for at begrænse tab.

²⁹⁰ B1390014 s. 298

²⁹¹ B1390014 s. 298

²⁹² B1390014 s. 299

²⁹³ B1390014 s. 299

²⁹⁴ B1390014 s. 299

²⁹⁵ B1390014 s. 303

²⁹⁶ B1390014 s. 302

²⁹⁷ B1390014 s. 302

²⁹⁸ B1390014 s. 303

²⁹⁹ B1390014 s. 304

2.8.4 Genbevilling af valutarammen

I Byretten blev sagsøgte frifundet for den genbevilling af valutarammen der var foretaget d. 23. december 2009. FS ankede efterfølgende afgørelsen til ØLR. Afgørelsen behandles herunder.

De tre ejere af Øster Fælled-ejendommen stillede på bevillingstidspunktet for valutarammen medio 2008 sikkerhed i personlig selvskyldnerkaution. ØLR konkluderede, at JB ved genbevilling af valutarammen i december 2009 var bekendt med overskridelsen af tabsrammen på valutarammen med 100 mio. kr.³⁰⁰. ØLR konkluderede ligeledes, at JB havde undladt at reagere på overskridelsen af tabsrammen. Dette blev begrundet i, at JB ikke selv indstillede valutarammen, eller bragte det for bestyrelsen³⁰¹. Overskridelsen af tabsrammen på de 100 mio. kr. fremgik af referaterne til bestyrelsesmøderne, hvor bestyrelsen drøftede valutamarkedet og de økonomiske effekter heraf i Øster Fælled-låneengagementet³⁰². ØLR konkluderede, at alle de sagsøgte havde haft kendskab til, at Øster Fælled-engagementet var nødlidende, da Øster Fælled-låneengagementet fremgik som værende det låneengagement der havde den største kreditrisiko i AB³⁰³.

ØLR vurderede, hvilke oplysninger og overvejelser der lå til grund for opretholdelsen af valutarammen i december 2009. Her konkluderede ØLR, at overvejelser og formål for hvorvidt valutarammen skulle opretholdes, ikke var en del af ledelsesreferatet d. 14. december 2009, hvor bestyrelsen på bestyrelsesmødet vurderede opretholdelsen af valutarammen. ØLR konkluderede, at det afgørende for opretholdelse af valutarammen var, at valutarammen blev opretholdt uanset ejernes aktuelle økonomiske situation³⁰⁴. Der fremgik ikke oplysninger om forventede rentestigninger af likviditetsbudgettet for opretholdelsen af valutarammen d. 14. december 2009, samt at det ikke var beskrevet om valutaoptionerne medførte optionspræmier³⁰⁵. Dette var modsætningsvist en del af likviditetsbudgettet til opretholdelse af valutarammen i december 2008³⁰⁶. ØLR konkluderede, at Øster Fælled Parken A/S (ØFP) d. 14. december 2009 ikke dækkede de urealiserede tab der fremgik af valutarammen med 93,989 mio. kr.³⁰⁷. Et marginkald ville derfor ikke kunne være genereret af ØFP eller af kautionisterne, da ejernes selvskyldnerkautioner var uden værdi. ØLR konkluderede, at en genbevilling af valutarammen i december 2009, var sket på ABs egen regning og risiko³⁰⁸. ØLR lagde til grund, at det var uforsvarligt at opretholde valutarammen frem til juni 2010 på de foreliggende omstændigheder. Dette resulterede i, at sagsøgte handlede ansvarspådragende, da sagsøgte ikke tilpassede

³⁰⁰ B1390014 s. 307

³⁰¹ B1390014 s. 307

³⁰² B1390014 s. 308

³⁰³ B1390014 s. 308

³⁰⁴ B1390014 s. 304

³⁰⁵ B1390014 s. 305

³⁰⁶ B1390014 s. 305

³⁰⁷ B1390014 s. 305

³⁰⁸ B1390014 s. 305

bankens drift inden håbløshedstidspunktet³⁰⁹. JB, AO, og de indstævnte bestyrelsesmedlemmer, der havde tiltrådt JB's kreditindstilling til forlængelse af valutarammen d. 23. december 2009 hæftede solidarisk for tabet³¹⁰. Tabet blev af ØLR opgjort til 225.461.329 kr.³¹¹. Dog frifandt ØLR to medarbejdervalgte bestyrelsesmedlemmer jf. EAL § 24, stk. 1, da ØLR fandt, at bestyrelsesmedlemmernes uagtsomhed var begrænset væsentligt sammenlignet med de øvrige bestyrelsesmedlemmer. ØLR lagde til grund, at et erstatningsansvar ville have været urimeligt tyngende for de medarbejdervalgte bestyrelsesmedlemmer³¹².

Med ovenstående præmisser kan det konkluderes, at der stilles skærpede krav til adfærdsnormerne for et "forsvarligt beslutningsgrundlag", såfremt at sagsøgte ikke tilpasser virksomhedens drift inden håbløshedstidspunktet. Sagsøgte pålagde AB en risiko for egen regning, da låntagers sikkerheder på genbevillingstidspunktet for valutarammen i december 2009 var uden værdi. Der forelå ligeledes ikke hensyn der talte for en forlængelse af valutarammen der ville begrænse tabet. Tabsbegrænsningshensynet der udledes af adfærdsnormen for et "forsvarligt beslutningsgrundlag" var ikke iagttaget, da sagsøgte genbevilligede valutarammen i december 2009.

Efter domsafsigelse indgik FS og sagsøgte et forlig, hvor sagsøgte betalte 255,5 mio. kr. til FS. Afgørelsen blev ikke påanket til Højesteret, dermed er ØLRs afgørelse endelig.

2.9 Roskilde Bank A/S (RB)

RB-sagen omhandlede afgørelserne B-1291-10³¹³ og B-1851-10. Førstnævnte afgørelse inddrages i analysen, hvor FS var sagsøger og RBs direktion- og bestyrelsesmedlemmer var sagsøgte. RB blev stiftet d. 17. juli 1884, hvorefter banken d. 6. oktober 2008 anmeldte betalingsstandsning og blev erklæret konkurs d. 3. marts 2009³¹⁴.

Afgørelsen omhandlede en vurdering af, om sagsøgte var underlagt en skærpet culpanorm. ØLR vurderede om sagsøgte havde drevet RB uforsvarligt og dermed pådraget sig et erstatningsansvar³¹⁵. FS påstod, at RB var drevet uforsvarligt af sagsøgte. FS lagde til grund, at uforsvarligheden var sket som følge af sagsøgtes handlinger og undladelser i relation til RBs generelle drift i perioden fra 2005 til 2007 og frem til RBs økonomiske sammenbrud i 2008³¹⁶. FS påstod ligeledes, at sagsøgte i en række låneengagementer handlede ansvarspådragende ved at yde bevilling af en række lån der havde pådraget RB tab³¹⁷.

³⁰⁹ B1390014 s. 306

³¹⁰ B1390014 s. 306.

³¹¹ B1390014 s. 311

³¹² B1390014 s. 319

³¹³ B-1291-10, s. 9

³¹⁴ B-1291-10, s. 13

³¹⁵ B-1291-10, s. 9 & 441

³¹⁶ B-1291-10, s. 9 & 441

³¹⁷ B-1291-10, s. 441

ØLR vurderede indledningsvist, om sagsøgte handlede ansvarspådragende og pådrog sig et erstatningsansvar, hvorefter ØLR vurderede adfærdsnormerne der udledes for et ”forsvarligt beslutningsgrundlag” i relation til en række tabsgivende lånebevillinger der var foretaget af sagsøgte³¹⁸.

FS påstod, at direktionens strategi om udlånsvækst var uforsvarlig, da bankens vækststrategi hovedsageligt var baseret på udlån til ejendomsinvesteringer³¹⁹. Desuden havde direktionen ikke taget stilling til risiciene for en række udlån af ejendomslåneengagementer³²⁰. FS påstod, at bestyrelsen havde undladt at fastlægge og håndhæve RBs vækststrategi jf. FIL § 70, da bestyrelsen havde overladt dette til direktionen og udvist passivitet, ved at lade den valgte vækststrategi passere³²¹. ØLR konkluderede, at *“det er ikke i sig selv uforsvarligt at drive et pengeinstitut efter en vækststrategi”*³²², men det afgørende var, *”om der ved driften af Banken, herunder navnlig kreditgivningen, i tilstrækkelig grad tages højde for den forøgede risiko, som er forbundet med en sådan strategi.”*³²³. RBs strategi blev af direktionen gennemgået på et bestyrelsesseminar i 2005, hvor alle bestyrelsesmedlemmerne var enige om vækststrategien og alle tiltrådte satsningen på ejendomsmarkedet³²⁴. Af FIL § 70, stk. 1, nr. 2 fremgår det, at det er bestyrelsen der er ansvarlig for at fastlægge bankens vækststrategi. ØLR konkluderede, at bestyrelsen ikke havde undladt at fastlægge RBs strategi, da bestyrelsen havde forholdt sig til risiciene og var indforstået med RBs vækststrategi. Dette fremgik af ledelsesberetningerne³²⁵. ØLR fandt, at sagsøgte ikke udviste passivitet, ved at lade vækststrategien passere³²⁶.

ØLR påpegede dog, at en bestyrelse altid skal sikre *“at organisationen er i stand til at håndtere den valgte strategi, herunder risikoen forbundet hermed”*³²⁷. Det afgørende var at vurdere, hvorvidt sagsøgte indrettede RBs organisation således, at bankens ledelse kunne *”håndtere den forøgede risiko som var forbundet med den valgte vækststrategi.”*³²⁸. ØLR konkluderede afslutningsvist, at vækststrategiens interne retningslinjer og politikker ikke var utilstrækkelige eller burde være udfærdiget på anden vis³²⁹. På denne baggrund konkluderede ØLR, at de sagsøgte direktion- og bestyrelsesmedlemmer udviste forsvarlighed og ikke handlede ansvarspådragende³³⁰.

³¹⁸ B-1291-10, s. 442

³¹⁹ B-1291-10, s. 446

³²⁰ B-1291-10, s. 446

³²¹ B-1291-10, s. 446

³²² B-1291-10, s. 446

³²³ B-1291-10, s. 446

³²⁴ B-1291-10, s. 448

³²⁵ B-1291-10, s. 448

³²⁶ B-1291-10, s. 449

³²⁷ B-1291-10, s. 453

³²⁸ B-1291-10, s. 453

³²⁹ B-1291-10, s. 453.

³³⁰ B-1291-10, s. 454

Da det er konkluderet, at sagsøgte ikke handlede ansvarspådragende, kan det udledes, at direktion- og bestyrelsesmedlemmer ikke er underlagt en skærpet culpanorm. Direktion- og bestyrelsesmedlemmers iagttagelse af FILs § 70, stk. 1, kan ikke udledes af adfærdsnormerne for et “forsvarligt beslutningsgrundlag”. Afslutningsvist konkluderede ØLR, at deres afgørelse ikke var til hinder for, at konkrete låneengagementer kunne anses for uforsvarlige. ØLR vurderede herefter, hvorvidt RBs salg af egne aktier og finansiering heraf var ansvarspådragende. Dette behandles herunder.

2.9.1 RBs salg og finansiering af egne aktier

RB valgte i vinteren 2006/foråret 2007, at sælge egne aktier til eksisterende erhvervsdrivende kunder i RB³³¹. ØLR konkluderede, at salget af RBs egne aktier var begrundet i formålet om, at forbedre RBs solvensniveau. Netop solvensniveauet var påtalt i FTs undersøgelser der krævede forbedring af solvensen. Ved salget af RBs beholdning af egne aktier, finansierede RB kundernes finansiering af aktieopkøbene, uden at sagsøgte havde ydet forudgående kreditvurdering. Der var ikke udsigt til, at aktielånene kunne indfries eller at låntager kunne servicere gælden i fremtiden³³².

Det fremgik af forklaringer fra ledelsen, at aktionærlånene i kreditvurderingen indeholdt en betragtning om, at *“man lånte til at købe en tilsvarende værdi som lånets størrelse.”*³³³. ØLR konkluderede, at sagsøgte ikke foretog en individuel vurdering af låntagerne. Sagsøgte havde dermed ikke vurderet, hvilke af RBs kunder der var økonomisk attraktive og hvilke der var forbundet med en væsentlig kreditrisiko³³⁴. Dette blev bekræftet af Per Højgaard Andersen - RBs kreditchefs stedfortræder der udtalte, at der af de store kunders udlån ikke var foretaget en forudgående kreditvurdering af låntagerne, samt *“at lånene blev ydet efter direktionens og ikke på kreditudvalgets beslutning.”*³³⁵.

ØLR vurderede hvilke adfærdsnormer der kunne begrunde, at en bevilling af et låneengagement var truffet på et “forsvarligt beslutningsgrundlag”. ØLR konkluderede, hvorvidt en konkret bevilling af et låneengagement var uforsvarlig. Denne vurdering var baseret på baggrund af de oplysninger *“der forelå, da beslutningen om at yde bevillingen blev truffet.”*³³⁶. Ligeledes konkluderede ØLR, at *“en beslutning om ydelse af et lån er som udgangspunkt baseret på et forretningsmæssigt skøn navnlig på baggrund af kreditvurdering af kunden, herunder med oplysninger om projektet, kundens finansielle forhold, den stillede sikkerhed og kundens evne til at drive virksomheden, sammenholdt med Bankens overordnede kreditpolitik og retningslinjer, herunder*

³³¹ B-1291-10, s. 469

³³² B-1291-10, s. 469

³³³ B-1291-10, s. 469

³³⁴ B-1291-10, s. 469

³³⁵ B-1291-10, s. 470

³³⁶ B-1291-10, s. 490

dens risikovillighed.”³³⁷. Afslutningsvist konkluderede ØLR, at vurderingen i nogen grad må bero på ”i hvilket omfang der er foretaget en sædvanlig kreditvurdering.”³³⁸.

ØLR konkluderede på baggrund af ovenstående præmisser, at direktionen handlede uforsvarligt. ØLR lagde til grund, at sagsøgte bevilligede finansieringen af salget af RBs egne aktier uden at have ydet forudgående kreditvurdering³³⁹. Ydermere havde låntager ikke stillet sædvanlig sikkerhed for finansieringen, samt at der ikke var udsigter til, at låntager kunne servicere gælden i fremtiden³⁴⁰. ØLR påpegede, at bestyrelsen og direktør - Niels Valentin Hansen (NVH) havde godkendt beslutningen om bevilling af aktielånene og blev løbende orienteret om salget af egne aktier uden at foretage sig yderligere. På denne baggrund konkluderede ØLR, at bestyrelsen og NVH handlede uforsvarligt og ansvarspådragende ved at bevillige lånene uden at foretage en forudgående kreditvurdering af låntagerne³⁴¹.

FS opgjorde et samlet tab for aktielånene på 667.642.000 kr.³⁴². En nærmere opgørelse af kravet var ikke oplyst af FS³⁴³. Dog fremgik det af RBs kreditchef - Knud Nielsens opgørelse af. 23 november 2009, at 27 aktionærer blev finansieret af købene af RBs egne aktier³⁴⁴. De 7 af aktionærerne var omfattet i de 10 mest tabsgivende låneengagementer³⁴⁵. FS fremlagde ikke informationer om låntagernes evne til at servicere lånene, hvilket resulterede i at ØLR frifandt sagsøgte for de 20 tabsgivende låneengagementer³⁴⁶. ØLR konkluderede af de 7 mest tabsgivende engagementer, at ansvarsbedømmelsen skulle afdækkes nærmere i henhold til de enkelte tabsgivende låneengagementer³⁴⁷. ØLR frifandt sagsøgte, efter at have vurderet de 7 tabsgivende låneengagementer³⁴⁸. ØLR lagde til grund, at der var uklarheder i FSs opgjorte tab, da FS havde overladt et betydeligt skøn i vurderingen af tabet til ØLR. ØLR havde ikke mulighed for at skønne tabet på baggrund af de tilstedeværende oplysninger³⁴⁹.

På trods af at ØLR frifandt sagsøgte i afgørelsen, kan det konkluderes, at når bestyrelsen bevilliger en finansiering af et salg af egne aktier, skal bestyrelsen iagttage adfærdsnormerne for et ”forsvarligt beslutningsgrundlag”. Bestyrelsen skal i nogen grad foretage en sædvanlig kreditvurdering af låntager. I denne kreditvurdering af kunden skal der inddrages - ”oplysninger om projektet, kundens finansielle forhold, den stillede sikkerhed og kundens evne til at drive virksomheden, sammenholdt med Bankens overordnede

³³⁷ B-1291-10, s. 491

³³⁸ B-1291-10, s. 491

³³⁹ B-1291-10, s. 470

³⁴⁰ B-1291-10, s. 470

³⁴¹ B-1291-10, s. 470

³⁴² B-1291-10, s. 471

³⁴³ B-1291-10, s. 471

³⁴⁴ B-1291-10, s. 471

³⁴⁵ B-1291-10, s. 471

³⁴⁶ B-1291-10, s. 471

³⁴⁷ B-1291-10, s. 471

³⁴⁸ B-1291-10, s. 519

³⁴⁹ B-1291-10, s. 519

*kreditpolitik og retningslinjer, herunder dennes risikovillighed.*³⁵⁰. Det konkluderes, at såfremt disse adfærdsnormer ikke iagttages af direktion- og bestyrelsesmedlemmerne, handler sagsøgte ikke i selskabets bedste interesse. Af ovenstående kan det konkluderes, at en forudgående kreditvurdering af låntager formodes at være en adfærdsnorm der udledes for et "forsvarligt beslutningsgrundlag". Denne adfærdsnorm er gældende for alle bevillinger af lån.

2.10 Juridisk delkonklusion

I den juridiske analyse er det undersøgt hvilke adfærdsnormer der udledes for et "forsvarligt beslutningsgrundlag" for direktion- og bestyrelsesmedlemmer i pengeinstitutter. Herunder konkluderes hvilke adfærdsnormer der kan udledes af retspraksis.

Det konkluderes, at der ved vurdering af hvorvidt en bevilling af et lån er forsvarlig, bedømmes om bevillingen er afgivet på et "forsvarligt beslutningsgrundlag". Vurderingen af adfærdsnormen for et "forsvarligt beslutningsgrundlag" beror på det forretningsmæssige skøn. Dette sker bl.a. på baggrund af en kreditvurdering af låntager på bevillingstidspunktet. Det konkluderes, at der bør udvises forsigtighed med at tilsidesætte det forretningsmæssige skøn der udøves af bankens direktion- og bestyrelsesmedlemmer ved bevilling af et lån³⁵¹. Det konkluderes, at såfremt det er uforsvarligt at direktion- og bestyrelsesmedlemmer bevilliger et lån, handler de ansvarspådragende.

Adfærdsnormerne for et "forsvarligt beslutningsgrundlag" udledes ikke ved syn eller skøn, sagkyndige erklæringer eller udtalelser for brancheorganisationer. Dog konkluderes det, jf. ØLR og Højesterets præmisser i domsanalyserne, at adfærdsnormerne der i kreditvurderingen af låntager skal vurderes er - "*formålet med lånet, låntagers økonomiske forhold, den stillede sikkerhed, og kundens evne til at drive virksomhed, herunder i lyset af den almindelige økonomiske konjunktur*"³⁵². Dette bør i øvrigt sammenholdes med "*Bankens overordnede kreditpolitik og retningslinjer, herunder dennes risikovillighed.*"³⁵³.

Såfremt låneengagementet er genstand for FTs tilsyn og FT løbende advarer om forhold der er kritisable, vil disse informationer indgå i adfærdsnormerne for et "forsvarligt beslutningsgrundlag" med en ikke ubetydelig vægt.

Det konkluderes, at direktion- og bestyrelsesmedlemmer er underlagt en skærpet adfærdsnorm, såfremt hensynet til pengeinstitutets interesser tilsidesættes. Såfremt koncerninterne mellemregninger transporteres på baggrund af pengeinstitutets udefrakommende interesser - til selskaber der er direkte eller indirekte

³⁵⁰ B-1291-10, s. 491

³⁵¹ B-877/11 & B-876/11, s. 1307

³⁵² Sag 226/2015, s. 105

³⁵³ B-1291-10, s. 491

forbundet med pengeinstituttet, og de modtagne selskaber er insolvente og ikke har udsigter til at tilbagebetale deres tilgodehavende, vil det være ansvarspådragende at bevillige transaktionen.

Det konkluderes, at der yderligere stilles et skærpet krav til adfærdsnormerne der udgør et ”forsvarligt beslutningsgrundlag”, såfremt bevillingen af lånet behandles skriftligt. Her skal bestyrelsesmedlemmerne i et pengeinstitut tage stilling til om de oplysninger der fremlægges skriftligt, er tilstrækkelige til at udgøre et forsvarligt beslutningsgrundlag, og såfremt dette ikke er tilfældet, anmode om yderligere oplysninger og mundtlig behandling af låneansøgningen³⁵⁴.

Der kan udledes et tabsbegrænsningshensyn af adfærdsnormerne for et ”forsvarligt beslutningsgrundlag”, såfremt direktion- eller bestyrelsesmedlemmer vælger at refinansiere et låneengagement eller forlænger en kredit- eller valutaramme for at begrænse tab. Foruden kreditvurderingen af - låntagers formål med en refinansiering, låntagers økonomiske forhold og låntagers stillede sikkerheder skal det vurderes, om der ved en refinansiering, kan opnås dækning for pengeinstituttets tilgodehavende i låntagers virksomhed, samt indeholde pengeinstituttets interesser for at refinansiere lånet. Ligeledes skal der foretages en sammenligning af den forøgede risiko ved at genbevillige lånet, samt en afvejning af risici og alternativerne for at begrænse tabet.

Afslutningsvist konkluderes det, at direktion- og bestyrelsesmedlemmer ikke bedømmes på baggrund af professionsnormer, såfremt direktion- og bestyrelsesmedlemmer fraviger interne kreditpolitikker og retningslinjer samt bestemmelser i FILs om indretning og drift af pengeinstitutter. Professionsnormer kan ikke udledes af adfærdsnormerne for et ”forsvarligt beslutningsgrundlag”. Det afgørende i vurderingen er, om der er årsagssammenhæng mellem tilsidesættelsen af kreditpolitikken/retningslinjerne og årsagen til at pengeinstituttet pådrages et tab. Såfremt et lån allerede er udbetalt forud for bestyrelsens godkendelse, er handlingen ikke ansvarspådragende, såfremt det ikke er uforsvarligt at bevillige lånet på de foreliggende omstændigheder. Det konkluderes, at det ikke er ansvarspådragende at drive et pengeinstitut efter en risikofyldt vækststrategi. Der må i stedet lægges følgende til grund i vurderingen, *”om der ved driften af Banken, herunder navnlig kreditgivningen, i tilstrækkelig grad tages højde for den forøgede risiko, som er forbundet med en sådan strategi.”*³⁵⁵.

Direktion- og bestyrelsesmedlemmer i pengeinstitutter skal iagttage ovenstående adfærdsnormer der udgør et ”forsvarligt beslutningsgrundlag”, når medlemmerne foretager handlinger eller undladelser i deres hverv. Det konkluderes, at såfremt direktion- eller bestyrelsesmedlemmerne ikke foretager en individuel kreditvurdering af låntager og inddrager adfærdsnormerne for et ”forsvarligt beslutningsgrundlag”, kan det i nogen grad være ansvarspådragende, såfremt dette kan sættes i forbindelse med et økonomisk tab.

³⁵⁴ B1390014, s. 278

³⁵⁵ B-1291-10, s. 446

Kapitel 3 - Økonomisk analyse

Økonomisk analyse del 1

3.1 Uden for kontrakt

For at vurdere hvilke økonomiske effekter en tabsgivende disposition medfører for parterne, inddrages Steven Shavells erstatningsteori. Teorien belyser to parter økonomiske incitament, henholdsvis en skadevolder og en skadelidt. Skadevolderen er defineret som repræsentant for lederen og skadelidte som repræsentant for aktionæren i pengeinstituttet. Teorien beskriver skadevolders optimale agtpågivenhedsniveau under forskellige ansvarsregler, henholdsvis skadevolders niveau af agtpågivenhed i situationerne - 1) intet ansvar, 2) objektivi ansvar og 3) et culpaansvar. Skadevolderen kan påvirke sandsynligheden for skadens indtræden ved valg af agtpågivenhedsniveau. Det antages, at parterne er risikoneutrale, da det er en forudsætning for at påregne sandsynligheden for skadens indtræden. Den forventede nytte ved de specifikke handlinger er udslagsgivende for skadevolders adfærd, da skadevolderen er egennyttmaksimerende. Skadevolderen forsøger altid at reducere sine omkostninger. Det er i øvrigt antaget, at skadelidte på alle tidspunkter rejser et erstatningskrav til skadevolderen, og at ansvarsreglerne håndhæves korrekt af domstolen³⁵⁶.

