

Incitamentsforenelighed i ejeraftaler

Incentive compatibility in shareholders' agreements

**Vejledere:**

Henrik Ejsbøl
Bent Petersen

Studerende:

Laurids Peter Gymoese Strandgaard (S11873)
Frederik Anker Nielsen (S111247)

Antal sider: 119

Antal anslag: 269.832

Afleveringsdato: 17. maj 2021

Uddannelse: Erhvervsøkonomi og erhvervsjura (cand.merc.jur.)

Universitet: Copenhagen Business School

Abstract

The background for this dissertation is that in approximately 7 out of 10 companies, shareholders' agreements are entered into. Studies further show that ownership agreements typically consist of reactive provisions. An absence of proactive provisions calling for cooperation and incentive compatibility has thus been identified.

The purpose of the dissertation is to examine whether it is possible to create incentive compatibility between the owner-manager and the investor in the fictional case company.

The section on the structure of limited liability companies will explain and set out the framework for the company law universe in which the challenge unfolds.

The legal analysis assesses the function of shareholders' agreements and analyzes four selected provisions. It is then investigated what options the parties have for introducing and regulating incentive regulation in the ownership agreement to establish shared interests.

Based on the parties' respective risk profiles, the economic analysis will examine whether variable remuneration can help to prevent moral hazard and create incentive compatibility between the owner-manager and the investor.

The integrated analysis initially assesses whether Dyer and Singh's four conditions for creating relational rent are met. The dissertation further proposes how the shareholders' agreement's four provisions on pre-emption right, tag-along and drag-along right, non-performance and renegotiation can be adjusted, so the revealed issues are eliminated.

The dissertation concludes that shareholders' agreements are broadly defined as agreements that regulate ownership and management. Freedom of contract applies to the agreements, which entails that the parties are free to decide what they want to regulate. Shareholder's agreements are, however, not binding for the company and only apply to inter parties, cf. KSL § 82. The agreement can, therefore, as a starting point, only be enforced between the parties.

It is further concluded that the four provisions of the ownership agreement are predominantly reactive and vaguely worded. This can lead to interpretation doubts and disputes between the parties, and the agreement should therefore be revised.

It is recommended that the agreement incorporates proactive provisions which will ensure incentive compatibility and goal congruence for the parties. Contingent shares can help to ensure that the parties work towards the same goal and that the owner-manager is rewarded, so his motivation is optimized based on a utilitarian theoretical consideration. It is further recommended to establish a board of directors. A board position will not only cause the investor to go from being a passive to an active investor but also bring the complementary resources into play, so the parties can generate relational rent in the partnership.

ABSTRACT	1
KAPITEL 1: RAMMERNE FOR AFHANDLINGEN	6
1.1 Indledning	6
1.2 Problemstilling.....	6
1.3 Problemformulering.....	8
1.4 Case.....	8
1.5 Synsvinkel	9
1.6 Analyseniveau.....	9
1.7 Perspektiv	10
1.8 Afgrænsning.....	10
1.8.1 Juridisk afgrænsning.....	10
1.8.2 Økonomisk afgrænsning	11
1.9 Juridisk metode	11
1.9.1 Retsdogmatisk metode	11
1.9.2 Retskildelæren.....	11
1.10 Økonomisk metode og teori	13
1.10.1 Fremgangsmåde.....	13
1.10.2 Principal-agent teorien	13
1.10.3 Rationalitetsbegreb	14
1.10.4 Nytteteori.....	15
1.11 Erhvervsjuridisk metode.....	15
1.12 Struktur	15
KAPITEL 2: KAPITALSELSKABERS STRUKTUR.....	17
2.1 Introduktion	17
2.2 Selskabskapital og hæftelse	17

2.3 Kapitalandele og ejerskab	17
2.4 Ledelsesstruktur	18
2.5 Generalforsamling	19
2.5.1 Stemme- og ejerandele	20
2.6 Årsrapport	21
 KAPITEL 3: JURIDISK ANALYSE	 22
3.1 Indledning	22
3.2 Ejerftaler	22
3.2.1 Introduktion til ejerftaler	22
3.2.2 Ejerftaler i et selskabsretligt perspektiv	22
3.2.3 Ejerftaler i et aftaleretligt perspektiv	31
3.3 Analyse af ejerftalen	34
3.3.1 Reaktive versus proaktive bestemmelser	34
3.3.2 Pkt. 7 - Forkøbsret	35
3.3.3 Pkt. 8 - Medsalgsret og -pligt	40
3.3.4 Pkt. 9 - Misligholdelsesbeføjelser	46
3.3.5 Pkt. 15 - Genforhandling mv.	50
3.6 Incitamentsafløkning i ejerftaler	56
3.6.1 Tildeling af kapitalandele	57
3.6.2 Købs- og salgsoptioner	58
3.6.3 Tegningsoptioner (warrants)	59
3.6.4 Risiko	61
3.6.5 Betingede anparter	62
3.6.6 Fordele og ulemper ved betingede	63
3.7 Juridisk delkonklusion	63
 KAPITEL 4: ØKONOMISK ANALYSE	 65
4.1 Indledning	65
4.2 Principal-agent teori	65
4.2.1 Indledning	65

4.2.2 Teoriens bestanddele, forudsætninger og antagelser.....	65
4.2.3 Moral hazard	68
4.3 Parternes risikoprofiler	69
4.3.1 Investorens risikoprofil.....	70
4.3.2 Ejerlederens risikoprofil.....	71
4.3.3 Den optimale risikoallokering.....	72
4.4 Kontrahering ud af moral hazard	73
4.4.1 Variabel aflønning.....	74
4.4.2 Den optimale incitamentskontrakt.....	76
4.5 Ejerlederens motivation og målsætninger	87
4.6 Nytteteori	91
4.7 Motivationsteori.....	93
4.8 Delkonklusion.....	94
KAPITEL 5: INTEGRERET ANALYSE	96
5.1 Introduktion	96
5.2 Revidering af ejeraftalen.....	96
5.2.1 Pkt. 7 om forkøbsret.....	96
5.2.2 Pkt. 8 om medsalgsret/-pligt.....	97
5.2.3 Pkt. 9 om misligholdelse	98
5.2.4 Pkt. 15 om genforhandling.....	99
5.3 Relationsrente i ejeraftaler	99
5.3.1 Strategisk kontrahering.....	99
5.3.2 Relationsrente	100
5.4 Forslag til ejeraftalen	109
5.4.1 Kommunikationspligt.....	109
5.4.2 Bestyrelse	110
5.4.3 Advisory board.....	112
5.4.4 Bestyrelse versus advisory board.....	113
5.5 Incitamentsprogram og nytte.....	114

5.5.1 Incitamentsprogram	116
5.6 Delkonklusion.....	117
KAPITEL 6: KONKLUSION	119

Anvendte forkortelser og begrebsforklaringer

AFTL	Aftaleloven
Ejerleder	Stifter, direktør og kapitalejer
Investor	Business angel og kapitalejer
KSL	Selskabsloven
PA-teori	Principal-agent teori
RSU	Restricted Stock Unit
SPSA	Shared Performance Stock Award
Udv. 17 ApS	Udviklingselskabet af 17. maj 2021 ApS

Kapitel 1: Rammerne for afhandlingen

1.1 Indledning

Det kan være risikofyldt, tidskrævende og omkostningstungt at starte en innovativ virksomhed fra bunden.¹ *Opdagelsesfasen*, hvor iværksætteren udarbejder sit “minimum viable product”, tager typisk 7 måneder. I denne periode rejser der gennemsnitligt en mio. kroner, som ofte er fra iværksætteren selv, venner og familie.² Herefter skal produktet og dets forretningsmodel afprøves i markedet.

Da mange iværksættere har foretaget personlige investeringer i deres virksomheder, vil der ofte være et behov for ekstern kapital. Bortset fra stifterne selv og deres familie, kan iværksættere også fremskaffe kapital fra banklån, investering fra business angels mv. Business angels er private investorer, der tidligere har lavet en eller flere succesfulde virksomhed(er), og som nu forvalter sin kapital ved at investere i unoterede virksomheder på et tidligt stadie.³ Fordelen ved angels er, at de investerer på tidlige stadier, har erfaring med at starte og drive virksomheder, samt er hurtigere til at træffe beslutninger end f.eks. kapitalfonde mv.⁴

Når en business angel investerer i et startup, er det ofte en betingelse for investeringen, at der indgås en aftale, der regulerer forholdet mellem kapitalejerne.⁵ En sådan aftale kaldes en ejerftale. En undersøgelse baseret på 1.313 danske kapitalselskaber viste, at der i 67% af tilfældene var indgået en ejerftale.⁶ Dette vidner om, at kapitalejere i høj grad vælger at regulere deres inter partes forhold. Ejerftaler indgås oftest mellem to parter.⁷

1.2 Problemstilling

En ejerftale er for kapitalejerne et vigtigt dokument, som kan have omfattende konsekvenser, hvis den ikke bliver konciperet korrekt og/eller er tilpasset parternes risiko og præferencer. Vigtigheden bekræftes af et interview foretaget med business angel, Nicolaj Højer Nielsen, der mener, at ejerftalen er det vigtigste dokument, når han investerer i virksomheder.⁸ Han udtaler blandt andet, at han aldrig vil investere i en virksomhed, hvor ejerne ikke har indgået en ejerftale. En manglende ejerftale er altså en såkaldt “deal breaker” for den professionelle business angel Nicolaj Højer Nielsen.⁹

¹ Vækstfonden, 2019

² Tvede & Faurholdt, 2017: 121

³ Aktive Ejere (tidl. DVCA), 2021

⁴ Tvede & Faurholdt, 2017: 131

⁵ Bilag 2, tidskode: 26:00

⁶ Neville & Ensigt Sørensen, 2010: 255

⁷ Kruhl, 2011: 36

⁸ Understøttes ligeledes af Tvede & Faurholdt, der nævner det som den mest alvorlige juridiske fejl, iværksættere ofte begår i starten, nemlig ikke at lave en ejerftale (Tvede & Faurholdt, 2017: 119).

⁹ Bilag 2, tidskode: 26:00

Til trods for, at ejeraftalen opfattes som værende et vigtigt dokument, bliver den typisk aldrig genbesøgt, ifølge Nicolaj Højer Nielsen:

”Det er kun i forbindelse med, at der er et eller andet. Fordi man har det lidt sådan; det er sgu det, vi har aftalt. (...) Det er jo et dokument, man lægger i en skuffe, og håber man aldrig får brugt, men den kan være vigtig, når de ting sker. Fordi de sker.”¹⁰

Ejeraftalen kan derfor - ifølge Nicolaj Højer Nielsen - siges at have en vigtig om end statisk karakter, idet aftalen forsøger at indfange og regulere fremtidige problemstillinger og udfordringer mellem parterne, uden et behov for at genbesøge aftalen; en inkomplet kontrakt, om man vil.

Endvidere viser en undersøgelse af 72 danske ejeraftaler, at ejeraftalerne hovedsageligt indeholder bestemmelser, såsom løsning af tvister i aftaleforholdet og overdragelse af kapitalandele. Der konstateres samtidig et fravær af bestemmelser, der engagerer aftaleparterne, og som kan have en indvirkning på parternes incitamentsforenelighed.¹¹

Ud fra ovennævnte undersøgelser, omfattende research af relevant litteratur samt interview med business angel, Nicolaj Højer Nielsen, rejser sig spørgsmålet, om den nuværende praksis for udarbejdelse af ejeraftaler generelt set formår at sikre en optimal incitamentsstruktur mellem aftaleparterne ved bl.a. at inkorporere proaktive bestemmelser. En sådan incitamentsstruktur kan nemlig være med til at sikre, at virksomhederne kan vækste, at risikoen for uoverensstemmelse mellem kapitalejerne er lav samt at investorer og ejerledere kan skabe sammenfaldende interesser. På den baggrund har afhandlingen til formål at undersøge, om det er muligt at optimere en eksisterende ejeraftale ud fra parternes incitamenter, risikoprofiler og præferencer.

Afhandlingen tager udgangspunkt i en konkret ejeraftales bestemmelser om *forkøbsret, medsalgsret/-pligt, misligholdelse og genforhandling*. Bestemmelserne er udvalgt, da de er blandt de mest hyppigt anvendte i ejeraftaler, ifølge Kruhls undersøgelse.

Ejeraftalen er fra det virkelige liv, som forfatterne har fået lov til at anvende i en anonymiseret udgave.

Med afsæt i ovenstående, vil afhandlingen beskæftige sig med følgende problemformuleringer:

¹⁰ Bilag 2, tidskode: 8:28

¹¹ Kruhl, 2011: 67

1.3 Problemformulering

Juridisk problemformulering

I hvilket omfang er ejeraftalens udvalgte bestemmelser af reaktiv eller proaktiv karakter, og hvilke former for incitamentsafslønning kan parterne regulere i ejeraftalen?

Økonomisk problemformulering

Hvorvidt påvirker kapitalejernes risikoprofiler og præferencer incitamentsstrukturen, og hvordan skabes de bedste incitament mellem parterne?

Integreret problemformulering

Hvorvidt bør ejeraftalens udvalgte bestemmelser revideres, og hvordan bør parterne koncipere aftalen for at skabe relationsrente og større incitamentsforenelighed, givet parternes risikoprofiler og præferencer?

1.4 Case

Grundet kravet om at ejeraftalen anonymiseres, tager afhandlingen udgangspunkt i en fiktiv case. Afhandlingen har ikke valgt en konkret branche for casen, men det forudsættes, at parterne hver især har et indgående kendskab til og know-how om den specifikke branche.

Caseselskabet er Udv. 17 ApS, hvor en ejerleder har udarbejdet et minimum viable product. Han ønsker nu at sætte sit produkt i markedet for at få markedsfeedback, men har ikke den fornødne erfaring og kapital. Investoren, som har indgående viden og know-how inden for produktlancering, har efter en pitchrunde med ejerlederen valgt at investere i Udv. 17 ApS.

Investeringen er foretaget ved en kapitalforhøjelse, så beløbet bliver indskudt i Udv. 17 ApS, hvorefter selskabet kan bruge det til markedsfeedback. Der er i den forbindelse blevet udstedt 26.667 anparter, hvilket giver en total på 66.667 anparter. Efter kapitalforhøjelsen ejer ejerlederen 60% og investoren ejer 40% af anparterne.

Investoren har betinget investeringen af, at der indgås en ejerftale, da han er en garvet business angel med 4 aktive investeringer. Parterne indgår derfor en ejerftale som vedlagt i bilag 1. Investoren har en investeringshorisont på 4-5 år for sine investeringer, hvorefter han ønsker at afhænde sine kapitalandele. De er begge enige om at udvide ejerkredsen og få tilført ekstern kapital, efter de har påvist "proof of concept".

Parterne har efter investeringen konstateret, at de ikke har samme interesser og forventninger. Ejerlederen ønsker stabil vækst og en sikker markedsintroduktion, mens investoren ønsker aggressiv vækst og en hurtig

markedspenetration. Ejerlederen ønsker videre at engagere investoren og trække på dennes erfaringer i forbindelse med markedsintroduktioner og -feedback. Parterne er i tvivl om, hvordan de kan løse dette.

Ejerlederen og investoren er enige om, at de ønsker at fortsætte samarbejdet og har derfor taget kontakt til Anker & Strandgaard Consulting P/S for at få rådgivning, om det er muligt at erstatte den nuværende ejerftale med én, der skaber incitamentsforenelighed mellem parterne.

Udviklingselskabet af 17. maj 2021 ApS



1.5 Synsvinkel

Nærværende afhandling vil arbejde ud fra en virksomhedssynsvinkel. Synsvinklen anvendes for at undersøge ejerftalen i Udv. 17 ApS. Ved at benytte denne synsvinkel, giver det mulighed for at foretage en dynamisk analyse af aftaleparterne i virksomheden. Der tages i afhandlingen ikke hensyn til, hvordan parternes ageren påvirker forbrugere eller samfundet som helhed.

1.6 Analyseniveau

Analysen vil grundet virksomhedssynsvinklen tage udgangspunkt i de enkelte aktører i virksomheden, nærmere bestemt investoren og ejerlederen, hvor analyseenheden vil være ejerftalen. Dette gøres for at

undersøge, hvorledes relationen mellem investoren og ejerlederen kontraktmæssigt er og bør være udformet. Dermed kan analysen reflektere, hvordan en aftalepart må forventes at agere og reagere ud fra de givne rammer. Den økonomiske analyse vil derfor særligt fokusere på forholdet mellem parterne i form af incitamentsstrukturer og optimal risikoallokering i ejeraftalen.

1.7 Perspektiv

Ejeraftalen kan både anskues ud fra investorens og ejerlederens perspektiv. En investors mål er primært, at ledelsen i et selskab varetager vedkommendes interesser ved at skabe langsigtet værdi i selskabet. Det er derfor i ejernes interesse, at der er interessesammenfald mellem dem og kapitalselskabets ledelse. Derimod består ledelsens interesser ofte i at skabe personlig udvikling og gode arbejdsvilkår, uafhængigt af de finansielle resultater.

I nærværende afhandling er ejerlederen både kapitalejer og direktør, og det er derfor relevant at tage både investoren og ejerlederens perspektiv.

1.8 Afgrænsning

Følgende afsnit vil fremhæve, hvilke juridiske og økonomiske elementer forfatterne aktivt har udeladt eller afgrænset sig fra, men som kunne have været relevante at inddrage eller undersøge.

1.8.1 Juridisk afgrænsning

Afhandlingens juridiske analyse foretager en dybdegående analyse af en konkret ejeraftale, som er underlagt dansk ret, hvorfor afhandlingen udelukkende tager udgangspunkt i dette. Det har ikke været muligt at fremskaffe selskabets vedtægter, hvorfor afhandlingen afgrænser sig fra disse.

Grundet afhandlingens omfang og emnevalg, har forfatterne valgt at gå særligt i dybden med fire bestemmelser i ejeraftalen. De resterende bestemmelser vil derfor kun blive inddraget, hvor det vurderes at være relevant. Afhandlingen har videre valgt at analysere fire former for incitamentsafløbning: tildeling af kapitalandele, købs- og salgsoptioner, tegningsoptioner samt betingede anparter. Dette er for at kunne foretage en mere dybdegående analyse. Der afgrænses derfor fra anden incitamentsafløbning, såsom fantomaktier mv.

Dette kunne også være relevant at inddrage ligningslovens §§ 16 og 28 i forbindelse med incitamentsafløbning, men grundet opgavens omfang afgrænser afhandlingen sig fra skatteretlige problemstillinger.

1.8.2 Økonomisk afgrænsning

I relation til ejeraftaler og partnerskabet mellem investoren og ejerlederen, kunne det være relevante at undersøge adverse selection problematikken i PA-teorien. Idet afhandlingen tager udgangspunkt i, at ejeraftalen allerede er indgået mellem investoren og ejerlederen, vil dette ikke blive behandlet.

Afhandlingen afgrænser sig ligeledes fra at undersøge aftalens specificitet, altså hvor specifikt udformet aftalens bestemmelser er og bør være, hvilket har en indvirkning på anvendelsesfrekvensen og fortolkningsomkostningerne. I den forbindelse kunne det være relevant at inddrage transaktionsomkostningsteori. Dette kunne eksempelvis belyse, hvorledes parternes interne rutiner bør være, set fra et omkostningsperspektiv mv.

1.9 Juridisk metode

1.9.1 Retsdogmatisk metode

Afhandlingens juridiske problemformulering analyseres efter den retsdogmatiske metode, som er en del af retsvidenskaben. Metoden anvendes af danske domstole på juridiske problemstillinger for at udlede gældende ret, *de lege lata*, ved at beskrive, fortolke og systematisere de relevante retskilder.¹²

Den retsdogmatiske metode anvendes ved en gennemgang af Alf Ross' fire retskilder i rækkefølgen: 1) regulering 2) retspraksis 3) retssædvaner 4) forholdets natur, i det omfang de enkelte retskilder er relevante i forhold til problemformuleringen.¹³ Denne metodiske fremgang sikrer, at resultatet af en retsdogmatisk analyse ikke afhænger af, hvem der analyserer, men alene af retskilderne. Den juridiske analyse starter således altid i retskilden *regulering*, da denne retskilde præsenterer dommeren for den mest objektiviserede retsregel. Den retsdogmatiske metode er ikke begrænset til kun at se på én analyseenhed, da gældende ret anses som gældende for enhver. Denne metode anvender derfor ikke en bestemt synsvinkel og er derfor i metodisk henseende uafhængig af aktørforudsætninger.¹⁴

1.9.2 Retskildelæren

Når den juridiske analyse følger retskildelæren, er der ikke en rangorden mellem retskilderne, og de tillægges derfor den samme værdi.¹⁵ Dette afsnit vil gennemgå de relevante retskilder til brug for besvarelsen af den juridiske problemformulering.

¹² Tvarnø & Nielsen, 2017: 29f

¹³ Tvarnø & Nielsen, 2017: 56

¹⁴ Østergaard, 2014: 7f

¹⁵ Tvarnø & Nielsen, 2017: 33

1.9.2.1. Regulering

Med afsæt i Alf Ross' opdeling af retskilderne, anvender den juridiske analyse indledningsvist retskilden *regulering*.

Afhandlingen analyserer begrebet *ejeraftaler* efter KSL § 5, nr. 6 og KSL § 82 med det formål at undersøge ejeraftalens anvendelighed mellem investoren og ejerlederen. Hertil undersøges det selskabsretlige og aftaleretlige perspektiv ved indgåelse af ejeraftalen. Ligeledes undersøges og fortolkes bestemmelserne om forkøbsret, medsalgsret/-pligt, misligholdelse og genforhandling i ejeraftalen. Dette gøres for at udlede, om de ud fra den juridiske definition af reaktive og proaktive bestemmelser, skaber sammenfaldende interesser mellem parterne. Afslutningsvis, undersøges hvilke former for incitamentsaflønnning, der kan reguleres i ejeraftalen.

1.9.2.2. Retspraksis

Retspraksis dækker over tidligere afsagte domme. Afhandlingens juridiske analyse anvender i mindre grad domme, der indeholder *ratio decidendi*, som i denne afhandling vil vedrøre KSL § 82. Det skyldes, at domspraksis vedrørende ejeraftaler er begrænset, idet ejeraftaler ikke skal offentliggøres. Afhandlingen vil derfor udelukkende anvende domme, der indeholder *obiter dictum*, til brug for illustrativ karakter, men analysen vil ikke gå i dybden med disse domme.

1.9.2.3. Retssædvaner

Retssædvaner er handlemåder, der anerkendes som en retskilde, når de er fulgt almindeligt, stadigt og længe.¹⁶ Afhandlingen anvender ikke retskilden *retssædvaner*.

1.9.2.4. Forholdets natur

Den sidste retskilde er *forholdets natur*, som er almindelige retsgrundsætninger, der indeholder bindende regler. Denne afhandling anvender forholdets natur i form af almindelige obligationsretlige grundsætninger, som går på tværs af alle kontrakttyper.

1.9.2.5. Fortolkningsbidrag

Den juridiske analyse vil ligeledes inddrage lovforarbejder, der kan bidrage med lovgivers formål og refleksioner i forbindelse med lovfortolkningen.

Moderniseringsudvalgets "Betænkning 1498" vil ligeledes blive inddraget. Udvalget, der blev nedsat af den daværende erhvervs- og økonomiminister i 2006, havde til formål at foretage et "servicetjek" af den dagældende selskabslovgivning, så det blev sikret, at dansk selskabsret var i international front samt at

¹⁶ Tvarnø & Nielsen, 2017: 168

lovgivningen var enkel og fleksibel. En lang række eksperter inden for selskabsretten, bestående af juraprofessorer, interessenter, repræsentanter fra Erhvervsstyrelsen mv., blev inddraget i arbejdet. Udvalget udgav i november 2008 sin betænkning, som kort vil blive inddraget i afhandlingen.

Derudover, vil Erhvervsstyrelsens vejledninger blive inddraget som fortolkningsbidrag. Erhvervsstyrelsen er den “udførende part” i forbindelse med registrering af vedtægter, generalforsamlingsprotokollater mv., hvorfor disse vejledninger også vurderes at være værdiskabende i forbindelse med lovfortolkningen. Vejledningerne vil reflektere praksis og præsentere et mere praktisk perspektiv.

1.10 Økonomisk metode og teori

1.10.1 Fremgangsmåde

Afhandlingens økonomiske analyse vil tage udgangspunkt i den deduktive forklaringsmodel, for at besvare, hvorvidt kapitalejernes risikoprofiler og præferencer i Udv. 17 ApS påvirker incitamentsstrukturen, og hvordan der skabes de bedste incitamentter mellem parterne.¹⁷ Modellen anvender PA-teoriens explanans, som gennem deduktion skal søge at forklare afhandlingens explanandum.¹⁸ Denne tilgang indebærer, at hver slutning, der drages på baggrund af teorien, kun kan anses som valid, i det omfang teoriens explanans betragtes som passende. Det vil i dette henseende være nødvendigt at kortlægge og fremhæve de metodiske overvejelser og valg, der er taget i forbindelse med udarbejdelsen af nærværende afhandling.