3.2 Det sociale optimum

For at analysere ansvarsreglernes økonomiske effekter for parterne, inddrages det sociale optimum, der beskrives som samfundets samlede omkostninger ved en tabsgivende disposition.

Det sociale optimum i erstatningsteorien er situationen, hvor de samlede totale omkostninger x^* er lavere end i alle andre agtpågivenhedsniveauer af x . Den matematiske formel for det sociale optimum defineres som følger, at det sociale optimum x reduceres i x^* :

$$cx + p(x)h, \text{ hvilket betegnes som det sociale optimum} = x^*{}^{357}$$

Hvor

- cx defineres som prisen c , for niveauet af skadevolderens agtpågivenhedsniveau, x
- $p(x)$ hvor p er sandsynligheden for at skaden indtræder, (p er faldende i x) og
- h er de forventede skadeomkostninger skadelidte kan forvente af en tabsgivende disposition³⁵⁸.

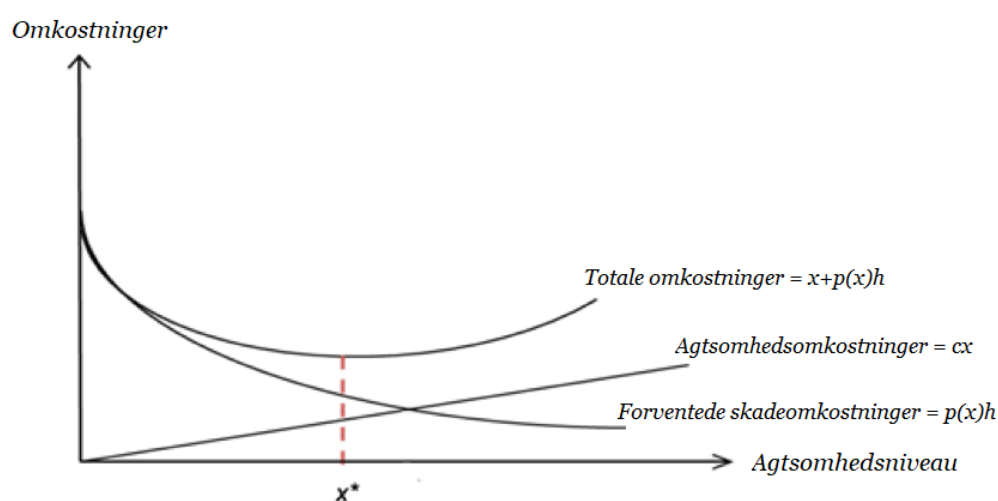
³⁵⁶ Eide, E & Stavang, E, (2008), s. 236

³⁵⁷ Shavell, S, (2002), kap. 2, s. 2

³⁵⁸ Shavell, S, (2002), kap. 2, s. 2

Samfundets samlede omkostninger afhænger i erstatningsteorien af skadevolderens valg af agtpågivenhedsniveau, x , hvor agtsomhedsomkostningen, c , er prisen pr. enhed af agtpågivenhedsniveauet, x ³⁵⁹. Da skadevolderen påvirker sandsynligheden for skadens indtræden, er det x der påvirkes af skadevolderens valg af agtpågivenhed. Ved et højere niveau af agtpågivenhed, x , oplever skadevolderen en omkostning, cx . Skadevolderens omkostninger ved at udvise agtpågivenhed er tid der kan udnyttes og bruges på et andet alternativ, også kaldet reservationsnyttens³⁶⁰. Skadelidtes forventede skadeomkostninger afhænger af de forventede skadeomkostninger, $p(x)h$, hvor h er en fast omkostning for skadelidte og $p(x)$ er sandsynligheden for skadens indtræden, hvilket afhænger af skadevolderens valg af agtpågivenhed, x .³⁶¹

Det sociale optimum fra erstatningsteorien illustreres som vist i figur 1 herunder:



Figur 1: Eide, E & Stavang, E, (2008), s. 237, figur 12.1 (egen tilvirkning)

I figur 1 er x^* det punkt der angiver det sociale optimum, parablens toppunkt, hvor dette punkt har den laveste samfundsmæssige omkostning for alle andre x 'er i grafen. Parabelen er et udtryk for de totale omkostninger hvilket er en funktion af agtsomhedsomkostningen og skadeomkostningen. Det følger af grafen, at et øget agtpågivenhedsniveau reducerer skadeomkostningerne sammenlignet med et lavere niveau af agtpågivenhed. Det sociale optimum findes hvor skadevolderen vælger sit agtpågivenhedsniveau, x , således at $x = x^*$. De samfundsmæssige antagelser for ovenstående teori medfører, at der sker en effektiv allokering af samfundets ressourcer, såfremt skadevolderen vælger at handle med et samfundsoptimalt agtpågivenhedsniveau, $x = x^*$, hvor samfundets samlede omkostninger er lavest ved en tabsgivende disposition³⁶². Herunder gennemgås skadevolderens adfærd under de forskellige ansvarssituationer.

³⁵⁹ Eide, E & Stavang, E, (2008), s. 236

³⁶⁰ Eide, E & Stavang, E, (2008), s. 236

³⁶¹ Eide, E & Stavang, E, (2008), s. 236

³⁶² Eide, E & Stavang, E, (2008), s. 238

3.3 Intet ansvar

Såfremt skadevolderen ikke stilles til ansvar for en tabsgivende disposition, bærer skadelidte omkostningerne for den forventede skade, $p(x) h$ ³⁶³. Dette er skadevolderen klar over, og vil på dette grundlag ikke afholde udgifter til agtpågivenhed cx . Dette begrundes i, at skadevolderen er nyttemaksimerende og ønsker at reducere sine samlede omkostninger. Det ses af grafen på y-aksen i figur 1, at ved et agtpågivenhedsniveau på nul, vil de forventede skadeomkostninger være u hensigtsmæssig høje for skadelidte. Når $x = 0$ er de totale omkostninger $= p(x) h$, og $x \neq x^*$.

Uden et ansvarsgrundlag ender samfundets samlede omkostninger med at være høje, langt højere end det sociale optimum $x = x^*$ ³⁶⁴. Det kan af dette udledes, at dette ansvar har negative økonomiske konsekvenser for skadelidte og samfundet på baggrund af Kaldor Hicks-optimalitetskriteriet. Ansvarsreglen giver ikke skadevolderen incitament til at handle med agtpågivenhed. Det konkluderes, at samfundets samlede omkostninger forøges, hvilket ikke medfører en effektiv allokering af samfundets omkostninger.

3.4 Objektivt ansvar

Under et objektivt ansvar vil skadevolderen være ansvarlig for skadelidtes tab, uagtet hvilket niveau af agtpågivenhed skadevolderen vælger. Skadevolderen bærer de samlede totale omkostninger, $cx + p(x) h$ ³⁶⁵, og derfor afhænger skadevolderens forventede omkostninger af skadevolderens valg af agtpågivenhed. Skadevolderen forsøger at reducere sine samlede omkostninger, hvorefter at skadevolderen har incitament til at vælge det agtsomhedsniveau, hvor de samlede totale omkostninger er lavest. Dette er i situationen hvor det sociale optimum er $x = x^*$.

Ved et objektivt ansvar har skadevolderen incitament til at handle med et efficient niveau af agtpågivenhed, hvilket medfører en effektiv allokering af samfundets samlede ressourcer på baggrund i Kaldor Hicks-optimalitetskriteriet³⁶⁶. Dette ses af grafen i figur 1. Et objektivt ansvar medfører, at skadevolderen har incitament til at vælge $x = x^*$, for at reducere sine samlede omkostninger.

3.5 Culpaansvar

Ved et culpaansvar antages det, at skadevolderen afholder skadeomkostningen, $p(x) h$, når skadevolderen vælger et niveau af agtpågivenhed hvor $x < x^*$. Skadevolderen kan friholdes for skadeomkostningen, såfremt skadevolderen vælger et niveau af agtpågivenhed, der er større eller lig det krav som culpareglen foreskriver

³⁶³ Eide, E & Stavang, E, (2008), s. 238

³⁶⁴ Eide, E & Stavang, E, (2008), s. 238

³⁶⁵ Eide, E & Stavang, E, (2008), s. 239

³⁶⁶ Eide, E & Stavang, E, (2008), s. 239

$x \geq x^*$ ³⁶⁷. Skadevolderen handler rationelt og er nyttemaksimerende. Skadevolderen har incitament til at vælge agtpågivenhedsniveauet hvor $x = x^*$, hvor skadevolderen reducerer sine samlede omkostninger, $cx + p(x)h$ ³⁶⁸. De sociale omkostninger $cx + p(x)h > cx^* + p(x^*)h$ i definition af x^* , og fordi $cx^* + p(x^*)h \geq x^*$, medfører dette, at $cx + p(x)h > x^*$ ³⁶⁹. Det konkluderes, at skadevolderen har incitament til at vælge x^* , end alle andre x 'er der er mindre end x^* ³⁷⁰. Det er afgørende for skadevolderens valg af agtpågivenhed hvor strengt kravet om agtpågivenhed er i culpaeglen. Et strengere krav medfører et større tidsforbrug for skadevolderen, hvilket er lig med en højere omkostning. Såfremt reglen indebærer et krav der kræver at $x > x^*$, er culpaansvaret mindre efficient end det objektive ansvar, hvor $x = x^*$. Dette skyldes, at en agtpågivenhedsomkostning der er større end skadeomkostningen, medfører at skadevolderen ikke har incitament til at handle med x^* .

Såfremt domstolene ikke evner at fastsætte det optimale agtpågivenhedsniveau i culpaeglen, kan dette medføre, at skadevolderen vælger et lavere niveau x end x^* ³⁷¹. Tidsfaktoren har ligeledes indflydelse på skadevolderens valg af agtpågivenhed, da skadevolderens potentielle gevinster kan forsinkes eller gå tabt³⁷².

Culpaansvaret er samfundsefficient på baggrund af Kaldor Hicks-optimalitetskriteriet, såfremt skadevolderen vælger et niveau af agtpågivenhed, hvor $x = x^*$. Ved valget af $x = x^*$ reducerer skadevolderen sine forventede omkostninger, $cx + p(x)h$.

3.6 Vurdering af ansvarssituationerne

I situationen uden ansvarsgrundlag har skadevolderen ikke incitament til at handle med x^* . Dette begrundes i, at skadevolderen er egennyttemaksimerende og ikke vil have incitament til at afholde omkostninger til agtpågivenhed. Det konkluderes, at såfremt skadevolderen ikke er underlagt ansvar, vil ansvarsreglen ikke være samfundsefficient på baggrund af Kaldor Hicks-optimalitetskriteriet³⁷³.

Såfremt skadevolderen er underlagt et objektivt ansvar, har skadevolderen incitament til at handle med agtpågivenhed, $x = x^*$, for at reducere sine samlede omkostninger. Under culpaeglen gives skadevolderen incitament til at handle med agtpågivenhed x^* , hvis culpanormen er fastsat af domstolene til det samfundsefficiente agtpågivenhedsniveau $x = x^*$ og ikke hvor $x > x^*$ ³⁷⁴.

Det kan af erstatningsteorien udledes, at er det ikke direkte kan konstateres hvilken ansvarsregel der er mest efficient af et objektivt ansvar eller culpaansvaret³⁷⁵. Såfremt der er usikkerhed om den gældende culpanorm,

³⁶⁷ Shavel, S, (2002), kap. 2, s. 4, fodnote 8

³⁶⁸ Shavel, S, (2002), kap. 2, s. 4, fodnote 8

³⁶⁹ Shavel, S, (2002), kap. 2, s. 4, fodnote 8

³⁷⁰ Shavel, S, (2002), kap. 2, s. 4, fodnote 8

³⁷¹ Eide, E & Stavang, E, (2008), s. 240

³⁷² Eide, E & Stavang, E, (2008), s. 244

³⁷³ Eide, E & Stavang, E, (2008), s. 238

³⁷⁴ Eide, E & Stavang, E, (2008), s. 240

³⁷⁵ Eide, E & Stavang, E, (2008), s. 248

kan et objektivt ansvar give skadevolderen incitament til at handle med agtpågivenhed på baggrund af Kaldor Hicks-optimalitetskriteriet. Et objektivt ansvar kan dog have den negative økonomiske effekt, at skadevolderen har incitament til at handle med overforsigtighed, hvilket medfører stigende agtsomhedsomkostninger. Såfremt skadevolderen er overforsigtig, kan dette medføre, at skadevolderen mister alternative gevinster. Dette medfører en tidsomkostning for skadevolder.

Økonomisk analyse del 2

3.7 Den optimale kontrakt

For at analysere hvilke økonomiske effekter en tabsgivende disposition i et kontraktforhold har af økonomiske effekter for parterne, inddrages principal/agent-teorien.

Principal/agent-teorien ansues mellem to parter, principalen og agenten og inddeles i tre faser³⁷⁶. I den første fase tilbyder principalen agenten en kontrakt på baggrund af devisen om, at der er et gevinstgrundlag for parternes interaktion³⁷⁷. Den næste fase omhandler, hvorvidt agenten er interesseret i at acceptere kontrakten på baggrund af - de bagvedliggende interesser, dens fordeling af risici og øvrige betingelser³⁷⁸. Den sidste fase i Principal/agent-teorien omhandler agentens valg af arbejdsindsats i kontraktforholdet, såfremt kontrakten accepteres³⁷⁹. Det antages, at agentens arbejdsindsats afspejler sig i agentens agtpågivenhedsindsats, jo højere agtpågivenhed, jo højere arbejdsindsats.

Der forelægger asymmetrisk information, når principalen ikke kan iagttage agentens arbejdsindsats³⁸⁰. Principalens overskud er afhængigt af agentens indsats, dvs. at agenten har beslutningsautoritet som påvirker principalens gevinst. Agenten har imidlertid ikke incitament til at yde indsats, da dette medfører omkostninger for agenten, ligesom agenten kan have et andet fokus end at skabe overskud til principalen. Heri består en interessekonflikt mellem principal og agent³⁸¹. En anden interessekonflikt består i parternes præference for risiko. En principal er risikoneutral, idet principalen har mulighed for at diversificere sine risici. En agent er risikoavers, idet denne part er afhængig af kontraktens gevinst i højere grad end principalen³⁸². Det er principalen der tilbyder agenten en kontrakt og bestemmer fordelingen af risikoen/ansvaret gennem klausuler i kontrakten³⁸³. Principalen ønsker at opnå den kontrakt der er mest optimal, således at agenten yder en høj arbejdsindsats og dermed maksimerer gevinsten. Principalen ønsker at minimere risikoen for, at agenten

³⁷⁶ Hendrikse, G, (2003) s. 90

³⁷⁷ Hendrikse, G, (2003) s. 91

³⁷⁸ Hendrikse, G, (2003) s. 92

³⁷⁹ Hendrikse, G, (2003) s. 93

³⁸⁰ Hendrikse, G, (2003) s. 92

³⁸¹ Hendrikse, G, (2003) s. 91

³⁸² Østergaard, K, (2014), s. 10

³⁸³ Hendrikse, G, (2003), s. 90

handler med opportunistisk adfærd³⁸⁴. Parterne kan forhandle omkostningsfrit om de observerbare variabler, da variablerne kan verificeres af tredjeparter³⁸⁵.

Scenariet består i at principalen tilbyder agenten en kontrakt, som agenten kan afvise eller acceptere³⁸⁶. Såfremt agenten accepterer kontrakten, er det agenten der vælger arbejdsindsatsen i kontraktforholdet³⁸⁷. Ved høj indsats skønnes det at resultere i et højt resultat, som principalen får nytte af. Ved lavere indsats resulterer dette i et lavere resultat og dermed mindre nytte til principalen³⁸⁸. Den asymmetriske information består derved i, at principalen ikke kan observere agentens valg af indsats, men har dog information om udfaldet, da principalen iagttager resultatet³⁸⁹. Parterne er egennyttemaksimerende, og principalen ønsker derved at sikre at agenten yder en høj indsats, således at principalens gevinst maksimeres³⁹⁰. Tilsvarende ønsker agenten ikke at bruge omkostninger, hvis dette kan undgås. Her er risikofaktoren vigtig. En risikoavers agent vil forlange en kompensation for den risiko agenten skal bære. Denne kompensation skal sidestilles med nyten der opnås, ved at agenten ikke påtager sig risici. Kompensationen gives af principalen, og herved reduceres principalens overskud. Risici er dermed en omkostning der reducerer den samlede nytte for parterne. For at nedbringe kompensationen, må principalen overtage noget af risikoen. Dette medfører, at agentens incitament reduceres, når principalen påtager sig noget af risikoen. I den optimale kontrakt mellem principalen og agenten er kompensation for risici afvejet således, at der stadig er incitament til at yde en arbejdsindsats³⁹¹.

3.7.1 Hidden action

Niveauet af asymmetrisk information er en moral hazard-effekt i form af en *hidden action* for principalen³⁹². For at mindske denne effekt, kan principalen indføre mekanismer der giver principalen bedre mulighed for at udligne forskellen i informationsniveauet. Dette kan bl.a. løses ved monitorering og kontrol af agenten. Dette med henblik på at øge agentens indsats for derved at skabe mere overskud til principalen. Eksogene faktorer som f.eks. økonomisk lavkonjunktur og en pandemi kan også have indflydelse på agentens indsats, uden at principalen eller agenten har kontrol over denne eksogene faktor³⁹³. Dette medfører usikkerhed når parterne koncipierer en kontrakt, da parterne både skal tage stilling til eksogene faktorer og egne risikopræferencer³⁹⁴.

Herunder gennemgås hvilke økonomiske effekter og incitamenter principalen og agentens kontraktforhold medfører for parterne.

³⁸⁴ Østergaard, K, (2014), s. 10

³⁸⁵ Hendrikse, G, (2003), s. 93

³⁸⁶ Gardner, R, (1947), s. 274

³⁸⁷ Hendrikse, G, (2003), s. 90

³⁸⁸ Gardner, R, (1947), s. 274

³⁸⁹ Hendrikse, G, (2003), s. 95

³⁹⁰ K. Dutta, P, (1999), s. 295

³⁹¹ K. Dutta, P, (1999), s. 294

³⁹² Hendrikse, G, (2003), s. 95

³⁹³ Bergen, M, S. Dutta & O.C. Walker, (1992), s. 3

³⁹⁴ Bergen, M, S. Dutta & O.C. Walker, (1992), s. 3

3.7.2 Incitaments benyttelse

Resultatet af agentens handlinger antages at være en sum, z , der illustreres som en lineær funktion, idet at z er afhængig af agentens indsats, e , og tilfældig indflydelse fra omgivelserne, x .³⁹⁵ Såfremt agentens indsats er $e \geq \underline{e}$, modtager principalen et overskud på z .³⁹⁶ Som nævnt ovenfor beskrives en situation med asymmetrisk information, hvor resultatet af agentens handlinger, z , er observerbart for principalen, mens e og x kun kendes af agenten³⁹⁷:

$$z = e + x$$

Agentens løn, w , er en lineær funktion af z . Udtrykket for agentens løn består af mere end et element. Udtrykket består af en fast basis løn, w_0 , samt β som repræsenterer størrelsen af det incitament principalen giver agenten gennem kontrakten der påvirker agentens indsats³⁹⁸. Ligningen for agentens løn er givet som følger³⁹⁹:

$$w = w_0 + \beta * z \Leftrightarrow w = w_0 + \beta * (e + x)$$

Agentens nytte, U , er bestemt af aflønning, $U(w)$, fratrasket den omkostning, $C(e)$, som agenten har ved at yde en indsats i kontraktforholdet, e .⁴⁰⁰ Agentens nytte udledes heraf⁴⁰¹:

$$U = U(w) - C(e)$$

Såfremt agenten bliver tilbudt en kontrakt med fast løn der ikke er afhængig af agentens indsats, vil agenten ikke have incitament til at yde en høj indsats og maksimere principalens gevinst⁴⁰². Agenten vil have incitament til at yde en lav indsats, da dette forøger agentens forventede nytte, U .⁴⁰³ Det er relevant, at vurdere effekterne af en incitamentspræmie i kontrakten⁴⁰⁴ der kan give agenten incitament til at yde en større arbejdsindsats.

Da agenten er risikoavers, vil nytten ved en fast værdi være højere end nytten ved en forventet værdi. Dette illustreres ved funktionen⁴⁰⁵:

$$U(w) = \log(w)$$

Principalens profit, p , afhænger som nævnt tidligere af agentens indsats, z , og af omkostningen til agentens aflønning, w .⁴⁰⁶

$$p = z - w$$

³⁹⁵ Hendrikse, G, (2003), Appendiks 6.2, s. 155

³⁹⁶ Fehr, E & Klein, A & Smith, K, (2004), s. 6

³⁹⁷ Hendrikse, G, (2003), s. 119

³⁹⁸ Hendrikse, G, (2003), Appendiks 6.2, s. 155

³⁹⁹ Hendrikse, G, (2003), s. 119

⁴⁰⁰ Hendrikse, G, (2003), Appendiks 6.2, s. 155

⁴⁰¹ Hendrikse, G, (2003), Appendiks 6.2, s. 155

⁴⁰² K. Dutta, P, (1999), s. 297

⁴⁰³ Hendrikse, G, (2003), Appendiks 6.2, s. 155

⁴⁰⁴ K. Dutta, P, (1999), s. 297

⁴⁰⁵ Hendrikse, G, (2003), Appendiks 6.1, s. 154

⁴⁰⁶ Hendrikse, G, (2003), Appendiks 6.2, s. 155

I ligningen for agentens løn specificeres følgende værdier ⁴⁰⁷: $w = w_0 + \beta * (e + x)$

For at agenten vil acceptere kontrakten, må nytten ved at indgå i kontraktforholdet være mindst lige så stor som agentens reservationsnytte, U . Følgende udtryk gælder for alle e -værdier, og er et udtryk for en deltagelsesbegrænsning, såfremt dette udtryk ikke er opfyldt ⁴⁰⁸:

$$E[U(w, e)] \geq U \text{ for alle } e$$

Udtrykket må overvejes af principalen ved fastsættelse af henholdsvis w_0 og β .

Sikkerhedsækvivalenten er et udtryk for den sikre værdi som svarer til den forventede nytte som et spil/interaktion udløser. Heraf udledes følgende ⁴⁰⁹:

$$CE = E(w) - \frac{1}{2} * r * var(w)$$

Dvs. at risikopræmien i udtrykket svarer til:

$$\frac{1}{2} * r * var(w)$$

Hvoraf at r repræsenterer koefficienten for risikopræferencen hos agenten ⁴¹⁰. Hvis r er lig 0, er agenten risikoneutral, hvis $r > 0$, er agenten risikoavers og hvis $r < 0$, er agenten risikosøgende ⁴¹¹.

Da agenten er risikoavers, har risikopræmien en positiv værdi. $Var(w)$ er et udtryk for graden af den usikkerhed agenten oplever ift. løn, og dette vil i vis grad påvirkes af β ⁴¹². β anvendes dermed til at skabe incitament for agenten til at yde indsats, samt som en forsikring mod den usikkerhed agenten oplever ⁴¹³.