1.10.2 Principal-agent teorien

Den økonomiske analyse tager udgangspunkt i en kontraktøkonomisk analyse ved anvendelse af PA-teorien, for at undersøge hvordan investoren og ejerlederen kan skabe incitamentsforenelighed og overensstemmelse mellem parternes målsætninger i ejaftalen. For at kunne anvende PA-teorien, er det afgørende, at afhandlingens analyseniveau stemmer overens med teoriens explanans. Da teorien forsøger at analysere en virksomheds indre forhold, og afhandlingen ønsker at undersøge, hvorledes kontraktrelationen mellem investoren og ejerlederen bør udformes, er der overensstemmelse mellem analyseniveauerne.

PA-teorien tager udgangspunkt i, at principlen ønsker at gevinstmaksimere, mens agenten søger at nyttemaksimere.¹⁹ Dette udgør teoriens hårde kerne hvorfor antagelsen ikke kan afviges, uden at forkaste teoriens anvendelse som helhed.²⁰

¹⁷ Tvarnø & Denta, 2015: 183ff

¹⁸ Tvarnø & Denta, 2015: 183ff

¹⁹ Østergaard, 2014: 10

²⁰ Knudsen, 1997: 171f

Det oprindelige udgangspunkt for PA-teorien er, at parterne er fuldt rationelle. Dette indebærer, at det som udgangspunkt vil være muligt at forudsige alle fremtidige omstændigheder og indgå fuldkomne kontrakter.²¹ Dette udgør en del af PA-teoriens beskyttelsesbælte, som er den variable del af teoriens forudsætninger. Nyudviklinger indenfor dette program består af modifikationer af beskyttelsesbæltet.²² Det antages i overensstemmelse med dette, at investoren og ejerlederen er begrænset, strategisk rationelle, da dette vurderes at stemme bedst overens med virkeligheden, fordi det i virkelighedens verden ikke er muligt at forudsige og overskue alle fremtidige omstændigheder, der kan få indflydelse på kontrakten. Dette vil blive uddybet i det følgende afsnit.

PA-teorien fokuserer på, hvordan der i situationer med asymmetrisk information og maksimerende aktører kan designes optimale eller incitamentsforenelige kontrakter. Som konsekvens af den asymmetriske information, har agenten incitament til at agere opportunistisk og handle egennyttioptimerende. Formålet med teorien er derfor at få den egoistiske adfærd fra agentens side til at svare til den adfærd, principalen gerne ser, at agenten udviser.²³ PA-teorien søger dermed at opstille muligheder for, hvordan principalen kan skabe overensstemmelse mellem parternes interesser.²⁴

1.10.3 Rationalitetsbegreb

Det bliver i analyserne antaget, at aktørerne er begrænset, strategisk rationelle.

Den norske økonom, Leif Johansen, argumenterede i 1983, at det nydannende og brydende ved spilteorien i forhold til neoklassisk teori var, at den forsøgte at modellere interdependensen mellem forskellige aktører og udskifte en mekanisk model med en organisk.²⁵ Mens den neoklassiske teori har været domineret af et parametrisk rationalitetsbegreb og en udpræget mekanisk tankemodel, hvor aktøren forudsættes at betragte omgivelserne som udefra givne og mekaniske, anvender spilteorien et såkaldt *strategisk* rationalitetsbegreb. Her er aktørerne bevidste om, at de strukturelle betingelser, de handler under, ikke er naturgivne, men afhænger af, hvilke beslutninger andre agenter i det pågældende interaktionssystem træffer og vice versa. Ved at anvende det strategiske rationalitetsbegreb fra spilteorien, udskiftes det "ubevidste valg", der har været en del af den neoklassiske teori.²⁶

Det strategiske rationalitetsbegreb stemmer overens med afhandlingens formål om at undersøge, hvordan en ejeraftale kan konstrueres, så der fordres en adfærd og resultater, der kan skabe incitamentsforenelighed mellem parterne.

²¹ Hendrikse, 2003: 93

²² Knudsen, 1997: 172

²³ Knudsen, 1997: 168

²⁴ Hendrikse, 2003: 90

²⁵ Johansen, 1983: 1ff

²⁶ Knudsen, 1997: 88f

1.10.4 Nytteteori

Den økonomiske analyse vil anvende nytteteoriens principper analogt til at illustrere, at ejerledere har en række præferencer, der kan påvirke deres adfærd. Nytteteorien tager udgangspunkt i, at agenterne er rationelle, har fuld information og at agenternes behov er umættelige.²⁷ Teorien vil dermed afvige afhandlingens antagelser på en række punkter, hvilket er vigtigt at have in mente. Afsnittet inddrages udelukkende for at visualisere og pointere, hvordan incitamentsprogrammet bør udarbejdes, på baggrund af de senere fremførte diskussioner om ejerlederens personlige præferencer og mål. Det bør således bemærkes, at teoriens antagelser vil blive modificeret i dens anvendelse.

1.11 Erhvervsjuridisk metode

Afhandlingens integrerede analyse vil anvende den erhvervsjuridiske metode, som er en tværfaglig metode, der tager afsæt i den juridiske og økonomiske analyses betragtninger og konklusioner. Den erhvervsjuridiske metode tager udgangspunkt i at løse problemstillinger ex ante, hvorimod den juridiske analyse anskuer problemløsningen fra et ex post perspektiv.²⁸ Den juridiske metode og den erhvervsjuridiske metode skal ikke anses for at være modsætninger, men nærmere komplementære metoder, idet den erhvervsjuridiske metode kræver kvalificeret viden om gældende ret.²⁹ I analysen vil der tillige blive inddraget økonomiske teorier og modeller med henblik på at besvare den integrerede problemformulering.

Indledningsvist i den integrerede analyse vil det blive foreslået, hvordan parterne bør revidere de udvalgte bestemmelser i ejeraftalen. Dernæst vil Dyer og Singh's artikel "*The relational view: Cooperative strategy and sources of inter-organizational competitive advantage*" blive analyseret, for at undersøge hvilke betingelser parterne skal opfylde for at skabe *relationsrente* i deres samarbejde. Til sidst i den integrerede analyse vil det blive vurderet, hvordan parterne bør koncipere deres ejerftale, så den skaber en større incitamentsforenelighed end den nuværende ejerftale, givet parternes risikoprofiler og præferencer.

1.12 Struktur

Kapitel 1 beskriver de metodiske tilgange, teorier og retskilder for udformningen af afhandlingens juridiske, økonomiske og integrerede analyse.

Kapitel 2 giver en kort introduktion til Udv. 17 ApS' forskellige selskabsorganer samt hvilke muligheder kapitalejerne har for at påvirke selskabet. Afsnittet har ikke til formål at besvare problemformuleringerne.

²⁷ Tvarnø & Nielsen, 2017: 433f

²⁸ Østergaard, 2014: 46

²⁹ Tvarnø & Nielsen, 2017: 444

Kapitel 3 udgør afhandlingens juridiske analyse. Formålet med den juridiske analyse er at besvare den juridiske problemformulering ved at undersøge de udvalgte bestemmelser i ejeraftalen mellem investoren og ejerlederen i Udv. 17 ApS.

Kapitel 4 har til formål at besvare den økonomiske problemformulering og er afhandlingens økonomiske analyse. Her vil parternes risikoprofiler og præferencer blive undersøgt for at besvare, hvordan parterne skaber en optimal incitamentsstruktur i ejeraftalen.

Kapitel 5 er den integrerede analyse, hvor konklusionerne fra den juridiske og økonomiske analyse inddrages. På baggrund af analysen vil det blive fremført, hvordan parterne bør revidere de udvalgte bestemmelser i ejeraftalen, og hvilke tilføjelser parterne bør indføre, for at skabe incitamentsforenelighed.

Kapitel 6 er afhandlingens konklusion, som baseres på de tre delkonklusioner i henholdsvis kapitel 3, 4 og 5.

Kapitel 2: Kapitalselskabers struktur

2.1 Introduktion

Afhandlingen tager udgangspunkt i Udv. 17 ApS, der har juridisk form som et anpartsselskab. Nærværende afsnit formål er at beskrive de væsentligste juridiske forhold, der gør sig gældende for selskabsformen samt forklare de retlige rammer, der danner grundlag for nogle af de juridiske dynamikker, et startup møder og har. Dette er vurderet at være relevant, idet elementerne vil blive inddraget i de efterfølgende kapitler.

2.2 Selskabskapital og hæftelse

Et anpartsselskab kan stiftes af en eller flere fysiske såvel som juridiske personer jf. KSL § 24. Et karakteristikon for anpartsselskaber er, at selskabsdeltagerne skal indbetale en selskabskapital, der er fordelt på kapitalandele, på mindst 40.000 DKK jf. KSL § 4, stk. 2. Dette er det lavest mulige kapitalkrav for et selskab med begrænset hæftelse i Danmark. Begrænset hæftelse indebærer, at selskabsdeltagerne alene hæfter med en forholdsmæssig andel af den indskudte selskabskapital. Modsat, har kapitalejerne ret til en forholdsmæssig andel i selskabets overskud, medmindre andet er angivet i vedtægterne jf. KSL § 1, stk. 2.

2.3 Kapitalandele og ejerskab

I et anpartsselskab er selskabskapitalen fordelt på anparter, der er udtryk for selskabets kapitalandele jf. KSL § 5, nr. 2. Vedtægterne skal bl.a. angive antallet af kapitalandele, deres pålydende værdi, men også hvilke rettigheder der er tilknyttet kapitalandelene jf. KSL § 28.

Det er op til parterne, hvordan de ønsker at kapitalisere selskabet og fordele ejerskabet. Ejerskabet skal dog noteres i en ejerbog af det centrale ledelsesorgan jf. KSL § 50, og være tilgængelig for enhver anpartshaver i anpartsselskaber jf. KSL § 51, stk. 6. Parterne kan med fordel notere i ejerbogen, at parterne har indgået en ejeraftale, der medfører begrænsninger i parternes beføjelser og omsættelighedsbegrænsninger. Det har en stærk signalværdi, samtidig med at ejeraftalens indhold ikke røbes.

I nærværende afhandling har Udv. 17 ApS en selskabskapital på 66.667 DKK fordelt på 66.667 anparter, idet der er sket en kapitalforhøjelse, hvorefter der blev udstedt 26.667 anparter. Ejerlederen har derfor 40.000 stemmer, mens investoren har 26.667 stemmer.

2.4 Ledelsesstruktur

I forbindelse med stiftelsen af et anpartsselskab skal stifterne tage stilling til selskabets ledelsesstruktur.³⁰ Dette er reguleret i KSL § 111, hvor der for anpartsselskaber er valgfrihed mellem to ledelsesstrukturer, nemlig henholdsvis en enstregen og tostrengen.

KSL § 111, stk. 1, nr. 2 giver anpartsselskaber mulighed for at vælge en ledelsesstruktur, der kun består af en direktion, også kaldet en enstregen ledelsesstruktur. KSL § 111, stk. 1, nr. 1 giver derimod mulighed for en tostrengen ledelsesstruktur, hvor selskabet ledes af en bestyrelse, der varetager den overordnede og strategiske ledelse. Bestyrelsen skal dog ansætte en direktion, der skal varetage den daglige ledelse af selskabet. Direktøren har mulighed for at være indsat i bestyrelsen, men kan ikke varetage hvervet som formand eller næstformand for bestyrelsen jf. KSL § 111, stk. 1, nr. 1, sidste pkt.

Bestyrelsens opgaver og pligter er reguleret af KSL § 115. Bestyrelsen skal eksempelvis:

- Varetage den overordnede og strategiske ledelse af selskabet,
- Sikre en forsvarlig organisation af selskabet,
- Påse at bogføring og regnskabsaflæggelse foregår på en tilfredsstillende måde,
- Sikre der er etableret procedurer for risikostyring og interne kontroller,
- Modtage den fornødne rapportering om finansielle forhold,
- Sikre, at direktionen udøver sit hverv på en behørig måde og efter bestyrelsens retningslinjer, samt
- At kapitalberedskabet til enhver tid er forsvarligt.

Det er altså bestyrelsen, der varetager den overordnede strategiske linje for selskabet og tilser, at der er den fornødne kapital i selskabet samt at selskabet når sine mål.

Direktionens opgaver og pligter er reguleret i KSL § 117. Disse er dog betinget af, hvilken ledelsesstruktur selskabet har valgt jf. KSL § 117, stk. 1, nr. 1 og 2.

Hvis selskabet har valgt en tostrengen ledelsesstruktur, skal direktionen følge de retningslinjer og anvisninger, bestyrelsen har givet. Den daglige ledelses kompetenceområde er begrænset til forhold af sædvanlig art og uden stor betydning. Dispositioner, der har en usædvanlig art eller stor betydning for selskabet kan kun blive foretaget efter særlig bemyndigelse fra bestyrelsen, medmindre bestyrelsens beslutning ikke kan afventes uden væsentlig ulempe for selskabets virksomhed jf. KSL § 117, stk. 1, nr. 1. Direktionen skal derfor i videst muligt omfang arbejde for at nå de mål, bestyrelsen sætter, gennem den daglige drift, men har eksempelvis ikke kompetencen til at beslutte, at Udv. 17 ApS skal fusionere med et andet selskab mv.

³⁰ Friis Hansen & Krenchel, 2019: 555f

Da Udv. 17 ApS på stiftelsestidspunktet kun bestod af ejerlederen, har selskabet en enstrengt struktur. Her skal direktionen - udover den daglige ledelse af selskabet - også varetage den overordnede og strategiske ledelse af selskabet jf. KSL § 117, stk. 1, nr. 2 samt sikre en forsvarlig bogføring og kapitalberedskab jf. KSL § 118.

2.5 Generalforsamling

Uanset om et kapitalselskab har en enstrengt- eller tostrengt ledelsesstruktur, er det øverste ledelsesorgan altid generalforsamlingen.³¹ Det er på generalforsamlingen, at kapitalejerne udøver deres indflydelse jf. KSL § 76, samt får information om selskabet.

Som udgangspunkt er det det centrale ledelsesorgan, der vurderer, hvornår det er tid til at indkalde til en generalforsamling jf. KSL § 93, stk. 1. En ordinær generalforsamling skal dog afholdes én gang om året, og den skal finde sted i så god tid, at det godkendte årsregnskab kan indsendes rettidigt til Erhvervsstyrelsen jf. KSL § 88, stk. 2. Generalforsamlingen skal derfor afholdes inden fem måneder efter regnskabsårets udløb jf. KSL § 88, stk. 2 og ÅRL § 138, stk. 1. Sideløbende, kan der afholdes ekstraordinære generalforsamlinger, hvis det centrale ledelsesorgan eller den generalforsamlingsvalgte revisor forlanger det jf. KSL § 89, stk. 1, mens enhver anpartshaver kan forlange det i anpartsselskaber jf. KSL § 89, stk. 2.

Generalforsamlingen danner rammerne for mødet mellem kapitalejerne, hvor vigtige beslutninger bliver truffet. Generalforsamlingen kan indebære alt fra formelle, ordinære beslutninger såsom vedtagelse af årsrapport, dirigent, dagsorden mv. til ekstraordinære beslutninger som eventuel likvidation, vedtægtsændringer mv.³² Det er derfor helt essentielt, at kapitalejerne har mulighed for at deltage og blive hørt på generalforsamlingen jf. KSL § 78. Vedtægterne skal indeholde og foreskrive proceduren for indkaldelse til generalforsamling jf. KSL § 28, stk. 1, nr. 6. Dog skal en indkaldelse foretages tidligst 4 uger og senest 2 uger før generalforsamlingen jf. KSL § 94.

Det kan således konstateres, at det er på generalforsamlingen, ejerlederens og investorens interesser mødes og de kan udøve deres indflydelse, da de begge er kapitalejere, og investoren ikke har indtaget en ledelsesrolle i form af en bestyrelses- eller direktionspost. I den nuværende situation, er det derfor hér, parterne skal samarbejde.

³¹ Friis Hansen & Krenchel, 2019: 465

³² Friis Hansen & Krenchel, 2019: 488f

2.5.1 Stemme- og ejerandele

Som nævnt ovenfor, er det på generalforsamlingen, investorens og ejerlederens fælles og modstridende interesser formelt mødes qua deres roller som kapitalejere. Hvad der bliver besluttet på generalforsamlingen afhænger dog af, hvad der er blevet fremsat af forslag og hvor mange stemmer kapitalejerne kan mønstre, hvor sidstnævnte afhænger af ejer- og stemmeandelene, der er repræsenteret på generalforsamlingen.³³ Det kan derfor være nyttefuldt at skitsere, hvilke muligheder kapitalejerne har, når de kan mønstre de respektive ejer- og stemmeandele, jf. nedenfor.

50,01-66,66% (stemme- og ejerandel)

Med mere end 50% af ejerandele og stemmer, kan en kapitalejer kontrollere alle beslutninger, der kan vedtages med simpelt flertal, medmindre loven eller vedtægterne foreskriver andet jf. KSL § 105. Dette kan eksempelvis være udbyttebetaling jf. KSL § 180.

66,67-75% (stemme- og ejerandel)

Såfremt en kapitalejer har lig med eller mere end to tredjedele af stemme- og ejerandelene, kan denne kontrollere forslag til vedtægtsændringer, beslutning om fusion, likvidation etc., men også bestemme at fravige fortegningsretten, der er foreskrevet af KSL § 162 jf. KSL § 162, stk. 2.

90% (stemme- og ejerandel)

Hvis en kapitalejer opnår 90% eller mere, kan denne eksempelvis indføre udbytte-, omsætteligheds- og stemmeretsbegrænsninger jf. KSL § 107, stk. 2.

90% < (stemme- og ejerandel)

Hvis en kapitalejer har mere end 90% af stemme- og ejerandelene, kan kapitalejeren kræve, at de andre kapitalejere skal lade deres kapitalandele indløse jf. KSL § 70. Modsat, kan minoritetsejerne ligeledes kræve sig indløst af majoritetsejeren jf. KSL § 73.

Med de nuværende ejerandele på henholdsvis 60% og 40%, ses det, at ejerlederen har et simpelt flertal og kan derfor som udgangspunkt vedtage, om der eksempelvis skal udbetales udbytte eller ej. Ejerlederen kan dog ikke vedtage vedtægtsændringer mv. på egen hånd.

³³ Friis Hansen & Krenchel, 2019: 509

2.6 Årsrapport

Årsrapporten er et væsentligt dokument for kapitalselskaber og deres interessenter. Den kan nemlig være et essentielt værktøj til finansiel indsigt for en investor, men også en nødvendighed for selskabet, hvis der eksempelvis skal udbetales udbytte mv.

For forpligtelser, der er indgået på vegne af et kapitalselskab, hæfter alene selskabets formue³⁴ jf. KSL § 1, stk. 2. Det er derfor væsentligt for et selskabs kapitalejere, potentielle investorer, medarbejdere, offentlige myndigheder og øvrige medkontrahenter at kunne skaffe sig aktuelle og pålidelige oplysninger om selskabets økonomiske situation, inden eksempelvis en aftale indgås.

Årsrapporten er ofte et nyttigt værktøj for en kapitalejer, der ikke bestrider en bestyrelsespost, da kapitalejeren kan bruge den til at monitorere virksomhedens økonomiske progression eller mangel på samme. Mens et bestyrelsesmedlem vil have adgang til løbende finansiel rapportering qua sin ledelsesposition og -forpligtelse, som tidligere fremført, vil kapitalejeren, der ikke bestrider en ledelsespost, ikke have samme indsigt i den finansielle position for selskabet. Kapitalejerens informationsflow kan derfor siges at være årligt, modsat bestyrelsesmedlemmet der har en løbende og overlegen monitorering og indsigt.

³⁴ Friis Hansen & Krenchel, 2019: 631

Kapitel 3: Juridisk analyse

3.1 Indledning

Dette afsnits formål er at analysere gældende ret for ejerftaler.

I nærværende afsnit vil ejerftaler blive introduceret, hvor læseren vil blive ført ind i de selskabsretlige aspekter, såsom hvad er en ejerftale, hvad regulerer en ejerftale og hvad er dens funktion? Ligeledes vil de aftaleretlige aspekter ved ejerftaler blive inddraget, herunder vedtagelse og fortolkning af ejerftaler. Disse spørgsmål vil blive besvaret, mens de forskellige beføjelser, ejerftaler kan indeholde, vil blive rubriceret. Derudover vil ejerftalens bestemmelser om forkøbsret, medsalgsret og -pligt, misligholdelse og genforhandling blive analyseret. Dette vil ske med udgangspunkt i den juridiske definition af reaktive og proaktive bestemmelser for at analysere, i hvilket omfang bestemmelserne er med til at skabe sammenfald mellem investorens og ejerlederens interesser. Afslutningsvis, vil det analyseres, hvilke former for incitamentsafsløning parterne kan regulere i ejerftalen.

3.2 Ejerftaler

3.2.1 Introduktion til ejerftaler

De følgende afsnit behandler de juridiske rammer for ejerftaler, herunder ejerftalers anvendelighed og rolle i forholdet mellem investoren og ejerlederen. Afsnittet vil eksempelvis undersøge, hvad der i henhold til selskabsloven udgør en ejerftale, samt hvordan forholdet er mellem henholdsvis ejerftaler, vedtægter og selskabsloven.

3.2.2 Ejerftaler i et selskabsretligt perspektiv

3.2.2.1 Afgrænsning af begrebet ejerftaler

Ejerftaler har ikke været materielt reguleret før indførelsen af lov nr. 470 af 12. juni 2009 om aktie- og anpartsselskaber, som trådte i kraft den 1. marts 2010. Da afhandlingens juridiske analyse fokuserer på at fortolke, beskrive og analysere gældende ret om ejerftaler, vil retstilstanden før indførelsen af KSL § 5, nr. 6 og KSL § 82 kun blive beskrevet kort, da det bidrager til forståelsen af de aktuelle problemstillinger vedrørende ejerftaler efter indførelsen af KSL § 82.

Moderniseringsudvalget, som var nedsat til at formulere betænkningen bag selskabsloven, ønskede klarhed omkring de tidligere aktionær- og anpartsoverenskomster, hvis fællesbetegnelse blev "ejerftaler": *"I praksis og blandt teoretikere (var) der uenighed om, hvilken retsstilling disse ejerftaler skal tillægges, hvis der er konflikt mellem ejerftalen og beslutninger om selskabets forhold truffet i overensstemmelse med*

selskabslovgivningen".³⁵ Ud fra Moderniseringsudvalgets betænkning var retsstillingen vedrørende ejeraftaler således relativt uklar før indførelsen af lov nr. 470 af 12. juni 2009 om aktie- og anpartsselskaber. Denne usikkerhed om dagældende retsstilling ville Moderniseringsudvalget gøre op med: "*Efter udvalgets opfattelse er udgangspunktet, at en ejeraftale ligesom andre aftaler alene binder de parter, der har indgået eller tiltrådt aftalen.*"³⁶ Moderniseringsudvalgets forslag blev senere indført i form af en bestemmelse om ejeraftaler i selskabsloven § 82 og en definition af ejeraftaler i KSL § 5, nr. 6.

3.2.2.2 Ejerftaler efter KSL § 5, nr. 6

I KSL § 5, nr. 6 defineres en ejerftale som en:

"Aftale, der regulerer ejer- og ledelsesforhold i selskabet, og som er indgået mellem kapitalejerne."

Ud fra ovenstående bestemmelse er der altså to kumulative betingelser, som skal være opfyldt, førend der kan være tale om en ejerftale i selskabslovens forstand. Aftalen skal 1) regulerer ejer- og ledelsesforhold, og 2) være indgået mellem kapitalejerne.

I forhold til det første led af bestemmelsen, kan det konstateres, at bestemmelsen i KSL § 5, nr. 6, hverken uddyber eller forklarer, hvad der nærmere skal forstås ved "ejer- og ledelsesforhold". Begrebet uddybes heller ikke i lovbemærkningerne til bestemmelsen.

Det fremgår imidlertid af Moderniseringsudvalgets betænkning, at en ejerftale skal fortolkes bredt, idet ejerftaler omfatter: "... alle typer aftaler mellem kapitalejere." (*vores understregning*).³⁷ Moderniseringsudvalget går dermed videre i deres definition af ejerftaler end den definition, som er indført i KSL § 5, nr. 6. Som et supplement til Moderniseringsudvalgets definition, er der i litteraturen enighed om, at en ejerftale defineres som en aftale mellem kapitalejere, der dækker over ethvert forhold, som vedrører udøvelsen af ejernes forvaltningsmæssige, dispositions mæssige eller økonomiske beføjelser i selskabet, der alle har en indvirkning på ejer- og ledelsesforholdene.³⁸

I forhold til det andet led af KSL § 5, nr. 6, er det heller ikke præciseret, hvad der skal forstås med "kapitalejerne". I KSL § 5, nr. 15 fremgår det dog, at en kapitalejer er: "*Enhver ejer af en eller flere kapitalandele*". For at være omfattet af en ejerftaler, skal man derfor eje en eller flere aktie(r) eller anpart(er).

³⁵ Bet. 1498/2008: 279

³⁶ Bet. 1498/2008: 280

³⁷ Bet. 1498/2008: 282

³⁸ Friis Hansen & Krenchel, 2019: 275

For ejeraftaler vil det typisk gælde, at de bliver indgået enten i forbindelse med stiftelsen af et selskab eller ved senere udskiftninger i ejerkredsen.

3.2.2.3 Retsvirkningen af KSL § 82

Definitionen af en ejeraftale efter KSL § 5, nr. 6, blev indført samtidig med KSL § 82, der har følgende ordlyd:

”Ejerftaler er ikke bindende for kapitalsekskabet og de beslutninger, der træffes af generalforsamlingen.”