Agentens sikkerhedsækvivalent (CE_{agent}) er sammensat af 3 elementer ⁴¹⁴:

- 1) Agentens forventede løn = $(w_0 + \beta * e)$,
- 2) Agentens risikopræmie = $(\frac{1}{2} * r_A * \beta^2 * Var(x))$,
- 3) Agentens omkostninger = $C(e)$,

Det samlede udtryk: $CE_{agent} = w_0 + \beta * e - \frac{1}{2} * r_A * \beta^2 * Var(x) - C(e)$

Principalens sikkerhedsækvivalent ($CE_{principal}$) er sammensat af 3 elementer ⁴¹⁵:

- 1) Principalens forventede gevinst = $(P(e))$
- 2) Principalens forventede løn til agenten = $(-w_0 - \beta * e)$,

⁴⁰⁷ Hendrikse, G, (2003), s. 119

⁴⁰⁸ Hendrikse, G, (2003), Appendiks 6.2, s. 156

⁴⁰⁹ Hendrikse, G, (2003), s. 199

⁴¹⁰ Hendrikse, G, (2003), Appendiks 6.2, s. 156

⁴¹¹ Hendrikse, G, (2003), Appendiks 6.1, s. 154

⁴¹² Hendrikse, G, (2003), Appendiks 6.1, s. 154

⁴¹³ Hendrikse, G, (2003), Appendiks 6.1, s. 154

⁴¹⁴ Hendrikse, G, (2003), Appendiks 6.2, s. 156

⁴¹⁵ Hendrikse, G, (2003), Appendiks 6.2, s. 156

$$3) \text{ Principalens risikopræmie} = \left(\frac{1}{2} * r_p * Var(w)\right)$$

Således ser det samlede udtryk ud: $CE_{principal} = P(e) - w_0 - \beta * e$

Risikopræmien får ikke betydning for udtrykket, idet principalen er risikoneutral og dermed ikke har behov for en risikopræmie⁴¹⁶.

Den optimale kontrakt der kan indgås mellem parterne (CE_{total}), findes ved at maksimere den totale værdi i kontraktforholdet⁴¹⁷: $CE_{total} = CE_{principal} + CE_{agent}$

Udtrykket for den optimale kontrakt er sammensat af ovenstående nævnte elementer, og ser ud som følger:

$$CE_{total} = P(e) - w_0 - \beta * e + w_0 + \beta * e - \frac{1}{2} * r_A * \beta^2 * Var(x) - C(e)$$

$\Leftrightarrow$

$$CE_{total} = P(e) - \frac{1}{2} * r_A * \beta^2 * Var(x) - C(e)$$

Da principalen er underlagt asymmetrisk information, er det ikke muligt at finde den efficiente løsning. Det kan udledes af udtrykket, at principalen ikke kan diktere agenten til at yde en indsats der svarer til den optimale indsats der maksimerer CE_{total} .

Principalen må derfor overveje agentens bedste strategi⁴¹⁸:

$$\text{Max } e \text{ i } CE_{agent} = w_0 + \beta * e - \frac{1}{2} * r_A * \beta^2 * Var(x) - C(e)$$

Dette udtryk differentieres i forhold til e :

$$\frac{\partial CE_{agent}}{\partial e} = \beta - C'(e)$$

Agentens optimale strategi findes, hvor den marginale aflønning er lig den marginale omkostning⁴¹⁹:

$$\beta = C'(e)$$

Jo højere værdi af β , jo højere værdi af e . Dvs. jo stærkere incitamenter jo højere grad af arbejdsindsats.

Den optimale værdi af β findes ved at omskrive CE_{total} på baggrund af e 's afhængighed til β ⁴²⁰:

$$CE_{total} = P(e) - \frac{1}{2} * r_A * \beta^2 * Var(x) - C(e) \Leftrightarrow$$

$$CE_{total} = P(e(\beta)) - \frac{1}{2} * r_A * \beta^2 * Var(x) - C(e(\beta))$$

⁴¹⁶ Hendrikse, G, (2003), Appendiks 6.2, s. 156

⁴¹⁷ Hendrikse, G, (2003), Appendiks 6.2, s. 156

⁴¹⁸ Hendrikse, G, (2003), Appendiks 6.2, s. 155 & 156

⁴¹⁹ Hendrikse, G, (2003), s. 155

⁴²⁰ Hendrikse, G, (2003), Appendiks 6.2, s. 156

Da $\beta = C'(e)$ kan udtrykket differentieres ift. e : $\frac{\partial \beta}{\partial e} = C''(e) \Leftrightarrow \frac{\partial e}{\partial \beta} = \frac{1}{C''(e)}$

Herefter maksimeres funktionen af CE_{total} ift. β :

$$CE_{total} = P(e(\beta)) - C(e(\beta)) - \frac{1}{2} * r_A * \beta^2 * Var(x) - C(e(\beta))$$

Dette gøres ved at tage første afledte ift. β :

$$\frac{\partial CE_{Total}}{\partial \beta} = [P'(e) - C'(e)] * \frac{\partial e}{\partial \beta} - r_A * \beta * Var(x)$$

Givet at $\beta = C'(e)$ og at $\frac{\partial e}{\partial \beta} = \frac{1}{C''(e)}$ er udtrykket omskrevet således at:

$$\frac{\partial CE_{Total}}{\partial \beta} = [P'(e) - \beta] \frac{1}{C''(e)} - r_A * \beta * Var(x)$$

Udtrykket sættes lig nul for at komme frem til den formel der giver det optimale niveau af β^{*421} .

$$\frac{\partial CE_{Total}}{\partial \beta} = [P'(e) - \beta] * \frac{1}{C''(e)} - r_A * \beta * Var(x) = 0 \Leftrightarrow$$

$$\beta^* = \frac{P'(e)}{1 + r_A * Var(x) * C''(e)}$$

I ovenstående udtryk for β^* udledes følgende effekter for det optimale valg af β^{*422} :

- $P'(e)$: jo mere at en ændring i e , påvirker principalens gevinst, jo højere β^*
- r_A : jo kraftigere agentens aversion for risiko er, jo lavere β^* .
- $Var(x)$: jo større varians giver et lavere β^* .
- $C''(e)$: jo mindre agenten oplever at omkostningen stiger ved en stigende indsats, jo større β^* ,

$$\text{da } \frac{\partial e}{\partial \beta} = \frac{1}{C''(e)}$$

Den faste del af lønnen, w_0 , påvirkes ikke af β^* . Dette medfører, at en principal må aflønne agenten således, at grundlønnen svarer til reservationsnyttens minimum⁴²³. Der vil være flere værdier af w_0 og β som resulterer i samme forventede aflønning til agenten. Principalen kan give agenten incitament til at yde en høj arbejdsindsats, men kan ikke sikre agentens valg af indsats. Såfremt principalen tilbyder agenten en kontrakt med fast løn, vil en nyttemaksimerende agent ikke have incitament til at vælge en agtpågivenhedsindsats hvor $e > \underline{e}^{424}$. Det er relevant at belyse, hvilke redskaber aktionæren kan anvende i kontrakten, så lederen gives incitament til at handle med et højt niveau af agtpågivenhed.

⁴²¹ Hendrikse, G, (2013), s.120

⁴²² Hendrikse, G, (2003), Appendiks 6.2, s. 156

⁴²³ Hendrikse, G, (2003), Appendiks 6.2, s. 156

⁴²⁴ Fehr, E & Klein, A & Smith, K, (2004), s. 7

3.7.3 Incitamentskontrakt

Såfremt aktionæren investerer i en teknologi, k der gør det muligt at verificere lederens agtpågivenhedsindsats, vil principalen ikke være underlagt asymmetrisk information i kontraktforholdet⁴²⁵. Aktionæren kan tilbyde lederen en incitamentskontrakt. Kontrakten baseres på - en basis løn, w , et krav om en bestemt indsats, e^* , og en afgift for en tabsgivende disposition, f . Afgiften vil fratrækkes lederens løn, såfremt lederen vælger et $e < e^*$, da dette kan verificeres af aktionæren⁴²⁶. Afgiften, f , påvirkes af sandsynligheden, p , for at domstolene verificerer agentens agtpågivenhedsindsats.

Ved vurderingen af om aktionæren kan give lederen incitament til at yde en højere agtpågivenhedsindsats i kontraktforholdet inddrages parternes nyttefunktioner herunder.

En leders forventede nytte når $e \geq e^*$ gives ved⁴²⁷: $U_{Leder} = w - c(e)$

En leders forventede nytte når $e < e^*$ gives ved⁴²⁸: $U_{Leder} = w - c(e) - pf$

En aktionærs forventede nytte når $e \geq e^*$ gives ved⁴²⁹: $U_{Aktionær} = p(e) - w - k$

En aktionærs forventede nytte når $e < e^*$ gives ved⁴³⁰: $U_{Aktionær} = p(e) - w + pf - k$

Det er efficient for aktionæren at tilbyde lederen en incitamentskontrakt, såfremt verifikationsteknologien til at måle lederens agtpågivenhedsindsats ikke er dyrere end den gevinst aktionæren modtager for lederens øgede agtpågivenhedsindsats. Aktionæren vil tilbyde lederen en kontrakt, hvor lederens løn, w , gives ved: $w = c(\bar{e})$

Det kan udledes at lederen kompenseres af de forøgede agtsomhedsindsatsomkostninger, $\bar{e}$, samtidig med at lederen er indifferent mellem at acceptere kontrakten eller afslå kontrakten⁴³¹.

Dog kan overvågningsomkostninger være omkostningsfulde, da det kan være omkostningsfuldt at implementere et overvågningssystem der observerer alle lederens dispositioner⁴³².

⁴²⁵ K. Dutta, P, (1999), s. 299

⁴²⁶ Fehr, E & Klein, A & Smith, K, (2004), s. 7

⁴²⁷ Fehr, E & Klein, A & Smith, K, (2004), s. 7

⁴²⁸ Fehr, E & Klein, A & Smith, K, (2004), s. 7

⁴²⁹ Fehr, E & Klein, A & Smith, K, (2004), s. 7

⁴³⁰ Fehr, E & Klein, A & Smith, K, (2004), s. 7

⁴³¹ Fehr, E & Klein, A & Smith, K, (2004), s. 7

⁴³² Bergen, M, S. Dutta & O.C. Walker, (1992), s. 4

3.7.4 Bonuskontrakt

Aktionæren har ligeledes mulighed for at tilbyde lederen en bonuskontrakt, hvor lederen skal yde en agtpågivenhedsindsats hvor $e = e^* > \underline{e}$ ⁴³³. Aktionæren kan observere udfaldet af lederens agtpågivenhedsindsats. Såfremt lederen yder $e > e^*$, kan aktionæren tilbyde lederen en bonus, b ⁴³⁴. Forudsætningen for denne bonuskontrakt er, at aktionæren ikke er forpligtet til at tilbyde lederen en bonus, $b \geq 0$ ⁴³⁵. Såfremt lederen vælger en bonuskontrakt, skal lederen på tidspunktet efter kontraktindgåelsen vælge en agtpågivenhedsindsats. Lederen er ikke forpligtet til at vælge et $e \geq e^*$, men kan vælge et $e \geq \underline{e}$. Det antages, at aktionæren den efterfølgende dag er informeret om lederens agtpågivenhedsindsats, og herefter vælger om aktionæren vil udbetale en bonus til lederen $b = b^*$. Herunder udledes parternes nyttefunktion.

En leders forventede nytte ved en bonuskontrakt gives ved⁴³⁶: $U_{Leder} = w - c(e) + b$

En aktionærs forventede nytte ved en bonuskontrakt gives ved⁴³⁷: $U_{Aktionær} = p(e) - w - b$

Det kan udledes, at en rationel leder må indse, at aktionæren ikke har incitament til at udbetale bonus til lederen den efterfølgende dag, da aktionæren ikke er forpligtet. Lederen har incitament til at vælge en agtpågivenhedsindsats hvor $e = \underline{e}$ ⁴³⁸. Det konkluderes, at en bonuskontrakt ikke giver lederen incitament til at yde en agtpågivenhedsindsats hvor $e > e^*$. Aktionæren kan ikke give lederen incitament, hvis aktionæren ikke er forpligtet til at udbetale en bonus til lederen.

Ud fra perspektivet om at agenten kompenseres ved at tilbyde en incitamentspræmie er det relevant at analysere, hvorledes agentens indsats påvirkes af andre faktorer. Dette behandles herunder.

3.7.5 Eksternaliteter

Agentens indsats kan påvirkes af eksternaliteter, x . Eksternaliteter påvirker den gevinst der genereres, men er nødvendigvis ikke et udslag af agentens indsats, e . For at maksimere principalens gevinst, har principalen interesse i at kende de eksternaliteter der påvirker principalens gevinst⁴³⁹.

Det antages, at usikkerheden omkring økonomiske udsving, er den stokastiske variabel y og at den forventede værdi for principalen af y er lig 0⁴⁴⁰. Såfremt samfundet oplever økonomisk lavkonjunktur, vil dette resultere

⁴³³ K. Dutta, P, (1999), s. 299

⁴³⁴ Fehr, E & Klein, A & Smith, K, (2004), s. 7

⁴³⁵ Fehr, E & Klein, A & Smith, K, (2004), s. 7

⁴³⁶ Fehr, E & Klein, A & Smith, K, (2004), s. 7

⁴³⁷ Fehr, E & Klein, A & Smith, K, (2004), s. 7

⁴³⁸ Fehr, E & Klein, A & Smith, K, (2004), s. 7

⁴³⁹ Hendrikse, G, (2003), s. 137-138

⁴⁴⁰ Hendrikse, G, (2003), s. 138

i en negativ værdi af y og omvendt en positiv værdi af y , såfremt samfundet oplever økonomisk højkonjunktur⁴⁴¹. Agenten har ikke mulighed for at påvirke y , hvilket medfører, at den stokastiske variabel y har indflydelse på agentens arbejdsindsats. Den forholdsvis andel af y sammenlignet med z repræsenteres af γ . Dette medfører, at den ikke-observerbare variabel af agentens indsats, e , er⁴⁴²: $e = z + \gamma y$.

Da y har indflydelse på principalens og agentens nytte, omhandler parternes kontrakt tre variabler - α, β, γ . Udtrykket for agentens løn er som følger⁴⁴³: $w = \alpha + \beta(z + \gamma y)$.

Den stokastiske variabel y har indflydelse på parternes forventede nytte. En profitmaksimerende kontrakt kan udledes, hvor⁴⁴⁴:

$$\beta^* = \frac{P'(e)}{[1 + r \text{Var}(x + \gamma y)C''(e)]}$$

$$\gamma \text{ findes ved } \gamma = \frac{-\text{Cov}(x, y)}{\text{Var}(y)}, \text{ hvor kovariansen af } x \text{ og } y \text{ er } \text{Cov}(x, y).$$

Variablen y inddrages i konciperingen af en profitmaksimerende kontrakt. Principalen kan observere kontraktens udfald påvirket af negative eller positive usikkerhedsfaktorer, da disse afspejles i gevinsten⁴⁴⁵.

Såfremt y ikke relaterer sig til agentens indsats, e , vil y ikke give principalen informationer om hvorvidt usikkerhedsvariablen, x , har indflydelse på principalens forventede gevinst⁴⁴⁶, da $\text{Cov}(x \text{ og } y) = 0$.

Når γ er lig 0, kan principalen ikke observere y 's indflydelse på usikkerhedsfaktoren, x .

Såfremt det antages, at økonomisk lavkonjunktur medfører en positiv indflydelse mellem x og y , vil γ være negativ, hvor $\gamma < 0$ ⁴⁴⁷. Dog kan principalen observere $z = (e + x)$ og y og benytter værdien af y til at fremskaffe information om hvorledes agentens indsats, e , påvirkes af usikkerhedsvariablen, x . Såfremt principalen observerer et højt positivt y i markedet grundet økonomisk højkonjunktur, er usikkerheden til y positivt relateret, da agentens indsats, e , der realiserer værdien af z , er minimal⁴⁴⁸. Såfremt x og y er positivt forbundet af usikkerhed, vil et højt niveau af y ikke medføre en optimal kontrakt.

Med ovenstående analyse er det analyseret, hvilke økonomiske effekter en optimal kontrakt medfører for parterne, samt hvorledes usikkerhed har indflydelse på parternes incitamenter og gevinster. Det er relevant at

⁴⁴¹ Hendrikse, G, (2003), s. 138

⁴⁴² Hendrikse, G, (2003), s. 138

⁴⁴³ Hendrikse, G, (2003), s. 138

⁴⁴⁴ Hendrikse, G, (2003), s. 138

⁴⁴⁵ Hendrikse, G, (2003), s. 138

⁴⁴⁶ Hendrikse, G, (2003), s. 138

⁴⁴⁷ Hendrikse, G, (2003), s. 138

⁴⁴⁸ Hendrikse, G, (2003), s. 138

analysere parternes adfærd efter kontraktens indgåelse. En analyse af hvilke incitamenter parterne kan tilføre i kontraktforholdet, samt hvilken effekt disse incitamenter medfører for parterne inddrages herunder.

3.7.6 Infinit gentaget spil

I analysen af hvilke økonomiske effekter der opleves ved et infinit gentaget spil anvendes spilteorien – Fangernes dilemma med inddragelse af Grim trigger-strategien. Det vurderes på baggrund af denne strategi, om parterne kan give hinanden incitamenter til at samarbejde i kontraktforholdet i uendelighed⁴⁴⁹. Det antages, at parterne værdsætter en gevinst i en fremtidig periode, mere end en gevinst i den aktuelle periode⁴⁵⁰. Dette illustreres på baggrund af en diskonteringsfaktor, hvilket er det beløb som en betaling i periode 2 skal justeres med, for at afspejle værdien i den aktuelle periode, periode 1⁴⁵¹. Teorien anvendes til at analysere hvorledes usikkerhed for varigheden af kontrakten har indflydelse på parternes incitamenter til at fortsætte kontraktforholdet. Parternes usikkerhed er udslagsgivende af forskellige endogene og eksogene faktorer, dvs. parternes frygt for fremtidig økonomisk lavkonjunktur eller frygten for at agenten foretager en tabsgivende disposition der påvirker principalens gevinst.

I analysen anvendes Nash-ligevægten som optimalitetskriterium, hvor $s^* = s_1^*, s_2^*, \dots, s_N^*$ er en nash-ligevægt såfremt⁴⁵²:

$$\pi_i(s_i^*, s_{-i}^*) \geq \pi(s_i, s_{-i}^*) \text{ for alle } s_i \text{ og alle } i$$

Det kan af formlen udledes, at alle spillere, i , der spiller s_i^* , spiller det bedste svar/strategi givet den anden spillers svar/strategi⁴⁵³. Her vælger hver part deres svar/strategi på baggrund af en formodning om den anden spillers svar/strategi, og denne formodning skal være korrekt⁴⁵⁴. På baggrund af ovenstående findes ligevægten, hvor ingen af parterne opnår mere nytte, ved at vælge en anden strategi, givet den anden parts valgte strategi⁴⁵⁵. Efter parterne indgår i kontraktforholdet, kan fremtiden illustreres som situationen for gentaget spil. Parterne har hver deres bevæggrund for at indgå i kontraktforholdet, og kontrakten fordeler risici mellem parterne og definerer i øvrigt aflønningen af parterne. Selve løbetiden af kontraktforholdet har betydning for parternes adfærd overfor hinanden. Såfremt det antages, at der ikke er determineret en slutdato for kontrakten, kan situationen beskrives som et infinit gentaget spil. De nyttemaksimerende parter ønsker at indgå i kontraktforholdet, så længe deres nytteudbytte er større end deres omkostninger ved at indgå i forholdet, samt at der ikke er bedre alternativer der giver parterne en større nytte. Parterne handler med reciprok adfærd, hvilket betyder, at parterne reagerer på den andens adfærd og træffer deres valg af strategi baseret på det, de

⁴⁴⁹ K.Dutta, P, (1999), s. 227

⁴⁵⁰ G.Baird, D & H.Gertner, R & C.Picker, R, (1998), s. 168

⁴⁵¹ G.Baird, D & H.Gertner, R & C.Picker, R, (1998), s. 168

⁴⁵² K. Dutta, P, (1999), s. 64

⁴⁵³ K. Dutta, P, (1999), s. 64

⁴⁵⁴ K. Dutta, P, (1999), s. 64

⁴⁵⁵ G.Baird, D & H.Gertner, R & C.Picker, R, (1998), s. 21

har oplevet i de forudgående perioder. Denne reciprocitet er velkendt for begge parter, og har indflydelse på parternes adfærd i periode 1. Parterne er klar over, at den anden part vil straffe den devierende part i den efterfølgende periode, såfremt der ikke vælges den optimale adfærd i periode 1, og den part der devierer vil straffes i alle fremtidige perioder.

Når parterne indgår en kontrakt, er den selvsagt ikke infinitiv, da intet varer for evigt. Der er en sandsynlighed for, at en af parterne ønsker at afbryde kontrakten i fremtiden. Herunder analyseres effekten, og hvorledes dette påvirker parterne i kontraktforholdet. Sandsynligheden, p , for at en af parterne stopper spillet er $1 - p$, når det gælder at $0 < p < 1$.

Ved at anskue spillet ud fra teorien om Grimm Trigger, belyses sandsynligheden for, at en af parterne ikke vælger at samarbejde med den anden part. Dette medfører en straf for den part der devierer. Jo højere sandsynlighed der er for at spillet afslutter, des større sandsynlighed er der for, at parterne ikke ønsker at samarbejde. Dette illustreres, ved at antage at profitten er 1 i den nutidige periode og profitten er kontinuerlig, men diskonteres for kommende perioder. Dvs. i morgen er profitten $(p) * (1)$, dagen efter er den $(p^2) * (1)$, $(p^3) * (1)$, $(p^4) * (1)$ og dette er fortsat infinit. Dette afspejler, at nutidsværdien af profitten er diskonteret for hver fremtidig periode.

Sandsynligheden for at spillet stopper gives ved⁴⁵⁶: $\frac{1}{1-p} = 1 - p$, hvor sandsynligheden for at spillet fortsætter er p .

I Grimm trigger-strategien straffer parterne hinanden når en part oplever, at den anden part devierer fra strategien "samarbejde" hvilket illustreres i nedenstående spil i normal form.

Principal \ Agent	Samarbejde	Ikke samarbejde
Samarbejde	(X, X) Gevinst for ikke at deviere/ Gevinst for ikke at deviere	(X, X) Gevinst for ikke at deviere/ Gevinst for at deviere
Ikke samarbejde	(X, X) Gevinst for at deviere/ Gevinst for ikke at deviere	(X, X) Gevinst for at deviere/ Gevinst for at deviere

Tabel 1 (egen udarbejdelse)

⁴⁵⁶ K. Dutta, P, (1999), s. 229

Der er to strategier i ovenstående spilmatrix der gør sig gældende - 1) Samarbejde og 2) Ikke samarbejde. I første periode vil parterne begge vælge strategi 1, da denne strategi giver en kontinuerlig gevinst i al fremtid. Såfremt en part vælger strategi 2, for at opnå højere gevinst i denne periode, vil det få den konsekvens, at den anden part vil straffe herfor i alle fremtidige perioder ved at vælge strategi 2⁴⁵⁷. På trods af at en part kan forøge sin gevinst i én periode, perioden hvor parten vælger at deviere fra strategi 1, vil straffen i alle de kommende perioder afholde parten fra at deviere⁴⁵⁸. Dette forklares ved antagelsen om, at en fast gevinst i alle perioder, der opnås ved ikke at deviere fra strategi 1, er højere end den gevinst der opnås for den devierende periode⁴⁵⁹. Der består dermed en reel trussel for parterne ved at deviere. Såfremt parterne vælger strategi 1 i al fremtid, vil parterne iflg. Grimm Trigger-strategien, opleve en reel trussel ved at deviere. Parterne kan maksimere deres gevinst ved at samarbejde⁴⁶⁰. Såfremt sandsynligheden for at spillet afslutter er større, har det indflydelse på hvorvidt parterne ønsker at deviere, da truslen for evig straf er mindre end i situationen hvor sandsynligheden for at spillet afslutter er mindre. Parternes adfærd afhænger desuden af den information parterne har om den øgede sandsynlighed for at spillet afslutter.

Det konkluderes, at der opleves økonomiske effekter der giver parterne incitament til at afbryde kontraktforholdet, hvorfor det er relevant at analysere, om parterne ex ante, kan give hinanden incitament til at samarbejde. Herunder analyseres det hvorvidt et efficient kontraktbrud kan opnås parterne imellem.

3.7.7 Erstatning i kontrakt og kontraktbrud

I analysen af hvilke økonomiske effekter en tabsgivende disposition i kontraktforholdet medfører for parterne, samt hvorledes parterne opnår et efficient kontraktbrud, inddrages A. Mitchell Polinksys-teori angående risikofordeling og effektivt kontraktbrud⁴⁶¹. Teorien baseres på forholdet mellem en køber og en sælger. Herunder anvendes Polinksys model på principal/agent-situationen for at beskrive risikofordelingen mellem agent og principal, når parterne indgår en ansættelseskontrakt. Det antages, at principalen køber en ydelse af agenten, idet principalen køber agentens arbejdskraft, samt at når agenten afbryder kontraktforholdet, foretager agenten en tabsgivende disposition. Dette medfører et tab for principalen.

Parterne kan selv vælge hvilke sanktioner parterne vil være underlagt i kontrakten. I nedenstående analyse anvendes følgende sanktioner - 1) positiv opfyldelsesinteresse, 2) naturalopfyldelse og 3) en konventionalbod.

⁴⁵⁷ G.Baird, D & H.Gertner, R & C.Picker, R, (1998), s. 170

⁴⁵⁸ G.Baird, D & H.Gertner, R & C.Picker, R, (1998), s. 170

⁴⁵⁹ K. Dutta, P, (1999), s. 230

⁴⁶⁰ G.Baird, D & H.Gertner, R & C.Picker, R, (1998), s. 170

⁴⁶¹ Mitchell Polinsky, A, (1981), s. 1

Det antages, at parterne ikke indgår i kontraktforholdet, såfremt der ikke er sanktioner, da en nyttemaksimerende agent vil vælge at afbryde kontraktforholdet, såfremt et andet alternativ medfører en forøgelse af agentens forventede gevinst⁴⁶².

I vurderingen af et effektivt kontraktbrud, antages det at $y > c$, og at $z > y$,⁴⁶³ samt at:

- $V(.)$ er principalens nyttefunktion
- $U(.)$ er agentens nyttefunktion
- c er agentens produktionsomkostning (omkostning ifm. at yde sin arbejdsindsats)
- y er principalens nytte af varen (principalens nytte af agentens arbejde)
- k er prisen for varen (prisen principalen må betale for agentens arbejde)
- p er sandsynligheden for, at der kommer en tredjepart og afgiver et bedre tilbud til agenten (sandsynligheden for et tilbud til agenten om agentens arbejdskraft)
- z er tredjeparts tilbud (et tilbud til agenten om agentens arbejdskraft)
- δ er erstatning eller konventionalbod ved kontraktbrud

Mitchell Polinsky, A, (1981), s. 6.

Det antages, at agenten vil afbryde kontraktforholdet, såfremt tredjemands tilbud om arbejdskraft, z , overstiger kontraktens erstatning eller konventionalbod, δ . Det antages ligeledes, at agenten betaler δ i erstatning til principalen, såfremt kontrakten afbrydes. Såfremt agenten accepterer tredjemands tilbud, vil agenten modtage z af tredjepart for at afbryde kontraktforholdet, hvor agentens løn betalt af principalen, k , allerede er forudbetalt. Det konkluderes, at agenten har incitament til at afbryde kontraktforholdet såfremt $z > \delta$.

Det kan af ovenstående udledes, at en rational agent ikke har incitament til at betale en højere erstatning δ , end z , da denne overstiger y . Medmindre erstatningen, δ , er sat meget højt, kan det antages, at der sker et kontraktbrud. Dette vil være optimalt for parterne, såfremt de kan dele overskuddet i kontrakten, $z - y$.

3.7.8 Risikoaversion

Risikoaversion har indflydelse på parternes incitamenter til at afbryde kontraktforholdet. Principalens og agentens nyttefunktioner kan defineres således⁴⁶⁴:

$$V(x)_{Principal} = x - bx^2$$

$$U(x)_{Agent} = x - sx^2$$

Det antages, at $s > 0$ samt $b > 0$. Disse udtrykker graden af risikoaversion, hvor en nul-værdi af enten s eller b , vil betyde risikoneutralitet. Begge nyttefunktioner er konkave parabler⁴⁶⁵. Det kan udledes af parternes

⁴⁶² Eide, E & Stavang, E, (2008), s. 331

⁴⁶³ Mitchell Polinsky, A, (1981), s. 6

⁴⁶⁴ Mitchell Polinsky, A, (1981), s. 7

⁴⁶⁵ Mitchell Polinsky, A, (1981), s. 7

nyttefunktioner, at såfremt principalens risikopræference er konstant, vil erstatningen, δ , og kontraktprisen, k , forøges, samtidig med at agentens risikoaversion forøges. Såfremt agentens risikopræference er konstant, vil erstatningen, δ , og kontraktprisen, k , være faldende, hvorimod principalens risikopræference forøges.

3.7.9 Den optimale risikoallokering imellem agenten og principalen

Såfremt agentens nytte er konstant, kan det udledes, at samfundstabet beregnes som differencen mellem værdien, w^* , af principalens nytte for den optimale kontrakt, fratrullet værdien af, w^e , af principalens nytte, når kontrakten indeholder en positiv opfyldelsesinteresseklausul, hvor $\delta = y$. Her kompenseres principalen for sit tab. Samfundstabet defineres som $w^* - w^e$, hvor w^* og w^e er et udtryk for principalens og agentens gevinst.

Principalens forventede nyttefunktion gives ved følgende formel⁴⁶⁶:

$$EV = (1 - p)V(y - k) + p * V(\delta - k)$$

Det første led af nyttefunktionen, $(1 - p)V(y - k)$, er udfaldet af principalens nytte, såfremt tredjemands tilbud ikke accepteres af agenten. Andet led, $p * V(\delta - k)$, er udfaldet af principalens nytte, såfremt agenten accepterer tredjemands tilbud og efterfølgende må betale erstatning i form af konventionalbod til principalen⁴⁶⁷.

Agentens forventede nyttefunktion gives ved følgende formel⁴⁶⁸:

$$EU = (1 - p)U(k - c) + pU(z + k - c - \delta)$$

Det første led af nyttefunktionen, $(1 - p)U(k - c)$, er udfaldet af agentens nytte, såfremt agenten ikke afbryder kontraktforholdet. Andet led, $pU(z + k - c - \delta)$, er udfaldet af agentens nytte, såfremt agenten accepterer tredjemands tilbud.

På baggrund af pareto-optimalitetskriteriet kan det udledes, at parterne kan indgå i en optimal kontrakt, såfremt en part maksimerer sin nytte givet, uden at den anden parts forventede nytte påvirkes negativt, dvs. den anden parts nytte enten holdes konstant eller forøges⁴⁶⁹. Dette krav opfyldes, når en part kan maksimere sin forventede nytte, givet den andens part forventede nytte⁴⁷⁰.

I teorien antages det, at en optimal kontrakt, der ikke giver incitament til et kontraktbrud, opnås hvor følgende nyttefunktioner maksimeres med respekt til k og δ :

$$EV = (1 - p)V(y - k) + p * V(\delta - k)$$

⁴⁶⁶ Mitchell Polinsky, A, (1981), s. 7

⁴⁶⁷ Mitchell Polinsky, A, (1981), s. 7

⁴⁶⁸ Mitchell Polinsky, A, (1981), s. 7

⁴⁶⁹ Mitchell Polinsky, A, (1981), s. 7

⁴⁷⁰ Eide, E & Stavang, E, (2008), s. 330

Dog under betingelse af at agentens nyttefunktion er lig K:

$$EU = (1 - p)U(k - c) + pU(z + k - c - \delta) = K$$

K er angivet som et udtryk for principalens forventede nytte ved kontraktindgåelse.

I analysen af hvorledes det er muligt at udregne en optimal kontraktpris der forebygger et kontraktbrud, anvendes Lagranges multiplikator-formel. Det søges belyst, hvordan den optimale kontraktpris, k^* , og erstatning, δ^* , udregnes i kontrakten.

Herved indføres nyttefunktionerne i en lagrange multiplikator der angives med symbolet lambda, λ ⁴⁷¹:

$$-(1 - p)V'(y - k) - p^V * (\delta - k) - \lambda[(1 - p)U'(k - c) + p^{U'}(z + k - c - \delta)1] = 0, \Leftrightarrow \\ p^{V'}(\delta - k) + \lambda[p^{U'}(z + k - c - \delta)] = 0$$

Det konkluderes, at ovenstående nyttefunktion maksimeres ved at differentiere funktionen og sætte den lig 0.

Det reducerede udtryk ser ud som følger⁴⁷²:

$$\frac{V'(y - k)}{V'(\delta - k)} = \frac{U'(k - c)}{U'(z + k - c - \delta)}$$

Det overstående udtryk definerer den optimale risikoallokering mellem parterne. Betingelsen giver parterne incitament til ikke at afbryde kontraktforholdet. Marginalnyttens udlignes i den tilstand, hvor der sker et kontraktbrud, kontra den tilstand hvor der ikke sker et kontraktbrud⁴⁷³:

$$\frac{\text{købers indkomst, når tredjepart ikke dukker op}}{\text{købers indkomst, når der sker brud}} = \frac{\text{sælgers indkomst, når der ikke sker brud}}{\text{sælgers indkomst, når der sker brug}}$$

På venstre side af udtrykket udledes det, at $y - k$ er principalens indkomst, når tredjepart ikke afgiver et ansættelsestilbud, mens $\delta - k$ er principalens indkomst, når der sker et brud på kontrakten. På højre side er $k - c$ agentens indkomst når der ikke sker brud på kontrakten, mens $-z + k - c - \delta$ er agentens indkomst, når der sker et brud på kontrakten.

Det er en begrænsning med respekt til λ , at agentens forventede nytte er lig 0:

$$(1 - p)U(k - c) + p^U(z + k - c - \delta) = 0$$

Det kan af ovenstående konkluderes, at følgende tilsammen definerer det optimale niveau af erstatning δ , hvis kontrakten afbrydes og den optimale kontraktpris, k^* ⁴⁷⁴:

$$\frac{V'(y - k)}{V'(\delta - k)} = \frac{U'(k - c)}{U'(z + k - c - \delta)} \text{ og } (1 - p)U(k - c) + p^U(z + k - c - \delta) = 0$$

I teorien antages det, at såfremt der sker en effektiv ressourcebrug af samfundets omkostninger, må agenten sanktioneres efter den positive opfyldelsesinteresse, hvor $\delta^* = y$.⁴⁷⁵ Dette begrundes i, at såfremt agentens omkostninger ved at samarbejde er lavere end principalens nytte ved at samarbejde, har agenten incitament til at samarbejde og omvendt, såfremt agentens omkostninger ved at samarbejde er højere end principalens nytte

⁴⁷¹ Mitchell Polinsky, A, (1981), s. 8

⁴⁷² Mitchell Polinsky, A, (1981), s. 8

⁴⁷³ Mitchell Polinsky, A, (1981), s. 8

⁴⁷⁴ Mitchell Polinsky, A, (1981), s. 8

⁴⁷⁵ Mitchell Polinsky, A, (1981), s. 8

ved at samarbejde, har agenten incitament til at afbryde kontraktforholdet⁴⁷⁶. Når optimalitetskriteriet er baseret på pareto-optimalitet, vil parterne aftale, at kontrakten skal være underlagt den positive opfyldelsesinteresse⁴⁷⁷. Parternes incitamenter afhænger af risikopræferencerne, således at disse kan ændres, såfremt risikopræferencerne ændrer sig. Det kan af ovenstående udledes, at det optimale kontraktbrud kan opnås, såfremt kontrakten er underlagt naturalopfyldelse når $\delta^* = z$. Afslutningsvist vil der ske et optimalt kontraktbrud, såfremt kontrakten er underlagt en konventionalbod, når $y < \delta^* < z$.⁴⁷⁸ Herunder belyses hvilke optimale kontrakter parterne kan forhandle, alt efter agentens og principalens risikopræferencer.

3.7.10 Den optimale misligholdsbeføjelse i en kontrakt

I teorien om den optimale misligholdelsesklausul belyses tre situationer på baggrund af parternes risikoprofil. Første situation er hvor køber/principal er risikoavers og sælger/agent er risikoneutral. Den optimale misligholdsbeføjelse vil i denne situation være den positive opfyldelsesinteresse, hvor $\delta^* = y$.

Såfremt principalen har forhandlingsmagten, hvilket ofte er tilfældet i forholdet mellem principal og agent, vil kontraktprisen defineres således⁴⁷⁹:

$$k^* = c - p(z - y) < c$$

Intuitionen består i, at principalen får samme gevinst ved et kontraktbrud, som hvis der ikke sker brud på kontrakten, idet denne situation beskrives når principalen er risikoavers. Agenten er villig til at acceptere en pris der ligger under agentens omkostninger, så længe at agenten modtager mere i tilbuddet fra tredjepart, $p(z - y)$ ⁴⁸⁰. Agenten vil få en variabel indkomststrøm, hvilket ikke har betydning for den risikoneutrale part. Det konkluderes, at klausulen har den effekt, at principalen er indifferent mellem hvorvidt agenten samarbejder eller afbryder kontraktforholdet, da principalen får dækket sit tab. Tredjeparts tilbud om agentens arbejdsindsats har ikke indflydelse på principalens forventede nytte. Klausulen medfører ikke et samfundstab som følge af en optimal allokering af risikoen i kontrakten.

Under den anden situation beskrives agenten som risikoavers og principalen som risikoneutral. Derved er den optimale misligholdsbeføjelse naturalopfyldelse, $\delta^* = z$, hvor agenten gives incitament til at opfylde kontrakten. Kontraktprisen defineres således⁴⁸¹:

$$k^* = c$$

⁴⁷⁶ Eide, E & Stavang, E, (2008), s. 333

⁴⁷⁷ Eide, E & Stavang, E, (2008), s. 333

⁴⁷⁸ Mitchell Polinsky, A, (1981), s. 8

⁴⁷⁹ Mitchell Polinsky, A, (1981), s. 9

⁴⁸⁰ Mitchell Polinsky, A, (1981), s. 9

⁴⁸¹ Mitchell Polinsky, A, (1981), s. 10

Intuitionen bag dette består i, at agenten kan sælge sin arbejdsindsats til tredjepart, men betaler principalen z i erstatning for kontraktbruddet⁴⁸². Principalen modtager en variabel indkomst, men påvirkes ikke heraf pga. sin risikoprofil som risikoneutral. Ifølge teorien afhænger principalens nytte ikke af sandsynligheden for at agenten accepterer et tredjemandstilbud, da risikoen er allokeret over på agenten. Dette skaber en optimal kontrakt, da klausulen giver agenten incitament til at opfylde kontrakten.

I tredje situation beskrives begge parter som risikoaverse. I denne situation vil det ud fra teorien om den optimale erstatning mellem parterne være en sammensætning af de to forudgående kontraktpriser⁴⁸³, hvor $y < \delta^* < z$, heraf kan det udledes at prisen er afhængig af størrelsen på konventionalboden, δ^* . Prisen defineres således⁴⁸⁴:

$$k^* = c - p(z - y) < k^* < c$$

Det kan udledes, at jo højere en konventionalbod i kontrakten, jo højere kontraktpris vil agenten forlange. Dette begrundes i, at sandsynligheden for at agenten accepterer et tredjemandstilbud er mindre, når konventionalboden er høj sammenlignet med en lav konventionalbod⁴⁸⁵.

Det kan af de tre kontraktklausuler belyses hvilke incitamenter parterne i kontraktforholdet gives, samt hvad der i ex-ante perspektivet sikrer parterne en effektiv allokering af risici for en fremtidig tabsgivende disposition. På baggrund af parternes risikopræferencer er der forskellige incitamenter. Ifølge teorien kan det udledes, at den positive opfyldelsesinteresse har den ulempe, at principalen for at få erstatning, skal beregne principalens forventede afkast med udgangspunkt i, at kontrakten opfyldes. Beregning af det forventede afkast medfører en transaktionsomkostning. Transaktionsomkostningen vil reducere principalens forventede nytte og forøge samfundstabet $w^* - w^e$ ⁴⁸⁶. Modsætningsvist har klausulen for naturalopfyldelse den fordel, at denne information ikke er nødvendig for at håndhæve kontrakten. Ved naturalopfyldelse sker der ikke en forhøjelse af transaktionsomkostninger, hvilket ikke medfører en forøgelse af samfundstabet, $w^* - w^e$ ⁴⁸⁷. Afslutningsvist udledes det, at en konventionalbod vil forøge parternes transaktionsomkostninger ex ante. Dette skyldes, at parterne inden kontraktindgåelsen skal beregne - prisen, k , konventionalboden, δ , og værdien af ethvert kontraktbrud. Beregningen skal ydermere tage højde for parternes risikoversion samt potentielle tilbud fra tredjemand⁴⁸⁸.

På baggrund af Polinksys teori og ovenstående konklusioner i principal/agent-forholdet, er den optimale misligholdsbeføjelse naturalopfyldelse, når agenten er risikoavers og principalen er risikoneutral. Polinksys

⁴⁸² Mitchell Polinsky, A, (1981), s. 10

⁴⁸³ Mitchell Polinsky, A, (1981), s. 10

⁴⁸⁴ Mitchell Polinsky, A, (1981), s. 10

⁴⁸⁵ Mitchell Polinsky, A, (1981), s. 10

⁴⁸⁶ Mitchell Polinsky, A, (1981), s. 14

⁴⁸⁷ Mitchell Polinsky, A, (1981), s. 14

⁴⁸⁸ Mitchell Polinsky, A, (1981), s. 14

artikel beskriver som nævnt ovenfor en situation mellem køber og sælger af en vare, og det kan naturligvis ikke oversættes direkte på problemstillingen i denne afhandling. Dog kan situationen hvor agenten bør opfylde kontrakten overfor principalen med naturalopfyldelse være relevant for problemstillingen. I denne løsning kan der ikke udledes et samfundstab, hvorefter kontraktklausulen medfører en effektiv allokering af samfundets ressourcer. Klausulen giver ligeledes parterne incitament til at opfylde kontrakten. Såfremt agenten afbryder kontrakten, ønsker principalen på baggrund af den økonomiske teori at være stillet som hvis agenten havde opfyldt kontrakten. På den måde bærer agenten et ansvar overfor principalen til at opfylde kontrakten. Afslutningsvist kan det udledes at parterne har incitament til at anvende naturalopfyldelse i kontrakten, da klausulen ikke medfører øgede transaktionsomkostninger.

I ovenstående økonomiske analyse er det belyst, hvilke økonomiske effekter forskellige ansvarsklausuler i en kontrakt medfører for parterne, samt hvorledes klausulerne påvirker parternes incitamenter til at opfylde kontrakten. Det er herefter relevant at analysere, hvorvidt principalen og agenten ved forhandling af en kontrakt kan allokere risikoen for en tabsgivende disposition uden inddragelse af lovgivning på baggrund af Coase-teoremet.

Økonomisk analyse del 3

3.8 Allokering af risikoen for en tabsgivende disposition i kontrakt

I dette afsnit belyses hvilke økonomiske effekter allokeringer af risikoen for en tabsgivende disposition medfører for parternes incitamenter til at handle med agtpågivenhed. Dette sker på baggrund af principal/agent-teorien. Det ønskes samtidig belyst, hvilke økonomiske effekter de forskellige allokeringer af risiko medfører for parterne ifm. en tabsgivende disposition. Dette sker med inddragelse af Coase-teoremet. I analysen inddrages Williamsons teori vedrørende relationsspecifikke investeringer der kan have betydning for parternes forhandlingsstyrke i ex-ante- og ex-post-perspektivet. Ifølge Coase kan to parter i en forhandlingssituation med lave eller ingen transaktionsomkostninger forhandle sig frem til et resultat, hvor markedet fungerer efficient, uanset en initial fordeling af risikoen for en tabsgivende disposition. Dermed spiller retsregler som udgangspunkt ikke nogen afgørende rolle for selve fordelingen af risici mellem parterne i nedenstående økonomiske analyse⁴⁸⁹. Det antages, at når agenten foretager en tabsgivende disposition i dennes hverv, bliver principalen påført et tab. Ved parternes forhandling af kontrakten vil den part der er bedst til at bære risikoen påtage sig risikoen for en tabsgivende disposition.

⁴⁸⁹ O. Sykes, A, (1998), s. 566

I analysen inddrages effekterne af relationsspecifikke investeringer, herunder kvasi-overskud. Kvasi-overskud er et udtryk for størrelsen af potentielle kontraktuelle problemstillinger⁴⁹⁰. Kvasi-overskud er defineret som værdien af en investering, set i forhold til den anden bedste alternative anvendelse af denne investering⁴⁹¹. Det er den merværdi som principalen oplever i kontraktforholdet ved at foretage relationsspecifikke investeringer, der overstiger værdien af kontrakten i dens nuværende anvendelse, fratrasket værdien af investeringen ved den anden bedste alternative anvendelse⁴⁹². Principalens normale overskud/gevinst, er det overskud der ligger højere end agentens reservationsnytte for at indgå i kontraktforholdet, hvorimod kvasi-overskuddet, beregnes på baggrund af investeringen i dens nuværende anvendelse. Investeringen er det minimumsbeløb af overskuddet, der giver agenten incitament til at blive i kontraktforholdet eller den del af overskuddet af en relationsspecifik investering, der er højere end det andet bedste alternativ⁴⁹³. Det konkluderes, at kvasi-overskuddet er den del af overskuddet der ligger over agentens reservationspris. En allokering af kvasi-overskuddet mellem parterne er afhængig af parternes forhandlingsstyrke ex ante og ex post. Såfremt principalen foretager relationsspecifikke investeringer i agenten, vil omkostningerne til investeringerne være tabt og denne omkostning kan ikke genvindes af principalen⁴⁹⁴.

3.8.1 Allokering af risikoen for en tabsgivende disposition til agenten

Såfremt principalen og agenten vælger, at allokere risikoen for en tabsgivende disposition på agenten, vil dette medføre, at agenten bærer principalens tab. Såfremt agenten er betalingsdygtig, medfører dette et samfundsoptimalt resultat. Dette begrundes i, at principalen får dækket sit tab, samt at der sker en effektiv allokering af samfundets omkostninger, idet den skadelidte principal bliver kompenseret for sit tab. Såfremt agenten ikke har betalingsevne, og der derfor ikke foreligger mulighed for at betale principalens tab for den tabsgivende disposition, kan det have den økonomiske effekt, at agenten ikke handler med agtpågivenhed. Dette vil medføre en forøgelse af samfundets forventede omkostninger, da principalen ikke får dækket sit tab⁴⁹⁵. Det konkluderes, at i de situationer hvor agenten ikke er betalingsdygtig, er det ikke muligt for parterne at indgå i en samfundsoptimal kontrakt såfremt risikoen allokeres til agenten, idet principalen ikke får dækket sit tab. En samfundsoptimal kontrakt kan kun opnås, såfremt begge parter kan betale den fulde værdi af det forventede tab⁴⁹⁶. Såfremt agenten er betalingsdygtig og kompenserer principalen for en tabsgivende disposition, kan det medføre, at agenten handler med overforsigtighed. Overforsigtighed medfører ineffektivitet og reducerer principalens forventede nytte. Agentens udsigt til at bære risikoen for en tabsgivende disposition medfører, at principalens marginale produktionsomkostninger forøges, samtidig med at der ses en

⁴⁹⁰ Hendrikse, G, (2003), s. 208

⁴⁹¹ Hendrikse, G, (2003), s. 208

⁴⁹² Hendrikse, G, (2003), s. 208

⁴⁹³ Hendrikse, G, (2003), s. 208

⁴⁹⁴ Hendrikse, G, (2003), s. 208

⁴⁹⁵ O. Sykes, A, (1998), s. 567

⁴⁹⁶ O. Sykes, A, (1998), s. 568

forøgelse i de samlede omkostninger⁴⁹⁷. Når en risiko for en tabsgivende disposition allokeres på en agent, vil en egennyttemaksimerende agent aldrig påtage sig en forøget risiko i kontrakten ved mindre, at agenten bliver kompenseret herfor. Denne kompensation er risikopræmien. Det konkluderes, at såfremt agenten ikke kompenseres for at påtage sig risici, vil agenten have incitament til at søge alternative kontrakter. En principal kan vælge at kompensere agenten ved at hæve agentens løn, og påtage sig risikoen for de omkostninger der opstår, såfremt agenten foretager en tabsgivende disposition. Principalen er gevinstmaksimerende, hvilket medfører at principalen ikke foretrækker at agenten søger alternative kontrakter, idet dette vil forøge principalens transaktionsomkostninger ex-post. Transaktionsomkostningerne består af de handlinger principalen må foretage i forbindelse med at - finde en ny agent, forhandle med og foretage relationsspecifikke investeringer i mv.⁴⁹⁸. Agenten kan besidde relationsspecifikke investeringer i form af dennes værdifulde oplysninger om virksomheden, arbejdsgange samt kollegiale og kunde relationer⁴⁹⁹. Såfremt agenten bryder ud af kontraktforholdet, vil disse investeringer være tabt for principalen. Når der er foretaget relationsspecifikke investeringer i agenten, kendetegnes investeringerne som værende nødvendige kompetencer for, at agenten kan udføre sit arbejde i principalens virksomhed⁵⁰⁰. Investeringerne i agenten kan have en høj grad af specificitet, men kan også være investeringer med lav grad af specificitet, hvor agenten vil kunne anvende disse kompetencer i alternative kontrakter med øvrige principaler⁵⁰¹. Såfremt investeringen har en høj grad af specificitet, har investeringen en ringe alternativ anvendelse i alternative kontrakter. Graden af specificitet er fundamentalt, og har indvirkning på agentens incitament efter kontraktindgåelse. Agenten kan påvirkes til, at udføre et hold-up på principalen. Hold-up sætter principalen i en sårbar situation, idet principalens forhandlingsstyrke ex post reduceres. Parternes forhandlingsstyrke afhænger af, hvorvidt en investering er af høj eller lav grad af specificitet. Da parterne er begrænset rationelle, er det relevant at inddrage ex-post forhandling i analysen af en optimal allokering af risikoen for en tabsgivende disposition, da alle eventualiteter for tabsgivende dispositioner ikke kan inkluderes i en kontrakt.