Bestemmelserne blev indført samtidig, idet der fra lovgivers side var et naturligt behov for at præcisere, hvad KSL § 82 omfatter, hvorfor bestemmelsen skal fortolkes i lyset af definitionen i KSL § 5, nr. 6.

Af bestemmelsens første led fremgår det, at ejerftaler ikke er bindende for kapitalsekskabet. Ifølge lovbemærkningerne til bestemmelsen var det primære formål med reglen, at lovgiver ville skabe klarhed om retsstillingen med hensyn til ejerftalers retsvirkning på generalforsamlingen og sikre, at selskabsretlig gyldighed er knyttet til offentliggørelse.³⁹ Eftersom en ejerftale hverken kan eller skal offentliggøres, kan sådanne hemmelige aftaler ikke tillægges selskabsretlig gyldighed.⁴⁰ I den forbindelse ønskede Moderniseringsudvalget dog også at skabe klarhed om, hvorledes selskabet kunne tiltræde en ejerftale. Moderniseringsudvalget anførte: *”... at et selskab som sådant ikke kan blive bundet af en ejerftale, og at selskabet derfor heller ikke kan være part i en ejerftale.”*⁴¹ Økonomi- og Erhvervsministeriet var imidlertid ikke enige med Moderniseringsudvalget i forhold til, om et selskab kan være part i en ejerftale, hvilket fremgår af høringen foretaget i forbindelse med lovforslaget.⁴² I lovbemærkningerne til KSL § 82 blev det i overensstemmelse med Økonomi- og Erhvervsministeriets betragtning således anført, at: *“Hvis et selskab ejer egne kapitalandele og i denne forbindelse indgår en ejerftale, vil selskabet imidlertid kunne blive bundet som ejer inter partes, og efter omstændighederne kunne holdes ansvarlig for brud på aftalen efter de aftaleretlige regler.”*⁴³ Det fremgår dermed direkte af lovforarbejderne, at hvis et selskab ejer egne kapitalandele og indgår en ejerftale, vil selskabet kunne blive bundet af ejerftalen og kunne holdes ansvarlig for brud efter de aftaleretlige regler. I nærværende case ejer Udv. 17 ApS dog ikke egne kapitalandele. Problemstillingen vil ikke blive behandlet yderligere.

Det andet led af KSL § 82 er relativt klart og har den retsvirkning, at ejerftaler ikke er bindende for de beslutninger, der træffes på generalforsamlingen. Med andre ord har lovgiver ved indførelsen af KSL § 82

³⁹ Bet. 1498/2008: 281

⁴⁰ Friis Hansen & Krenchel, 2019: 281

⁴¹ Bet. 1498/2008: 281

⁴² Bilag 1 til L 170: 76

⁴³ Bemærkningerne til KSL § 82 i L 470 af 12. juni 2009

gjort det helt klart, at kapitalselskaber ikke er bundet af ejeraftaler, som kapitalejerne i selskabet måtte have indgået. Dette medfører i praksis, at dirigenten kan se bort fra påberåbte ejeraftaler, når der stemmes på generalforsamlingen. Ejerlederen og investoren i Udv. 17 ApS kan derfor ikke gøre deres interne ejeraftale, som fremgår af bilag 1, gældende over for selskabet eller påberåbe sig enkelte bestemmelser på generalforsamlingen jf. KSL § 82.

I forhold til ejeraftaler, der er indgået før indførelsen af selskabsloven i 2010, har lovgiver valgt ikke at indføre en overgangsperiode vedrørende ejeraftaler. Bestemmelsen i KSL § 82 finder således også anvendelse på ejeraftaler, der er indgået før indførelsen af selskabsloven i 2010.⁴⁴ Bestemmelsen får dermed en tilbagevirkende kraft.

I det følgende vil forholdet mellem ejeraftaler og vedtægter blive undersøgt, for at klarlægge den interne retsstilling mellem disse. Dette er relevant i relation til investorens og ejerlederens håndhævelse af ejeraftalen.

3.2.2.4 Forholdet mellem ejeraftaler og vedtægter

Fra en kapitalejers perspektiv er vedtægter og ejeraftaler tæt forbundne, idet begge dokumenter giver mulighed for at regulere den interne retsstilling i selskabet. Det vil derfor ofte være nødvendigt at overveje, om en bestemmelse vedrørende forholdet mellem kapitalejerne skal optages i vedtægterne, eller om den skal optages i en ejeraftale. Ulempen ved ejeraftaler er, at sådanne aftaler kun har retsvirkning mellem de kapitalejere, der er en del af aftalen, hvorimod ejeraftalen ikke har retsvirkning over for selskabet eller tredjemand jf. KSL § 82 og KSL § 14, stk. 2 modsætningsvis. Modsat, er en fordel ved ejeraftaler, at de ikke skal offentliggøres, og det er derfor som udgangspunkt kun de parter, som er en del af aftalen, der har adgang til denne. Dog giver den selskabsretlige relation mellem ejeraftaler og vedtægter anledning til en række spørgsmål, herunder især om hvilket dokumenter som har forrang, og hvilke konsekvenser det har, hvis der er aftalt forrang i ejeraftalen.

Vedtægter er ikke nærmere defineret i selskabsloven, men der stilles nogle minimumskrav til indholdet af vedtægterne i KSL §§ 28 og 29. Derudover kan et kapitalselskab ikke stiftes uden vedtægter jf. KSL § 25. I forbindelse med stiftelsen af et kapitalselskab og ved senere ændringer, skal vedtægterne anmeldes til registrering i Erhvervsstyrelsens it-system jf. KSL § 9, stk. 1 og KSL § 11. Vedtægterne kan som udgangspunkt kun ændres, når en sådan beslutning træffes på generalforsamlingen med kvalificeret $\frac{2}{3}$ - eller $\frac{9}{10}$ flertal jf. KSL §§ 106 og 107, eller hvis en bestyrelse har fået bemyndigelse hertil af anpartshaverne på generalforsamlingen jf. eks. KSL § 155. Når vedtægterne er registreret i Erhvervsstyrelsens it-system, anses de for at være kommet til tredjemands kundskab jf. KSL § 14, stk. 2. Herefter har vedtægterne selskabsretlig

⁴⁴ Bet. 1498/2008: 282

gyldighed jf. KSL § 14, stk. 3. På det tidspunkt hvor vedtægterne er registreret og dermed får selskabsretlig gyldighed, kan både tredjemand, selskabet og kapitalejerne støtte ret på vedtægterne.⁴⁵

Hvis en kapitalejer vil sikre, at en bestemmelse får selskabsretlig gyldighed, skal bestemmelsen derfor indsættes i selskabets vedtægter. Som anført af advokat og Ph.D. Martin Christian Kruhl viser empiriske undersøgelser, at vedtægterne i de fleste tilfælde alene indeholder de minimumsoplysninger, som selskabslovgivningen kræver.⁴⁶ Dermed formodes kapitalejerne i praksis at vælge, at den egentlige regulering af deres indbyrdes rettigheder og forpligtelser sker i en ejeraftale og ikke i vedtægterne. Antagelsen om, at reguleringen af det indbyrdes forhold mellem kapitalejerne oftest sker i en ejeraftale frem for i vedtægterne, stemmer ligeledes overens med business angel Nicolaj Højer Nielsens udlægning: *“Jeg tror, jo mere erfaren man bliver som investor, men også som iværksætter, jo mere fokus på ejeraftaler lægger man, fordi de er sindssygt vigtige.”*⁴⁷

Ud fra Erhvervsstyrelsens *Vejledning Om Ejeraftaler* skal en bestemmelse have vedtægtsmæssig relevans, hvis den skal optages i vedtægterne, og bestemmelsen må ikke stride mod ufravigelige bestemmelser i loven.⁴⁸ Et sådan princip følger også af KSL § 15, stk. 1, hvorefter vedtægterne ikke må stride imod reglerne i selskabsloven. Det er derfor ikke muligt generelt at indføje eller vedhæfte en fuldstændig ejeraftale til vedtægterne, da Erhvervsstyrelsen i så fald ikke vil tillade registrering.⁴⁹ Hvis kapitalejerne alligevel ønsker at fravige udgangspunktet om, at ejeraftaler ikke har selskabsretlig gyldighed, fordi de hverken kan eller skal offentliggøres, kan kapitalejerne skrive enkelte bestemmelser af ejeraftalen ind i vedtægterne, hvis de har vedtægtsmæssig relevans. På den måde vil bestemmelserne i ejeraftalen få selskabsretlig gyldighed.⁵⁰

3.2.2.4.1 Forrang

Lov om aktie- og anpartsselskaber regulerer ikke forholdet mellem vedtægter og ejeraftaler, men i bemærkningerne til KSL § 82 er anført følgende: *“Udvalget finder i denne forbindelse lejlighed til at fremhæve, at selskabsloven er øverst i det selskabsretlige retshierarki. Herefter kommer selskabets vedtægter og først efter disse retskilder kommer en eventuel ejeraftale. En ejeraftale må som følge heraf ikke være i strid med selskabslovgivningen eller selskabets vedtægter.”*⁵¹ Selvom bemærkningerne til den nugældende selskabslov beskriver et retshierarki mellem ejeraftaler og vedtægter, er der fra et aftaleretligt perspektiv intet til hinder for, at parterne aftaler, at ejeraftalen har forrang for vedtægterne. Dette fremgår tilsvarende af

⁴⁵ Friis Hansen & Krenchel, 2017(c): 396

⁴⁶ Kruhl, 2011: 87ff.

⁴⁷ Bilag 1 - interview

⁴⁸ Erhvervsstyrelsen, 2010

⁴⁹ Erhvervsstyrelsen, 2010

⁵⁰ Friis Hansen & Krenchel, 2019: 282

⁵¹ Bet. 1498/2008: 281

bemærkningerne til selskabsloven: *“Kapitalejerne kan således aftale i ejeraftalen, at denne skal nyde forrang frem for vedtægterne i det indbyrdes forhold mellem dem”*.⁵² Bemærkningerne til selskabsloven bekræfter således, at det er muligt at aftale forrang inter partes. Det omtalte retshierarki rækker således ikke længere, end at parterne kan afvige fra dette udgangspunkt ved aftale herom. For at undgå tvivl om det interne forhold mellem ejeraftaler og vedtægter, bør parterne anføre i ejeraftalen, at ejeraftalen inter partes skal have forrang for vedtægterne.

I ejeraftalen mellem kapitalejerne i Udv. 17 ApS, bestemmes det, at aftalen indgås som tillæg til selskabets vedtægter og at aftalen mellem kapitalejerne skal have forrang for vedtægterne, jf. pkt. 1.2 i bilag 1. Kapitalejerne Udv. 17 ApS er således som udgangspunkt bundet af bestemmelserne i ejeraftalen, også i tilfælde af at vedtægterne bestemmer andet. Imidlertid bemærkes det, at parterne godt kan vælge at fravige bestemmelserne i ejeraftalen, men at det i så fald vil have konsekvenser, da det vil kunne anses som misligholdelse.

I nærværende case har ejerlederen forpligtelser som direktør i selskabet, men har samtidig aftalt, at ejeraftalen har forrang for vedtægterne. Spørgsmålet er derfor, hvilke konsekvenser dette har for ejerlederen i nærværende case.

Det fremgår udtrykkeligt af KSL § 127, stk. 1, 1. pkt., at medlemmerne af kapitalsselskabets ledelse ikke må disponere på en måde, hvorefter dispositionen er egnet til at skaffe visse kapitalejere eller andre en fordel på andre kapitalejeres eller kapitalsselskabets bekostning. KSL § 127 er en pendant til KSL § 108, men hvor sidstnævnte omhandler generalforsamlingen, så omhandler KSL § 127 ledelsen. Det følger af KSL § 127, stk. 1, 2. pkt., at medlemmerne af ledelsen skal overholde selskabets vedtægter. Ledelsen i et kapitalsselskab er således bundet af selskabets vedtægter og reglerne i selskabsloven. Selskabets ledelsesorgan må derfor ikke træffe beslutninger på baggrund af en ejeraftale, hvis en sådan beslutning strider mod selskabsloven eller selskabets vedtægter. Dette gælder, uanset om det pågældende ledelsesmedlem er kapitalejer i selskabet og i denne egenskab part i ejeraftalen.⁵³ Et sådan argument understøttes ligeledes af Mads Bryde Andersen: *“Så meget mere må det gælde, at heller ikke selskabets ledelsesorganer (bestyrelse, tilsynsråd og direktion) er bundet af bestemmelser af ledelsesmæssig art, som ejerne måtte have truffet i en ejeraftale.”*⁵⁴ Dette gælder uanset om kapitalejerne i deres indbyrdes forhold har indgået en aftale om, at ejeraftalen i tilfælde af konflikt med selskabets vedtægter eller reglerne i selskabsloven skal have forrang for disse.

En ejerleder i Udv. 17 ApS, som indgår en ejeraftale, der strider imod selskabslovens regler eller kapitalsselskabets vedtægter, kan blive pålagt en bøde efter KSL § 367, hvis personen efterlever ejeraftalen og

⁵² Bet. 1498/2008: 281

⁵³ Friis Hansen & Krenchel, 2019: 284

⁵⁴ Bryde Andersen, 2016: 69

dette er i strid med enten vedtægterne eller selskabsloven. Modsat, kan personen blive påberåbt misligholdelse inter partes, såfremt ejeraftalen strider mod vedtægterne eller selskabsloven, og personen derfor vælger ikke at leve op til ejeraftalen. Dette vidner om, at det er yderst afgørende for en ejerleder at sikre sig, at en ejeraftale er i overensstemmelse med selskabets vedtægter og selskabsloven, da personen ellers kan blive sanktioneret, uanset hvilket valg ejerlederen træffer.

3.2.2.5 Forvaltningsmæssige-, dispositionsmæssige- og økonomiske beføjelser

I ovenstående afsnit er definitionen af ejeraftaler og det indbyrdes forhold mellem ejeraftaler, vedtægter og selskabsloven blevet fastlagt. Det blev i afsnit 3.2.2.2 fastslået, at ejeraftaler har til formål at regulere aftaleparternes ejer- og ledelsesmæssige beføjelser i selskabet, som nærmere bestemt er de forvaltningsmæssige-, dispositionsmæssige- og økonomiske beføjelser.

Det følgende afsnit vil ejeraftalen for at give et indblik i og en refleksion over, hvilke beføjelser aftaleparterne har mulighed for at regulere.

3.2.2.5.1 Forvaltningsmæssige beføjelser

De forvaltningsmæssige beføjelser dækker særligt over de rettigheder, en kapitalejer har til at udøve stemmeret på generalforsamlingen og derigennem magtudøvelsen i selskabet.⁵⁵ Kapitalejernes ret til at træffe beslutninger i selskabet udøves, som tidligere nævnt, på generalforsamlingen jf. KSL § 76, hvor udgangspunktet for vedtagelsen er simpelt flertal jf. KSL § 105, medmindre vedtægterne eller selskabsloven foreskriver andet.

Ved at indgå en ejeraftale, kan aftaleparterne regulere deres respektive forvaltningsmæssige beføjelser, enten med henblik på at opnå en magtkoncentration eller magtspredning blandt kapitalejerne.

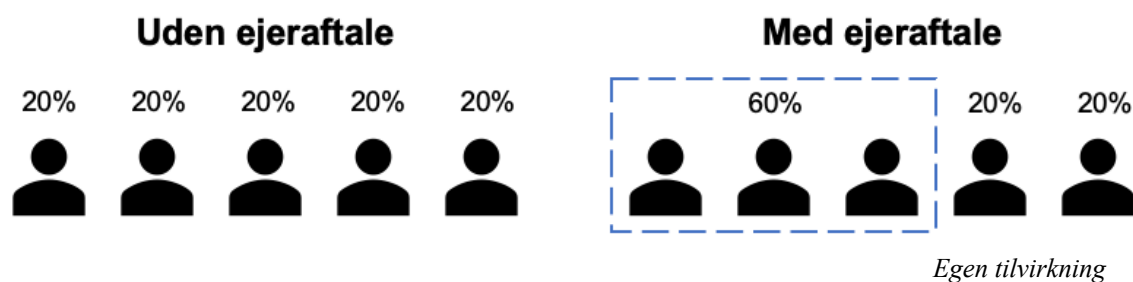
Ved magtkoncentration forstås, at to eller flere kapitalejere aftaler at koordinere deres stemmeafgivning med henblik på at træffe og gennemføre visse bestemte beslutninger.⁵⁶ Ved at koncentrere deres stemmer, kan de koordinere og sikre, at der stemmes for visse beslutninger. Dette kan eksempelvis være relevant, hvis der skal opnås et større antal stemmer efter KSL §§ 106 og 107, sammenholdt med det simple flertal foreskrevet i § 105. Magtkoncentrationen kan også være i form af en indirekte "overdragelse" af stemmerettigheder, hvor den ene kapitalejer i ejeraftalen forpligter sig til at stemme som den anden kapitalejer. Derved bibeholdes stemmerettighederne formelt, men reelt vil effekten være, at der stemmes som den ene kapitalejer ønsker det.

⁵⁵ Egholm Hansen & Lundgren, 2019: 228

⁵⁶ Egholm Hansen & Lundgren, 2019: 229

Som figuren nedenfor illustrerer, så er udgangspunktet i en situation uden en ejerftale, at der er fem uafhængige minoritetsaktionærer, der hver for sig ikke kan mønstre et flertal, der opfylder kravene i §§ 105 til 107.

Hvis tre af minoritetsaktionærene indgår en ejerftale om magtkoncentration, har de mulighed for at mobilisere et flertal, der opfylder flertalskravet i KSL § 105, da de derved kan samle 60% af stemmerne. De får derved mulighed for at træffe beslutning om udbyttebetaling, valg af revisor etc., når de går sammen, hvilket ellers er forbeholdt majoritetskapitalejere med mere end 50%.



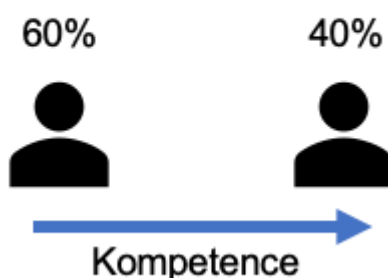
Ved magtspredning er sigtet at aftale en begrænsning/fordeling i dispositionsbeføjelsen, som en eller flere kapitalejere lovmæssigt ville kunne opnå.⁵⁷ Her overlades en majoritetsrettighed typisk til en minoritetsejer, hvilket eksempelvis kunne være udpegelse af bestyrelsesmedlemmer, eller at vigtige generalforsamlingsbeslutninger alene kan vedtages med samtykke fra minoritetsejeren.⁵⁸ Dette er ifølge Schaumburg-Müller og Werlauff langt mere udbredt end magtkoncentration. Kruhls undersøgelse af ejerftaler må siges at bekræfte dette, da 98% af de undersøgte ejerftaler indeholdt bestemmelser om magtspredning.

Situationen er illustreret nedenfor, hvor ejerlederen, der er majoritetsejer med 60%, har mulighed for gennem ejerftalen at “overdrage” eller dele sin kompetence med investoren. Dette kunne eksempelvis være, at enten investoren alene eller de i fællesskab har ret til at udpege direktionen eller bestemme, om der skal udbetales udbytte.

⁵⁷ Egholm Hansen & Lundgren, 2019: 229

⁵⁸ Egholm Hansen & Lundgren, 2019: 229

Magtspredning



Egen tilvirkning

3.2.2.5.2 Økonomiske beføjelser

Den anden af de tre beføjelser er den økonomiske beføjelse, som særligt dækker over retten til udbytteudlodning og udlodning i forbindelse med en kapitalnedsættelse samt retten til at deltage i kapitaludvidelser.⁵⁹ De økonomiske beføjelser kan anses som en undergruppe til de forvaltningsmæssige beføjelser, da disse beslutninger skal træffes på generalforsamlingen.⁶⁰ En økonomisk beføjelse kan eksempelvis indebære, at parterne aftaler, at retten til udbytte er betinget af en soliditetsgrad på 25%. Herved kan parterne sikre, at selskabet ikke bliver tømt og en ønsket likviditet bliver sikret.

Det kan konstateres, at der i Udov. 17 ApS ejerftale ikke er indarbejdet bestemmelser, der regulerer parternes økonomiske beføjelser.

3.2.2.5.3 Dispositions-mæssige beføjelser

Den sidste af de tre beføjelser er dispositions-mæssige beføjelser, som dækker over den ret, en kapitalejer har til at omsætte sine kapitalandele.⁶¹ I relation til denne beføjelse bør ejerftaler afklare, hvordan parterne kan disponere over deres kapitalandele ved salg.⁶² Er der et ønske blandt kapitalejerne om, at de hidtidige kapitalejere skal blive ved med at eje selskabet i fællesskab, er det nærliggende også at begrænse retten til at videresælge kapitalandelene.

Pkt. 7 om forkøbsret og pkt. 8 om medsalgsret og -pligt vurderes at være dispositions-mæssige beføjelser, da bestemmelserne regulerer hvordan parterne kan disponere over deres kapitalandele. Pkt. 9 om misligholdelse og pkt. 15 om genforhandling vurderes ikke at være hjemmehørende i en af ovenstående kategorier.

⁵⁹ Egholm Hansen & Lundgren, 2019: 228

⁶⁰ Kruhl, 2011: 54

⁶¹ Egholm Hansen & Lundgren, 2019: 228

⁶² Bryde Andersen, 2016: 72

3.2.3 Ejeraftaler i et aftaleretligt perspektiv

På baggrund af det selskabsretlige perspektiv ved ejeraftaler i relation til Udv. 17 ApS, vil følgende afsnit undersøge, hvilke aftaleretlige aspekter investoren og ejerlederen skal være opmærksomme på, når de indgår en ejeraftale. I dansk ret gælder en almen grundsætning om aftalefrihed, der som udgangspunkt også gælder for ejeraftaler. Ejeraftaler kan derfor anses som aftaleretlige dokumenter, der udelukkende gælder inter partes mellem kapitalejerne.

Når ejeraftaler ikke er klare i deres ordlyd, skal der enten ske fortolkning eller udfyldning af aftalen. Endvidere, kan der opstå en situation, hvor kapitalejerne har brug for at vurdere aftaleindgåelsens gyldighed. Disse vurderinger og afklaringer skal foretages i overensstemmelse med aftaleloven og aftaleretlige grundsætninger.

Dette afsnit vil derfor gå i dybden med de aftaleretlige aspekter ved ejeraftaler, for at klarlægge gældende ret ved indgåelse af en ejeraftale og undersøge, hvilke fortolknings- og udfyldningsmuligheder investoren og ejerlederen i Udv. 17 ApS har, hvis der opstår uoverensstemmelser i henhold til aftalens indhold og forpligtelser. Det antages i afhandlingen, at ejeraftalen er indgået gyldigt mellem parterne, hvorfor reglerne om ugyldighed ikke er relevante og ikke vil blive gennemgået i afhandlingen.

3.2.3.1 Aftaleindgåelsen

Ejeraftaler indgås på samme vis som andre aftaler, nemlig ved tilbud og accept jf. AFTL §§ 1-9. De forhandlinger, der finder sted mellem parterne, når de vil indgå en ejeraftale, vil derfor være udveksling af tilbud, indtil den ene kapitalejers tilbud accepteres af den anden kapitalejer. Der gælder ikke særlige formkrav ved indgåelse af en gyldig ejeraftale, men grundet ejeraftalers kompleksitet og muligheden for at retsforfølge et brud på aftalen, indgås disse som altovervejende udgangspunkt skriftligt.⁶³

3.2.3.2 Fortolkning og udfyldning af ejeraftaler

Fortolkning og udfyldning af ejeraftaler kan blive nødvendig, hvis der opstår uenighed mellem parterne om aftalens indhold. Dette kan være særligt relevant i praksis, og særligt i de tilfælde hvor parterne ikke har brugt ressourcer på at lave en skræddersyet og gennemarbejdet ejeraftale, men i stedet har brugt en standardaftale. Forskellen mellem fortolkning og udfyldning af en aftale er, at fortolkning af en aftale fastlægger en aftales egentlige indhold ud fra aftalens eget indhold eller den tilstræbte betydning. Derrimod vedrører udfyldning en retsvirknings fastlæggelse på et grundlag, der ikke kan udledes direkte af selve aftalen eller den konkrete aftalesituation.⁶⁴ Først når man har fortolket en aftale, ved man, om det er nødvendigt at udfylde den.⁶⁵

⁶³ Kruhl, 2011: 116

⁶⁴ Andersen & Madsen, 2017: 340

⁶⁵ Lego Andersen, 2014: 2

Fortolkning og udfyldning af en ejeraftale kan således være nødvendig efter aftalens indgåelse, hvis ejeraftalen ikke er klar i dens ordlyd, eller hvis ejeraftalen slet ikke regulerer det område, der er genstand for tvisten. Aftaleloven indeholder ingen almindelige fortolkningsregler, hvorfor fortolkning og udfyldning baserer sig på retspraksis og juridisk teori, hvis der ikke findes en relevant bestemmelse i speciallovgivningen.⁶⁶

3.2.3.2.1 Fortolkning

Fortolkning af ejeraftaler skal som udgangspunkt foretages på samme vis som aftaler i almindelighed.⁶⁷ Spørgsmålet er derfor ikke, om der gælder en speciel fortolkningsmåde for ejeraftaler, men derimod hvilke fortolkningsprincipper der er nærliggende, og hvilke der er mindre nærliggende at anvende ved fortolkning af ejeraftaler. De fortolkningsprincipper, som domstolen vælger at inddrage i sin samlede afvejning afhænger af den konkrete situation, og vurderingen kan blandt andet ske på baggrund af objektiv og subjektiv fortolkning. Hvis fortolkningen fortsat giver anledning til uklarheder, kan tvisten også afgøres efter fortolkningsreglerne: koncipistreglen, gyldighedsreglen⁶⁸ og minimumsreglen.⁶⁹ Det følgende vil ikke være en udtømmende gennemgang af de aftaleretlige fortolkningsprincipper, men en analyse af de aspekter, som er relevante i forhold til fortolkningen af ejeraftaler.

Objektiv og subjektiv fortolkning

Ejeraftaler skal som udgangspunkt fortolkes subjektivt, da denne fortolkningsmåde har forrang for den objektive fortolkning.⁷⁰ Den subjektive fortolknings forrang skal ses i lyset af, at hvis parterne er enige om fortolkningen af aftalen, er det underordnet, hvad der fremgår af aftalens ordlyd.

Den subjektive fortolkningsmetode omfatter blandt andet formålsfortolkning, som bygger på mere overordnede overvejelser. Ejeraftaler har ofte et formålsafsnit, hvor der er anført bemærkninger om aftalens baggrund og formål. Parternes tilkendegivne formål samt de interesser, som aftalen i øvrigt sigter at varetage, kan være et afgørende fortolkningsmoment. En formålsbestemmelse kan derfor have en stor betydning for fortolkning af en ejeraftales enkelte bestemmelser, da et sådant afsnit netop er indført for at skabe en klarhed om formålet med indgåelsen af ejeraftalen som helhed. Betydningen af et formålsafsnit vil efter sagens natur afhænge af, hvor specifikt afsnittet er, da en generelt formuleret formålsbestemmelse selvsagt spiller en minimal rolle for fortolkningen af ejeraftalen.

⁶⁶ Andersen & Madsen, 2017: 341

⁶⁷ Schaumburg-Müller & Werlauff, 2010: 229

⁶⁸ Gyldighedsreglen behandles ikke nærmere, da det antages i opgaven, at der er indgået en gyldig ejeraftale.

⁶⁹ Andersen & Madsen, 2017: 369ff.

⁷⁰ Bryde Andersen, 2013: 315

Det ses dog ofte, at parterne enten ikke ikke er enige om forståelsen af ejeraftalens formål eller ikke forudser fremtidige hændelser, og derfor ikke har gjort sig klart, hvad aftalen eller ordlyden nærmere indebærer.⁷¹ Dette kan skyldes, at aftalen er baseret på et paradigme, som koncipisten ikke har fuldt overblik over.⁷² Derfor er der ofte et behov for at anvende en objektiv fortolkning ud fra aftalens ordlyd. Netop aftalens ordlyd er et af de tungestvejende momenter, når aftaler er konciperet mellem professionelle parter, hvilket ejeraftaler oftest er.⁷³ Det vil derfor være relevant at foretage en objektiv fortolkning med afsæt i aftalens ordlyd, som er den naturlige eller sædvanlige forståelse af formuleringerne.⁷⁴

Såfremt parterne ikke kan nå til enighed om et resultat gennem de anvendte sproglige udtryk i aftalen og parternes mening med disse, kan parterne falde tilbage på de såkaldte fortolkningsregler, der ret beset er en særlig slags udfyldningsregler.⁷⁵ De relevante fortolkningsregler i relation til ejeraftaler vil blive gennemgået nedenfor.

Koncipistreglen

Koncipistreglen hviler på forudsætningen om, at der er én koncipist. Ved anvendelse af koncipistreglen som fortolkningsregel, vil man i tilfælde af tvivl i aftalen fortolke mod koncipisten. Dette begrundes i, at den person, der burde have forhindret uklarheden, er den person, som har konciperet aftalen.⁷⁶ Koncipistreglen hviler således på en almindelig rimelighedsbetragtning i forhold til hvem det typisk vil være mest rimeligt at pålægge risikoen for, at en uklarhed ikke er blevet afklaret ved koncipering af ejeraftalen. Reglen bruges særligt ved standardvilkår, hvor aftalen er indgået mellem en professionel part og en ikke-professionel part. Den ikke-professionelle part har ofte ikke set lignende kontraktvilkår før og har derfor ikke mulighed for at påvirke aftalens indhold.⁷⁷

Der kan i nærværende case argumenteres for, at koncipistreglen er relevant ved fortolkning af ejeraftalen, grundet ejeraftalens standardisering, og fordi det forudsættes i afhandlingen, at det er investoren som professionel part, der har konciperet ejeraftalen. På den baggrund kan ejerlederen i nærværende case påberåbe sig koncipistreglen ved uklarheder i kontrakten, da investoren i dette konkrete tilfælde anses som koncipist.

Modsat, kan det konstateres, at ejerlederen har stiftet et anpartsselskab og er dermed at betragte som erhvervsdrivende. I dansk ret betragtes erhvervsdrivende som professionelle parter, hvilket indebærer, at

⁷¹ Lego Andersen, 2014: 3

⁷² Lego Andersen, 2014: 3f.

⁷³ Lego Andersen, 2014: 4f.

⁷⁴ Andersen & Madsen, 2017: 356

⁷⁵ Andersen & Madsen, 2017: 342

⁷⁶ Andersen & Madsen, 2017: 371

⁷⁷ Andersen & Madsen, 2017: 372

aftalen er indgået mellem to professionelle parter. Der er dermed ikke tale om et uligevægtigt forhold, hvilket taler imod anvendelsen af koncipistreglen.

Det kan bemærkes, at langt de fleste ejeraftaler kommer i stand efter forhandling af kontraktgrundlaget. Det vil derfor ikke være rimeligt, at den part, der tilfældigvis konciperer kontrakten, eller blot bliver betragtet som professionel part, alene skal bære risikoen for fortolkningsmæssige uklarheder.⁷⁸

På baggrund af ovenstående, lægges det til grund, at koncipistreglen kan være relevant i den konkrete situation, da det er investoren, der har konciperet ejeraftalen. Domstolene vil dog være påpasselige med anvendelsen af koncipistreglen, da begge aftalparter er at betragte som professionelle.

Minimumsreglen

En anden fortolkningsregel, som kan anvendes ved fortolkning af ejeraftalen, er minimumsreglen, som indebærer, at parterne i tilfælde af uklarhed i aftalen fortolker ordlyden, så den er mindst byrdefuld for løftegiveren.⁷⁹ Minimumsreglen finder særligt anvendelse ved ensidige løfter, mens reglen i mindre grad finder anvendelse i gensidigt bebyrdende kontraktforhold.⁸⁰ Da ejeraftaler er gensidigt bebyrdende, vil en mindre byrdefuld fortolkning til gunst for den ene part sjældent være relevant, hvilket skal ses i lyset af, at begge parter må anses som professionelle. Minimumsreglen bør derfor ikke kunne benyttes som fortolkningsregel til at sikre rettigheder, som parten ikke kunne opnå under forhandling. Minimumsreglen vurderes derfor ikke at være relevant ved fortolkning af nærværende ejeraftale, da den er gensidigt bebyrdende.

3.3 Analyse af ejeraftalen

På baggrund af konklusionerne fra det selskabsretlige og aftaleretlige perspektiv, vil nedenstående afsnit med udgangspunkt i den juridiske definition af reaktive og proaktive bestemmelser, analysere ejeraftalens udvalgte dele. For hver af de udvalgte bestemmelser, vil der indledningsvist blive gjort rede for gældende ret. Dernæst, vil de udvalgte bestemmelsers ordlyd blive analyseret. Afslutningsvist, vil det blive vurderet, om bestemmelserne har reaktiv eller proaktiv karakter.

3.3.1 Reaktive versus proaktive bestemmelser

Til brug for analysen af, hvorledes de udvalgte bestemmelser i ejeraftalen har reaktiv eller proaktiv karakter, er det indledningsvist nødvendigt at sondre mellem reaktive og proaktive bestemmelser. Sondringen mellem reaktive og proaktive bestemmelser tager udgangspunkt i synspunkterne, som er fremlagt af Kim Østergaard i hans artikel fra 2014: *“Relevansen af interdisciplinær forskning og empiri i samfundsvidenskaben”*.

⁷⁸ Kruhl, 2011: 164

⁷⁹ Andersen & Madsen, 2017: 369

⁸⁰ Andersen & Madsen, 2017: 370

Som det tidligere er fremhævet, gælder der aftalefrihed i ejeraftaler jf. AFTL § 1, hvilket giver de kontraherende parter mulighed for at gøre brug af både reaktive og proaktive bestemmelser. Hensigten er, at de reaktive og proaktive bestemmelser skal komplementere hinanden, så der er plads til begge typer bestemmelser i en ejeraftale. Den proaktive jura tager således ikke afstand fra den reaktive jura.

Reaktive bestemmelser tager udgangspunkt i at løse tvister, når de opstår. Dette gøres f.eks. ved at flytte risikoen og ansvaret over på modparten, regulere hvordan tvister mellem parterne skal løses og hvordan aktiverne eller kapitalandelene skal fordeles mellem parterne i tilfælde af, at kontrakten ophæves eller en part vil ud af kontraktforholdet. Den reaktive kontraktform har således mere fokus på ex post positionen, hvad der skal ske, når tvisterne opstår og kontrakten ophæves. Der tages således ikke stilling til, hvad der kan gøres ex ante, altså på tidspunktet for kontraktkoncipering, eller løbende i kontraktperioden, for at foregribe fremtidige tvister og kontraktophævelser.

Proaktive bestemmelser har i højere grad fokus på ex ante positionen, som er tidspunktet for aftaleindgåelse. Disse bestemmelser skal medvirke til, at der ikke indtræder kontraktbrud på et senere tidspunkt i kontraktrelationen ved at fordre samarbejde mellem kontraktparterne.⁸¹ Parterne bør derfor anvende kontrakter som et proaktivt styringsværktøj med henblik på at opfylde parternes målsætninger, forebygge konflikter og skabe merværdi i kontraktrelationen.⁸²

Juraprofessor René Franz Henschel definerer en proaktiv klausul på følgende måde: *”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.”*⁸³

I forlængelse af ovenstående, vil det følgende analysere de udvalgte bestemmelser i ejeraftalen, hvor sondringen mellem reaktive og proaktive bestemmelser vil blive inddraget.

3.3.2 Pkt. 7 - Forkøbsret

3.3.2.1 Gældende ret

Punkt 7 i ejeraftalen om forkøbsret vedrører spørgsmålet om kapitalandeleles omsættelighed i forhold til, om ejeren af en anpart frit kan videresælge anparten til den kapitalejer, som personen ønsker, eller til tredjemand,

⁸¹ Berger-Walliser, 2012: 24

⁸² Berger-Walliser, 2012: 24

⁸³ Østergaard, 2014: 9

som ikke har en tilknytning til kapitalsekskabet. Forkøbsretten er således en dispositionsmaessig beføjelse, som en kapitalejer har i et kapitalsekskab.

Hovedreglen er, at kapitalandele er frit omsættelige jf. KSL § 48, stk. 1. Selskabslovens kapitel 5 om omsættelighedsbegrænsninger og indløsning indeholder dog en undtagelse til hovedreglen, der åbner op for, at kapitalejerne i selskabets vedtægter eksempelvis kan indsætte bestemmelser om forkøbsret og/eller krav om samtykke til salg og dermed afvige fra udgangspunktet i KSL § 48 og begrænse kapitalejerens dispositionsmaessige beføjelser. Ligeledes vil en sådan bestemmelse kunne indsættes i en ejerftale, eftersom der gælder aftalefrihed i ejerftaler.

Reglen om forkøbsret følger af KSL § 67, som foreskriver, at en indehavere af kapitalandele har pligt til, forinden kapitalandelene overdrages, at rette tilbud om overdragelse af kapitalandelene til den eller de berettigede i henhold til vedtægternes bestemmelser herom. Dette kan eksempelvis være, hvordan kapitalandelene, der ønskes solgt, skal prissættes mv., men også hvilke forhold, der måtte udløse køberetten. I forhold til sidstnævnte, kan det bemærkes, at forkøbsretten først bliver udløst, så snart der foreligger et konkret tilbud om overdragelse af kapitalandele, hvorimod det ikke er tilstrækkeligt, at der blot foregår forhandlinger om salg.⁸⁴ Hvis der i vedtægterne er fastsat en omsættelighedsbegrænsning, gælder denne tilsvarende ved overdragelse af tegningsretter i forbindelse med en kapitalforhøjelse.⁸⁵ Dette indebærer, at hvis en kapitalejer ønsker at sælge sine tegningsretter, der er tilkommet denne i forbindelse med en kapitalforhøjelse, da gælder en forkøbsret for de andre kapitalejere, såfremt en sådan bestemmelse er indarbejdet i vedtægterne. Derved sikres det, at kapitalejernes beholdninger ikke udvandes, og samtidig sikres kapitalejerne mod, at tredjemand kan tiltræde ejerkredsen mod deres vilje. Det er derfor vigtigt, at eventuelle forkøbsrettigheder iagttages ved henholdsvis kapitalforhøjelser, men også salg af kapitalandele.

KSL § 67 regulerer altså omsættelighedsbegrænsninger på kapitalandele i form af forkøbsrettigheder. Spørgsmålet er herefter, om KSL § 67's anvendelsesområde er så vidtgående, at bestemmelsen kan regulere og finde anvendelse på forkøbsretsbestemmelser i en ejerftale? Som udgangspunkt finder KSL § 67 ikke anvendelse på en forkøbsretsbestemmelse i en ejerftale, da bestemmelsen vedrører forkøbsrettigheder i vedtægterne. Svaret vil derfor være nej, om end det ikke er utænkeligt, at domstolene vil kunne anvende bestemmelsen analogt som udfyldende fortolkning ved uklarheder i ejerftaler.

Der kan antageligt forekomme situationer, hvor en part ønsker at få tilsidesat en bestemmelse om forkøbsret. Mulighederne herfor afhænger af, hvor bestemmelsen er placeret - nemlig i vedtægterne og/eller en ejerftale.

⁸⁴ Werlauff, 2019: 413

⁸⁵ Friis Hansen & Krenchel, 2019: 230

Såfremt en part ønsker at tilsidesætte en forkøbsret, der er placeret i en ejeraftale, kan parten forsøge at få aftalen erklæret helt eller delvist ugyldig efter aftalelovens ugyldighedsregler eller ud fra almindelige retsgrundsætninger.⁸⁶ Hvis parten ønsker at opretholde aftalen, bør den derfor forsøge sig med en påstand om urimelighed/ugyldighed efter AFTL § 36, hvormed der kan ske en partiel tilsidesættelse af bestemmelsen.

Hvis en kapitalejer derimod vil anfægte en forkøbsret i vedtægterne, skal vedkommende henvise til KSL § 67, sidste punktum, der foreskriver, at hvis vedtægtsbestemmelser fører til en åbenbart urimelig pris eller urimeligt vilkår, kan bestemmelsen tilsidesættes helt eller delvist ved dom. Der kan derfor argumenteres for, at der næppe er en væsentlig materiel forskel mellem ordlyden i AFTL § 36 og KSL § 67, sidste punktum.

Foruden muligheden for forkøbsret i KSL § 67, foreskriver KSL § 68 derudover, at kapitalejerne har mulighed for at henlægge beslutningen om samtykke til overgang af kapitalandele til enten det centrale ledelsesorgan eller generalforsamlingen. En sådan beføjelse giver det centrale ledelsesorgan og/eller generalforsamlingen mulighed for at kontrollere dets ejerskab. Derved sikres et effektivt forsvar mod f.eks. fjendtlige overtagelser, idet ejerne eller ledelsesorganet er med inde over beslutningen om overgang og dermed kan sikre, at kapitalandelene ikke tilfalder en konkurrent. Det ses videre, at en forkøbsretsbestemmelse i en ejeraftale kombineres med en samtykkebestemmelse i vedtægterne med henblik på at sikre, at forkøbsretten respekteres, samtidig med det ikke røbes, der er en forkøbsret. Forkøbsretten er nemlig ikke offentlig, da den er placeret i ejeraftalen, modsat samtykkebestemmelsen der fremgår af de offentlige vedtægter.

Hvis alle kapitalejere har tiltrådt ejeraftalen med forkøbsretten, er de alle som udgangspunkt forpligtet til at overholde denne. Samtykkebestemmelsen i vedtægterne, om at det centrale ledelsesorgan skal samtykke til overgangen, gør, at hvis en kapitalejer vælger at fravige forkøbsretten i ejeraftalen og blot sælger til tredjemand uden samtykke, vil det ikke være en gyldig overgang, førend det centrale ledelsesorgan har samtykket. Ledelsesorganet har med andre ord en håndbremse og tillader antageligt kun overgange, hvor forkøbsretten er blevet iagttaget. Dermed sikres det, at ejeraftalen håndhæves samt at forkøbsretten ikke offentliggøres.

I det følgende afsnit vil ordlyden i ejeraftalens pkt. 7 vedrørende forkøbsret blive analyseret.

3.3.2.2 Fortolkning af bestemmelsens ordlyd

I den nuværende ejeraftale mellem investoren og ejerlederen, er der i pkt. 7 indført regler om forkøbsret. Ejerftalens pkt. 7 lyder således:

⁸⁶ Egholm Hansen & Lundgren, 2019: 71

“7.1 Såfremt en kapitalejer ønsker at sælge alle eller en del af sine kapitalandele, tilkommer der de øvrige kapitalejere forkøbsret forholdsmæssigt efter kapitalandelsbesiddelsen.

7.2 Såfremt en kapitalejer ikke ønsker at udnytte sin forkøbsret, har de øvrige kapitalejere forkøbsret forholdsmæssigt efter kapitalandelsbesiddelsen til denne andel af kapitalandelene.

7.3 Forkøbsrettens acceptfrist er 30 dage, fra kapitalejerne har modtaget tilbuddet og vilkår herfor. Udnyttes forkøbsretten ikke inden 30 dage, er forkøbsretten bortfaldet.

7.4 Udnyttes forkøbsretten ikke, er den sælgende kapitalejer berettiget til at sælge kapitalandelene til tredjemand på samme vilkår, som de øvrige kapitalejere blev tilbudt.”

Ejeraftalens pkt. 7 foreskriver, at hvis en kapitalejer ønsker at sælge alle eller en del af sine anparter, tilkommer der de øvrige kapitalejere en i forhold til deres ejerandel forholdsmæssig forkøbsret. Eftersom Udv. 17 ApS kun ejes af to parter på nuværende tidspunkt, har ordlyden af pkt. 7.1 dog ikke den store betydning i praksis. Det skyldes, at såfremt en af parterne ønsker at sælge sine anparter, er der udelukkende én anden kapitalejer vedkommende kan sælge sine anparter til.

Det følger endvidere af pkt. 7.2, at hvis en kapitalejer ikke ønsker at udnytte sin ret, har de øvrige kapitalejere forholdsmæssig ret til at købe de overskydende anparter. Pkt. 7.2 har på nuværende tidspunkt heller ingen væsentlig betydning, når selskabet kun består af to kapitalejere. I pkt. 7.3 fremgår, at acceptfristen for tilbuddet er 30 dage. Såfremt retten ikke er udnyttet inden de 30 dage, bortfalder forkøbsretten. Ordlyden af pkt. 7.3 er meget præcis, og der vil derfor ikke være betydelige fortolkningsvanskeligheder ved denne bestemmelse i ejeraftalen.

Imidlertid følger det af ejeraftalens pkt. 7.4, at hvis ingen kapitalejere udnytter deres forkøbsret, er den sælgende kapitalejer berettiget til at sælge kapitalandelene til tredjemand til den pris, de andre kapitalejere blev tilbudt. Som nævnt i afsnit 3.2.3.2 er objektiv fortolkning i form af aftalens ordlyd et af de tungestvejende momenter, når aftaler er konciperet mellem professionelle parter, hvilket ejeraftaler ofte er. Det vil derfor være relevant at tage afsæt i aftalens ordlyd, som er den naturlige eller sædvanlige forståelse af de anvendte formuleringer.

Ud fra en ordlydsfortolkning fremgår det ikke klart af bestemmelsen, hvor lang acceptfrist tredjemand har til at acceptere tilbuddet. I pkt. 7.4 fremgår det dog, at den sælgende kapitalejer er berettiget til at sælge kapitalandelene til tredjemand: *“på samme vilkår, som de øvrige kapitalejere blev tilbudt”*. Idet den objektive

ordlyd af bestemmelsen ikke er klar, kan det være relevant at anvende en subjektiv formålsfortolkning. Formålsafsnittet i ejeraftalen (afsnit 1) indeholder dog ikke en relevant bestemmelse, der taler for, at ejeraftalen skal fortolkes på en bestemt måde. Som beskrevet i afsnit 3.2.3.2, der analyserede hvilken fortolkning der er relevant i relation til ejeraftaler, kan det endvidere være relevant at se på parternes intention med bestemmelsen. Der kan hertil argumenteres for, at: *“på samme vilkår”*, må fortolkes på en sådan måde, at 30-dages fristen i pkt. 7.3 gælder tilsvarende for tredjemand, som den gjaldt for *“de øvrige kapitalejere”*. Ud fra denne fortolkning af bestemmelsen, må det således fastslås, at 30 dages fristen tilsvarende finder anvendelse for tredjemænd efter pkt. 7.4.

Spørgsmålet er herefter, hvorledes pkt. 7 i ejeraftalen påvirker kapitalejernes incitamenter til at fastholde samarbejdet.

3.3.2.3 Reaktiv eller proaktiv

Når der foretages en investering i en udviklingsvirksomhed, som Udv. 17 ApS er, vil en investor typisk have indført krav om at blive tillagt en række særlige rettigheder såsom omsættelighedsbegrænsninger.⁸⁷ En praksis, der underbygges af Kruhls undersøgelse, hvorefter: *“samtlige ejeraftaler i den empiriske undersøgelse var karakteriseret ved at indeholde omsættelighedsbegrænsninger.”*⁸⁸

Investoren ønsker formodentlig ikke, at ejerlederen skal kunne sælge sine anparter til tredjemand, uden investoren selv har mulighed for at købe anparterne først.⁸⁹ Såfremt ejerlederen alligevel sælger til tredjemand, kan investoren selvsagt gøre ejeraftalens misligholdelsesbeføjelser gældende. Modsat, er ejerlederens motivationen med en forkøbsretsbestemmelse at sikre sig mod, en konkurrent køber sig ind via et salg af investorens anparter.

Forkøbsretten er ud fra definitionen i afsnit 3.3.1 at kategorisere som en reaktiv bestemmelse. Bestemmelsen fokuserer på en ex post situation, hvor en af parterne ønsker at sælge sin ejerandel.

Som udgangspunkt må en forkøbsretsbestemmelse anses som værende i begge kapitalejeres interesse, idet begge parter har mulighed for at gøre brug af bestemmelsen. Det er til fordel for parterne i tilfælde af, at deres samarbejde på generalforsamlingen ikke fungerer. Videre, sikres det, at den blivende part får mulighed for at overtage ejerskabet over virksomheden. Pkt. 7 i ejeraftalen har således intet fokus på proaktivitet og fremadrettet samarbejde, som kan skabe merværdi for begge parter.

⁸⁷ Egholm Hansen & Lundgren, 2019: 246

⁸⁸ Kruhl, 2011: 171

⁸⁹ Bilag 2, tidskode: 19:03

3.3.3 Pkt. 8 - Medsalgsret og -pligt

3.3.3.1 Gældende ret

Pkt. 8 i ejeraftalen indeholder en medsalgsret og -pligt. Udgangspunktet er, at kapitalejerne ikke har en sådan ret og pligt, da det ikke er foreskrevet i selskabsloven. Det er således noget kapitalejerne skal blive enige om at inddrage i en ejeraftale.

En medsalgsret indebærer en ret for de øvrige ejere til at sælge sine kapitalandele med, hvis typisk en majoritetsejer ønsker at sælge sine kapitalandele, kaldet "tag along right".⁹⁰

Medsalgsplicht vedrører derimod en situation, hvor der er pligt for de øvrige ejere til at sælge deres kapitalandele, hvis majoritetsejeren sælger sine kapitalandele og ønsker, de øvrige ejere også sælger deres kapitalandele.⁹¹ Dette er kaldet en "drag along right".

Medsalgsrets/-pligt bliver ofte indført i ejeraftale for unoterede selskaber, da minoritetsposter i unoterede virksomheder typisk er sværere at afsætte. Det kan derfor være af væsentlig betydning for en minoritetsejer, da den derved sikrer, at minoritetsejeren ikke bliver efterladt med en ny majoritetsejer, som minoritetsejeren ikke ønsker. Fordelen ved en medsalgspligt er, at det kan have en værdiforøgende effekt på en majoritetspost, at majoritetsejeren kan gennemføre et salg i sin helhed. Visse købere vil nemlig ikke være interesseret i blot at købe en majoritetspost, men vil have fuld kontrol og ejerskab over selskabet. Prisen pr. kapitalandel vil normalt være højere i den situation.⁹²

3.3.3.2 Fortolkning af bestemmelsens ordlyd

"8.1 I tilfælde af, at en kapitalejer, der ejer mere end 50% af selskabskapitalen, modtager og accepterer et tilbud på mindst 75 % af selskabskapitalen i selskabet fra uafhængig tredjemand, har de øvrige kapitalejere ret og pligt til at medsælge deres kapitalandele i selskabet til samme pris og på samme vilkår.