Det kan udledes af ovenstående teori, at såfremt agenten bærer risikoen for en tabsgivende disposition, vil agenten kræve en lønstigning svarende til værdien af en forventet tabsgivende disposition, samt en del af kvasi-overskuddet. Fordelingen af kvasi-overskuddet afhænger af agentens forhandlingsstyrke. Det konkluderes, at principalen betaler de indirekte omkostninger for agentens risiko for tabsgivende dispositioner, ved at kompensere agenten i lønnen, samt kompensation for en del af kvasi-overskuddet⁵⁰².

Principalen har mulighed for at inkorporere hold-up "safeguards" i kontrakten. Disse foranstaltninger har til formål at beskytte principalens relationsspecifikke investeringer. Foranstaltningerne kan have den effekt, at

⁴⁹⁷ O. Sykes, A, (1998), s. 567

⁴⁹⁸ O.Sykes, A, (1998), s. 567, fodnote 11

⁴⁹⁹ Andersen, E. & R.L. Oliver, (1987), s. 82

⁵⁰⁰ Dyer, J.H. & Singh, (1998), s. 662

⁵⁰¹ Hendrikse, G, (2003), s. 207

⁵⁰² O.Sykes, A, (1998), s. 567, fodnote 11

agenten vil kræve en større del af gevinsten af kvasi-overskuddet. Det kan udledes, at agenten ikke vil udføre et hold-up, såfremt principalens investeringer i agenten kvalificeres med en høj grad af specificitet, og hvor agenten er betalingsdygtig. Dette begrundes i, at agenten kan have svært med at finde alternative kontrakter hvor agenten kan anvende relationsspecifikke investeringer med høj grad af specificitet. Disse forudsætninger medfører, at allokering af en tabsgivende disposition til agenten kan være samfundsefficient på baggrund af Coase-teoremet. Agenten kompenseres for risikoen, hvilket medfører en effektiv allokering af samfundets omkostninger⁵⁰³.

En allokering af risikoen til agenten, hvor der er foretaget aktivspecifikke investeringer med lav grad af specificitet medfører at agenten vil handle med opportunistisk adfærd. Principalen antager, at agenten handler med opportunistisk adfærd og at denne vil udføre et hold-up. Disse forudsætninger medfører, at en allokering af risikoen for en tabsgivende disposition til agenten ikke resulterer i en effektiv allokering af samfundets omkostninger, idet at der opleves transaktionsomkostninger ved forhandling.

3.8.2 Allokering af risikoen for en tabsgivende disposition til principalen

Det er tidligere konkluderet, at det er ineffektivt at placere risikoen hos agenten, såfremt agenten ikke er betalingsdygtig, idet principalen ikke kompenseres for sit tab. Samtidig kan principalens relationsspecifikke investeringer have indflydelse på en optimal allokering af risikoen. Agenten har incitament til at handle med opportunistisk adfærd. Det analyseres herunder, om det er samfundsoptimalt at allokere risikoen til principalen.

Det undersøges, om principalen er en bedre risikobærer, da principalen i kraft af sit ejerskab kan pulverisere risikoen for en tabsgivende disposition. Det antages, at principalen er risikoneutral, hvorimod agenten er tilbageholdende med at påtage sig risiko og vil kompenseres i lønnen for at påtage sig risiko⁵⁰⁴. Risiko er en omkostning, dog har principalen mulighed for at diversificere risikoen. I pengeinstituttet kan der være ansat flere agenter der er eksponeret for samme risici. Agenterne vil kræve at blive kompenseret i lønnen, såfremt de påtager sig en forøgelse af risikoen for en fremtidig tabsgivende disposition⁵⁰⁵.

Det kan udledes af teorien, at såfremt risikoen er allokert til principalen, vil en agent ikke have incitament til at handle med agtpågivenhed. Såfremt agenten ikke straffes for devierende adfærd, vil agenten handle med opportunistisk adfærd for at reducere sine omkostninger. Når principalen pålægges risikoen, må principalen give agenten incitament til at handle med agtpågivenhed. Principalen kan overvåge agenten og udfærdige retningslinjer, som agenten skal følge. Såfremt agenten ikke overholder retningslinjerne, kan principalen true agenten med straf. Straffen må have negative økonomiske konsekvenser for agentens indkomststrømme.

⁵⁰³ O.Sykes, A, (1998), s. 567

⁵⁰⁴ O. Sykes, A, (1998), s. 568, fodnote 14

⁵⁰⁵ O. Sykes, A, (1998), s. 568, fodnote 14

Det konkluderes, at såfremt agenten kan kompensere principalens tab, vil en optimal allokering af risikoen på baggrund af Coase-teoremet være, at principalen påtager sig risikoen. Principalen påtager sig risikoen for at beskytte en risikoavers agent⁵⁰⁶. Under disse forudsætninger skal principalen ikke betale en risikopræmie til agenten. Principalen kan påtage sig risikoen ved forsikringstegning eller ved at have oparbejdet en betydelig egenkapital. Det konkluderes, at såfremt principalen er risikoneutral, vil der ikke være nogle omkostninger forbundet med at påtage sig risikoen for en tabsgivende disposition. Principalen kan i denne situation give agenten incitament til at handle med agtpågivenhed ved straf.

Det kan af ovenstående udledes, at såfremt agenten har fuld betalingsevne, og der ikke er foretaget relationsspecifikke investeringer i agenten, kan parterne frit vælge hvilken risikoallokering kontrakten skal være underlagt. I denne situation allokeres risikoen således at denne er samfundsoptimal på baggrund af Coase-teoremet under forudsætning af, at parterne har ingen eller lave transaktionsomkostninger. Når agenten er betalingsdygtig for en tabsgivende disposition og handler med opportunistisk adfærd, vil en allokering af risikoen til principalen være at fortrække, da agenten vil udføre et hold-up på principalen. Agentens opportunistiske adfærd og forøgede forhandlingsstyrke medfører transaktionsomkostninger. Allokering af risikoen til principalen vil sikre en effektiv allokering af samfundets omkostninger på baggrund af Coase teorien. Principalen kan inkorporere retningslinjer i kontrakten, som agenten skal iagttage. Agenten vil have incitament til at følge de inkorporerede retningslinjer i kontrakten når agenten oplever en reel trussel for straf. Incitamenterne vil medføre at sandsynligheden for et tab mindskes.

3.9 Økonomisk delkonklusion

Iflg. Steven Shavells erstatningsteori hvor de tre ansvarssituationer beskrives i henhold til det sociale optimum, konkluderes det, at de totale omkostninger er afhængige af skadevolderens agtpågivenhedsniveau. Denne teori forudsiger, at det optimale agtpågivenhedsniveau fra skadevolder kan opnås i to af de tre ansvarssituationer. Først og fremmest konkluderes det ud fra teorien, at der ikke skabes en optimal situation under den ansvarssituation hvor skadevolderen ikke er underlagt ansvar. Dette skyldes, at samfundets samlede omkostninger ville blive uhensigtsmæssigt høje i denne situation, idet skadevolderen ikke har incitament til at udvise agtpågivenhed, og den skadelidte selv må bære sine omkostninger. De økonomiske effekter i denne situation vil aldrig blive det sociale optimum, idet følgende udsagn er sandt $x \neq x^*$. De økonomiske effekter af objektivt ansvar kan konkluderes at gøre følgende udsagn sandt: $x = x^*$. Det betyder, at når skadevolderen er underlagt det objektive ansvar, vil det medføre, en situation hvor det sociale optimum opnås, idet skadevolderen gives incitament til at handle med det rette niveau af agtpågivenhed som følge af, at skadevolderen må være ansvarlig for omkostninger forbundet med skade. Teorien om situationer med culpaansvar forudsiger, at en skadevolder vil vælge et niveau af agtpågivenhed hvor $x \geq x^*$. Dette skyldes, at

⁵⁰⁶ O. Sykes, A, (1998), s. 568, fodnote 13

der i denne ansvarssituation er et element der er varierende, netop fastsættelsen af culpastandarden, og hvor strengt kravet om agtpågivenhed er i en given situation. Teorien forudsiger derfor, at skadevolderens valg af agtpågivenhed i denne ansvarssituation kan være samfundsoptimal, men afhænger af hvor strengt culpastandarden fastsættes. I situationer hvor culpareglen ikke rammer det niveau, hvor skadevolderen vil vælge et agtpågivenhedsniveau der resulterer i at $x = x^*$, vil det ikke være samfundsoptimalt, idet følgende udsagn dermed bliver sandt $x > x^*$.

Ovenstående er konklusionerne af de økonomiske effekter der opleves mellem to parter uden for kontrakt. Hertil tilføjes at det objektive ansvar, hvor $x = x^*$ i alle situationer, kan medføre at skadevolder i samfundet vil handle med overforsigtighed, for at undgå en tabsgivende situation og dermed pålagt ansvar. Denne overforsigtighed vil få negative konsekvenser i form af ekstra agtpågivenhedsomkostninger, der vil øge de samlede omkostninger. Dette er der dog ikke taget højde for i teorien. Teorien forudsiger ligeledes, at culpaansvar kan give de effekter der resulterer i socialt optimum på baggrund af Kaldor-Hicks kriteriet, men er ikke klar i forudsigelsen om hvornår et culpaansvar er bedømt således at denne effekt opnås. Teorien giver en indikation af, at det optimale agtpågivenhedsniveau kan opnås i to ansvarssituationer, men at øvrige omstændigheder medfører at culpaansvarssituationen vil give de mest optimale effekter i samfundet, såfremt culpareglen fastsættes til rette niveau.

Økonomiske effekter som følge af en tabsgivende disposition i kontrakt beskrives ved en anden teori end forholdet uden for kontrakt, ved principal/agent-teorien. I denne situation med asymmetrisk information mellem principal og agent, er det afgørende element agentens valg af arbejdsindsats. Dette bliver iflg. teorien påvirket af agentens risikopræference, samt andre faktorer der påvirker agentens reservationsnytte. Ligeledes forudsiger teorien, at eksogene forhold vil påvirke kontraktforholdet mellem parterne. Som følge af agentens karakter som værende risikoavers, forudsiger teorien, at principalen må betale en risikopræmie. Ved at iagttage henholdsvis agentens og principalens omkostninger, kan den optimale kontrakt skabes. Det konstateres gennem teorien, at det for agenten er et samlet udtryk for den forventede løn, risikopræmien og omkostninger, hvor det for principalen gælder et samlet udtryk bestående af - den forventede gevinst, den forventede løn til agenten og risikopræmien. Som følge af at teorien anskuer principalen for risikoneutral, er risikopræmien for principalen lig nul, og spiller derfor ingen rolle for det samlede udtryk. Det samlede udtryk ser ud som følger:

$$CE_{total} = P(e) - \frac{1}{2} * r_A * \beta^2 * Var(x) - C(e)$$

Udtrykket maksimeres for at finde den optimale løsning. Den mest efficiente løsning er dog ikke mulig at diktere af principalen som følge af den asymmetriske information vedrørende agentens indsats. Det konkluderes, at principalen må overveje agentens optimale strategi, der findes der hvor den marginale aflønning er lig den marginale omkostning: $\beta = C'(e)$

Ved at finde det mest optimale niveau af incitament i kontraktforholdet, vil den mest optimale kontrakt findes. De effekter der berører forholdet mellem principal og agent og det rette valg af incitament, β^* , er konkluderet at være - risikoprofilens grad af risikoaversion, indsatsen fra agenten påvirker principalens gevinst ved kontraktforholdet, samt de omkostninger agenten oplever ved højere indsats. Disse faktorer betyder noget for niveauet af incitamenter. Det konkluderes ligeledes, at grundlønnen må svare til agentens oplevede reservationsnytte. Det konstateres, at der er flere niveauer af grundløn og incitament der kan udmønte sig i samme forventede aflønning til agenten, hvorfor konklusionen ikke er klar ift. at angive en specifik værdi for hvert element.

Det konkluderes, at agentens indsats er afgørende for kontraktforholdets udfald for principalen. Principalen kan ved at investere i verifikation af agtpågivenhedsindsatsen aflønne agenten som følger $w = c(\bar{e})$. Det konkluderes, at en bonuskontrakt ikke vil give agenten incitament til at vælge en indsats der er højere end e^* . Herefter gennemgås de øvrige elementer der konkluderes at have mulig indflydelse på agentens valg af indsats, herunder eksternaliteter. En eksternalitet kan anses for at være en stokastisk variabel, som ikke kan påvirkes af agentens indsats, men den kan påvirke parternes nytte af kontraktforholdet.

Det konkluderes, at viden om tid og varighed af kontrakten implicerer økonomiske effekter for parternes adfærd med inddragelsen af teori om infinit gentaget spil. Såfremt parterne skal indgå i kontraktforholdet infinit, vil begge parter have incitament til at samarbejde. Ændres antagelsen om at kontraktforholdet er infinit, vil dette resultere i, at parterne får incitament til at deviere fra det aftalte. Årsagen hertil findes i antagelsen om parternes nyttemaksimerende karakter. Ligeledes konkluderes det, at sandsynligheden for kontraktens ophør har en betydning for hvilken adfærd og dermed hvilken strategi parterne vælger. Dette begrundes ligeledes af den nyttemaksimerende karakter og den gevinst parterne kan opnå ved en given strategi og enten afvigelse fra eller fastholdelse af denne strategi.

I anvendelsen af A. Mitchell Polinksys teori om risikofordeling og effektivt kontraktbrud inddrages de forskellige typer af sanktioner parterne kan vælge i deres kontrakt. Det konkluderes, at såfremt en kontrakts konventionalbod, δ , overbydes med tilbud om agentens arbejdskraft til agenten fra en udestående part, vil der ske kontraktbrud mellem agenten og principal. Dette begrundes i, at agenten er nyttemaksimerende, og ønsker at være i det forhold der skaber mest nytte. Foruden at inddrage betydningen af nytteaspektet, inddrages betydningen af parternes risikoaversion som en faktor der påvirker kontraktforholdet. Faktoren for risikoaversion inddrages i parternes nyttefunktion. Ved følgende udtryk af nyttefunktioner findes den optimale risikoallokering mellem parterne, hvor der ikke er incitament til at afbryde kontraktforholdet:

$$\frac{V'(y-k)}{V'(\delta-k)} = \frac{U'(k-c)}{U'(z+k-c-\delta)}$$

$$\frac{\text{købers indkomst, når tredjepart ikke dukker op}}{\text{købers indkomst, når der sker brud}} = \frac{\text{sælgers indkomst, når der ikke sker brud}}{\text{sælgers indkomst, når der sker brug}}$$

Parternes risikoprofil har stor betydning for hvilken sanktion der er mest optimal i kontraktforholdet. Transaktionsomkostninger er ligeledes en effekt der påvirker valget af den mest optimale sanktion, idet parterne må tage stilling til en konventionalbod, og dette medfører øgede transaktionsomkostninger.

På baggrund af Coase-teoremet kan det konkluderes, at parterne i kontraktforholdet kan allokere risikoen for en tabsgivende disposition således, at en principal og en agent kan forhandle en optimal allokering af risikoen for en tabsgivende disposition, såfremt der i forhandlingssituationen er lave eller ingen transaktionsomkostninger. Det konkluderes, at såfremt begge parter er betalingsdygtige for en tabsgivende disposition og principalen ikke har foretaget relationsspecifikke investeringer i agenten, kan parterne frit vælge hvilken allokering af risikoen principalen og agenten er underlagt i kontrakten. Risikoen allokeres, så det er samfundsoptimal.

Såfremt agenten ikke er betalingsdygtig for en tabsgivende disposition, konkluderes det, at agenten ikke har incitament til at handle med agtpågivenhed. Principalen kan på denne baggrund inkorporere agtpågivenhedsretningslinjer i kontrakten, for at give agenten incitament til at handle med agtpågivenhed. Agenten vil have incitament til at handle med agtpågivenhed, da agenten kan miste fremtidige indkomststrømme, såfremt agenten straffes for at deviere fra retningslinjerne.

Det konkluderes, at såfremt principalen har foretaget relationsspecifikke investeringer i agenten med lav grad af specificitet, vil agenten kræve kompensation for at påtage sig risikoen for en tabsgivende disposition samt i kvasi-overskuddet. Såfremt investeringen har en lav grad af specificitet, har det den effekt, at agents forhandlingsstyrke kan forøges og agenten kan udføre et hold-up på principalen. Principalen kan inkorporere hold-up "safeguards" i kontrakten. Dog konkluderes det, at agenten vil kræve kompensation. Det konkluderes ydermere, at når der foretages relationsspecifikke investeringer i agenten, vil det foretrækkes, at principalen bærer risikoen, da dette skaber en optimal allokering af parternes og samfundets omkostninger. Dette begrundet i, at der ikke opleves en forøgelse af parternes transaktionsomkostningerne ex ante eller ex post i kontraktforholdet. Allokering af risikoen til principalen medfører ydermere ikke en forskydning i parternes forhandlingsstyrke. Det konkluderes, at risikoen for en tabsgivende disposition kan allokeres optimalt til principalen på baggrund i Coase-teoremet, såfremt principalen og agenten er betalingsdygtige og principalen ikke har foretaget relationsspecifikke investeringer i agenten med lav grad af specificitet.

Kapitel 4 - Integreret analyse

For at besvare problemstillingen der vedrører hvilke tiltag der kan foretages for at optimere ledelsens adfærd i pengeinstitutter, gennemgås herunder to overordnede tiltag, henholdsvis anvendelsen af strategisk kontrahering samt risikostyring.

4.1 Strategisk kontrahering

En kontrakt mellem to parter skal ideelt indeholde og reflektere de to parters interesser og på samme tid give de rette incitamenter til parterne for at disse interesser kan opfyldes⁵⁰⁷. Det langsigtede mål med en kontrakt indenfor strategisk kontrahering er, at de kontraherende parter gennem kontrakten opnår en konkurrencemæssig fordel. Foruden at opnå en fordel ved langsigtet samarbejde, må kontrakten ligeledes indeholde klausuler der sikrer parterne og deres investeringer i vidensudveksling og relationsrenten⁵⁰⁸. Ved at imødekomme begge parters interesser og skabe incitamenter gennem kontrakten anfægtes det, at dette kan være et tiltag der kan påvirke ledelsens adfærd i positiv retning.

Med henblik på at minimere risici anfægtes det at, der foruden de øvrige tiltag i lovgivningen, kan ses på kontraktforholdet mellem pengeinstituttets direktion og bestyrelse og aktionærerne. Fremfor at se på selve risikoallokeringen mellem parterne, som gennemgået i den økonomiske analyse, vil der i det følgende blive anlagt et nyt synspunkt på kontrakten. Fokus vil være rettet på proaktive klausuler fremfor reaktive klausuler, og dermed flyttes fokus over på strategisk kontrahering fremfor den traditionelle kontraheringsmetode.

Proaktive og reaktive klausuler adskiller sig fra hinanden ved, at de proaktive klausuler forsøger at foregribe en situation og undgå risiko, hvor reaktive klausuler reagerer når hændelsen er sket. En proaktiv klausul arbejder i ex-ante forholdet mellem parterne, hvor reaktive klausuler betyder noget i partsforholdet ex-post.

Formålet med at skabe en kontrakt der bygger på strategisk kontrahering, er at fremme forholdet mellem de kontraherende parter. Dette gøres ved at konstruere kontrakten således, at den både indeholder proaktive og reaktive klausuler⁵⁰⁹. Dette adskiller sig fra konventionel kontrahering der udelukkende anvender reaktive klausuler⁵¹⁰. Ved at have fokus på at forbedre relationsrenten og det kvasi-overskud der skabes gennem kontraktforholdet for de kontraherende parter, vil det med større sandsynlighed give et resultat hvor parterne lever op til kontrakten. Dette fokus vil fremme den ønskede adfærd, således at nytte og gevinst maksimeres hos parterne⁵¹¹.

⁵⁰⁷ Petersen, B. & Østergaard, K, (2018), s. 266

⁵⁰⁸ Petersen, B. & Østergaard, K, (2018), s. 267

⁵⁰⁹ Petersen, B. & Østergaard, K, (2018), s. 267

⁵¹⁰ Petersen, B. & Østergaard, K, (2018), s. 267

⁵¹¹ Petersen, B. & Østergaard, K, (2018), s. 266

4.2 Forskelle mellem konventionel og strategisk kontrahering

For at belyse de udtalte forskelle, anskues de to typer af kontrahering i en forholdsvis ekstrem form. Oftest vil der være tale om hybrid-kontrakter der indeholder en blanding af klausuler, og ikke adskiller sig i så høj grad som det er beskrevet herunder. Det er relationsrenten der er det hovedsagelige fokuspunkt i strategisk kontrahering, ud fra udgangspunktet og antagelsen om, at de kontraherende parter kan skabe profit og nytte på basis af samarbejde og udnyttelse af hinandens ressourcer⁵¹². Herunder gennemgås de særlige karaktertræk som udgør strategisk kontrahering fremhævet i artiklen af B. Petersen og K. Østergaard, "Reconciling contract and relational governance through strategic contracting"⁵¹³.

4.2.1 Udvalgelse af en kontraktpart

Et vigtigt element i strategisk kontrahering er, hvilke parter der indgår i kontraktforholdet. I kontekst til det forudgående er fokus på valg af ledelsesmedlemmer som aktionærerne ansætter. Det er en forudsætning, at de personer der varetager hvervet som ledelsesmedlem i et pengeinstitut har de rette forudsætninger. Foruden kvalifikationer såsom uddannelse, erfaring samt kvalifikationer nævnt i "fit & proper"-princippet, kan en præmis ligeledes være, at der foreligger incitament til at varetage rollen som ledelsesmedlem i et pengeinstitut. Der må foreligge et match for pengeinstituttet og dets aktionærer, med de personer der varetager ledelseshvervet. Dette begrundes i, at kontraktforholdet skal bygge på et partnerskab, der bringer begge parter profit og nytte. Der er som udgangspunkt ikke tale om en tilfældig udvælgelse af en kontraktpart i strategisk kontrahering, men en grundigt funderet udvælgelse af kontraktparten. Dette konstateres på det anvendte synspunkt, at de kontraherende parter indgår i et partnerskab på baggrund af den udnyttelse de kan drage nytte af hinandens ressourcer.

For at knytte dette aspekt til situationen mellem ledelse og aktionærer i et pengeinstitut, nævnes det kort, at det sjældent, omend aldrig vil komme på tale, at der ansættes en tilfældig til at varetage hvervet som ledelsesmedlem. Der er generelt en række screeningsprocessor i ansættelsessammenhænge, samt at der gælder en række krav hjemlet i lovgivningen for ledelsesmedlemmer i pengeinstitutter, der bør sikre at udvælgelsen sker baseret på nøje betragtninger og et solidt funderet grundlag.

4.2.2 Samarbejde mellem de kontraherende parter

Ofte vil et samarbejde mellem to kontraherende parter gå i stykker, såfremt der er en uoverensstemmelse vedrørende de mål og formål der er beskrevet i kontrakten. I den konventionelle kontrahering vil ansvaret for at nå disse omtalte mål ofte være pålagt den ene part. I strategisk kontrahering vil parterne igennem en

⁵¹² Petersen, B. & Østergaard, K, (2018), s. 267

⁵¹³ Petersen, B. & Østergaard, K, (2018), s. 268-270

gennemarbejdet forretningsplan have afstemt, hvorledes de fælles mål skal nås, og deri også have taget stilling til de gensidige forventninger, samt ansvarsfordelingen i kontrakten⁵¹⁴.

Der kan argumenteres for, at der i den finansielle sektor allerede er en tendens til at inddrage dette synspunkt fra den strategiske kontraheringsform, idet der foreligger en række krav til hvad ledelsen skal tage stilling til i forbindelse med varetagelsen af deres hverv, samt rapportering og offentliggørelse heraf. Afstemningen af hvorledes de fælles mål skal nås, er derfor fastlagt i nogen grad gennem lovgivning. Dette giver parterne mulighed for at videreudvikle strategier, mål og fremgangsmåder indenfor disse fastlagte rammer. Dette er i god tråd med formålet for lovgivningen og de retningslinjer der er for ledelsen, at det forsøges at forebygge opportunistisk adfærd ved at fremme og tydeliggøre forventninger til adfærd såvel, som de værktøjer der anvendes for at opnå fælles mål.

4.2.3 Risikodeling i kontraktforhold

Ved at anskue risikodelingen mellem parterne ud fra devisen om, at optimere det indbyrdes forhold, kan parterne inddrage proaktive klausuler i kontrakten. Ved anvendelse af proaktive klausuler adresserer parterne risici og forsøger at beskytte hinanden mod det der anses som værende en risiko for dem. Risikodeling mellem parterne kan som tidligere nævnt beskrives ud fra det traditionelle synspunkt, bl.a. ved hjælp af principal/agent-teorien. Ved anvendelsen af denne teori inddrages en række antagelser om parternes risikotolerance, informationsniveauet i forholdet, og aflønningen af agenten. Ifølge principal/agent-teorien, kan der ved en simpel antagelse påstås, at parternes risikotolerance alene afhænger af deres respektive forretningsspredning⁵¹⁵. Dvs. at principalen antages at være risikoneutral, idet denne har mulighed for at sprede sine risici, og agenten er mere afhængig af forholdet til principalen og dermed anses for at være risikoavers. Teorien inddrager ikke de risikopræferencer der påvirkes af - kulturelle, demografiske eller personlige karakteristika. Faktorer der alle kan påvirke risikotolerancen. I strategisk kontrahering forsøges det at fordele risici mellem parterne således, at de passer til den risikopræference parterne hver især har⁵¹⁶. Derved anerkender strategisk kontrahering, at parterne er individuelle i deres risikopræferencer og at disse er bestemt af flere faktorer end parternes mulighed for at diversificere deres risici.

I relation til kontraktforholdet mellem ledelse og aktionærer kan det ses som en anerkendelse af, at forskellige ledelsesmedlemmer vil være påvirket af forskellige faktorer der påvirker deres behov for risicifordeling i kontraktforholdet. Dette kan imødekommes, ved at give mulighed for at forhandle dele i kontrakten. Det bemærkes i denne sammenhæng at de forskellige ledelsespositioner er underlagt forskelligt ansvar i lovgivningen, og at disse ansvarsopdelinger ikke kan fraskrives i en kontrakt. Dette ansvar knytter sig til hvervet som henholdsvis direktions- og bestyrelsesmedlem. Dog foreligger der muligheder for at anvende

⁵¹⁴ Petersen, B. & Østergaard, K, (2018), s. 269

⁵¹⁵ Petersen, B. & Østergaard, K, (2018), s. 269

⁵¹⁶ Petersen, B. & Østergaard, K, (2018), s. 270

strategisk kontrahering gennem forhandling af ansvarsfordelingen. Det vurderes eksempelvis, at der vil være mulighed for at aktionærerne kan afdække direktion- og bestyrelsesmedlemmers risici igennem forsikring. Der kan tegnes direktion- og bestyrelsesansvarsforsikringer der dækker noget af det ansvar der pålægges direktion- og bestyrelsesmedlemmer igennem lovgivningen. Dette kan være et proaktivt middel der kan anvendes for at imødekomme direktion- og bestyrelsesmedlemmers risikopræference. Dette vurderes at kunne fremme relationsrenten i kontraktforholdet.

4.2.4 Trusler der påvirker pengeinstituttets ledelse

Det er i aktionærernes interesse, at beskytte ledelsen mod trusler der påvirker kontraktforholdet. En trussel antages at være et forhold der påvirker ledelsesmedlemmets adfærd, og dermed kontraktforholdet. En trussel kan bl.a. bestå i et ugunstig eksternt forhold. Helt aktuelt kan en pandemi nævnes som et eksempel på et eksternt ugunstigt forhold. En pandemi kan udløse arbejdsløshed, færre midler til at udføre arbejdsopgaver, samt henstilling af låneengagementer i pengeinstituttet for at nævne nogle konsekvenser. Af andre trusler kan der nævnes situationer med økonomisk recession, politisk uro, ny lovgivning, handelsrestriktioner m.fl.⁵¹⁷

Det anfægtes, at der i den konventionelle kontraheringsform ikke er samme mængde af forpligtelse fra den stærke parts side, og beskyttelse af den svage kontraktpart i kontrakten, men nærmere et stort fokus på det forpligtelsesniveau den ansatte leverer⁵¹⁸. Dette ses i forhold til det noget anderledes synspunkt i strategisk kontrahering, hvor der er et fokus på at beskytte den svage kontraktpart mod usikkerhed og trusler. Ved at beskytte den svage kontraktpart er det forsøgt, at fremme værdiskabelsen og partnerskabet i kontrakten, fremfor synspunktet i den konventionelle kontraheringsform der har fokus på kontrol og risikodeling. Herefter kan det påstås, at ved at identificere de trusler ledelsen står overfor, og forsøge at sikre at kontrakten indeholder klausuler herom fører til, at risikoen minimeres for at ledelsens adfærd devierer fra det aftalte.

En af metoderne ved at beskytte ledelsen mod ugunstige forhold kan forefindes igennem aflønningen af ledelsen. Ved at tilbyde hel eller delvis adfærdsbaseret honorering, vil ledelsen beskyttes, set i forhold til hvis aflønningen er baseret på resultat eller præstationsbetinget honorering. Dette er baseret på antagelsen om, at såfremt ledelsen oplever ugunstige eksterne forhold, kan ledelsen opleve, at det bliver sværere at leve op til kontrakten ift. at levere resultater. Dette kan udmønte sig i, at ugunstige forhold kan påvirke ledelsens honorering. Denne usikkerhed vil antageligt påvirke ledelsens adfærd i en negativ retning. Ved den adfærdsbaserede honorering påvirker aktionærerne incitamentet for ledelsen og påtager sig risikoen for ugunstige forhold overfor ledelsen gennem kontrakten. Herved vil den mere risikovillige part bære ansvaret fremfor den mindre risikovillige⁵¹⁹.

⁵¹⁷ Petersen, B. & Østergaard, K, (2018), s. 270

⁵¹⁸ Petersen, B. & Østergaard, K, (2018), s. 270

⁵¹⁹ Petersen, B. & Østergaard, K, (2018), s. 270

Ud fra de ovenstående gennemgåede punkter udledes det, at der ved anvendelse af strategisk kontrahering ses på kontraktforholdet i et synspunkt der adskiller sig fra det synspunkt den konventionelle kontraheringsform anvender. Ved at anvende dette synspunkt kan kontrakten påvirke den adfærd der opleves fra det enkelte ledelsesmedlem.

4.2.5 Investering i kontraktforholdet

Der er en række metoder der kan anvendes ud fra den strategiske kontraheringsforms synspunkt, særligt med henblik på at påvirke parternes adfærd og sikre at denne adfærd lever op til det aftalte i kontrakten. Dette bl.a. ved at investere i partnerskabet og forsøge at beskytte mod problematikker der påvirker adfærden hos de kontraherende parter⁵²⁰. Herunder gennemgås kort en række metoder der kan anvendes i kontraktforholdet for, at beskytte ledelsen mod det, de opfatter som et hold-up problem i kontrakten. Hold-up problemer anses for at være eksterne forhold der påvirker adfærd, og dermed er et hold-up problem en risiko for, at ledelsens adfærd kan deviere fra det aftalte. De forskellige tiltag behandles herunder⁵²¹.

4.2.5.1 Variabelt løntilskud

Et variabelt løntilskud kan afspejle den gevinst der opnås/gives i et forhold hvor en part påtager sig en risiko. Betaling af en risikopræmie kan bl.a. være en incitamentspræmie, hvor ledelsens faste aflønning suppleres med et variabelt løntillæg for at skabe incitament⁵²². En risikopræmie kan med fordel betales hvor der er behov for at den part der påtager sig en risiko, forventer at blive kompenseret for at påtage sig denne risiko. Betaling af risikopræmier kan ske på forskellige måder, både igennem løn, bonus, aktier mm.

Et variabelt løntillæg kan ligeledes gives ved en kontrakts begyndelse, eks. en tiltrædelsesbonus/"sign-on fee" der gives til en der tiltræder en højere stilling. Denne metode er velkendt i det private erhvervsliv, og det antages, at det ikke er unormalt, at højtstillede ledelsesmedlemmer modtager en tiltrædelsesbonus/"sign-on fee" ved ansættelse⁵²³. På denne måde viser aktionærerne en tillid og en investering i ledelsesmedlemmet fra start. Dette kan ligeledes ses som incitament der påvirker adfærd fremadrettet.

En anden velkendt og anvendt metode er, at topledelse og ledelsesmedlemmer på mellemniveau indgår i aktieprogrammer for virksomheden. Et aktieprogram kan sammensættes som virksomheden ønsker det, og kan eksempelvis være en aflønningsform eller bestå i en mulighed for at købe aktier i selskabet til medarbejderpriser⁵²⁴. Et program for medarbejderaktier kan virke som den ultimative integration, hvor aktionærerne giver ejerskab i virksomheden gennem aktier, og på samme tid sender et stærkt signal til

⁵²⁰ Petersen, B. & Østergaard, K, (2018), s. 270

⁵²¹ Petersen, B. & Østergaard, K, (2018), s. 270

⁵²² Afhandlingens afsnit 3.7.2

⁵²³ <https://www.berlingske.dk/virksomheder/saa-store-er-finanstoppens-gyldne-haandtryk>

⁵²⁴ Der gælder specifik lovgivning på området for medarbejderaktier/aktieprogrammer jf. LBK nr. 806 af 08/08/2019, Bekendtgørelse af lov om påligningen af indkomstskat til staten (ligningsloven)

medarbejderen om at tage ejerskab. Disse programmer kaldes også medinvestorprogrammer. Dette skaber incitament til at leve op til kontrakten og levere, et tiltag der optimerer ledelsens adfærd.

Det bemærkes dog i forbindelse med betaling af bonuspræmier, at der gælder en række nærmere regler om aflønning af ledelsesmedlemmer ved denne form jf. bekendtgørelse om lønpolitik og aflønning i pengeinstitutter, realkreditinstitutter, fondsmæglerselskaber, investeringsforvaltningsselskaber, finansielle holdingvirksomheder og investeringsforeninger (BEK nr. 1582 af 13/12/2016), udstedt med hjemmel i FIL § 77 h og § 373, stk. 4.

Ved at tilbyde variabelt løntillæg til den part der påtager sig risiko, kompenseres denne part for den risiko. Det vurderes ydermere at have betydning for den adfærd der opleves, idet at det variable løntillæg skal give incitament og påvirke adfærd hos ledelsen. Det vurderes ligeledes, at der ved at tilbyde aktieprogrammer til ledelsen kan skabes incitament for at tage ejerskab, samt at dette må vurderes at være et proaktivt tiltag der optimerer ledelsens adfærd med positiv effekt.

4.2.5.2 Kvasi-integration

Gennem kvasi-integration foretages der en række relationsspecifikke investeringer i det individ der skal beskyttes mod hold-up problematikken⁵²⁵. Ved at foretage investeringer i en enkeltperson, kan det understøtte partnerskabet og sende signal om, at der ønskes et langt samarbejde. Kvasi-integration kan bl.a. ske igennem kurser og intern oplæring.

Kvasi-integration er ligeledes kendt fra det danske erhvervsliv. Det er udbredt, at virksomheden i større grad har onboarding procedurer planlagt for sine nye medarbejdere, selv de der ikke er på ledelsesniveau. I en onboarding-proces modtages den nyansatte medarbejder i et struktureret forløb, hvor denne bl.a. oplæres og introduceres til virksomhedens kultur, politikker, programmer og får lov til at møde andre. Der kan ligeledes stilles en mentor til rådighed for den nyansatte, et stærkt signal om at virksomheden ønsker at bidrage med den assistance og velkomst der gør at den nye medarbejder føler sig velkommen, og bliver en del af virksomheden hurtigere. Dette kan fremme den ansattes lyst til at tage ejerskab i opgaverne og løfte den arbejdsbyrde parterne i kontrakten har aftalt. Kvasi-integration er et velkendt og anerkendt værktøj til at beskytte den ansatte og svage kontraktpart.

Det kan argumenteres for, at kvasi-integration på ledelsesplan er nødvendigt for, at lederen kan varetage sit hverv. Det kræver forpligtelse fra virksomheden, særligt aktionærerne, i at forsikre lederen og støtte op om dennes funktion, bl.a. gennem kurser såfremt disse understøtter ledelsesfunktionen.

⁵²⁵ Petersen, B. & Østergaard, K, (2018), s. 270

4.2.5.3 Garantier

Hvor kvasi-integration kan kategoriseres som en direkte forpligtelse overfor medarbejderen, vil en garantistillelse i kontrakten virke som en indirekte forpligtelse i kontraktforholdet⁵²⁶. En garanti kan stilles i kontrakten enten som en juridisk eller økonomisk garanti, og kan udformes og tilpasses det behov der er i en given situation. En garanti kan eksempelvis indebære en lang opsigelsesfrist, eller en aftale om kompensation ved kontraktens ophør⁵²⁷.

Ved inkorporering af garantier i kontraktforholdet mellem ledelsesmedlemmer og aktionærer, vil en lang opsigelse mod ledelsesmedlemmet kunne skabe en tryghed. Her er tidselementet en faktor. Det kan skabe utryghed om indkomstgrundlaget, hvis der er en øget risiko for terminering af kontraktforholdet, hvis kontrakten ikke indeholder en klausul der giver tilstrækkelig lang tid med løn efter ophør eller kompensation mod terminering.

4.2.6 Konfliktløsningsklausuler i kontrakten

Der kan være mange former for konflikter i et ansættelsesforhold. Ved at inkorporere klausuler der tager stilling til en række konflikter, kan der være vished om hvordan parterne skal forholde sig til diverse konflikter. Dog er det omkostningstungt for parterne at forhandle konfliktløsningsklausuler, ligesom teorien om ukomplette kontrakter forudsiger, at det er umuligt for parterne med begrænset rationalitet at forudsige alle fremtidige hændelser og derved angive en mulig løsning i kontrakten. Det anfægtes, at strategisk kontrahering bygger på klausuler om konfliktløsning der løses uden inddragelse af domstole, modsat til den konventionelle der søger konfliktløsning ved hjælp af tredje instanser som domstole⁵²⁸. En konfliktløsningsklausul kan eksempelvis være en mediationsklausul, evt. ved at anvende en på forhånd navngiven mediator med specifikt branchekendskab. Når der aftales mediation igennem en mediationsklausul i en kontrakt, vil det ofte være for partnerskaber, hvor de kontraherende forventer et længerevarende partnerskab⁵²⁹.

I forholdet mellem ledelsen og aktionærerne i et pengeinstitut forholder det sig således, og statueret ved de gennemgæede domme, at ledelsen er underlagt almindelige erstatningsregler. Disse håndhæves af domstolene. Desuden gælder det, at kapitalselskaber i alle retsforhold er underlagt de danske domstoles behandling, jf. SEL § 348, og der kan for så vidt ikke indtænkes øvrige konfliktløsningsklausuler.

⁵²⁶ Weiss & Kurland, (1997), s. 111-113

⁵²⁷ Det er velkendt at ledelsesmedlemmer modtager store summer såfremt at de forlader en virksomhed, dette kaldes ”Gyldent håndtryk” i daglig tale. Se bl.a.: <https://www.berlingske.dk/virksomheder/syv-fyringer-syv-gyldne-haandtryk-naar-topchefer-forlader-skuden>

⁵²⁸ Petersen, B. & Østergaard, K, (2018), s. 271

⁵²⁹ Jørgensen, L.Ø. & Lavesen, M, (2016), s. 38

4.2.7 Afsluttende bemærkninger om strategisk kontrahering

Efter gennemgangen af hvordan strategisk kontrahering arbejder med at anskue kontrakten og forholdet mellem de to parter, udledes det, at der er metoder der kan give incitament og bidrage til at styrke forholdet mellem de kontraherende parter. På samme tid kan det konstateres, at der antageligt er en række af disse metoder der allerede på nuværende tidspunkt anvendes på ansættelsesforhold, bl.a. incitament aflønning og øvrige bonus/præmie ordninger.

I forhold til spørgsmålet om hvorvidt nogle af disse metoder kan optimere ledelsesmedlemmernes adfærd, vurderes det, at der foreligger muligheder herfor. Det vil være muligt at give incitament til en bestemt adfærd gennem en kontrakt. Det antages også som nævnt i ovenstående, at en række af tiltagene allerede anvendes. Der foreligger en række regelsæt der gælder for ledelsesmedlemmerne i pengeinstitutter, hvorfor det vurderes, at den ekstreme form af ren strategisk kontrahering vil være en udfordring at anvende på kontraktforholdet. Det vurderes dog, at der ved anvendelse af en hybrid kontrakt, hvor både de proaktive og reaktive klausuler styrer kontraktforholdet kan påvirke ledelsens adfærd. De tiltag der kan optimere ledelsens adfærd vurderes derfor at være nogle af de metoder der anvendes i strategisk kontrahering. Et andet tiltag der påvirker ledelsesmedlemmernes adfærd, er kontrol. Dette indleder til det kommende afsnit, hvor det analyseres hvorvidt risikostyring og anvendelsen af risikostyring kan påvirke ledelsens adfærd i kontraktforholdet.

4.3 Introduktion til risikostyring

Risikostyring har gennem de seneste årtier udviklet sig til at være et velkendt koncept og anvendt af de fleste virksomheder rundt om i verden⁵³⁰. Virksomhederne og deres ledelse har behov for at adressere de risici de står overfor. Dette sker igennem analyser der fastlægger hvilke risici der eksisterer og potentielle risici virksomheden står overfor i fremtiden, og hvordan og hvor meget disse risici påvirker virksomheden⁵³¹. Risici er et vidtrækkende begreb der dækker over en lang række problemstillinger der alle handler om, at der må træffes valg på et usikkert grundlag. Den mest åbenlyse årsag til at risikostyring interesserer ledelser på et globalt plan er, at risici indebærer et potentielt økonomisk tab for virksomheden og dens aktionærer. Det er bundlinjen og profitmaksimering der er omdrejningspunktet for en virksomhed og som udgør dens eksistensgrundlag. Ved at indføre risikostyring, har aktionærerne i en virksomhed muligheden for at kontrollere den adfærd hvormed der træffes beslutninger. Det kan ses som værende en tydeliggørelse af hvilken adfærd der bør iagttages, når der skal træffes risikobetonede dispositioner. Ud fra risikoanalyser kan ledelsen træffe velfunderede beslutninger der gerne skal føre virksomheden derhen hvor strategien dikterer det. Ved at

⁵³⁰ Yoe, C, (2019), s. 14

⁵³¹ Yoe, C, (2019), s. 11

anvende risikostyring i en virksomhed, opnås der en form kontrol med virksomhedens ansatte og deres adfærd. Det er derfor et tiltag der umiddelbart påvirker ledelsesmedlemmernes adfærd.

Herunder sker en gennemgang af formålet med at introducere lov om risikostyring i finansielle virksomheder, hvorefter der foretages en definition og analyse af rammerne for en risikostyringsproces i henhold til situationen i et pengeinstitut.

4.3.1 Formålet med at indføre lov om risikostyring i finansielle virksomheder

Finanskrisen gjorde det tydeligt, at den finansielle sektor havde et behov for at adressere risici i større grad end hvad der var tilfældet inden krisen. Det betød at der blev rettet fokus på manglende risikostyring og der blev taget en række tiltag der skulle være med til at forhindre virksomheders konkurser og store tab for virksomhedernes aktionærer. Konkurser og tab blev en realitet for mange virksomheder og deres aktionærer under finanskrisen⁵³². Disse omtalte tiltag har siden finanskrisen betydet noget i lovgivningen for finansielle virksomheder, både på nationalt plan, men også på globalt plan⁵³³. Særligt EU indførte en række tiltag, for at forhindre endnu en finanskrisen i kølvandet på krisen der ramte verden tilbage i 2007-08⁵³⁴.

I et forslag fremsat den 26. marts 2010 af daværende økonomi- og erhvervsminister Brian Mikkelsen, til lov om ændring af lov om finansiell virksomhed, lov om realkreditlån og realkreditobligationer m.v., lov om Danmarks Nationalbank og forskellige andre love (herefter 2009/1 LSF 175), fremgår en række lovforslagsændringer og bemærkninger hertil der vedrører behovet for styrkelse af FTs tilsynsvirksomhed, præcisering af krav til styring og indretning af finansielle virksomheder m.v. samt ændring af regler om egnethed og hæderlighed m.v. Dette lovforslag kan ses som en direkte effekt af finanskrisen. FTs rolle blev med denne lov skærpet og tydeligere defineret, ligeledes ønskede lovgiver, at øge opmærksomheden på de krav som lovgivningen stillede til de enkelte medlemmer af direktion og bestyrelse i finansielle virksomheder⁵³⁵. Formålet byggede på at øge opmærksomheden på de gældende regler, samt at skærpe de egentlige opgaver der hører til i rollen som ledelsesmedlem i finansiell virksomhed. I særdeleshed et formål der satte adfærd hos de ledende medlemmer i fokus og et udtryk for, at der var behov for at klargøre forventninger og krav til disse medlemmer. Et tiltag i denne forbindelse blev at lovgiver indførte en bestemmelse med et krav til, at ledelsen skulle sikre, at der blev udført risikostyring, og tilmed en række retningslinjer for hvordan denne risikostyring skulle foretages. Et direkte forsøg på at styre og kontrollere adfærd hos ledelsen.

⁵³² 2009/1 LSF 175, Bemærkninger til lovforslaget, s. 35-36

⁵³³ Finanstilsynets notat om strategi for 2015, s. 9

⁵³⁴ Heriblandt kapitalkravsforordningen (CRR/CRD IV) baseret på anbefalinger fra Basel-komiteen, Basel III-standarder fra 2010.