8.2 Såfremt en kapitalejer ønsker at udnytte sin medsalgsret, skal denne give selskabet meddelelse herom senest 14 dage efter at have modtaget meddelelse om den anden kapitalejers accept af tredjemands tilbud.

8.3 Såfremt den sælgende kapitalejer, jf. § 8.1, ønsker at benytte medsalgspligten, skal de øvrige kapitalejere have meddelelse om dette senest 14 dage efter, at den sælgende kapitalejer har indgået aftale om salg af sine kapitalandele.

⁹⁰ Kruhl, 2011: 64

⁹¹ Kruhl, 2011: 65

⁹² Egholm Hansen & Lundgren, 2019: 235

8.4 Ønsker en af de øvrige kapitalejere at udnytte deres medsalgsret, og tredjemand ikke ønsker at købe disse kapitalandele, kan den sælgende kapitalejer ikke sælge sine kapitalandele til tredjemand.”

Pkt. 8.1 regulerer tilfælde, hvor en kapitalejer, der ejer mere end 50% af selskabskapitalen, får et købstilbud på mindst 75% af selskabskapitalen fra en uafhængig tredjemand.

Bestemmelsen foreskriver, at de øvrige kapitalejere har en ret og pligt til at medsælge deres kapitalandele, hvis et købstilbud foreligger. Dette kan let misforstås, hvis bestemmelsen ikke læses i den rette kontekst. Isoleret set foreskriver bestemmelsen, at der foreligger en ret samtidig med en pligt, hvilket kan virke modsigende, idet “ret” indebærer, det er vilkårligt, mens en “pligt” indebærer, det er obligatorisk at sælge. Pkt. 8.2 og 8.3 fjerner dog enhver tvivl, idet det hér fremgår, at den tilbageværende og sælgende kapitalejer har mulighed for at udnytte deres henholdsvis medsalgsret og medsalgspligt.

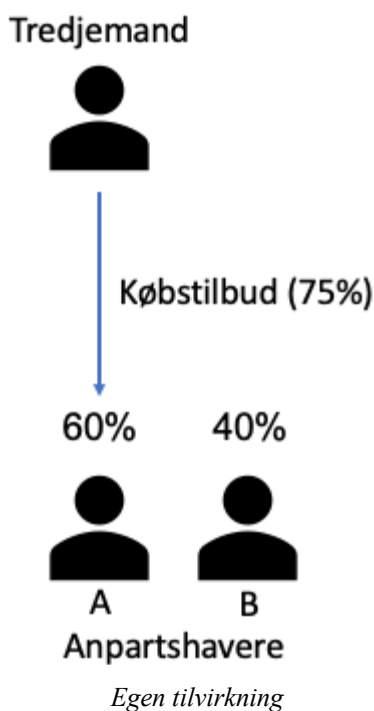
Det bemærkes videre, at pkt. 8.1 ikke indeholder en informations-/underrettningsforpligtelse om at kapitalejeren har modtaget et købstilbud fra en uafhængig tredjemand, sammenholdt med pkt. 8.2 og 8.3, hvor der er pligt til at underrette henholdsvis selskabet og øvrige kapitalejere.

Pkt. 8.2 foreskriver, at en (tilbageværende) kapitalejer kan - med hjemmel i pkt. 8.2 - benytte sin medsalgsret ved at give selskabet besked herom. Dette skal ske senest 14 dage efter at have modtaget meddelelse om den sælgende kapitalejers accept af tredjemands tilbud. Ved “selskabet” formodes det, der menes det centrale ledelsesorgan. Så hvis den tilbageværende kapitalejer ønsker at deltage i købstilbuddet, skal der altså rettes henvendelse til det centrale ledelsesorgan, der (antageligt) efterfølgende vil stå for korrespondance og koordinering.

Pkt. 8.3 foreskriver, at den sælgende kapitalejer, der ejer mere end 50%, har mulighed for at iværksætte en medsalgspligt for de øvrige kapitalejere. Såfremt den sælgende kapitalejer ønsker at udnytte denne mulighed, skal der rettes henvendelse til de øvrige kapitalejere senest 14 dage efter, købstilbuddet er blevet accepteret. De øvrige kapitalejere er derefter forpligtet til at sælge deres kapitalandele. Hvor stor en andel, de er forpligtet til at sælge, forholder ejeraftalen sig ikke til; har de øvrige kapitalejere mulighed for at sælge en del af deres ejerandel eller skal de sælge hele andelen? Problemstillingen kan siges ikke at være relevant, henset til at der pt. kun er to kapitalejere i selskabet, men den må siges at være relevant, såfremt ejerkredsen udvides på et senere tidspunkt og ejeraftalens pkt. 1.4 derfor finder anvendelse.

I det følgende illustreres først et eksempel på en situation med to kapitalejere, altså den nuværende situation. Dernæst illustreres et eksempel på en eventuel fremtidig situation, hvor der er fire kapitalejere, hvilket kan repræsentere situationen efter en evt. ny investeringsrunde.

Den nuværende situation med to kapitalejere, hvor ejerlederen har 60% og investoren 40%, er illustreret nedenfor.



Figuren ovenfor viser en situation, hvor en tredjemand fremsætter et købstilbud på 75% til ejerlederen. Da ejerlederen overstiger tærskelværdien på 50%, har denne mulighed for at iværksætte medsalgspigten. Ud fra en objektiv ordlydsfortolkning vurderes det, at ejerlederen har ret til at sælge hele sin beholdning af kapitalandele, idet tilbuddet er rettet mod ham. Investoren har herefter pligt til at medsælge differencen på 15% og vil derfor sidde tilbage med en ejerandel på 25%. Ejerlederen skal blot give investoren besked senest 14 dage efter, han har accepteret købstilbuddet.

3.3.3.2.1 Investoren ønsker at blive i selskabet

Den nuværende mangel af “lock-up” periode for anparterne hos ejerlederen udgør i høj grad en risiko for investoren. Han risikerer nemlig, at ejerlederen har mulighed for at forlade selskabet kort efter kapitalforhøjelsen, hvormed investoren vil sidde tilbage med en ny investor, han ikke har accepteret, og som måske ikke er kompetent til at lede selskabet. Nicolaj Højer Nielsen omtaler det selv i interviewet:

“Baggrunden er, at de første mange år, der vil selskabet kun kunne drives af jer. Jeg vil ikke kunne sætte en anden ind og drive det. Det jeg synes, der virker, det er at sikre, at der et team, der vil arbejde for det her, og hvis det team forlader skuden, så kan vi give anparterne til et andet team, der vil kunne overtage det, og det sker hele tiden.”⁹³

Som Nicolaj Højer Nielsen selv fremhæver, er et vigtigt redskab for ham at kunne overdrage anparterne til en ny ejerleder.⁹⁴ En måde, han ville kunne få anparterne på, vil eksempelvis være ved at påberåbe sig forkøbsretten i pkt. 7.1, der aktiveres, hvis en kapitalejer ønsker at sælge alle eller en del af sine kapitalandele. Ejeraftalen tager ikke eksplicit stilling til, hvorvidt bestemmelserne har forrang for hinanden. De antages derfor at være ligestillede. Pkt. 7.4 foreskriver dog:

“Udnyttes forkøbsretten ikke, er den sælgende kapitalejer berettiget til at sælge kapitalandelene til tredjemand på samme vilkår, som de øvrige kapitalejere blev tilbudt.”

Bestemmelsen foreskriver altså, at den sælgende kapitalejer først er berettiget til at sælge kapitalandelene til tredjemand, såfremt de øvrige kapitalejere ikke har udnyttet forkøbsretten. Modsat, kan der argumenteres for, at pkt. 8 om medsalgsret og -pligt kan have forrang, henset til at bestemmelsen positivt foreskriver, at majoritetsejeren har mulighed for at påberåbe sig en medsalgspligt for de øvrige kapitalejere, hvilket formodes at “trumfe” forkøbsretten. Da den sælgende kapitalejer antageligt vil være indifferent mellem at sælge til den anden kapitalejer eller til tredjemand, taler dette for, at forkøbsretten alligevel bør holdes i hævd.

Den endelige konklusion kan være svær at drage og henhører naturligvis til domstolene; men en uklar retsstilling kan konstateres. Det følgende lægger dog til grund, at medsalgspligten går forud for forkøbsretten på baggrund af rationalet bag *lex specialis* princippet; ordlyden er nemlig mere specifik end forkøbsrettens generelle formulering *lex generalis*.

3.3.3.2 Investoren ønsker ikke at blive i selskabet - blokering af salg

I tilfælde af, at investoren ikke ønsker at forblive i selskabet uden ejerlederen, kan investoren udnytte sin medsalgsret jf. pkt. 8.2 og kræve sine kapitalandele solgt med. Hvis tredjemand ikke accepterer tilbuddet om også at købe disse, kan salget af ejerlederens kapitalandele ikke gennemføres, jf. pkt. 8.4.

Investoren kan derfor blokere salget, såfremt tredjemand ikke ønsker at købe hans kapitalandele; eksempelvis fordi den samlede pris bliver for høj, eller at tredjemand ikke ønsker at være enekapitalejer. Bestemmelsen får

⁹³ Bilag 2, tidskode 19:07

⁹⁴ Bilag 2, tidskode: 19:03

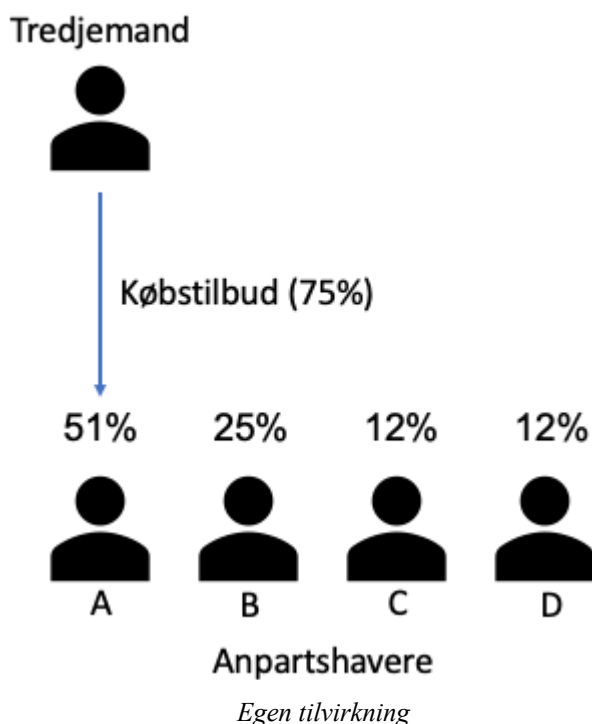
dermed funktion som en håndbremse, hvormed investoren sikres, ikke at ende op med en ny (uønsket) majoritetsejer.

3.3.3.2.3 Fremtidig situation med flere kapitalejere

Da ejeraftalen er indgået mellem alle kapitalejere i selskabet og pkt. 1.4 foreskriver, at det er en betingelse for at erhverve kapitalandele i selskabet, at man tiltræder aftalen, kan det være relevant at belyse den fremtidige problemstilling, der måtte kunne opstå, hvis der på et senere tidspunkt vil være flere kapitalejere i selskabet.

Nedenstående figur illustrerer en situation med 4 anpartshavere, henholdsvis A, B, C og D, der ejer 51%, 25%, 12% og 12%. A repræsenterer ejerlederen, B repræsenterer investoren, mens C og D repræsenterer to nye kapitalejere. For simpelhedens skyld, vil de i det følgende blot blive nævnt ved bogstav.

Illustrationen viser, at tredjemand netop har forelagt A, der ejer 51%, et tilbud om at købe 75% af anparterne.



Det lægges til grund, at A har accepteret tilbuddet. A har imidlertid kun en ejerandel på 51%, hvorfor der opstår en difference på 24%. A kan dog udnytte sin “drag along right” i pkt. 8.3, hvorefter de øvrige kapitalejere har pligt til at medsælge deres kapitalandele.

Da tilbuddet er rettet mod part A, der ejer 51%, formodes det, at hele kapitalandelen på 51% sælges, hvorefter pligten til at udfylde differencen på 24% hviler på parterne B, C og D. Da bestemmelsen er tavs i forhold til kapitalejernes rettighed til at udfylde differencen, er der flere scenarier, der kan være relevante at drøfte. Disse er dog betinget af, at parterne ikke finder en mindelig løsning.

For at udfylde differencen, kan kapitalejerne sælge hele deres andel. F.eks. kan C og D sælge deres kapitalandele på 12% hver, hvilket netop udfylder differencen. Dette efterlader dog B tilbage med den uafhængige tredjemand som majoritets ejer.

B kan dog vælge at sælge en del af sin kapitalandel, nemlig 24%, hvorefter B vil have en kapitalandel på 1%, men bibeholde ejerskabet.

Såfremt B, C og D ikke ønsker at sælge deres kapitalandele, vil der kunne argumenteres for - i tråd med princippet i lighedsgrundsætningen i KSL § 45 - at B, C og D hver bør sælge 8% af deres kapitalandele for at overholde deres forpligtelse, undgå misligholdelse samt undgå diskrimination.

3.3.3.3 Reaktiv eller proaktiv

Bestemmelsen om medsalgsret-/ og pligt i ejeraftalen må siges at tilgodes den ene part fremfor den anden. Det er kun ejerlederen, der kan gøre brug af medsalgspligten, da han ejer mere end 50% af kapitalandelene og dermed opfylder betingelsen i pkt. 8.1. Videre, er det kun investoren, der kan benytte sig af medsalgsretten i pkt. 8.2, eftersom han ejer mindre end 50% af kapitalandelene. Dermed finder bestemmelsen kun anvendelse, hvis ejerlederen får et købstilbud fra tredjemand og vælger at acceptere dette. Bestemmelsen er dermed asymmetrisk, idet den ikke kan bruges på samme vilkår.

Pkt. 8 i ejeraftalen må samtidig siges at have reaktiv karakter, idet bestemmelsen, ligesom pkt. 7 om forkøbsret, har fokus på en ex post position.

Som tidligere bemærket, indeholder pkt. 8.1 ikke en informations-/underretningsforpligtelse. Det kan modsætningsvist udledes, at der som udgangspunkt ikke er pligt til at underrette henholdsvis selskabet og øvrige kapitalejere om det fremsatte købstilbud fra tredjemand. Rettigheden og pligten indtræder for parterne, når købstilbuddet accepteres, men ikke oplysningskravet.

3.3.3.3.1 Fremtidig situation med flere kapitalejere

Dette kan fordre den situation, at hvis der på et tidspunkt vil være flere kapitalejere i selskabet med selvsamme ejerftale, da kan den sælgende kapitalejer informere en udvalgt kapitalejer om købstilbuddet, hvorefter den udvalgte kapitalejer har mulighed for at udnytte sin medsalgsret i pkt. 8.2. Der antages nemlig at være et princip om "først i tid, bedst i ret". Altså, har de sælgende parter mulighed for at udnytte denne information, de andre ikke har, ved at benytte den som en "first mover-advantage".

Med udgangspunkt i det tidligere eksempel med fire anpartshavere, vil A altså kunne give C og D besked om købstilbuddet, hvorefter de kan udnytte deres medsalgsret, da de derved opnår de 75%, som tilbudsgiver ønsker. Da B først vil kunne udnytte sin medsalgsret efterfølgende, vil B være sidst i tid og dermed også dårligst i ret. A har altså mulighed for at lave en kattelerm til C og D. C og D har videre en interesse i, at

manøvren bliver udført så sent som muligt, idet kapitalejerne skal udnytte deres medsalgsret senest 14 dage efter, at de har modtaget meddelelsen om kapitalejerens accept af tilbuddet. C og D vil altså kunne have en interesse i at meddele selskabet det efter 13 dage, 23 timer og 59 minutter, hvorefter B vil have ét minut til at reagere.

Som forsvarsmekanisme, kan B udnytte sin medsalgsret i henhold til pkt. 8.2 og derefter håbe, at tredjemanden ikke er interesseret i alle kapitalandele. Hvis tredjemanden ikke er det, vil betingelsen i pkt. 8.4 nemlig kunne være opfyldt, hvilket kan indebære, at salget skal annulleres. Det vil dog være praktisk svært for B at kunne gøre dette på ét minut, såfremt ovenstående manøvre føres ud i livet.

3.3.4 Pkt. 9 - Misligholdelsesbeføjelser

3.3.4.1 Gældende ret

Som tidligere nævnt, er ejerftaler alene gyldige inter partes og binder ikke selskabet jf. KSL § 82. Dette indebærer, at ejerftaler som udgangspunkt skal overholdes og eksekveres i overensstemmelse med det aftalte indhold. Der kan dog forekomme situationer, hvor en af parterne ikke opfylder sin aftale, hvorved der foreligger en misligholdelse. Har en part misligholdt sine forpligtelser i ejerftalen, kan de øvrige aftaleparter iværksætte misligholdelsesbeføjelser og fremsætte misligholdelseskrav i overensstemmelse med ejerftalen og/eller de almindelige obligationsretlige misligholdelsesbeføjelser. Der bør dog altid foretages en konkret vurdering med udgangspunkt i aftalens indhold.

Afsnittets formål er at redegøre for gældende ret, herunder hvilke muligheder og beføjelser den ikke-misligholdende part har, hvorfor selve misligholdelsesvurderingen ikke vil blive behandlet yderligere.

3.3.4.1.1 Almindelige obligationsretlige misligholdelsesbeføjelser

Hvis en ejerftale misligholdes, vil de ikke-misligholdende parter kunne udøve deres misligholdelsesbeføjelser såsom naturalopfyldelse, erstatning eller ophævelse af aftalen. Disse misligholdelsesbeføjelser er almindelige obligationsretlige grundsætninger, hvilket betyder, de kan påberåbes på tværs af alle kontrakttyper.

Naturalopfyldelse

Naturalopfyldelse handler om, at den ikke-misligholdende part kan kræve at blive stillet som om, ejerftalen var blevet opfyldt i overensstemmelse med indholdet.⁹⁵

Da ejerftaler typisk regulerer et vedvarende forhold, vil parterne antageligt have interesse i, at samarbejdet opretholdes. Der kan derfor aftales en varselsperiode, hvor den anden part får mulighed for at afhjælpe manglen

⁹⁵ Bryde Andersen & Lookofsky, 2016: 203

og dermed bringes tilbage i overensstemmelse med aftalen. Modsat, såfremt parterne har en tvist og ikke ønsker at fortsætte samarbejdet, antages naturalopfyldelse ikke at være relevant.

I praksis spiller spørgsmål om naturalopfyldelse ikke en væsentlig betydning i relation til ejerftaler.⁹⁶

Erstatning

Den ikke-misligholdende part har også mulighed for at kræve erstatning efter de almindelige regler for erstatning i kontraktforhold, såfremt de kumulative betingelser om henholdsvis ansvarsgrundlag, økonomisk tab, adækvans og kausalitet er opfyldt.⁹⁷

Da afhandlingens case inkluderer en ejerleder, kan erstatning ligeledes søges efter KSL § 361, da den foreskriver, at stiftere eller medlemmer af ledelsen er erstatningsansvarlige, hvis de forsætligt eller groft uagtsomt tilfører kapitalselskabet, kapitalejere eller tredjemand skade under udførelsen af deres hverv. Bestemmelsen vil altså omfatte ejerlederen, idet han er medlem af ledelsen. Det bemærkes dog, at KSL § 361 opererer med et lempeligere ansvarsgrundlag end det erstatningsretlige udgangspunkt, som nævnt ovenfor. I KSL § 361 ifalder skadevolderen kun ansvar, såfremt handlingen er foretaget *forsætligt* eller *groft uagtsomt*. Det kan altså udledes, at der er skrapere krav/betingelser for at ifalde erstatningsansvar, sammenholdt med det erstatningsretlige udgangspunkt om culpa.

KSL § 362 omhandler erstatningsansvar mellem en kapitalejer og hhv. selskab, andre kapitalejere eller tredjemand. Altså kan kapitalejere ifalde erstatningsansvar inter partes. En kapitalejer kan blive erstatningspligtig for det tab, kapitalejeren påfører de nævnte forsætligt eller groft uagtsomt. Der er altså samme lempelige ansvarsgrundlag som KSL § 361. Til trods for at bestemmelsen foreskriver, at ansvarsbedømmelsen kræver forsæt eller grov uagtsomhed, fandt Højesteret i U.1997.364 H, at en enekapitalejer ifaldt ansvar efter en almindelig culpabedømmelse og Højesteret fraveg dermed lovens udgangspunkt om grov uagtsomhed, hvilket vidner om en konkret bedømmelse afhængig af sagens omstændigheder.

Hvis der er fare for, at misbruget fortsætter, kan retten tilpligte enten den skadevoldende kapitalejer at indløse den skadelidte kapitalejer *eller* at skadevoldende kapitalejer skal sælge sine kapitalandele til de øvrige ejere til en pris, der “fastsættes under hensyntagen til selskabets økonomiske stilling og til, hvad der efter omstændighederne i øvrigt findes rimeligt.” jf. KSL § 362. I første situation, skal kapitalandelene overgå til den skadevoldende kapitalejer, mens i den anden situation skal skadevolderens kapitalandele overgå til de øvrige ejere, der herefter kan drive virksomheden videre uden den skadevoldende kapitalejer i ejerkredsen. Det formodes, at retten vil tage højde for skadelidtes præference, altså om skadelidte ønsker at blive indløst,

⁹⁶ Kruhl, 2011: 233

⁹⁷ Bryde Andersen & Lookofsky, 2016: 243ff

eller om skadelidte ønsker at drive virksomheden videre med de andre kapitalejere, efter skadelidte har købt den skadevoldende kapitalejer ud.

Hæve aftalen

Det er ikke enhver misligholdelse, der giver adgang til at hæve en ejerftale. Det obligationsretlige udgangspunkt er, at en aftale kun kan hæves ved *væsentlig* misligholdelse.⁹⁸ Betydningen af ordet *væsentlig* er dog fleksibel, hvilket er en forudsætning for dens universalitet, og indebærer, at der ikke er et generelt kvantitativt krav, såsom at misligholdelsen skal have en værdi på min. DKK 50.000, men at afgørelsen for om en misligholdelse er væsentlig og hævebegrundende, beror på en helhedsvurdering, der også kan tage andre faktorer i betragtning jf. U.2004.1784 H, hvor Højesteret udtalte "*Efter en samlet vurdering havde S væsentligt misligholdt aftalen, og K var derfor berettiget til at hæve og kræve købesummen tilbage, uanset at han havde accepteret en betydelig risiko ved indgåelsen af aftalen*". Vurderingen bør derfor inddrage aftalens indhold samt parternes intention. Sidstnævnte blev behandlet under afsnit 3.2.3.2.

Ophævelse af aftalen kan være en indgribende beføjelse at anvende, der kan have store betydninger dels for parternes retsstilling, men også for relationen mellem dem. Det er derfor naturligt, at det er den hævende part, der skal godtgøre, at hævebetingelserne var til stede på ophævelsestidspunktet.⁹⁹ Parterne har derfor mulighed for at indarbejde bestemmelse(r), der supplerer den obligationsretlige misligholdelsesbeføjelse om ophævelse, hvilket eksempelvis kan være en betinget forkøbsret.

3.3.4.2 Fortolkning af bestemmelsens ordlyd

Ejerftalens pkt. 9 om misligholdelse lyder som følger:

"9.1 Såfremt en kapitalejer væsentligt misligholder sine forpligtelser i henhold til denne ejerftale, kan selskabet eller de øvrige kapitalejere fordre hans udtræden af selskabet omgående ved at købe den misligholdende kapitalejers kapitalandele."

Indledningsvist, bemærkes det, at bestemmelsen kun finder anvendelse, såfremt en kapitalejer misligholder sine forpligtelser *væsentligt*. Bestemmelsen og ejerftalen i sin helhed forholder sig altså ikke til, hvordan misligholdelse af ikke-væsentlig karakter skal håndteres, hvorfor dette forhold reguleres af de almindelige obligationsretlige misligholdelsesbeføjelser.

⁹⁸ Bryde Andersen & Lookofsky, 2016: 219

⁹⁹ Iversen, 2019: 142

Da vurderingen af om en misligholdelse er væsentlig kan være perspektivafhængig, og dermed medføre store forskelle i opfattelser, herunder interessekonflikter, kan det være relevant for parterne at kortlægge, definere og indarbejde, hvilke forhold de anser som værende væsentlig misligholdelse af aftalen.

Den nuværende situation kan medføre en standpunktsrisiko for den part, der hævder, ejeraftalen er blevet misligholdt, idet parterne ikke har specificeret, hvilke forhold der indebærer væsentlig misligholdelse.¹⁰⁰ Såfremt partens vurdering af misligholdelsen er forkert, og det viser sig, at der ikke er sket misligholdelse, vil parten kunne blive erstatningsansvarlig. Dette kan eksempelvis være, at ejerlederen hæver ejeraftalen, fordi han mener, investoren har misligholdt den. Ejerlederen vil da løbe en standpunktsrisiko med dertilhørende erstatningsansvar, hvis vurderingen viser sig at være forkert.