⁵³⁵ 2009/1 LSF 175, s.36

4.3.2 Ledelsens anvendelse af risikostyring

Det er hjemlet i lovgivning at bestyrelse og daglig ledelse skal varetage problemstillingen angående pengeinstituttets risici jf. kravene til direktionen og bestyrelsen i FIL § 70, stk. 1, nr. 2-3 samt § 70, stk. 2 og stk. 3, og i Ledelsesbekendtgørelsen der finder anvendelse jf. bekendtgørelsens § 1, nr. 1 Jf. FIL § 65, stk. 2, § 70, stk. 7, § 71, stk. 2, § 152, stk. 2, og § 373, stk. 4, samt FTs notat om ”God praksis for compliance og risikostyring i kreditinstitutter”. Med denne hjemmel blev det dermed pålagt ledelsen at udføre risikostyring, jf. Ledelsesbekendtgørelsen § 16. Det er vigtigt at være opmærksom på, at risikostyring kan blive en subjektiv tilgang til at anskue virkeligheden, hvilket også medfører at resultatet af en risikoanalyse kan, og vil, variere alt efter hvem der udfører den. For at mindske denne varians i denne kritiske branche, er der med hjemmel i lov en række minimumskrav til hvilke risici der skal tages stilling til, jf. Ledelsesbekendtgørelsen § 4. Derudover indeholder FTs notat om god praksis på netop dette område retningslinjer for, hvorledes en risikoanalyse skal foretages. Lovgivningen på området for risikostyring i pengeinstitutter afspejler i høj grad den tostrengede ledelse og er iøvrigt udførlig ift. de fornødne tiltag, ansvar og opgaver der pålægges direktion og bestyrelse. Dette må i høj grad anses for at være tiltag der er målrettet til at adressere adfærd og kontrol med ledelsen. I følgende afsnit foretages en gennemgang af hvad risikostyring indebærer samt en analyse af processen.

4.3.3 Risikostyring

Gennem analysen af retspraksis er det slået fast, at ansvarsnormen bedømmes individuelt for hver beslutningstager i ledelsen, og at der i bedømmelsen heraf blev lagt særlig vægt på det informationsgrundlag den pågældende havde for at træffe beslutningen. På baggrund af dette kan det konkluderes, at information og viden spiller en afgørende rolle for om en handling eller undladelse kan accepteres, uagtet hvilke konsekvenser det senere bringer. Særligt i den finansielle sektor er der som nævnt fokus på risiko, da denne branche er særligt forbundet med risici der påvirker aktionærer men også samfundstillid, i og med pengeinstitutterne udgør et eksistensgrundlag for privatpersoner såvel som erhverv og dermed har en afgørende rolle for vores samfund og økonomi. At eliminere al sandsynlighed for at en beslutning indebærer en vis risiko påstås at være umulig. En beslutning om en fremtidig hændelse, vil altid indebære en sandsynlighed for at udfaldet bliver anderledes end tiltænkt. Alligevel forsøges der med loven på dette område at skærpe den adfærd, hvormed en ledelse i et pengeinstitut varetager disse risikofyldte dispositioner, bl.a. gennem risikostyring.

Det anfægtes, at man kan opdele vejen mod at anvende risikostyring i en virksomhed i - 1) identifikation af problemstillingen, 2) acceptere at der er et problem og 3) definere problemstillingen mere specifikt⁵³⁶. Herunder gennemgås de tre skridt, hvilket sættes i sammenhæng med situationen.

Den første del i processen for at anvende risikostyring er, at identificere problemstillingen⁵³⁷. Denne opgave har til formål, at analysere hvorledes ansvarsnormen for ledelser i pengeinstitutter bedømmes i retspraksis. Problemstillingen indebærer, at det er en umulighed at inddække aktionærerne fuldstændig for at være disponeret for risici. Ydermere er der ekstra opmærksomhed på de risici der er i den finansielle sektor, i og med risiciene kan vise sig at være forbundet med store økonomiske tab og kan påvirke den generelle tillid til den økonomiske sektor samt mange menneskers eksistensgrundlag. Styring af risici er derfor yderst relevant at anvende i pengeinstitutter.

Efter at det er konstateret, at der er et problem, vil det næste led i processen være at acceptere, at der er tale om et reelt problem⁵³⁸. Ved at acceptere en problemstilling, åbner det for at kunne arbejde på at håndtere den. I forbindelse med bankledelse og dispositioner, er det accepteret af samfundet helt overordnet set, men også ned på personligt plan, at samfundet er bekendt med den risiko der er forbundet med hvervet som medlem af enten direktion eller bestyrelsen. En indikation på at samfundet overordnet har accepteret den omtalte problemstilling er, at der er vedtaget en række love på området som nævnt ovenfor. Der er ligeledes oprettet et statsligt tilsynsorgan, en rolle som FT varetager. Foruden tilsynsorganet er der udstedt en række retningslinjer der gælder for de beslutningstagere der er i fokus, direktion- og bestyrelsesmedlemmer. På virksomhedsplan kan det ligeledes argumenteres for at være en velkendt problemstilling i og med det er et kendt faktum, at der ikke er adgang for hvem som helst til at varetage en ledelsesstilling i et pengeinstitut. Dette skyldes, at der stilles en række krav til den personlige formåen og kvalifikationer som er med til at kvalificere en person til at kunne ivaretage hvervet, netop fordi lovgiver forsøger at udelukke og minimere risici for, at de personer der varetager hvervet, ikke handler optimalt og har de bedste forudsætninger for at varetage de risici der er forbundet med hvervet⁵³⁹.

Dette leder videre til det sidste skridt i processen, at definere problemet mere specifikt⁵⁴⁰. Det er en velkendt problemstilling i vores samfund, at pengeinstitutters ledelse træffer risikofyldte dispositioner. Det er alment kendt, at vores samfund er indrettet med love, bekendtgørelser, vejledninger og ”god praksis” notater⁵⁴¹ der

⁵³⁶ Yoe, C, (2019), s. 60

⁵³⁷ Yoe, C, (2019), s. 60

⁵³⁸ Yoe, C, (2019), s.60

⁵³⁹ Bestyrelsesmedlemmer i pengeinstitutter skal eksempelvis, pr. 01.01.2017, deltage i et grundkursus for at sikre at de har et niveau af minimums kompetencer og for at sikre at de kan give et ledelsesmæssigt modspil til direktionen. FIL § 64 b, stk. 3, jf. BEK nr. 1424 af 29/11/2016, Bekendtgørelse om grundkursus for medlemmer af bestyrelsen i pengeinstitutter, realkreditinstitutter og forsikringsselskaber.

⁵⁴⁰ Yoe, C, (2019), s.61

⁵⁴¹https://www.finanstilsynet.dk/~media/Nyhedscenter/2020/God_praksis_compliance_og_risikostyring-pdf.pdf?la=da

adresserer problemstillingen. Disse love og foranstaltninger er lavet på baggrund af analyser og definition af problemstillingen, hvilket er det tredje led i processen.

De tre skridt i processen mod at anvende risikostyring konstateres at være opfyldt. Det konkluderes, at der er konstateret - 1) at der er en problemstilling, 2) at problemet er anerkendt samt 3) at problemet specifikt defineres. Dette er den overordnede plan for anvendelse af risikostyring. Hernæst er gennemgået selve risikostyringsprocessen.

4.3.4 Processen omkring risikostyring

Første skridt imod at anvende risikostyring i en virksomhed er at udvikle en risikoprofil. Det er i tilfældet for pengeinstitutter bestyrelsens ansvar jf. FIL § 70, stk. 1, nr. 2. Det er en nødvendighed, at udarbejde en risikoprofil og tage stilling til hvordan ledelsen ønsker at håndtere risici. Dette emne skal drøftes på bestyrelsesmøder hvor pengeinstituttets øverste ledelsesorgan tager stilling til og når til enighed om hvor risikovillig ledelsen ønsker at være, jf. FIL § 70, stk. 1. Derudover er der udstedt nærmere vejledning på området, i vejledning om bestyrelsens evaluering af dens kollektive egnethed i pengeinstitutter og realkreditinstitutter m.fl. (VEJ nr. 9172 af 30/03/2020) om de krav der foreligger for, at skulle kunne identificere konkrete risici, samt hvordan bestyrelsen bør håndtere disse. Det næste skridt er at klarlægge hvilke formål risikostyringen skal tjene, herunder eksempelvis et grundlag der tager sit udgangspunkt i at minimere risici ifm. pengeinstituttets udlånspolitik. Dernæst bør der i denne forbindelse vurderes, hvorvidt der er behov for risikovurderinger. Dette led vil være en overvejelse i en normal proces for risikostyring⁵⁴², men der behøves ikke tages stilling til dette i den finansielle sektor, idet der forefindes hjemlede krav til at der udføres risikostyring indenfor en række områder som nævnt ovenfor. Det er bl.a. fastsat ved lov, hvilke typer af risicigrupper bestyrelsen skal forholde sig til jf. Ledelsesbekendtgørelsen § 4. I Ledelsesbekendtgørelsen § 4, stk. 2 indebærer det kravet til, at der tages stilling og laves politikker indenfor områderne der vedrører kreditpolitik, markedsrisikopolitik, politik for operationelle risici, forsikringsmæssig afdækning af risici, likviditet, it-sikkerhed og øvrige risikoområder, hvor bestyrelsen skønner at det er et behov. Det konkluderes, at være forholdsvis udførlige krav. Disse krav udgør en streng retningslinje for pengeinstitutternes ledelse, og dikterer minimumsstandarden for den ønskede adfærd. Dette begrænser dermed bestyrelsesmedlemmernes frie handlekraft, og danner rammen for en ønsket adfærd. Alene dette tiltag må konkluderes, at ville påvirke adfærd hos ledelsen.

Det er direktionens ansvar, at sikre, at der er ansat en risikoansvarlig jf. Ledelsesbekendtgørelsen § 16, samt bekendtgørelsens bilag 7, ”Risikostyringsfunktionen og den risikoansvarlige”. Det er virksomhedens opgave, at sikre at den risikoansvarlige har den fornødne funktionsadskillelse jf. Ledelsesbekendtgørelsen § 11. Den risikoansvarlige må stå for indsamling af den nødvendige information⁵⁴³. Information der består af fakta, men

⁵⁴² Yoe, C, (2019), s 71

⁵⁴³ Yoe, C, (2019), s 73

også af data af mere subjektiv karakter. Det er bl.a. et krav, at direktionen sikrer at den risikoansvarlige modtager al information der kan have betydning for risikovurderingen, jf. Ledelsesbekendtgørelsen §§ 8, stk. 4 og § 10. Det kunne konkluderes ud fra retspraksis, at der foreligger en vigtighed vedrørende det gældende informationsgrundlag. Særligt ved bedømmelsen af om en disposition truffet af ledelsen kan anses for at være af en sådan karakter, at det er en ansvarspådragende handling, var informationsgrundlaget vigtigt. Det kan udeledes heraf, at der stilles strenge krav til den informationsindsamling der foretages. For nuværende lovgivning pålægges ansvarligheden for denne informationssamling den risikoansvarlige. Kravet der vedrører, at et pengeinstitut skal have en risikoansvarlig, er forholdsvis ungt, offentliggjort i Danmark i 2016, hvorfor det ikke omtales i sagerne behandlet i domsanalyserne. Denne nye regel understreger, at der har været et behov for at indføre tættere kontrol med pengeinstitutterne og deres ledelse. Den risikoansvarliges opgave må anses for at være et vigtigt led, i forbindelse med at nedbringe risici, samt at øge bevidstheden om disse risici hos medlemmerne af direktionen og bestyrelse. De stigende tiltag og vedtagende lovgivninger anses for at være en reaktion på finanskrisen, samt et proaktivt værn mod at fremtidige sager kan nå til samme niveau. Den risikoansvarliges funktion kan ligeledes anslås at være direkte kontrol impliceret i virksomhederne, og fungerer som en overvågningsfunktion. Endnu et tiltag der påvirker ledelsens adfærd.

Det næste skridt i processen for risikostyring omhandler opstarten af selve risikovurderingen, og herefter at koordinationen af hvordan risikovurderingen skal foretages, hvilket i pengeinstitutter er den risikoansvarliges opgave. Bilag 7 til Ledelsesbekendtgørelsen indeholder en række punkter ift. de opgaver der forventes af den risikoansvarlige, herunder bl.a. stillingtagen til om det grundlag hvorpå en bestyrelse og direktion træffer et valg er tilstrækkeligt jf. nr. 5 i bilag 7 jf. bilagets nr. 6-8. Det vurderes, at dette er et direkte udslag på de sager der opstod omkring finanskrisen, herunder de domme der blev gennemgået i domsanalyserne. Netop informationsgrundlaget blev det udslagsgivende for vurderingen af, om den beslutning der blev truffet kunne anses for at være en sådan karakter at den udgjorde en ansvarspådragende handling. Den risikoansvarliges rolle vurderes derfor, at have stor betydning i fremtidige sager, hvor en sådan vurdering skal foretages af en domstol.

Sidste led i processen er selve vurderingen af risikovurderingens udfald⁵⁴⁴. Denne opgave varetages ligeledes af den risikoansvarlige og er omfattet særligt af bilag 7 nr. 9-13, hvoraf nr. 12 indebærer pligten til at informere bestyrelsen om betænkeligheder i tilfælde af specifikke risikoudviklinger der kan eller allerede påvirker virksomheden. Det konstateres, at være et tiltag der sikrer det rette niveau af informationsudveksling og betyder, at muligheden forøges, for at verificere de nærmere omstændigheder omkring en beslutning, eller mangel på beslutning. Derudover er der de særlige krav der vedrører de opgaver og ansvar en risikoansvarlig har i et pengeinstitut, som nævnt herover samt hjemlet i Ledelsesbekendtgørelsen bilag 7.

Herunder ses det ovenstående i model for processen:

⁵⁴⁴ Yoe, C, (2019), s 79



Figur 2 Yoe, C, (2019), s. 63 (egen tilvirkning)

Processen omkring risikostyring i et pengeinstitut må vurderes til, at være normdannende for den adfærd der forventes af de relevante berørte funktioner. Det anses for at være tiltag der definerer og placerer ansvar hos de individuelle funktioner, og skaber klarhed omkring hvad der forventes af den enkelte funktion. Det er således klart defineret hvilken rolle et bestyrelsesmedlem har i forbindelse med risikostyringsprocessen, ligesom det er klart defineret for direktionen. Et af de tiltag der er særligt tydelige i forbindelse med risikostyringsprocessen, er implementeringen af en ny funktion, den risikoansvarlige. Dennes rolle er af ikke ubetydelig karakter. Det vurderes at en risikoansvarlig, fra indførelsen af loven, får en betydning for fremtidige sager. Det konkluderes, at tiltaget omkring risikostyring må få den effekt, at det i højere grad vil kontrollere ledelsens adfærd. Såfremt risikostyring udføres efter reglerne, vil det imidlertid umiddelbart medføre, at der vil være mindre grundlag for manglende informationsgrundlag i skyldsspørgsmålet.

I forbindelse med risikostyringsprocessen er formålet desuden, at kunne vurdere de muligheder der foreligger når der skal træffes en beslutning. Derfor synes det relevant at evaluere de foreliggende muligheder i systematisk orden. Dette leder frem til gennemgangen af hvordan en ledelse kan vurdere hvilke muligheder der er mest optimale, ift. de fastlagte politikker og risikoprofil.

4.3.5 Evaluering af muligheder

Når ledelsen træffer et valg, indebærer dette valg risici fastslået af risikovurderingen. Ved hvert aktivt tilvalg sker der også et fravalg. Et fravalg af den eller de øvrige muligheder der foreligger. Derfor kan det være en god idé at overveje de forskellige muligheder der foreligger samt deres risici og sammenligne disse før den endelige beslutning træffes⁵⁴⁵. Forinden en beslutning træffes kan der gøres et forsøg på, at opgøre konsekvenserne ved den pågældende beslutning. Dette kan eksempelvis gøres ved at sammenligne to situationer, en der angiver status quo og en anden der estimerer situationen, såfremt en ledelse gennemfører beslutningen⁵⁴⁶. Herunder ses en tabel hvor status quo er sammenlignet med beslutningen om at yde et låneengagement.

Effekt	Fremtiden på basis af at beslutningen ikke gennemføres	Fremtiden på basis af at beslutningen gennemføres	Forskel
Antal låneengagementer	X antal	X+1 antal	Forøgelse med 1
Likvid beholdning	Status quo	Indeværende reduceres for en periode	Nedgang
Indtjening	Status quo	Profit for facilitering + renter	Forøgelse

Tabel 2 - Yoe, C, (2019), s. 95 (Egen tilvirkning)

Det bemærkes i ovenstående tabel, at der kun er nævnt tre effekter. Oftest vil en beslutning medføre langt flere effekter/konsekvenser. Til vurdering af hvorvidt beslutningen skal gennemføres, kan der med fordel rettes fokus på de identificerede forskelle. Disse må stemme overens med ledelsens strategi. Desuden foreligger der krav om at beslutningen skal foretages ud fra pengeinstituttets interesse, hvilket inkluderer at den passer med pengeinstituttets risikoprofil. Det anfægtes at det er tidskrævende, at sammenligne situationer og klarlægge de potentielle konsekvenser. Det udledes dog igennem domsanalyserne af domsafgørelserne, at det kan medføre betydelige konsekvenser, såfremt det undlades at forsøge at klarlægge om en disposition bør foretages eller ej, og klarlægge bevæggrundene. Ved en undladelse af processen, og klarlægningen af hvorvidt en beslutning er den rette, kan det få betydelige konsekvenser. Det konkluderes, at en ledelse i et pengeinstitut bør foretage grundig evaluering, på trods af at det er tidstungt.

⁵⁴⁵ Yoe, C, (2019), s. 94

⁵⁴⁶ Yoe, C, (2019), s. 95

Sammenligningen kan også anvendes ved situationer hvor der er flere muligheder. Her vil ledelsen skulle gøre sig klar over samtlige effekter ved hver disposition, for herefter at sammenligne dem. Dette vil give et overblik over de konsekvenser og forskelle de forskellige beslutninger antages at medføre, samt klarlægge de potentielle risici. Det er særligt ved vurdering af forskellene, at risikostyringen indebærer et subjektivt element. Det vil i nogle tilfælde være umuligt, at forudsige de helt nøjagtige konsekvenser, og her påhviler der en usikkerhed. Selve effekterne vil ske med en vis sandsynlighed, og dermed er de pågældende risici forbundet med en disposition også forbundet med en sandsynlighed for, at situationen falder anderledes ud. Beslutningstagen er forbundet med usikkerhed i de fleste tilfælde, og usikkerhed indebærer tilmed en risiko.

Denne måde at sammenligne beslutninger på kendes også fra lovændringsforslag, eksempelvis ses det fra 2009/1 LSF 175, Bemærkninger til lovforslaget, s. 66, at der laves et sammenfattende skema der giver overblik over positive og negative effekter ved at vedtage ændringen. Ved at foretage grundig evaluering forinden en disposition, kan ledelsen dokumentere bevæggrundene og beslutningsgrundlaget. Det kan derfor også være en metode der kan anvendes for at dokumentere agtpågivenhedsniveauet i indirekte forstand.

4.3.6 Minimering af asymmetrisk information

Med indførelse af risikostyring og retningslinjer for hvordan de bør foretages, sættes der krav til informationsgrundlaget hvorpå der træffes beslutninger, og dette skaber på samme tid en minimering af den asymmetriske information. Det giver aktionærerne i et pengeinstitut et større indblik i beslutningsgrundlaget og vished om, at der foreligger strenge krav til risikovurdering i pengeinstitutter. Denne udveksling af information kan vise sig at være tillidsvækkende i og med informationsgrundlaget bliver mere verificerbart for alle parter. Det kan konkluderes, at det er tiltag der minimerer asymmetrisk information, og indirekte påvirker adfærd hos ledelsen.

4.4 Vurdering af tiltag

Såfremt lovgivningen overholdes af samtlige aktører vil der med nuværende lovgivning være grundlag for at påstå, at der er tilstrækkeligt med restriktioner og retningslinjer på området for direktion- og bestyrelsesmedlemmers adfærd, rolle og vigtigheden af fokus på risici og styring heraf, og FTs rolle som tilsynsorgan og lovfortolker. Det vurderes, at disse tiltag vil have stor effekt på særligt bestyrelses- og direktionsmedlemmernes adfærd. Det er i højere grad nemmere for disse at navigere i de krav der stilles til dem, og der er tilmed udstukket retningslinjer for hvordan de kan udføre deres opgaver og leve op til deres ansvar. På samme tid vurderes disse tiltag også til at være omfattende og strenge. Denne konklusion skyldes, at de mange tiltag kan virke meget indgribende i de pågældende hverv, og efterlader kun meget lidt frihed for bestyrelses- og direktionsmedlemmerne til at handle på anden vis, uden at dette vil blive anset for at være devierende adfærd.

4.5 Delkonklusion

Igennem analysen af hvilke tiltag der kan optimere ledelsens adfærd, er der gennemgået to metoder. En af metoderne og tiltag der kan optimere adfærden hos pengeinstituttets ledelse kan i nogen grad ske igennem strategisk kontrahering. Det antages, at der igennem fokus på parternes samarbejde kan skabes incitament til at yde en større indsats for at kontraktforholdet er succesfuldt. Ved at anvende proaktive klausuler i en kontrakt kan der skabes en større sikkerhed og vished hos parterne om hvordan samarbejdet skal foregå og hvad der forventes i specifikke situationer. Iflg. teorien om strategisk kontrahering vil det skabe en fordel, at anvende proaktive klausuler fremfor reaktive klausuler, som ses anvendt i den konventionelle kontraheringsform. Det konkluderes, at der ift. risikofordeling i kontraktforholdet mellem pengeinstituttets ledelse og aktionærer er et behov for, at der er en klar ansvarsplacering hos ledelsen. Den klare lovgivning på området, der vedrører ansvarsfordelingen kan ikke fraskrives. Det vurderes dog, at være en mulighed for parterne at tegne en direktion- og bestyrelsesansvarsforsikring, og på denne måde fordele risici internt, således at der i nogen grad afdækkes for risici og dermed investeres i relationsrenten i partnerskabet.

Det konkluderes ydermere, at der kan gives incitament til ledelsen gennem varieret løntillæg og integration i virksomheden. Dette konkluderes, at optimere ledelsens adfærd. Ved at betale varieret løntillæg, i den ene eller anden form, anerkendes det, at ledelsen påtager sig en risiko samt at denne kompenseres herfor. Ved at betale variable løntillæg gives der ydermere incitamenter der optimerer ledelsens adfærd. Ved at tilbyde aktieprogrammer som en del af det variable løntillæg vurderes det, at skabe incitament til at tage ejerskab og kan være med til at forebygge opportunistisk adfærd hos ledelsen. Det vurderes ligeledes, at kvasi-integration vil medføre et incitament og kan optimere ledelsens adfærd. Dette begrundes i, at der investeres i partnerskabet, og relationsrenten dermed forøges. Et øvrigt tiltag under strategisk kontrahering er at indbygge proaktive klausuler der inkorporerer garantier i kontrakten. Ved at stille garantier i kontrakten vil det sikre parterne mod den usikkerhed og de risici de oplever. Dette er et tiltag der ligeledes øger relationsrenten ved at beskytte og give forsikring gennem de stillede garantier.

Det andet tiltag der kan påvirke ledelsens adfærd, er risikostyring. Det konkluderes, at der allerede er opmærksomhed på at risikostyring er en metode der optimerer ledelsens adfærd, det begrundes med, at der er vedtaget lovgivning på området. Det konkluderes, at de tiltag der er foretaget på området og de krav der stilles til ledelsesmedlemmer i pengeinstitutter, er et direkte afledt resultat af de sager der opstod som følge af finanskrisen. Der er tale om en høj detaljegrad af anvisninger for den adfærd der forventes hos ledelsen, og det konkluderes, at være et af de tiltag der direkte styrer ledelsens adfærd. Detaljegraden gør det svært at være i tvivl om hvad der forventes af de respektive roller, hvorfor det vurderes at være en stærk styringsmekanisme mod en optimal adfærd. Det konkluderes, at risikostyring er et tiltag der optimerer ledelsens adfærd.

Kapitel 5 - Konklusion

I nærværende afhandling kan der på baggrund af analyserne i det juridiske, økonomiske og integrerede kapitel konkluderes følgende:

Vurderingen af adfærdsnormen for et ”forsvarligt beslutningsgrundlag” beror på det forretningsmæssige skøn. Det forretningsmæssige skøn vurderes på baggrund af en kreditvurdering af låntager. I kreditvurderingen skal inddrages sammenslutningerne af - *”formålet med lånet, låntagers økonomiske forhold, den stillede sikkerhed og kundens evne til at drive virksomhed, herunder i lyset af den almindelige økonomiske konjunktur.”*⁵⁴⁷. Dette bør iøvrigt sammenholdes med - *”Bankens overordnede kreditpolitik og retningslinjer, herunder dennes risikovillighed”*⁵⁴⁸.