Bestemmelsens ordlyd er meget overordnet og overlader et vidt skøn til parterne. Det kan dog diskuteres, hvorvidt dette er hensigtsmæssigt. Ved at anvende overordnede og vage formuleringer, overlades et skøn til parterne, men dette er på bekostning af den guidance og forudsigelighed, parterne kan få ved at genbesøge en klar og specificeret bestemmelse.

3.3.4.3 Reaktiv eller proaktiv

Hvis en kapitalejer misligholder ejeraftalen, kan selskabet og/eller de øvrige kapitalejere fordre, at den misligholdende kapitalejer sælger sine kapitalandele med et fradrag på 50% i forhold til værdiansættelsen, jf. ejeraftalens pkt. 6 og 9.3.

Det kan således konstateres, at aftaleparternes interesse til at overholde ejeraftalen er fordret af straffen ved misligholdelse i form af at sælge deres kapitalandele til halv pris. Som netop pointeret ovenfor, har parterne et stort skøn i forhold til, hvilke omstændigheder der måtte udgøre misligholdelse i henhold til ejeraftalen. Ovenfor, blev der argumenteret for, at dette kan indebære en uhensigtsmæssighed i form af lav forudsigelighed. Modsat, kan der argumenteres for, at den vage formulering vil modvirke, at en aftalepart agerer efter egne ønsker. Dette skyldes, at det qua bestemmelsens formulering er uklart, om den påtænkte misligholdelse vil være væsentlig.

Det kan yderligere bemærkes, at den ikke misligholdende part kan have en interesse i at eskalere misligholdelsesvurderingen, så forholdet betragtes som væsentligt og dermed omfattes af salgspigten. Hvis dette lykkes, vil parten have mulighed for at købe kapitalandelene med en rabat på 50%, hvilket må siges at være interessant for denne, hvis fortsættelse af samarbejdet ikke er ønsket.

På baggrund af fortolkningen af bestemmelsens ordlyd og ovenstående pointer, vurderes bestemmelsen at have til formål at *reagere* og give beføjelser, hvis betingelsen, om at et misligholdende forhold er tilstede, er opfyldt.

¹⁰⁰ Bryde Andersen & Lookofsky, 2016: 192ff

Bestemmelsen har således fokus på et post kontraktuelt forhold, altså hvad der skal ske, hvis misligholdelse indtræder. Pkt. 9 om misligholdelse kan derfor siges at være reaktiv. Bestemmelsen anses dog for at være rimelig, idet rettigheden gælder for begge parter. Der er derfor tale om en symmetrisk bestemmelse.

3.3.5 Pkt. 15 - Genforhandling mv.

3.3.5.1 Gældende ret

Dansk rets udgangspunkt er, at aftaler er bindende (*pacta sunt servanda*) jf. AFTL § 1 og DL 5-1-1 og 5-1-2. Der gælder ligeledes aftalefrihed mellem parterne, hvilket indebærer, det er op til parterne, hvad de ønsker at aftale. Dette er dog betinget af, at der er tale om legale aftaler, som ikke er urimelige jf. AFTL § 36. Det kan videre bemærkes, at det følger af princippet om aftalers bindende virkning, at en ejeraftale kan ændres, såfremt der er enighed herom blandt aftaleparterne.¹⁰¹

3.3.5.2 Fortolkning af bestemmelsens ordlyd

Nærværende afsnit vil analysere ejeraftalens pkt. 15 om ændringer af ejeraftalen og dens ordlyd. Bestemmelsen lyder således:

“15.1 Ejeraftalen kan genforhandles ved væsentlige ændringer i ejerforholdene, eller ved væsentlige ændringer af selskabets forhold.

15.2 Ændringer af ejeraftalen er alene gældende, såfremt der oprettes et tillæg til denne ejeraftale, der underskrives af samtlige kapitalejere.”

Det kan indledningsvist bemærkes, at det ud fra gældende ret er muligt for parterne at aftale en betinget genforhandling af aftalen i form af en reallokering af henholdsvis risici og beføjelser, og dermed afvige udgangspunktet i dansk ret om aftalers bindende virkning, med hjemmel i aftalefriheden.¹⁰²

Ordlyden i pkt. 15.1 foreskriver, at ejeraftalen kan genforhandles ved væsentlige ændringer i enten ejerforholdene eller selskabets forhold. Bestemmelsen indeholder *ikke* ord som “kun”, hvilket indebærer, at bestemmelsen ikke har en eksklusiv karakter, men derimod er en frivillig, supplerende mulighed for parterne. Hvis aftalen havde foreskrevet, at “ejeraftalen kan kun genforhandles ved væsentlige ændringer (...)”, ville bestemmelsen have opført udtømmende/positivt, hvilke forhold der måtte udløse genforhandling, nemlig væsentlige ændringer i selskabets forhold og ejerforhold. Bestemmelsen ville dermed afskære parterne fra at genforhandle med afsæt i en helt tredje omstændighed. Bestemmelsen indeholder heller ikke et “skal”, hvilket

¹⁰¹ Kruhl, 2011: 186

¹⁰² Østergaard, 2016: 442

igen understreger, at parterne ikke har en pligt; men derimod at bestemmelsen er fravigelig og kun bør anses som en mulighed.

Hvornår der er tale om "Væsentlige ændringer i ejerforholdene" er ikke defineret i ejaftalen, hvorfor der overlades et skøn til aftaleparterne. Det vurderes dog, at omstændigheder såsom væsentlige overdragelser af kapitalandele inter partes samt situationer, hvor tredjemand - efter forkøbsretten ikke er blevet udnyttet - er omfattet. Disse situationer vil derfor medføre en mulighed for genforhandling mellem parterne. Modsat, formodes overdragelser til et selskab, hvor selvsamme kapitalejer har 100% indflydelse i henhold til ejaftalens pkt. 6.2, ikke at opfylde væsentlighedskravet, til trods for der er formelt er tale om en ændring i ejerforholdet.

"Væsentlige ændringer i selskabets forhold" er heller ikke defineret i ejaftalen, hvorfor der ligeledes overlades et skøn til aftaleparterne. "Selskabets forhold" vurderes at være endnu bredere og mere omfattende end "ejerforholdene". Forhold af henholdsvis strategisk, finansiel, juridisk karakter, mv. formodes at kunne tolkes ind under denne kategori, såfremt der er en vis væsentlighed. Grundet fraværet af en specifikation af, hvilke forhold der hører under bestemmelsen, kan der - objektivt set - tolkes positive såvel som negative forhold ind. Der kan derfor argumenteres for, at bestemmelsen tilnærmelsesvis kan få effekt som en hardship- eller gevinstklausul. Ved *hardshipklausul* forstås en forpligtelse til at genforhandle dele af en kontrakts indhold, idet opfyldelse er blevet mere byrdefuldt som følge af en efterfølgende omstændighed, mens der ved *gevinstklausul* forstås en forpligtelse til at genforhandle, såfremt en økonomisk mulighed ikke er inkorporeret i kontraktgrundlaget.¹⁰³

Tintin-dommen, U.2003.23H, vil her blive inddraget, idet dommen tog stilling til en efterfølgende omstændighed i form af ekstraordinær økonomisk succes hos et selskab.

Dommen vedrørte en tvist mellem en oversætter og et forlag. Det var blevet aftalt mellem parterne, at oversætteren skulle oversætte Tintin seriehæfterne fra fransk til dansk, hvilket skulle honoreres med et vederlag på DKK 10 pr. oversat side. Seriehæfterne blev en stor kommerciel succes i Danmark, hvorefter oversætteren anlagde sag mod forlaget med påstand om, at forlaget skulle betale et ekstra vederlag på DKK 500.000 med henvisning til AFTL § 36. Højesteret afviste påstanden og lagde vægt på, at begge parter var professionelle, hvorfor oversætteren måtte indregne, at forholdet kunne forekomme, da de konciperede kontrakten.

Med afsæt i Tintin-dommen kan der således argumenteres for, at ekstraordinært positive økonomiske forhold ikke bør indregnes som en "væsentlig ændring i selskabets forhold", der kan udløse genforhandling i henhold

¹⁰³ Østergaard, 2016: 441ff

til ejeraftalens pkt. 15.1, fordi begge parter er professionelle og derfor må kunne indregne dette ved koncipering.

Nicolaj Højer Nielsen udtaler i interviewet, at det er en del af “gamet” som professionel investor, at man løber en høj risiko med sin investering, men at gevinsten ligeledes er højere, hvis virksomheden lykkedes.¹⁰⁴ En pointe, han illustrerer med finansiell portefølje-teori. Her spredes risikoen ved at foretage flere investeringer, hvor det forventes, at én til to ud af hans ti aktive investeringer vil blive så succesfulde, at tabet i de øvrige otte til ni andre virksomheder, der ikke lykkedes, kompenseres.

Endvidere følger et obligatorisk formkrav af ejeraftalens pkt. 15.2, der foreskriver, at aftalte ændringer skal vedlægges som et af kapitalejerne underskrevet aftaletillæg for at være gyldigt. Bestemmelsen giver ikke anledning til store udfordringer i forhold til fortolkning, da “kapitalejere” indledningsvist er defineret på forsiden som aftaleparterne.

3.3.5.3 Reaktiv eller proaktiv

Som Martin Kruhl anfører, kan en genforhandlingsklausul være et tveægget sværd. Styrken kan være fleksibiliteten, der er i at kunne genforhandle langvarige aftaler, uden at give afkald på aftalens forbindende kraft; altså en mulighed for at revidere og tilpasse aftalen til de gældende omstændigheder for parterne. Modsat, kan en part, der ikke ønsker at ændre aftalen, blot deltage i forhandlingerne, og såfremt disse ikke stiller parten bedre, nedlægge veto mod eventuelle ændringsforslag. Hvis aftalen er tavs, vil parten være berettiget til dette, da aftaleændringer kræver begge parters samtykke jf. pkt. 15.2.

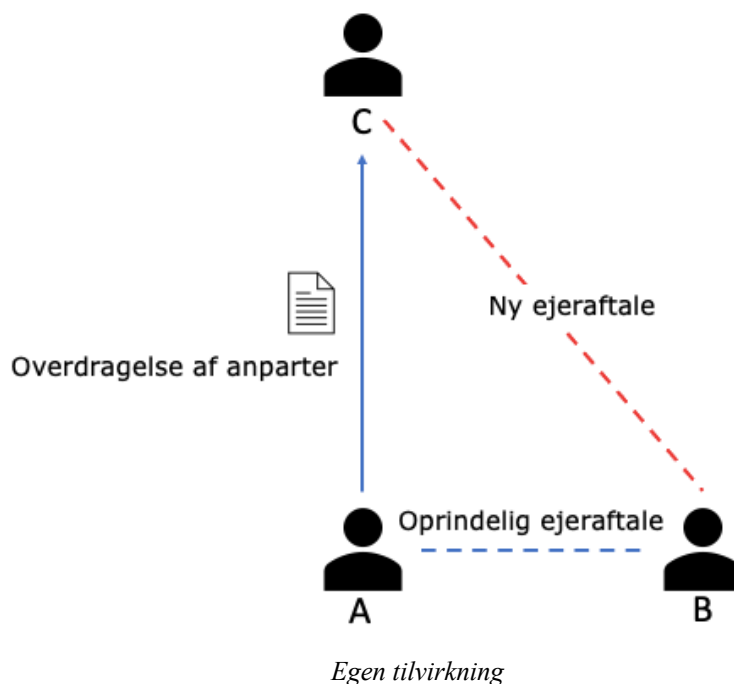
Ud fra den nuværende ordlyd af ejeraftalens pkt. 15.1, udløses genforhandling ligeledes, hvis tredjemand indtræder som kapitalejer. I den forbindelse er det relevant at inddrage pkt. 1.4 i ejeraftalen, der foreskriver, at det er en betingelse for at erhverve kapitalandele i selskabet, at erhververen tiltræder ejeraftalen. Erhververen indtræder herefter i den overdragende kapitalejers rettigheder og forpligtelser. Den overdragende såvel som modtagende part har ikke mulighed for at undslippe aftalen, idet den modtagende part blot vil succedere ind i den overdragende parts sted. Den anden kapitalejer, der vil være tilbage i selskabet, vil kunne modsætte sig de forslag, den modtagende part måtte have, såfremt den tilbageværende kapitalejer er tilfreds med aftalen. Kapitalejeren har dermed en enorm forhandlingsmagt, og aftalen kan reelt kun ændres, hvis begge parter er enige herom.

Ejeraftalen binder som udgangspunkt kun aftaleparterne, til trods for pkt. 1.4 foreskriver, at erhvervelse af anparter er betinget af tiltrædelse af ejeraftalen. Tredjemand, der erhverver kapitalandele, er altså ikke bundet,

¹⁰⁴ Bilag 2, tidskode: 14:44

og kan derfor lade være med at tiltræde aftalen, hvorefter overdrageren misligholder sin forpligtelse i ejeraftalen. Dette vil udløse misligholdelsesbeføjelsen i pkt. 9.1, hvorefter selskabet eller de øvrige ejere kan fordre den overdragende parts udtræden omgående ved at købe dens andele.

Der kan dog opstå den situation, at overdrageren allerede *har* overdraget kapitalandelene til erhververen. Dette er illustreret nedenfor.



Hvis kapitalandelene *er* blevet overdraget fra A til C, kan B ikke udnytte sin forkøbsret, der er fremført i ejerftalens pkt. 7, idet kapitalandelene allerede er overgået til C. Da C, som netop fremført ovenfor, ikke er aftalepart i ejerftalen, og ejerftalen ikke kan regulere kapitalandelenes rettigheder eller omsættelighed i forhold til tredjemand, har B svært ved at håndhæve aftalen over C. Dette er illustreret med den røde, stiplede linje. B må i den situation derfor se sig nødsaget til at gøre brug af sine misligholdelsesbeføjelser, der er præsenteret tidligere i afhandlingen 3.3.4.1.1. I dette tilfælde vurderes det at være relevant for B at rette et erstatningskrav mod A, der har forbrudt sig mod ejerftalen; netop på grund af, at aftalens misligholdelsesbeføjelser ikke formår at rumme denne situation. Søgsmålet kan antageligt anlægges efter dansk rets ulovskrevne¹⁰⁵ erstatningsregler eller KSL § 362. Erstatningsbetingelserne vurderes at være opfyldt i ovenstående situation, om end det kan være svært at kvalificere og/eller kvantificere, hvad det økonomiske tab måtte være. B kan subsidiært forsøge at få omgjort aftalen ved at anlægge sag mod A i henhold til AFTL

¹⁰⁵ Isager & Von Eyben, 2015: 43. Reglerne om erstatning er ikke i dansk ret generelt fastsat ved lovgivning, men er hovedsagelig udviklet gennem domstolspraksis.

§ 36, idet der må kunne argumenteres for, at det kan være i strid med redelig handlemåde at gøre overdragelsesaftalen gældende. Den retlige vurdering er dog op til domstolene.

Som Martin Kruhl ligeledes anfører, er lovgivning og retspraksis i forhold til ovenstående problematik *“sparsom og giver ikke noget entydigt svar, og den juridiske litteratur er splittet”*, hvorefter der følger en omfattende undersøgelse af den juridiske litteraturs vurdering.¹⁰⁶ En gennemgående pointe, der ligeledes trækker tråde fra udenlandsk ret, handler om, hvorvidt aftaleerhververen er i ond eller god tro. Erik Werlauff har af flere omgange kommenteret og forholdt sig til problemstillingen. Der er dog identificeret en vis udvikling i Werlauffs vurdering. I 1983 skrev han i sin licentiatafhandling:

*“Overdrages de aftalebundne aktier til en godtroende erhverver, kan den næppe tilpligtes at respektere aftalen. Ond tro kan ikke statueres, blot fordi aftalens eksistens var noteret i aktiebogen, som erhververen jo oftest ikke vil have ret til at kende indholdet af. Roos antager om svensk ret, at erhververen ej heller er bundet, selvom han er i god tro. Også efter dansk ret kan dette muligvis antages, men der må ifølge retspraksis gøres en undtagelse i situationer, hvor overdragelsen sker med det klare formål at omgå aktieoverenskomsten.”*¹⁰⁷

Det fremføres altså, at en godtroende erhverver, der ikke har information om, at der foreligger en ejerftale, som regulerer og begrænser kapitalandelenes beføjelser, og uagtet overdragerens onde tro, ikke vil blive bundet af denne som udgangspunkt. Undtagelsen til dette formodes dog at være, hvis overdragelsen har et klart formål med at omgå aftalen.

Jørgen Nørgaard og Erik Werlauff skriver i *“Vedtægter og aktionæroverenskomster”* fra 1995: *“En køber, der både kendte aftalens eksistens og dens klausul om at ville binde erhververe (eller om, at overdragelsen kun må ske med de øvriges samtykke eller til en erhverver, der tiltræder aftalen), må antages at ville blive bundet af aftalen. Resultatet er imidlertid ikke utvivlsomt i enhver situation, og det vil således være for firkantet at udmønte det i et udsagn om, at såfremt en aktiekøber kender (1) aftalens eksistens og (2) dens klausul om at ville binde også aktiekøbere, følger heraf undtagelsesfrit, at erhververen bindes af aftalen ved sin blotte erhvervelse af aktien, uden at han underskriver aftalen.”*¹⁰⁸

Ovenstående eksempel omhandler en erhverver, der er i ond tro, idet denne kender til eksistensen og klausulen om, at aftalen skal tiltrædes, hvilket ligeledes er tilfældet med nærværende ejerftales pkt. 1.4. Dog blødes

¹⁰⁶ Kruhl, 2011: 236ff

¹⁰⁷ Werlauff, 1983: 241

¹⁰⁸ Nørgaard & Werlauff, 1995: 76

antagelsen op og det noteres, at en mere pragmatisk vurdering bør anlægges, hvilket formodes at skulle tage udgangspunkt i de konkrete omstændigheder.

Schaumburg-Müller og Erik Werlauff fremfører hertil i 2010, at:

“Det kunne i modsætning hertil antages, at en “ondtroende” køber, der forud for købet både kendte ejeraftalens eksistens og dens klarhed om at ville binde erhververe, bindes af ejeraftalen (...) Det er imidlertid et spørgsmål, om denne traditionelle antagelse, der meget muligt også vil være mange juristers første svar på spørgsmålet, er holdbar. Hvis man køber andre former for aktiver, f.eks. en bil eller en båd, og sælgeren har indgået en aftale om salgsgenstanden med tredjemand, f.eks. om en bestemt anvendelse, en gensidig låneordning eller lign., vil man som køber normalt ikke blive bundet af aftalen, uanset om man kendte denne forud for købet (...) Der er således for det første intet grundlag for at antage, at netop ejeraftaler skulle have videregående tredjemandsvirkninger end alle andre aftaler, og der er heller intet grundlag for at antage, at ejeraftaler skulle kunne antages automatisk at pålægge parternes kapitalandele én eller anden form for tinglig byrde.”¹⁰⁹

Det er sidstnævnte passage, om at ejeraftaler *ikke* har en vidtgående virkning for tredjemand, der tilnærmelsesvis kan siges at stride mod argumentet fremført i 1995, om at en erhverver, der er bevidst om betingelsen, om at aftalen skal tiltrædes, kan bindes.

Det bør bemærkes, at hele eksemplet ovenfor er forudsat, at forkøbsret og omsættelighedsbegrænsninger ikke fremgår af vedtægterne. Vedtægterne har nemlig selskabsretlig gyldighed, hvorfor de skal respekteres af tredjemand. Så snart vedtægterne er blevet registreret hos Erhvervsstyrelsen, og dermed opnået selskabsretlig gyldighed, skal tredjemand respektere dem og ifalder herefter ond tro, hvis der forbrydes mod dem.

Afslutningsvis, kan formkravet i pkt. 15.2, i form af at fremtidige aftaler skal indgås som underskrevne aftaletillæg, siges at have en præventiv effekt når en part handler efter egne ønsker. Ved at fremtidige aftaler i henhold til ejeraftalen skal udarbejdes skriftligt, sikres det, at parterne skal nedfælde deres aftale og dermed tage stilling til formulering og indhold samt underskrive det. Disse processuelle skridt giver parterne en ekstra chance for at vurdere, om de ønsker at tiltræde aftaletillægget eller ej, men det er også - som tidligere nævnt - lettere at bevise, hvad der er blevet aftalt og hvornår. Hvis formkravet ikke var udformet sådan, og mundtlige aftaler dermed var tilladt, vil en part kunne påberåbe sig, at en aftale var eller ikke var indgået, henset til den manglende dokumentation. Så formkravet vil kunne forebygge og modvirke en sådan uønsket adfærd.

¹⁰⁹ Schaumburg-Müller & Werlauff, 2010: 96

Bestemmelsen om genforhandling vurderes at indeholde proaktive elementer, idet bestemmelsen foreskriver prækontraktuelt, at der kan ske en genforhandling, såfremt der sker væsentlige ændringer i selskabets forhold eller ejerforhold på et senere tidspunkt. Dette kan være med til at sikre en dialog mellem parterne, hvorefter ejeraftalen i højere grad anvendes som et styringsværktøj.

De ovenstående analyser af den nuværende ejerftale mellem investoren og ejerlederen har påvist en klar overvægt af reaktive bestemmelser, som i mindre grad fordrer fælles værdiskabelse og engagement hos parterne. På den baggrund vil det følgende afsnit derfor undersøge, om det er muligt for parterne at indføre incitamentsaflønning i ejerftalen, som kan være med til at fodre fælles værdiskabelse hos parterne på tidspunktet for kontraktkoncipering. Samtidig vil det blive undersøgt, hvordan forskellige aflønningsformer kan reguleres i ejerftalen, samt hvilke fordele og ulemper dette vil medføre i den konkrete case.

3.6 Incitamentsaflønning i ejerftaler

I mange brancher er det almindeligt at yde ekstraordinært vederlag til medarbejdere, bestyrelsesmedlemmer, direktionen eller andre, som har en særlig indflydelse på selskabet. Dette sker typisk i form af optioner, warrants eller andre former for variabel aflønning, da det skaber en fleksibilitet blandt ejerne i virksomheden frem for at låse alle parter i bestemte ejerrammer.¹¹⁰ Aflønningsformen benyttes ofte i startups, som sjældent har den fornødne likviditet til at lønne højt kvalificerede medarbejdere, ledere eller andre former for nøglepersoner i virksomheden.¹¹¹ Foruden at fungere som løn, kan det også være med til at skabe særlige loyalitetsbånd, motivation og engagement hos de personer, der får tildelt vederlaget.

Rikke Eckhoff Høvding, CEO of the Norwegian Venture Capital & Private Equity Association har udtalt følgende:

*“The venture capital industry is heavily dependent on founders having incentives to drive the business forward and not to leave ship when problems arrive. Investors invest in people, and they prefer a founding team that is capable and incentivized.”*¹¹²

Dette understøttes af Harri Manninen, som er partner i Play Ventures¹¹³, der ligeledes udtaler:

¹¹⁰ Banner-Voigt & Rasmussen, 2009: 39f

¹¹¹ Bryde Andersen, 2016: 74

¹¹² ByFounders, 2021

¹¹³ International venture kapitalfond, der investerer tidligt i gaming-virksomheder.

“Having angel investors with more equity than founders (...) can lead to resentment and a misalignment between commitment, risk and reward. Some early angel investors (...) may have a significant value impact in the beginning and have a place in the ecosystem. But their share of equity should not be outsized in a way that would hinder the future growth and fundraising opportunities of a company — which would also be a problem for them.”¹¹⁴

Citaterne understreger betydningen af, at anvendelsen af de rette motivationsfaktorer og ejerforhold mellem investor og ejerleder i Udv. 17 ApS, kan medvirke til at skabe sammenfaldende interesser og merværdi i selskabet. I det følgende vil det derfor blive undersøgt, hvilke former for incitamentsaflønnning investoren og ejerlederen i Udv. 17 ApS kan indføre og regulere i ejeraftalen.

3.6.1 Tildeling af kapitalandele

Først og fremmest, skal det undersøges, om der opstår aftale- eller selskabsretlige problemstillinger, hvis investoren og ejerlederen i Udv. 17 ApS indgår en aftale om aflønning ved brug af i forvejen udstedte kapitalandele.

Tildeling af eksisterende kapitalandele er ikke reguleret i hverken aftale- eller selskabsloven og er underlagt aftalefrihed. Aflønningsformen må betegnes som en enkel form for vederlæggelse, da der ved denne hverken skal foretages en værdiansættelse af de eksisterende kapitalandele eller findes markedspris, som ofte er det mest komplicerede, da der er tale om ikke-børsnoterede kapitalandele.¹¹⁵

Et eksempel på tildeling af kapitalandele er, at investoren overdrager en del af sine anparter til ejerlederen i Udv. 17 ApS, hvis selskabet når visse aftalte delmål, såsom en bestemt overskudsgrad i selskabet, lancering af produkt, internationalisering mv.

På nuværende tidspunkt har parterne ikke indført en bestemmelse om tildeling af kapitalandele i ejeraftalen, jf. bilag 1, og en sådan mulighed vil derfor skulle skrives ind som tillæg til ejeraftalen jf. pkt. 15.2, hvis investoren og ejerlederen ønsker at benytte denne mulighed.

Det kan konkluderes, at tildeling af eksisterende kapitalandele fra en part til en anden ikke giver anledning til hverken selskabsretlige eller aftaleretlige komplikationer, så længe ejeraftalen regulerer dette forhold.

¹¹⁴ ByFounders, 2021

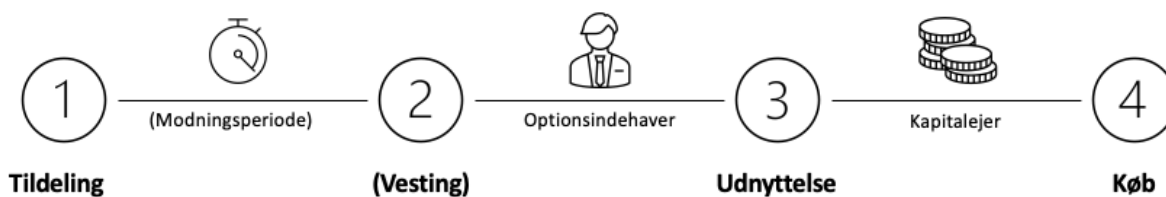
¹¹⁵ Andersen, et.al., 2019: 3

3.6.2 Købs- og salgsoptioner

En anden mulighed for incitamentsaflønning, som parterne kan gøre brug af, er en optionsordning. De fleste vederlagsordninger med tildeling af kapitalandele er netop opbygget som en optionsordning.¹¹⁶

Optioner kommer typisk til eksistens ved indgåelse af en aftale mellem eksisterende kapitalejere, der ejer de omfattede kapitalandele, og den part, der bliver tildelt optionen. Det kræver således ikke en ændring af vedtægterne eller en generalforsamlingsbeslutning, når der skal indgås en aftale om optioner, da dette ikke er reguleret i selskabsloven. Optionsaftaler anvendes typisk i selskaber, hvor det underliggende aktiv er en aktie, der er optaget til handel på et reguleret marked; dog er der intet til hinder for, at en optionsaftale anvendes i startups, hvor det underliggende aktiv typisk er anparter. Ofte kan det dog være mere kompliceret at beregne optionsværdien for et anpartsselskab end et aktieselskab, der har aktier optaget til handel på et reguleret marked. Investoren og ejerlederen kan dog gøre brug af Ligningsrådets formel, som er en godkendt og let anvendelig metode til at værdiansætte optioner.¹¹⁷

Da afhandlingen tager udgangspunkt i UdV. 17 ApS, er det underliggende aktiv anparter. Det følger hertil af KSL § 138, stk. 1, at ledelsen kan aflønnes med både fast og variabel løn. Optionsaftaler indeholder købs- og/eller salgsoptioner. Ved en *købsoption* forstås en ret, men ikke en pligt, til at købe det underliggende aktiv til en på forhånd aftalt pris på et aftalt tidspunkt.¹¹⁸ Modsat, giver en *salgsoption* en ret, men ikke en pligt, til at sælge det underliggende aktiv til en på forhånd aftalt pris på et aftalt tidspunkt.¹¹⁹ Købsoptionen er særlig relevant ved incitamentsaflønning, hvorimod salgsoptionen kan være relevant ved forhold såsom exit i form af børsnotering, tvist, misligholdelse mv. Eftersom fokus i indeværende afsnit er at undersøge optioner som aflønning, vil det følgende udelukkende tage udgangspunkt i købsoptioner.



Egen tilvirkning

For købsoptioner gælder det samme udgangspunkt som for tildeling af i forvejen udstedte kapitalandele, nemlig at dette forhold ikke er reguleret i selskabs- eller aftaleloven, hvorfor parterne er frit stillet for at aftale

¹¹⁶ Bryde Andersen, 2016: 76

¹¹⁷ Aktieløns artikel: 1

¹¹⁸ Banner-Voigt & Rasmussen, 2009: 33

¹¹⁹ Banner-Voigt & Rasmussen, 2009: 33

en sådan type incitamentsaf lønning i deres ejerftale. En sådan ordning er ikke reguleret eller indeholdt i den nuværende ejerftale, jf. bilag 1, og det vil derfor skulle indskrives i den kommende ejerftale mellem parterne.

Når der er tale om en aftale, der giver en part ret til at købe anparter på et senere tidspunkt, er det relevant at undersøge om aktieoptionsloven finder anvendelse på en incitamentsaf lønning mellem investoren og ejerlederen i Udv. 17 ApS.

Det følger indledningsvist af lovens § 1, at loven udelukkende finder anvendelse på lønmodtagere i et ansættelsesforhold. I lovens § 2 defineres en lønmodtager som en person, der modtager vederlag for personligt arbejde i tjenesteforhold. Definitionen svarer til den sædvanlige definition i den arbejdsretlige lovgivning, hvilket indebærer, at direktører, som er registreret hos Erhvervsstyrelsen, ikke er omfattet af aktieoptionsloven.¹²⁰

Aktieoptionsloven finder således ikke anvendelse på Udv. 17 ApS' ejerleder qua hans rolle som fungerende direktør i selskabet.

3.6.2.1 Fordele og ulemper ved købs- og salgsoptioner

Ved at parterne indfører en købsoption i ejerftalen, vil der blive skabt en større motivation hos ejerlederen, henset til han får stillet en større ejerandel i sigte. Dette er til gavn for begge parter i samarbejdet, da begge har en interesse i, at de aftalte delmål, der udløser købsoptionen, nås. Ejerlederen får dermed ret til at købe de aftalte anparter og dermed en andel i fremtidige værdistigninger, mens investoren værdi af de resterende kapitalandele er steget, samtidig med han får en sum for de indløste optioner. Det er ligeledes en fordel ved købsoptioner, at der ikke skal ske en kapitalforhøjelse efter selskabslovens kap. 10.

En ulempe ved købsoptioner er dog, at investorens ejerandel kan blive væsentlig mindre, hvis der tildeles et stort antal anparter ved udnyttelse. Parterne bør derfor sikre, at den merværdi investorens anparter vokser opvejer antallet af overdragne kapitalandele til ejerlederen, således at investoren ikke bliver dårligere stillet ved denne ordning.

3.6.3 Tegningsoptioner (warrants)

En tredje måde, investoren og ejerlederen i Udv. 17 ApS kan benytte som incitamentsaf lønning, er tegningsoptioner, også kaldet en tegningsret eller warrant. Disse giver en ret, men ikke en pligt, til at tegne nye kapitalandele i selskabet på et nærmere angivet tidspunkt, eller i en nærmere angivet periode, til en på forhånd fastsat kurs.¹²¹ Der skal i den forbindelse foretages en kapitalforhøjelse i overensstemmelse med kapitel 10 i

¹²⁰ Banner-Voigt & Rasmussen, 2009: 329

¹²¹ Banner-Voigt & Rasmussen, 2009: 35

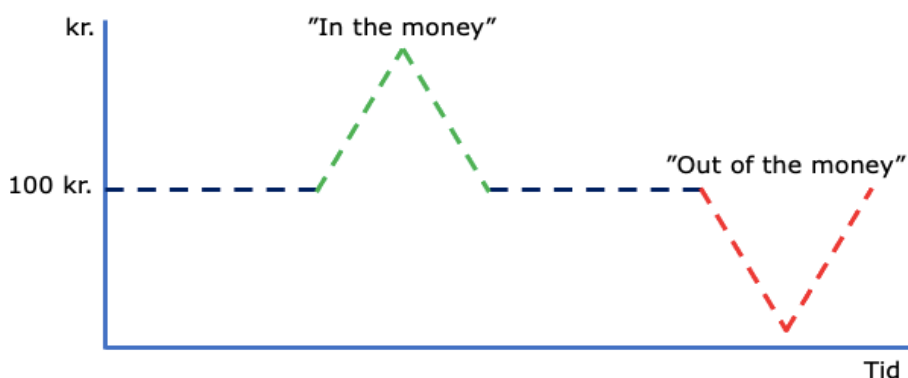
selskabsloven, såfremt retten udnyttes.¹²² Warrants giver således ikke stemmeret før efter udnyttelsestidspunktet og kapitalforhøjelsen er blevet foretaget.

Warrantaftaler indeholder ofte et vilkår om en modningsperiode “vesting” efter tildelingen, hvilket betyder, at indehaveren ikke kan udnytte sine warrants i en nærmere afgrænset periode, da de er “låst”.¹²³ Efter modningsperioden kommer der en udnyttelsesperiode, hvor indehaveren kan udnytte sin ret. Da warranten ikke indebærer en pligt til at købe kapitalandelene, er der ingen betydelig risiko forbundet hermed, da det står indehaveren frit for, om denne vil udnytte retten eller ej.



Egen tilvirkning

Hvis værdien af kapitalandelene er under udnyttelseskursen, og optionen ikke udnyttes, taber indehaveren kun det, den har betalt for optionen.¹²⁴ Dette kaldes “out of the money”. Hvis kursen derimod stiger og er over udnyttelseskursen, vil optionsindehaveren kunne sælge sine kapitalandele og realisere en gevinst i form af differencen. Dette kaldes “in the money”. Dette ses illustreret nedenfor.



Egen tilvirkning

¹²² Banner-Voigt & Rasmussen, 2009: 36

¹²³ Banner-Voigt & Rasmussen, 2009: 35f

¹²⁴ Banner-Voigt & Rasmussen, 2009: 35

Selskabsloven regulerer udstedelsen af warrants i KSL §§ 167-170. Det følger direkte af KSL § 167, at det er generalforsamlingen, som kan beslutte at udstede tegningsoptioner. Udstedelsen må ikke ske til underkurs jf. KSL § 154, stk. 2, hvilket vil sige, at de ikke må tegnes til under kurs 100 (pari). Hvis selskabet har truffet beslutning om at udstede tegningsoptioner, og indehaveren efterfølgende udnytter sin ret, er selskabet forpligtet til at foretage en kapitalforhøjelse, idet en option netop handler om at tegne nye kapitalandele og ikke overdrage eksisterende. Det følger endvidere af KSL § 168, at en sådan beslutning skal optages i vedtægterne samt registreres i Erhvervsstyrelsens it-system. Tredjemand kan derfor se, at der er udstedt tegningsoptioner og hvilke vilkår, de er udstedt med.

For at Udv. 17 ApS kan udstede warrants, skal selskabet således afholde en generalforsamling, hvor et vedtægtsflertal beslutter at udstede warrants, eller bemyndiger selskabets øverste ledelsesorgan til at kunne foretage tildelingen samt den senere kapitalforhøjelse jf. KSL §§ 167-169 jf. KSL §§ 154 og 155.

Når optionerne bliver udnyttet og kapitalforhøjelsen er foretaget, udstedes en række nye anparter. Det bemærkes, at der i den forbindelse intet er til hinder for, at parterne aftaler, at de nyudstedte anparter vil være omfattet af en på forhånd fastlagt ejeraftale. Dette kan eksempelvis være relevant, såfremt kapitalejerne ønsker at udvide warrantprogrammets deltagerkreds.

3.6.3.1 Fordele og ulemper ved tegningsoptioner (warrants)

Fordelen ved at anvende warrants frem for optioner er, at der er tale om et kapitalindskud i virksomheden samt at der ikke stilles krav til selskabets egenkapital eller likvider, idet selskabet ikke skal erhverve egne anparter.¹²⁵

Ulempen ved at aflønne med warrants frem for optioner er, at processen er tungere, da udstedelsen af warrants er et anliggende for generalforsamlingen. Dette vurderes dog ikke at være et problem i Udv. 17 ApS, henset til der kun er to kapitalejere.¹²⁶

3.6.4 Risiko

Der er grundlæggende en forskel i den risiko, parterne påtager sig ved henholdsvis tildelings- og optionsmodellen. I optionsmodellen præsterer indehaveren ved udnyttelsen en selvstændig investering, han risikerer at tabe, hvis værdien af anparterne falder, hvorimod det er profitabelt for indehaveren, hvis værdien af anparterne er højere end optionen. Optionen indebærer derfor en højere grad af usikkerhed, da indehaveren ikke er sikker på en profit, idet denne er afhængig af kapitalandelenes værdi.

¹²⁵ Banner-Voigt & Rasmussen, 2009: 104

¹²⁶ Banner-Voigt & Rasmussen, 2009: 104

Tildelingsmodellen opleves ikke på samme måde som en selvstændig investering, da anparterne blot tildeles indehaveren, hvormed indehaveren ikke bærer en risiko.

3.6.5 Betingede anparter

En anden måde, ejerlederen kan aflønnes på, er ved at gøre anparterne betingede, så ejerlederen først bliver ejer af anparterne på et senere tidspunkt. Konceptet er inspireret af amerikansk ret og kaldet “Restricted Stock Units”, hvilket kan oversættes til *betingede kapitalandele* på dansk, og kan anvendes med anparter.¹²⁷ Aflønningsformen kan potentielt skabe et større sammenfald mellem investoren og ejerlederens interesser end tildelingen af anparter, købsoptioner eller tegningsoptioner kan, da tildelingen af anparterne afhænger af de fælles aftalte betingelser. Den betingede aflønning af anparter kan ske ved enten RSU’s eller SPSA, og er illustreret nedenfor.

For RSU’s gælder det, at ejerlederen kun får ret til alle eller en del af anparterne, hvis han er ansat i Udv. 17 ApS på udnyttelsestidspunktet (pkt. 3), som typisk vil være efter en modningsperiode (pkt. 1-2).¹²⁸ Formålet med denne betingelse er at knytte ejerlederen til selskabet i mere end blot en kort årrække.

For SPSA’s gælder det, at ejerlederen foruden ansættelsesbetingelsen er betinget af andre mål, såsom caseselskabets værditilvækst.¹²⁹ Denne betingelse kan være med til at sikre, at der er overensstemmelse mellem investorens og ejerlederens vækststrategi. Betingelsen kan f.eks. være afhængig af delmål såsom indtjenings- eller omsætningsniveau mv. For SPSA’s gælder det ligeledes, at der efter tildeling er en modningsperiode.



Egen tilvirkning

Ofte vil det være mere hensigtsmæssigt at betinge tildelingen af anparterne (pkt. 1) frem for udnyttelsen af dem (pkt. 3).

¹²⁷ Juel Hansen, 2005: 66f

¹²⁸ Juel Hansen, 2005: 68

¹²⁹ Banner-Voigt & Rasmussen, 2009: 60

Er tildelingen betinget, vil ejerlederen, der opfylder de aftalte målsætninger, være sikker på at få en belønning i form af værdien af de tildelte anparter. Der vil således være sammenhæng mellem målopfyldelse og belønning.¹³⁰

Er udnyttelsen derimod betinget, er der ikke altid en tilsvarende sammenhæng mellem målopfyldelse og belønning, da anparterne kan være værdiløse på udnyttelsestidspunktet på grund af faktorer, som ejerlederen ikke er herre over. Dette kan således virke direkte demotiverende for ejerlederen.

3.6.6 Fordele og ulemper ved betingede

Fordelen ved RSU's eller SPSA's er, at ejerlederen i højere grad har mulighed for at blive bundet i en periode end ved tildeling af anparter, købsoptioner eller warrants. Samtidig kan der argumenteres for, at både RSU's og SPSA's kan være med til at skabe en motivationsfaktor hos ejerlederen, som i højere grad end de andre aflønningstyper, kan bidrage til at skabe interessefællesskab mellem investoren og ejerlederens mål med selskabet. Det kan derfor konkluderes, at denne aflønningsform er mest egnet til at indføre i ejeraftalen, hvis parterne ønsker dette.

Ulemperne ved RSU's og SPSA er dog, at de bygger på udenlandske incitamentsordninger, og derfor er udarbejdet på grundlag af andre retssystemer end det danske. Dette kan gøre dem vanskeligere at håndhæve og indpasse under dansk lovgivning.

3.7 Juridisk delkonklusion

Det kan på baggrund af den juridiske analyse konkluderes, at ejeraftaler defineres bredt, og dækker over ethvert forhold, der vedrører udøvelsen af kapitalejernes forvaltningsmæssige, dispositions mæssige eller økonomiske beføjelser. For ejeraftaler er der aftalefrihed, og det står derfor parterne frit for, hvad de ønsker at regulere. Dog følger det af KSL § 82, at ejeraftaler ikke er bindende for de beslutninger, der træffes på generalforsamlingen, som er dét organ, investoren og ejerlederen samarbejder i, med den nuværende, enstrengede ledelsesstruktur.

Ved en efterfølgende analyse af ejeraftalens pkt. 7 om forkøbsret, pkt. 8 om medsalgret/-pligt, pkt. 9 om misligholdelse og pkt. 15 om genforhandling kan det konkluderes, at ordlyden af bestemmelserne er uhensigtsmæssigt vagt formuleret. Dette kan medføre, at den tiltænkte sikring af parternes retsstilling ikke opnås og skabe udfordringer i forbindelse med ordlydsfortolkning.

Med afsæt i den juridiske definition af reaktive og proaktive bestemmelser, kan det samtidig konkluderes, at de udvalgte bestemmelser i overvejende grad er reaktive. Fraværet af proaktive bestemmelser kan medvirke til, at parterne ikke får skabt de fornødne sammenfaldende interesser, som kan være til gavn for parternes samarbejde i UdV. 17 ApS.

¹³⁰ Banner-Voigt & Rasmussen, 2009: 60

Det kan afslutningsvist konkluderes, at parterne kan regulere tildeling af kapitalandele, købsoptioner, tegningsoptioner og betingede anparter i ejeraftalen. På baggrund af de forskellige incitamentsaflønnings fordele og ulemper, er betingede anparter i form af SPSA's den aflønningsform, som i højere grad end de andre binder parterne i samarbejdet. Fordelen ved denne incitamentsaflønningsform er nemlig, at den er betinget af performance delmål, som er med til at skabe værdi for selskabet samt kan være relevant for at fastholde nøglepersoner i udviklingsvirksomheder.

Kapitel 4: Økonomisk analyse

4.1 Indledning

Dette afsnit vil indledningsvist anvende PA-teori for at analysere, hvorledes der kan opstå moral hazard mellem investoren og ejerlederen. Dernæst, vil parternes respektive risikoprofiler blive undersøgt, hvor det vurderes, hvordan parterne bør allokere risikoen mellem dem. Det vil herefter blive vurderet, hvilken incitamentskontrakt der er mest optimal for parterne, givet deres informationsniveau og risikoprofiler. Hertil inddrages Milgrom og Roberts fire principper, der bør tages i betragtning ved udformningen af den optimale incitamentskontrakt. Den økonomiske analyse vil afslutningsvist undersøge ejerlederens præferencer ud fra et nytteteoretisk perspektiv. I den forbindelse inddrages også forventningsteori for at undersøge, hvordan belønningssystemer kan anvendes som motivationsfaktor for ejerlederen

4.2 Principal-agent teori

4.2.1 Indledning

For at analysere, hvordan parterne kan sikre incitamentsforenelighed i samarbejdet gennem ejeraftalen, vil PA-teori blive inddraget. Teorien vil anvendes til at analysere forholdet mellem investoren og ejerlederen samt illustrere de problemstillinger, der kan opstå efter aftaleindgåelse, herunder opportunistisk adfærd.

Afsnittet vil først redegøre for teoriens bestanddele, forudsætninger og antagelser. Dernæst vil problemstillingen om agentens mulighed for at skjule sine handlinger efter kontraktindgåelse, også kaldet "moral hazard", blive gennemgået, mens der afslutningsvist vil blive præsenteret forslag til løsning af problemstillingen.

4.2.2 Teoriens bestanddele, forudsætninger og antagelser

4.2.2.1 Bestanddele

PA-teorien analyserer spændingsfeltet mellem to parter, henholdsvis en *principal*, der engagerer en anden part kaldet en *agent* til at udføre en bestemt handling.¹³¹ Forholdet er reguleret af en kontrakt, der som udgangspunkt er formuleret af principalen, hvorefter det er op til agenten at acceptere eller afvise kontrakten. Såfremt agenten accepterer kontrakten, er det efterfølgende op til agenten at bestemme, hvilken indsats den vil yde. Teorien har ikke en prædefineret variabel for agenten, hvilket medvirker til, at modellen kan siges at have et bredt analyseområde. Variablen kan eksempelvis være antallet af arbejdstimer eller kvaliteten af arbejdsindsatsen.

¹³¹ Knudsen, 1997: 164 og Hendrikse, 2003: 90

4.2.2.2 Forudsætninger

Teorien, der er kort opsummeret ovenfor, forudsætter tre elementer er opfyldt: nytteoverskud, interessekonflikt samt asymmetrisk information.¹³²

Nytteoverskud handler om, at to personer kun vil indgå et kontraktforhold, hvis der er mulighed for at skabe et overskud for begge parter.¹³³ Det er der, når principalen kan opnå et overskud ved at få agenten til at udføre en række handlinger mod vederlag, når vederlaget giver agenten en større nytte end hvis agenten ikke udførte handlingerne.

I relation til afhandlingens case, skal det kunne betale sig for investoren at engagere ejerlederen. Forudsætningen antages at være opfyldt, om end den vil blive uddybet senere.

Interessekonflikt handler om, at agenten ikke nødvendigvis har samme interesse(r) som principalen. Dette kan eksempelvis være, at agenten handler til egen fordel, så det gavner denne finansielt, i forhold til omdømme, indflydelse, karriereudvikling mv. Det kan også være, at en yderligere indsats for agenten vil være værdsat af principalen, men ikke nødvendigvis af agenten selv, da det for sidstnævnte indebærer en øget arbejdsbyrde.¹³⁴ Ifølge Berle og Means kan det lede til, at direktører vil handle egennyttigt på bekostning af kapitalejerne¹³⁵; en tese nærværende afhandling undersøger. Forudsætningen vurderes at være opfyldt, da det formodes, at ejerlederen som direktør og stifter kan have interesser, der er i konflikt med investorens.

Asymmetrisk information, der er den sidste forudsætning, er af Stiglitz blevet defineret som “when different people know different things.”¹³⁶ I henhold til PA-teorien antages det, at agenten har en overlegen indsigt i og information om dennes handlinger og det omkringliggende miljø.¹³⁷ Information, der kun er tilgængelig for den ene part, kaldes privat information, mens information, der er offentligt tilgængelig for begge parter, kaldes offentlig information.¹³⁸ Udgangspunktet i teorien er, at principalen, der har engageret agenten, kun kan observere resultatet af arbejdsindsatsen. Modsat, har agenten information om sin egen arbejdsindsats samt arbejdsforholdene.

Forudsætningen vurderes ligeledes at være opfyldt, da investoren med den nuværende ejeraftale har svært ved at overvåge ejerlederens handlinger. Samtidig ligger ejerlederen qua sin rolle som direktør inde med flere informationer om selskabets situation end investoren gør. Dette skyldes, at ejerlederen har med den daglige

¹³² Hendrikse, 2003: 91

¹³³ Hendrikse, 2003: 91

¹³⁴ Hendrikse, 2003: 91

¹³⁵ Berle & Means, 1932

¹³⁶ Stiglitz, 2002: 469

¹³⁷ Hendrikse, 2003: 92f

¹³⁸ Conelly et.al., 2010: 41f

ledelse at gøre, og i dette arbejde vil han unægteligt have adgang til mere uddybende information end investoren.

4.2.2.3 Antagelser

I PA-teorien antages det oftest, at principalen er *risikoneutral* og agenten er *risikoavers*.¹³⁹ Parternes villighed til at acceptere en given risiko (risikotolerance) afhænger blandt andet af deres respektive forretningsspredning, hvor meget parterne har mulighed for at påvirke udfaldet af kontrakten samt deres finansielle udgangspunkt.¹⁴⁰ Parternes risikoprofil og den optimale risikoallokering vil nærmere blive analyseret i afsnit 3.3.

Det antages derudover, at der er *usikkerhed* med hensyn til sammenhængen mellem indsats og overskud. De fleste kontrakter indebærer en form for usikkerhed for parterne, idet både eksogene og endogene faktorer kan påvirke muligheden for at opfylde kontrakten. Endogene faktorer er parterne selv herre over, mens parterne ikke kan påvirke de eksogene faktorer. Både de eksogene og endogene faktorer vil dog have en indvirkning på resultatet. Det antages, at der ved de forskellige udfald kan knyttes en sandsynlighed på.¹⁴¹

Afslutningsvis, kan det bemærkes, at PA-teorien antager, at parterne er *fuldt rationelle*. Dette indebærer, at parterne antages at være i stand til at overskue alle valgsituationer og udfaldet af disses, givet informationsniveauet. Der er med andre ord ingen begrænsning for, hvad parten kan kapere i forhold til rationale og opfattelse. Dette indebærer, at principalen er *gevinstmaksimerende* og agenten er *nyttmaksimerende*.¹⁴²

4.2.2.4 Modifikation af antagelser

Ovenstående afsnit har kort redegjort for PA-teorien og dens forudsætninger og antagelser. Teorien kan med fordel anvendes til at illustrere og analysere forholdet og de problemstillinger, der kan opstå, mellem investoren og ejerlederen. Dette kan f.eks. være asymmetriske informationsniveauer, hvor agenten i form af ejerlederen vil kunne agere opportunistisk. Teorien vil blive anvendt til at analysere, hvordan principalen i form af investoren bør forholde sig for at forebygge disse situationer. PA-teorien forudsætter typisk et over-/underordningsforhold, hvor principalen er den overordnede, mens agenten er den underordnede.

I casen er investoren kapitalejer, mens ejerlederen er både direktør og kapitalejer. Der er derfor ikke et over-/underordningsforhold. Det antages derfor, med inspiration fra Berle og Means¹⁴³, at investoren er principalen og ejerlederen er agenten.