I vurderingen af adfærdsnormerne for et ”forsvarligt beslutningsgrundlag” bør der udvises forsigtighed med at tilsidesætte det forretningsmæssige skøn der udøves af pengeinstituttets direktion- og bestyrelsesmedlemmer ved bevilling af et lån⁵⁴⁹. Såfremt FT løbende har ført tilsyn med pengeinstituttets tabsgivende låneengagementer, indgår disse forhold med en ikke ubetydelig vægt i adfærdsnormerne for et ”forsvarligt beslutningsgrundlag”. Ligeledes indgår tidspunktet for indgåelsen af lånebevillingen i adfærdsnormerne for et ”forsvarligt beslutningsgrundlag”, da økonomisk konjunktur kan påvirke forsvarlighedsvurderingen. Såfremt en lånebevilling meddeles til bestyrelsen på et skriftligt grundlag, skal bestyrelsesmedlemmerne sikre, at de oplysninger der er fremlagt skriftligt udgør et ”forsvarligt beslutningsgrundlag” og anmode om yderligere oplysninger og mundtlig behandling af låneansøgningen, såfremt oplysningerne ikke er tilstrækkelige⁵⁵⁰.

Det konkluderes, at der stilles et skærpet krav til pengeinstituttets direktion- og bestyrelsesmedlemmer, hvor de skal sikre, at hensynet til pengeinstituttets interesser ikke tilsidesættes ved bevilling af et lån eller ved indfrielse af mellemregninger i andre selskaber der er direkte eller indirekte forbundet med pengeinstituttet. Direktion- og bestyrelsesmedlemmer skal sikre, at låntager er solvent for at undgå at pengeinstituttet pådrages et tab.

Ligeledes kan der af adfærdsnormerne for et ”forsvarligt beslutningsgrundlag” udledes et tabsbegrænsningshensyn. Ved at iagttage dette hensyn, vil det udgøre en ansvarspådragende handling at bevillige et lån, såfremt denne nye lånebevilling ikke begrænser pengeinstituttets tab. Dette tabsbegrænsningshensyn udledes af adfærdsnormerne for et ”forsvarligt beslutningsgrundlag”, såfremt direktion- og bestyrelsesmedlemmerne vælger at refinansiere et låneengagement eller vælger at forlænge en kredit- eller valutaramme. Forsvarlighedsvurderingen må indeholde informationer om - lånets formål, kundens økonomiske forhold, kundens sikkerheder og kundens evne til at drive virksomhed, samt hensynet til

⁵⁴⁷ Sag 226/2015, s. 105

⁵⁴⁸ B-1291-10, s. 491

⁵⁴⁹ B-877/11 & B-876/11, s. 1307

⁵⁵⁰ B1390014, s. 200

pengeinstituttets interesse ved forlængelse af låneengagementet, tilbagebetaling og risikovurdering. Det konkluderes, at direktion- og bestyrelsesmedlemmerne skal afveje risici og alternativerne for at begrænse et tab.

Det konkluderes, at såfremt direktion- og bestyrelsesmedlemmer ikke iagttager FILs adfærdsbestemmelser, vil en skærpet ansvarsnorm ikke udledes af adfærdsnormen for et ”forsvarligt beslutningsgrundlag”. Såfremt en skærpet culpanorm kan udledes af adfærdsnormen for et ”forsvarligt beslutningsgrundlag” er det afgørende, hvorvidt der forelægger årsagssammenhæng mellem det økonomiske tab og den manglende iagttagelse af FILs bestemmelser. Det konkluderes, at FILs adfærdsbestemmelser såsom - funktionsadskillelse, kreditpolitik, fravigelse af instrukser mv. ikke kan udledes af adfærdsnormerne for et ”forsvarligt beslutningsgrundlag”.

Ovenstående adfærdsnormer der udgør et ”forsvarligt beslutningsgrundlag” skal iagttages af direktion- og bestyrelsesmedlemmer i pengeinstitutter. Såfremt ledelsen ikke foretager en individuel forudgående kreditvurdering af låntager på baggrund af de adfærdsnormer der udledes for et ”forsvarligt beslutningsgrundlag”, kan ledelsen i nogen grad handle ansvarspådragende, såfremt pengeinstituttet pådrages et tab.

I analysen af hvilke økonomiske effekter der opleves for en tabsgivende disposition uden for kontrakt kan det konkluderes, at skadevolderen ikke har incitament til at handle med agtpågivenhed, såfremt skadevolderen ikke er ansvarlig for at kompensere skadelidtes tab. Det konkluderes, at lovgiver kan give skadevolderen incitament til at handle med agtpågivenhed, såfremt skadevolderen er underlagt et objektivt ansvar. Det objektive ansvar giver skadevolderen incitament til at handle med agtpågivenhed, når skadevolderen foretager risikofyldte dispositioner. Incitamentet reducerer sandsynligheden for skadens indtræden. Ligeledes vil et culpaansvar give skadevolderen incitament til at handle med agtpågivenhed, så parternes fælles omkostninger i kontraktforholdet reduceres. Et objektivet ansvar og et culpa ansvar vil være samfundsoptimalt på baggrund af Kaldor Hicks-optimalitetskriteriet.

I analysen af hvilke økonomiske effekter der opleves for en tabsgivende disposition i det indbyrdes kontraktforhold mellem principal og agent konkluderes det, at effekterne afhænger af parternes risikopræferencer og incitamentet i kontraktforholdet. Det konkluderes, at når parterne indtræder i kontraktforholdet, er principalen underlagt asymmetrisk information. Principalen kan ikke observere agentens indsats. Da principalen ikke kan observere agentens indsats, vil agenten ikke have incitament til at handle med en høj arbejdsindsats, da agenten er egen nyttemaksimerende og afskyr indsats. Dette har den økonomiske effekt, at principalens gevinst reduceres, samtidig med at agentens gevinst forøges. Ligeledes kan det konkluderes, at eksternaliteter har den økonomiske effekt, at principalens gevinst påvirkes af udefrakommende faktorer, således at principalens gevinst ikke udelukkende påvirkes af agentens indsats.

Såfremt agenten tilbydes en kontrakt med en fast løn der ikke er afhængig af agentens indsats, har det den økonomiske effekt, at agenten ikke har incitament til at yde en høj indsats. Det konkluderes, at principalen som minimum skal aflønne agenten således at agentens grundløn svarer til agentens reservationsnytte. Dog kan principalen ikke sikre agentens valg af indsats, når agentens arbejdsindsats ikke er observerbart for principalen. Asymmetrisk information har den økonomiske effekt, at principalen har svært ved, at give agenten incitament til at handle med agtpågivenhed.

Det konkluderes, at parterne i det indbyrdes kontraktforhold kan give hinanden incitamenter til ikke at afbryde kontraktforholdet, når der er en reel trussel for straf. Såfremt agenten afbryder kontraktforholdet, vil det have den økonomiske effekt, at principalen straffer agenten i alle fremtidige perioder, således at parternes samlede gevinst reduceres. Dog konkluderes det, at det kan være samfundsoptimalt at afbryde kontraktforholdet, såfremt truslen om evig straf er mindre end sandsynligheden for spillets afslutning.

Parterne kan inkorporere kontraktklausuler i kontrakten for en tabsgivende disposition for at give parterne incitament til at handle med agtpågivenhed og opfylde kontrakten. Det konkluderes, at såfremt principalen er risikoneutral og agenten er risikoavers, har det den økonomiske effekt, at parterne har incitament til at opfylde kontrakten, såfremt parterne er underlagt en klausul om naturalopfyldelse. Klausulen har den økonomiske effekt, at der ikke opleves et samfundstab og agenten har incitament til at opfylde kontrakten og handle med agtpågivenhed.

Såfremt principalen og agenten er betalingsdygtige for principalens tab, kan parterne på baggrund af Coase-teoremet forhandle allokeringen af risikoen for en tabsgivende disposition efficient uanset en initial fordeling af risikoen. Parterne kan allokere risikoen efficient, såfremt parterne har lave eller ingen transaktionsomkostninger og såfremt principalen ikke har foretaget relationsspecifikke investeringer i agenten med lav grad af specificitet. Såfremt agenten ikke er betalingsdygtig for tabet, er det efficient at allokere risikoen til principalen. Principalen har mulighed for at inkorporere hold-up "safeguards" i kontrakten, hvilket kan give agenten incitament til at handle med agtpågivenhed, da principalens straf af agenten kan have indflydelse på agentens indkomststrømme.

Det konkluderes, at såfremt principalen foretager relationsspecifikke investeringer i agenten med lav grad af specificitet, har agenten incitament til at udføre et hold-up på principalen, og kræve kompensation for at påtage sig risiko. Disse forudsætninger resulterer i, at parternes transaktionsomkostninger forøges. Under disse forudsætninger vil en allokering af risikoen til principalen foretrækkes på baggrund af Coase-teoremet.

Det konkluderes, at der kan foretages en række tiltag der kan påvirke direktion- og bestyrelsesmedlemmer. Et af de tiltag der kan foretages, er anvendelsen af strategisk kontrahering i kontrakten. Ved at inkorporere proaktive klausuler gives der incitament til ledelsen, og tiltaget vil derfor optimere ledelsens adfærd.

Incitamenterne skaber større sikkerhed omkring arbejdsindsatsen, og dermed også den agtpågivenhed hvormed ledelsen udfører deres respektive hverv. Det konkluderes dog også, at det er usandsynligt udelukkende at basere kontrakten på den strategiske kontraheringsform, idet der er et behov for reaktive klausuler, herunder de der indeholder ansvarsfordelingen. Der vurderes, at der foreligger en mulighed i at tegne direktion- og bestyrelsesansvarsforsikring. Dette vil være en proaktiv måde at foregribe problemstillingen vedrørende ansvarsfordeling og den risici der opleves herved. Et af de øvrige tiltag der kan foretages i forbindelse med inddragelse af strategisk kontrahering, for at optimere ledelsens adfærd, er ved at betale variabelt løntillæg. De forskellige typer af variable løntillæg kompenserer ledelsen for den risiko de oplever ved at indgå i kontraktforholdet. Disse kan bl.a. optimere ledelsens adfærd ved at give incitament til at tage ejerskab og mindske muligheden for at ledelsen handler opportunistisk. Ydermere konkluderes det, at der ved at inkorporere klausuler der behandler garantier, sker en forøgelse af relationsrenten, idet den svage part beskyttes mod risici. Dette kan være risici der opleves fra eksogene forhold. Dette vil påvirke adfærden i en positiv retning, og mindske opportunistisk adfærd hos ledelsen. Ligeledes påpeges det, at integration vil betyde noget for relationsrenten, og dermed kan være med til at optimere ledelsens adfærd.

Et andet tiltag der påvirker ledelsens adfærd, er ved at kontrollere deres adfærd igennem risikostyring. Det konkluderes, at de lovregulerede tiltag på området for risikostyring i pengeinstitutter vil have indvirkning på den adfærd der observeres hos direktion- og bestyrelsesmedlemmer. Ved at klarlægge hvilke forventninger der stilles til henholdsvis direktion og bestyrelse, sikres et ens og mere oplyst grundlag for hvordan hvervet skal varetages. I risikostyringsprocessen findes der at være en række dokumentationskrav, hvorefter det konkluderes at være med til at minimere den asymmetriske information. Et af de lovregulerede tiltag indenfor risikostyringsprocessen indebærer kravet om, at pengeinstituttet skal have en risikoansvarlig. På denne måde øges kontrollen med ledelsen og dennes adfærd. Dette tiltag konkluderes at påvirke ledelsens adfærd i høj grad. Den risikoansvarlige fører tilsyn internt i virksomheden, og fører løbende tilsyn med de beslutninger der træffes og på hvilket grundlag der træffes beslutninger på. Det konkluderes, at kravet om risikostyring i pengeinstitutter er et tiltag der optimerer ledelsens adfærd, idet dette kræver øget fokus på hvordan risici behandles og dermed den adfærd der opleves hos ledelsen i forbindelse med risikohåndtering.

Kapitel 6 - Perspektivering

Afhandlingen behandler sager, hvis sagsforløb kan henføres til årene efter finanskrisen, og disse afspejler derfor ikke de tiltag der er foretaget i lovgivningen på området sidenhen. De tiltag der gennemgås i afhandlingens integrerede kapitel, er begge tiltag der vurderes at kunne optimere ledelsens adfærd. Det vurderes dog, at disse metoder er tiltag som allerede anvendes, særligt i situationen med ledende stillinger i et pengeinstitut. Dette understreger blot, at der er et stærkt behov for, at sikre at ledelsen har de rette incitamenter til at agere efter den optimale adfærd. Særligt er tiltaget vedrørende kravet til at der skal være ansat en risikoansvarlig, et tiltag der vurderes til at få en afgørende rolle for fremtidige retsopgør, og særligt for vurderingen af hvorvidt direktion- og bestyrelsesmedlemmer har handlet ansvarspådragende i forbindelse med risikobetonede beslutninger. Dette begrundes i, at den risikoansvarlige er en kontrolfunktion der skal sikre at direktionen behandler risici efter forskrifterne.

Da afhandlingens domsanalyser ikke afspejler alle de tiltag der er foretaget, foreligger der en mulighed for, at fremtidige retsopgør vil se anderledes ud, end de sager der udsprang af finanskrisen. Til denne påstand lægges der følgende punkter til grund:

- at der igennem retspraksis⁵⁵¹ er fastslået at direktion- og bestyrelsesmedlemmer er underlagt et almindeligt erstatningsansvar.
- De tiltag og krav der er foretaget, giver en tydelig rolleopdeling, og beskriver i detaljeret grad det ansvar der forventes af de respektive, hvorfor det må skabe en klarere defineret og mere tydelig standard for ønsket adfærd, og dermed også giver mulighed for at kunne konkludere, hvornår der er tale om en ansvarspådragende handling eller undladelse i forbindelse med dispositioner i pengeinstitutter.
- De mange krav til rapportering af risici og håndtering heraf gør det muligt at håndtere og verificere hvor og hvem der burde have handlet.
- Et voksende fokus på den finansielle sektor, både globalt og nationalt, skærper samfundets krav til hvorledes ledelsen i pengeinstitutter agerer, samt at det giver investorer og aktionærer et større behov for det informationsgrundlag der foreligger.

Alt andet lige, må de aktuelle konsekvenser af de mange tiltag ventes endeligt i fremtiden. Forfatterne af denne afhandling er dog positivt stillede overfor den forventede virkning og det vurderes at tiltagene vil optimere ledelsens adfærd og vil virke efter hensigten.

⁵⁵¹Capinordic Bank-afgørelsen (Sag 226/2015), Amagerbank-afgørelsen (Dom i Retten i Lyngby sag nr. BS 159-509/2013) og Roskilde Bank-afgørelsen (nr. B-1291-10)

Kapitel 7 - Forkortelser

Allan Ottsen (AO)
Alpen Holidays Ferienhäuser GmbH (AHF)
Aktiv Gruppen Holding A/S (AG)
Amagerbanken A/S (AB)
Capinordic Bank A/S (CB)
Claus Ørnskov (CØ)
Erstatningsansvarsloven (EAL)
Finansiell stabilitet A/S (FS)
Finanstilsynet (FT)
Forstædernes Bank A/S (FB)
Henrik Lasse Lindblad (LL)
Henrik Juul (JH)
Jørgen Brændstrup (JB)
Knud Christensen (KC)
Lov om finansiell virksomhed (FIL)
Niels Erik Nielsens (NN)
Niels Valentin Hansen (NVH)
Peter Forchhammer (PF)
Roskilde Bank A/S (RB)
Schaumann Øster fælled A/S (SØ)
Selskabsloven (SEL)
Steen Hove (SH)
Øster Fælled Parken A/S (ØFP)
Østre Landsret (ØLR)

Kapitel 8 - Litteraturliste

8.1 Bøger

Brenøe, T, Hjetting, M, Simonsen, M og Stadil, M. (2019). *Lov om finansiel virksomhed*, (4. udgave). København: Karnov Group

Christensen, H., Dolberg, S., Hove, S., Rostrup-Nielsen, P. Og Stage, L. (2017). *Pengeinstitutter i Danmark – virksomhed og regulering*. (1. udgave). København: Karnov Group

D.Tvarnø, C & M.Denta, S. (2015). *Få styr på metoden – Introduktion til juridisk metode og samfundsvidenskabelig projektmetode*. (1. udgave). København: Ex Tuto Publishing A/S.

Eide, E & Stavang, E. (2008). *Rettsøkonomi*. (1. udgave). Oslo: Cappelen Akademisk Forlag.

Fode, C. (2020). *Ledelsesansvar og ansvarsbegrænsninger*. (1. udgave). København: Djøf Forlag.

G.Baird, D & H.Gertner, R & C.Picker, R. (1998). *Game Theory and the Law*. Cambridge, Massachusetts, and London, England: Harvard University Press,

Gardner, R. (1947). *Games for Business and Economics*. USA: Library of Congress Cataloging in Publication Data.

Gomard, B og Schaumburg-Müller, P. (2015). *Kapitalselskaber og erhvervsdrivende fonde*. (8. udgave). København: Jurist- og økonomiforbundets forlag.

H. Jensen, C, J. Clausen, N, Jørgensen, T, D. Legind, N, W. Løfquist, M & G. Pedersen, H. (2013). *Bankjura – udvalgte emner*. (2. udgave). København: Djøf Forlag

Hendrikse, G. (2003). *Economics and Management of Organizations: Co-ordination, Motivation and Strategy*. (1. udgave). England: McGraw-Hill Education.

Jørgensen, L.Ø. & Lavesen, M. (2016). *Mediation – ret & rammer*. (2. udgave). København: Karnov Group.

K. Dutta, P. (1999). *Strategies and games: Theory and practice*. Massachusetts Institute of Technology.

Schaumburg-Müller, P og Werlauff, E. (2017). *Finansielle virksomheder – regler og rapportering*. (1. udgave). København: Jurist- og økonomiforbundets forlag.

Sofsrud, T. (1999). *Bestyrelsens beslutning og ansvar*. (1. udgave). København: Greens&Jura.

Stubkjær Andersen, K, (2011). *Ledelsesansvar og ledelsesansvarsforsikring*, (1. udgave). København: Karnov Group

Ulfbeck, V, (2010). *Erstatningsretlige grænseområder – professionsansvar, produktansvar og offentlige myndigheders erstatningsansvar*, (2. udgave). København: Jurist- og Økonomiforbundets Forlag

Von Eyben & Isager, B & H, (2015), *Lærebog i Erstatningsret*, (8. udgave), København: Jurist- og økonomiforbundets Forlag.

Werlauff, E, (2016 - a), *Erstatningsansvar i selskabsforhold – ledelse, ejere, revisor*. (1. udgave). Danmark: Werlauff Publishing A/S.

Werlauff, E. (2016 - b). *Selskabsret*, (10. udgave). København: Karnov Group

Yoe, C. (2019). *Primer on Risk Analysis – Decision Making Under Uncertainty*. (2. udgave). CRC Press

8.2 Artikler

Andersen, E. & R.L. Oliver. (1987). Perspectives on behavior-based versus outcome-based salesforce control systems, *Journal of Marketing*, 51(October), 76-88.

Bergen, M, S. Dutta & O.C. Walker. (1992). Agency relationships in marketing: a review of the implications and applications and agency and related theories. *Journal of Marketing*, 56(1), 1-24.

Dyer, J.H, & Singh. (1998). The relational view - Cooperate strategy and sources of interorganizational competitive advantage. *Academy of management Review*, 23(4), 660-679.

Fehr, E & Klein, A & Smith, K. (2004). Contracts, Fairness, and Incentives, *CESif Working paper Series No. 1215. Law, Economics and Business Discussion Paper Series*, Paper 396.

Mitchell Polinsky, A. (1981). Risk sharing through breach of contract remedies. *National bureau of economic research working paper no. 714*.

O. Sykes, A. (1998). The Boundaries of Vicarious Liability. An economic analysis and the scope of employment rule and related legal doctrines. *Harvard Law Review*, Vol 101, No. 3 (Jan. 1988), pp. 563-609.

Shavell, S. (2002). Economic Analysis of accident law. *Harvard Law School John M. Olin Center for law*.

Petersen, B. & Østergaard, K. (2018). Reconciling formal contracts and relational governance through Strategic Contracting. *Journal of Marketing*, 56(1), 1-24.

Weiss, A. M. & Kurland, N. (1997). Holding distribution channel relationships together: the role of transaction specific assets and length of prior relationship. *Organization Science*, Vol. 8 No. 6, side 612-623.

Østergaard, K. (2014). Relevansen af interdisciplinær forskning og empiri i samfundsvidenskaben. *Retfærd*, 37(3/149), 3-24.

Østergaard, K. (2003). Metode på cand.merc.(jur.) studiet. *Julebog*, 2003, s. 269-285.

8.3 Love og bekendtgørelser og vejledninger

LBK nr. 763 af 23/07/2019, Bekendtgørelse af lov om aktie- og anpartsselskaber (SEL)

LBK nr. 937 af 06/09/2019, Lov om finansiel virksomhed, bekendtgørelse af lov om finansiel virksomhed (FIL)

BEK nr. 1424 af 29/11/2016, Bekendtgørelse om grundkursus for medlemmer af bestyrelsen i pengeinstitutter, realkreditinstitutter og forsikringsselskaber.

BEK nr. 904 af /0109/2004, Bekendtgørelse om koncerninterne transaktioner.

BEK nr. 1582 af 13/12/2016, Bekendtgørelse om lønpolitik og aflønning i pengeinstitutter, realkreditinstitutter, fondsmæglerselskaber, investeringsforvaltningsselskaber, finansielle holdingvirksomheder og investeringsforeninger.

VEJ nr. 9172 af 30/03/2020 - Vejledning om bestyrelsens evaluering af dens kollektive egnethed i pengeinstitutter og realkreditinstitutter m.fl.

VEJ nr. 10516 af 14/09/2015 - Vejledning til bekendtgørelse om god skik for finansielle virksomheder.

Mikkelsen, B.: 2009/1 LSF 175, Bemærkninger til lovforslaget.

8.4 Links til domsanalysens afgørelser

Domstol, *Capinordic Bank – Landsretten – sag B-877/11 & B-876/11*, 11/05/2020,

http://domstol.fe1.tangora.com/media/-300016/files/226-2015_%C3%98L.pdf?rev1

Højesteret, *Capinordic Bank – Højesteret – sag 226/2015*, 11/05/2020,

<http://www.hoejesteret.dk/hoejesteret/nyheder/Afgorelser/Documents/226-2015.pdf>

Domstol, *Amagerbanken – Byretten – sag BS 159-509/2013*, 11/05/2020,

http://www.domstol.dk/lyngby/Documents/BS%20509_2013%20Dom%20af%2012.%20juni%202017%20-%20delvis%20anonymiseret%202.pdf

Domstol, *Amagerbanken - Østre Landsret – sag B1390014*, 11/05/2020,

<http://www.domstol.dk/oestrelandsret/nyheder/domsresumeer/Documents/B139001W.pdf>

Domstol, *Roskilde Bank - Østre landsret – sag B-1291-10*, 11/05/2020,

<https://www.domstol.dk/oestrelandsret/nyheder/domsresumeer/Documents/Roskilde%20Bank%20-%20dom%20-anonymiseret.pdf>

8.5 Links

Berlingske, *Så store er finanstoppens gyldne håndtryk*, 11/05/2020,

<https://www.berlingske.dk/virksomheder/saa-store-er-finanstoppens-gyldne-haandtryk>

Finans Danmark, *10 året for krisen*, 11/05/2020, <https://finansdanmark.dk/10-aaret-for-krisen/bankpakkerne/>

Finansiel Stabilitet, *Om bankpakkerne*, 11/05/2020, <https://www.fs.dk/bankpakke-i-v/om-bankpakkerne>

Finansiel Stabilitet, *Om os*, 11/05/2020, <https://www.fs.dk/om-os>