¹³⁹ Bergen, Dutta & Walker, 1992: 4

¹⁴⁰ Bergen, Dutta & Walker, 1992: 4

¹⁴¹ Bregm, 2004: 9

¹⁴² Bregm 2004: 9

¹⁴³ Berle & Means, 1932

Teorien anvender en række antagelser, der er af stærk teoretisk karakter. Dette afsnit vil redegøre for de modifikationer af teorien, afhandlingen benytter. Modifikationerne foretages for at afspejle virkeligheden bedst muligt.

Som fremhævet i afsnit 1.10.3, tillægges parterne begrænset, strategisk rationalitet. Dette skyldes, at investoren og ejerlederen antages at agere begrænset rationelt. Til trods for parterne antages at have fagligt og socialt høje kapaciteter, vurderes det, at det begrænsede rationalitetsbegreb bedst stemmer overens med virkeligheden og menneskelig fatteevne, hvorfor dette vil blive anvendt.

Ejerlederen og investoren antages ligeledes at ville tilrettelægge deres handlinger, så deres nytte og overskud maksimeres samt deres personlige mål tilgodeses. Det strategiske rationalitetsbegreb vil derfor ligeledes blive inddraget.

4.2.3 Moral hazard

Dette afsnit vil analysere problemstillingen om ejerlederens mulighed for at foretage skjulte handlinger i perioden efter indgåelse af ejaftalen, også kaldet moral hazard. Afsnittet vil tage udgangspunkt i forholdet mellem investoren som principal og ejerlederen som agent.

Det vurderes, at ejerlederen i perioden efter indgåelsen af ejaftalen vil have et signifikant bedre informationsniveau om sine egne handlinger og virksomhedens finansielle og strategiske forhold, sammenholdt med investoren. Investoren har nemlig som udgangspunkt kun ret til at få information om selskabet på dets ordinære generalforsamling, der skal afholdes én gang om året. Her kan investoren gennem selskabets årsrapport udlede, hvorvidt selskabet har en finansiell ønskelig performance samt vurdere, hvordan selskabet disponerer sin kapital, men har altså kun adgang til denne information én gang om året. Ejerlederen har derimod - qua sin position som direktør i selskabet - en indsigt i den daglige drift, men også væsentlige områder såsom produktudvikling og kundetilgang/-afgang, som investoren ikke har.

Det kan altså konstateres, at ejerlederen har en masse privat information, investoren ikke har, og der er altså tale om et asymmetrisk informationsforhold mellem parterne.

Det asymmetriske informationsforhold, hvor investoren ikke kan monitorere, hvad ejerlederen foretager sig, kan medføre en risiko for opportunistisk adfærd. Altså en situation hvor ejerlederen udnytter, at investoren ikke kan overvåge, til sin fordel. Dette kaldes også *shirking*. Et eksempel på dette kan være, at ejerlederen primært vælger de investeringsprojekter, der er de mest prominente, men ikke nødvendigvis de mest rentable for selskabet. Derved kan ejerlederens personlige agenda om pleje af renommé tilfredsstilles, dog på bekostning af selskabets økonomi, der derved også ville have tilgodeset både ejerlederen og investoren, idet begge er

kapitalejere. Denne situation kan netop opstå for ejerlederen qua sin rolle som direktør har til opgave at varetage den daglige ledelse af selskabet. Investoren har derimod som udgangspunkt ikke indflydelse på eksempelvis investeringsprojekter, og kan derimod kun udøve sin indflydelse på generalforsamlingen.

Ovenstående tese kan dog udfordres; der kan nemlig argumenteres for, at ejerlederen med sin ejerandel på 60% har en stærkere økonomisk præference for at tage økonomisk attraktive investeringsprojekter, da han vil få en større ret til overskuddet end investoren, der har 40%, hvis der isoleret set ses på økonomi som variabel for motivation.

Problemstillingerne kan være mange, men pointen er, at der kan konstateres en potentiel manglende incitamentsforenelighed og målkongruens mellem parterne. Nærværende afsnit vil ikke uddybe eller eksemplificere problemstillingen om moral hazard yderligere, idet fokus vil være, hvordan man kan konstruere en ejeraftale, der sikrer, at parterne har incitamentsforenelighed og tilnærmelsesvis et interessefællesskab.

Moral hazard kan afhjælpes gennem ejeraftalen, der kan bruges som middel til incitamentsstyring, hvis den udformes korrekt.¹⁴⁴ Den følgende analyse vil derfor undersøge parternes risikoprofiler og forsøge at finde den mest effektive risikoallokering mellem parterne, idet en effektiv risikoallokering i ejeraftalen kan ensrette parternes interesser og skabe incitamentsforenelighed, og dermed forsøge at nedsætte risikoen for moral hazard.

4.3 Parternes risikoprofiler

Risikofordelingen i en ejeraftale afhænger blandt andet af parternes risikovillighed. Overordnet opereres der med tre forskellige risikobegreber: risikoaversion, risikoneutralitet og risikovillighed.

En risikoavers person foretrækker sikre frem for usikre udfald, selvom den forventede nytte statistisk set er ens. Den risikoaverse person vil derfor kræve kompensation for at påtage sig risiko. Desto højere grad af risikoaversion, desto højere kompensation vil parten kræve for at påtage sig risiko.¹⁴⁵ Risikoaversion er mest relevant i de tilfælde, hvor et givent tab er mærkbart, set i forhold til personens formue, og derfor har markant indvirkning på personens nytte.¹⁴⁶ Der er derfor relevant at tage hensyn til fordelene ved at give agenten et højere incitament, og ulempen ved at betale kompensation herfor.

En risikoneutral person er derimod indifferent mellem et sikkert og et usikkert udfald, hvis den forventede nytte ved de to forskellige udfald, f.eks. variabel løn og fast løn, er den samme. En risikoneutral person skal

¹⁴⁴ Knudsen, 1997: 170

¹⁴⁵ Shavell, 2003, kap. 5: 1

¹⁴⁶ Shavell, 2003, kap. 5: 3

derfor ikke kompenseres herfor.¹⁴⁷ I praksis er det dog urealistisk, at personer er fuldt risikoneutrale, hvorfor det er mere virkelighedsnært at antage, at en person tilnærmer sig risikoneutralitet, altså er delvis risikoneutral.

En risikovillig person foretrækker usikre udfald, hvor valget typisk vil være motiveret af udsigten til en større økonomisk gevinst grundet den øgede usikkerhed; denne er også kaldet *risikopræmien*. Risikopræmien udtrykker differencen i afkast mellem det risikofrie afkast og det afkast, der er forventet ved det risikable valg.

4.3.1 Investorens risikoprofil

Ud fra PA-antages investoren, som principal, for at være risikoneutral. Dette skyldes som nævnt, at investoren har mulighed for at sprede sin investering ud på flere virksomheder. Dette bekræftes af den professionelle business angel Nicolaj Høyer Nielsen, som udtaler, at han selv investerer i virksomheder ud fra en porteføljeteori, som spreder hans risiko: “... *gamet som business angel er jo et game, hvor du satser på en portefølje, og så er der få, der bliver udtrukket.*”¹⁴⁸

Eftersom investoren i denne afhandling antages at have investeringer i andre virksomheder, har han derfor en risikospredning, der gør, at han i mindre grad har et behov for at bekymre sig om den enkelte virksomheds risici.¹⁴⁹ Investoren vil således fokusere på det forventede afkast og være indifferent over for mulige tab.¹⁵⁰

En business angel, der er risikoneutral i henhold til PA-teorien, vil derfor være indifferent mellem følgende to projekter, hvis virksomheden skulle vælge imellem dem, jf. nedenstående eksempel:

Investeringsmulighed 1

50% chance for at projektet giver en indtjening på 0 kr.

50% chance for at projektet giver en indtjening på 1.000.000 kr.

Forventet nytte: $50\% * 0 + 50\% * 1.000.000 \text{ kr.} = 500.000 \text{ kr.}$

Investeringsmulighed 2

100% chance for at projektet giver en indtjening på 500.000 kr.

Forventet nytte: $100\% * 500.000 \text{ kr.} = 500.000 \text{ kr.}$

På den baggrund må investoren siges at nærme sig risikoneutralitet, og kan dermed i kontraktmæssig sammenhæng samt teoretisk set, påtage sig mere risiko end risikoaverse parter. Dette stemmer også overens med business angels risikovillighed i praksis, da de generelt er blandt de første investorer i startups. Som den

¹⁴⁷ Knudsen, 1997: 170

¹⁴⁸ Bilag 2, tidskode: 14:44

¹⁴⁹ Shavell, 2003, kap. 5: 2

¹⁵⁰ Banner-Voigt & Rasmussen, 2009: 45

første investor i et startup påtager man sig dermed risici, som f.eks. venture capital fonde og andre kapitalfonde ikke er villige til at tage. Risiciene i denne sammenhæng kan eksempelvis være, at der ikke er påvist et marked for produktet eller at virksomheden endnu ikke er rentabel.¹⁵¹ Investoren og business angels generelt må derfor siges at have en risikovillig profil.¹⁵²

4.3.2 Ejerlederens risikoprofil

I PA-teorien antages agenten oftest for at være risikoavers.¹⁵³ Christian Knudsen anfører, at når principalen er kapitalejer og agenten er direktør i en virksomhed, vil en principal have mulighed for at sprede sin risiko ved at købe kapitalandele i flere forskellige virksomheder. Direktøren har derimod langt færre muligheder for at sprede sin risiko, da han er tættere knyttet til den virksomhed, han er leder for, samt antages at have færre økonomiske ressourcer end investoren.¹⁵⁴ En direktørs risikoaversion kan videre stamme fra, at den enkelte direktør og dennes fremtidige beskæftigelsesmuligheder bedømmes på et 'marked for ledertjenester'. En direktør, der ikke klarer sig godt i en virksomhed, vil være dårligt stillet på dette marked i fremtiden, såfremt han ikke opnår en god performance.¹⁵⁵ Direktørens resultater vil altså have en indvirkning på dennes renommé og faglige omdømme.

I nærværende afhandling er ejerlederen som nævnt både kapitalejer og direktør. Dette gør ham ud fra ovenstående mindre tilbøjelig til at foretage risikable investeringer end investoren, da han ikke har en risikospredning. Ejerlederen er dermed risikoavers og påtager sig - som udgangspunkt - kun sikre investeringsprojekter, da han i højere grad end investoren vil blive påvirket af et negativt udfald ved et projekt. En risikoavers person vil nemlig ikke kun bekymre sig om det forventede afkast, men også om størrelsen af det mulige tab.¹⁵⁶ Ejerlederen vil derfor ikke være indifferent mellem projekt 1 og projekt 2, som nævnt ovenfor, men vil have præference for projekt 2. Dette skyldes, at et afkast med sikkerhed værdsættes mere end det samme forventede afkast med usikkerhed. Betegnelsen *usikkerhed* omhandler de situationer, hvor det ikke er muligt at tillægge de enkelte udfald en sandsynlighed, mens der er tale om *risiko*, hvor det er muligt at tillægge de forskellige udfald en sandsynlighed.¹⁵⁷ Ejerlederens risikoprofil vil således, ud over muligheden for forretningsspredning, også være styret af usikkerhed. Hvorvidt en virksomhed vinder et projekt afhænger, ud over agentens indsats, også af eksogene faktorer, som hverken principalen eller agenten har indflydelse på.¹⁵⁸

¹⁵¹ Capino, 2021: tidskode 7:30

¹⁵² Capino, 2021: tidskode 7:30

¹⁵³ Knudsen, 1997: 170

¹⁵⁴ Knudsen, 1997: 170f

¹⁵⁵ Knudsen, 1997: 170f

¹⁵⁶ Banner-Voigt & Rasmussen, 2009: 45

¹⁵⁷ Bregn, 2004: 9

¹⁵⁸ Bregn, 2004: 9

Desto større usikkerheden er, desto mindre værdi har et usikkert projekt for agenten. Et projekt, hvor agentens indsats i lav grad påvirker indtjeningen, vil derfor skabe en større risikoaversion hos agenten, end hvis indtjeningen udelukkende var afhængig af indsatsen, og der derfor var mindre usikkerhed.

4.3.3 Den optimale risikoallokering

Når man vil udarbejde incitamentskontrakter, er det essentielt, at man undersøger fordelingen af risiko i kontrakterne ud fra parternes risikoprofiler. Udfordringen i PA-teorien er ofte at finde den rette balance mellem incitament og agentens omkostninger ved at bære den risiko, som er forbundet med de respektive incitament. ¹⁵⁹ Risikofordelingen i en ejerftale afhænger, ligesom andre kontrakter, af parternes risikovillighed. Ved udformningen af en incitamentsbaseret ejerftale, er det derfor afgørende, at investoren allokere den rette mængde risiko til ejerlederen, hvor investoren tager højde for moral hazard problemet. Dette skyldes, at en risikoavers ejerleder ikke vil have incitament til at påtage sig profitable projekter, som har den samme forventede nytte, men hvor risikoen eller usikkerheden er forskellig. Det er derfor afgørende for investoren, at han skaber et incitament i ejerftalen der engagerer ejerlederen til at yde den indsats, det kræver, for at opnå den samme forrentning, som investoren ønsker.

Der vil altid være risiko i forbindelse med indgåelse af en kontrakt. Robert T. Miller argumenterer for, at risikoen i kontrakter bør allokeres til den part, der bedst kan påtage sig risikoen. ¹⁶⁰ Eftersom investoren i denne afhandling er den mest risikoneutrale person, vil det ud fra dette argument være nærliggende at allokere mest risiko til investoren.

Videre, fremfører Posner og Rosenfield, at risikoen skal allokeres til den part, som enten har færrest omkostninger ved at påtage sig risikoen eller besidder information, som gør, at den forventede omkostning ved risikoen er lavest. ¹⁶¹ Måden det afgøres, om en part har færrest omkostninger ved at påtage sig risikoen, er den faktiske økonomiske byrde sammenholdt med parternes individuelle risikovillighed. Dette taler på den ene side for, at risikoen skal allokeres mere over på ejerlederen, da han qua sin rolle som direktør må siges at have mest information om virksomhedens investeringsprojekter mv. På den anden side, argumenterer Sykes for, at risikoen bør allokeres til den mest risikovillige og økonomisk ressourcestærke person, hvilket i dette tilfælde vil være investoren. ¹⁶² Hvis ejerlederens løn eksempelvis udelukkende er afhængig af, hvorvidt selskabet vinder projekter eller sælger et givent antal produkter, vil en for stor del af risikoen være allokeret til den risikoaverse part, hvilket ikke er optimalt, hvis den risikoaverse part ikke bliver kompenseret herfor.

¹⁵⁹ Bregn, 2004: 6

¹⁶⁰ Miller, 2009: 2051

¹⁶¹ Posner & Rosenfield, 1977: 90ff

¹⁶² Sykes, 1984: 1235

På baggrund af ovenstående analyse konkluderes det, at det mest optimale vil være at allokere risikoen til den risikoneutrale investor, da ejerlederen er risikoavers. Det er dog essentielt, der findes den rette balance, idet ejerlederen stadig bør påtage sig risiko for at blive engageret, hvilket skaber bedre resultater for virksomheden til gavn for investoren. Dog medfører det, når der allokeres risiko til ejerlederen, at han vil skulle kompenseres herfor i form af en risikopræmie. Risikopræmiens størrelse bestemmes med udgangspunkt i ejerlederens niveau af risikoaversion og de risici, der måtte være forbundet med indkomsten.¹⁶³ Desto mere risikoavers en agent er, desto større en risikopræmie kræves tilsvarende.

Da risikoallokering isoleret set ikke kan løse udfordringen med moral hazard og skabe incitamentsforenelighed i ejeraftalen mellem parterne, vil det følgende analysere, om det derimod er muligt at løse dette ved hjælp af en incitamentskontrakt.

4.4 Kontrahering ud af moral hazard

PA-teorien tager som tidligere nævnt udgangspunkt i, at det er principalen, der udarbejder kontrakten. George Hendrikse og Milgrom og Roberts foreskriver, at der er to muligheder for at løse moral hazard i forbindelse med kontraktudformningen; enten ved at ændre payoffs eller ved at ændre informationsstrukturen.¹⁶⁴

At ændre informationsstrukturen handler om at øge informationsniveauet for principalen, hvorved informationsasymmetrien og villigheden til at agere opportunistisk for agenten, mindskes. Et ofte forekommende eksempel på at øge informationsniveauet i PA-teoriens univers er ved at indføre overvågning af agenten. Derved kan principalen overvåge, om agenten shirker. Såfremt agenten ikke udfører sin opgave korrekt, eller agerer opportunistisk, kan principalen afslutte samarbejdet.

I relation til ejeraftalen, vil investoren eksempelvis kunne indarbejde en forpligtelse om at få løbende opdateringer på virksomhedens finansielle, strategiske og juridiske overvejelser fra ejerlederen, og dermed øge informationsniveauet.

At ændre payoffs handler derimod om at justere agentens nytte ved de forskellige handlinger. Det er i den forbindelse vigtigt for principalen at skabe incitamentsforenelighed og målkongruens. Dette kan gøres ved at øge belønningen for agenten, såfremt bestemte ønskede handlinger indfries.¹⁶⁵ Det kan eksempelvis være, at agenten får en vis procentdel af det årlige resultat. Jo større resultat, agenten formår at skabe, desto større 'gulerod' i form af resultatløns vil der være i vente. De øgede resultater vil ligeledes tilfalde principalen qua hans ejerandel, og dette vil således skabe incitamentsforenelighed mellem parterne.

¹⁶³ Milgrom & Roberts, 1992: 210

¹⁶⁴ Hendrikse, 2003: 106

¹⁶⁵ Hendrikse, 2003: 106

At ændre payoff behøver dog ikke nødvendigvis at handle om at ændre nytten positivt. Dette kan ligeledes gøres negativt, altså ved at højne sanktionen ved en bestemt adfærd eller handling. Konventionalbod er et eksempel på dette, og det kan ligeledes konstateres, at parterne har indarbejdet en sådan bestemmelse i form af ejeraftalens pkt. 12.4 om konkurrence- og kundeklausulen. Det kan dog diskuteres, hvorvidt en sådan bestemmelse medvirker til at skabe værdi og incitamentsforenelighed i samarbejdet mellem parterne.

Det kan bemærkes, at Milgrom og Roberts samt Hendrikse' forslag til forebyggelse af moral hazard ikke nødvendigvis er lige egnede til at sikre incitamentsforenelighed mellem parterne.

At ændre informationsniveauet mindsker formodentlig udfordringen med moral hazard, da agenten vil være mindre tilbøjelig til at shirke, nu hvor principalen har mulighed for at overvåge dennes handlinger og output. Det øgede informationsniveau påvirker dog ikke incitamentsforeneligheden og skaber ikke målkongruens mellem parterne.

At ændre payoffs mindsker angiveligt moral hazard, men indebærer også en mulighed for principalen til at skabe incitamentsforenelighed mellem parterne, såfremt kontrakten bliver konciperet korrekt. Nedenstående afsnit vil derfor undersøge, hvorledes incitamentsafløkning, der påvirker agentens payoff, kan skabe incitamentsforenelighed og målkongruens mellem parterne.

4.4.1 Variabel aflønning

Selvom investoren vil forsøge at begrænse agentproblemet, der kan opstå efter ejeraftalens indgåelse, vil der stadig være risiko for, at ejerlederen vil handle opportunistisk, som kan resultere i et efficienstab for investoren. For at reducere agentproblemet, kan investoren skabe incitament hos ejerlederen ved anvendelsen af incitamentsbaserede, variable aflønningsmodeller, som enten baseres på baggrund af ledelsens opnåelse af ønskede resultater (resultatbaseret) eller adfærd (adfærdsbaseret).¹⁶⁶ Variabelt vederlag skaber incitamentsforenelighed mellem parterne og kan dermed mindske risikoen for interessekonflikter og moral hazard.

Modsat, anses fast aflønning som en aflønningsform, der ikke i samme grad giver ejerlederen incitament til at handle efter investorens ønsker, da et fast vederlag vil tilfalde ejerlederen uafhængigt af ledelsens adfærd og resultater. Der skabes altså ikke incitamentsforenelighed ved fast aflønning, og løser heller ikke moral hazard.¹⁶⁷

¹⁶⁶ Bergen, Dutta & Walker, 1992: 4f

¹⁶⁷ Bregm, 2004: 9

4.4.1.1 Resultataflønning

Den resultatbaserede aflønning er baseret på en objektiv vurdering af ejerlederens resultater. Det vil således være objektive mål, som er verificerbare for investoren.¹⁶⁸

Fordelen ved en resultatbaseret aflønning er, at ejerlederen overlades med en stor grad af selvstændighed og ansvar for, hvordan de opstillede mål i ejeraftalen nås.¹⁶⁹ Ejerlederen skal således selv vurdere, hvordan målene bedst kan realiseres og vil kun blive holdt til ansvar for de opnåede resultater.

Modsat, er ulempen ved resultatbaseret aflønning, at ejerlederens resultater ikke kun påvirkes af ejerlederens indsatsniveau, men også af eksogene faktorer, ejerlederen ikke har kontrol over. Dette skaber i høj grad en usikkerhed hos ejerlederen. Videre, kan det være vanskeligt at udforme præcise mål, der er i overensstemmelse med investorens ønsker, samtidig med at disse også kan ændre sig over tid; dette må især være gældende for udviklingsvirksomheder og startups. Slutteligt, er det ikke sikkert, parterne er bevidste om, hvilke delmål der skal sættes for at sikre progression og udvikling for Udv. 17 ApS. Aflønningsformen kræver derfor, at parterne aftaler, hvilke konkrete mål der skal nås samt at disse løbende revurderes.

4.4.1.2 Adfærdsbaseret aflønning

Ved adfærdsbaseret aflønning vil vederlaget i stedet være bestemt af ejerlederens adfærd. Fokus er på at belønne den korrekte adfærd hos ejerlederen, i stedet for at belønne et godt resultat. Denne aflønningsform kræver i højere grad end resultataflønning, at investoren foretager en subjektiv vurdering af kvalitative oplysninger om ejerlederens adfærd.¹⁷⁰

Ud fra investorens synspunkt er fordelene ved denne aflønningsform, at han opnår en højere grad af kontrol og kan sikre, at ejerlederen udviser den rette adfærd. Kontrollen af ejerlederens adfærd opstår som følge af, at han i højere grad bliver instrueret i, hvordan arbejdet skal udføres. Det stiller ham dog tilbage med mindre handlefrihed og ansvar i forhold til den resultatbaseret aflønning.¹⁷¹ Derudover kan en adfærdsbaseret aflønning eliminere usikkerheden forbundet med eksogene faktorer, da ejerlederen stadig belønnes, selvom de ønskede resultater ikke er opnået, så længe han udviser den ønskede adfærd.

Ulempen ved denne aflønningsform i relation til ejeraftalen er dog, at den høje grad af subjektivitet er svær at verificere og kvantificere. En sådan usikkerhed kan virke demotiverende, hvis ejerlederen opfatter, at han opfylder målene, men ikke bliver belønnet, fordi investoren er af en anden opfattelse. Samtidig er en adfærdsbaseret aflønningsmodel ofte komplekst udformet, hvilket kan skabe tvivl hos ejerlederen om, hvad der lægges vægt på i vurderingen.¹⁷²

¹⁶⁸ Bergen, Dutta & Walker, 1992: 5

¹⁶⁹ Anderson & Oliver, 1987: 76

¹⁷⁰ Anderson & Oliver, 1987: 78

¹⁷¹ Anderson & Oliver, 1987: 78

¹⁷² Anderson & Oliver, 1987: 78

Det vurderes ud fra ovenstående, at resultataflønning er den aflønningsform, der bedst kan løse udfordringen med moral hazard, skabe engagement hos ejerlederen og dermed sikre incitamentsforenelighed mellem parterne. Der vil derfor blive taget udgangspunkt i denne aflønningsform i det følgende.

4.4.2 Den optimale incitamentskontrakt

Med indførelsen af resultatafhængig løn, er det muligt at forebygge, at moral hazard opstår.¹⁷³ Der vil i nærværende afhandling blive undersøgt, hvorledes anparter som vederlag kan blive anvendt som resultataflønning.

Når man lader ejerlederen aflønne med anparter, vil aflønningens værdi være afhængig af udviklingen af anparterne. Ejerlederens og investorens interesser og mål vil derfor i højere grad være sammenfaldende. Samtidig kan en sådan aflønningsform anses for at være motiverende, idet ejerlederen får en yderligere andel af den fremtidige værditilvækst, som særligt ejerlederen har været med til at skabe i løbet af samarbejdet.¹⁷⁴

Ved incitamentsbaseret aflønning betaler investoren ikke ejerlederen en fast løn, men ejerlederen bliver tilbudt anparter i virksomheden. Dette kan både ske ved optioner, warrants, betingede anparter eller en decideret overførsel fra investorens beholdning til ejerlederens. For at skabe det rette incitament for ejerlederen, kan vederlaget i form af anparter være baseret på delmål, ejerlederen skal forsøge at nå. På den måde kan der blive skabt værdi for begge parter i form af eksempelvis en stigning i værdien af virksomheden. For at vurdere, hvorledes anparter som aflønning kan bruges til at skabe incitament hos ejerlederen, er det indledningsvist nødvendigt at finde ud af, hvilke principper der ligger bag kontrakter med variabel aflønning, kaldet *incitamentskontrakter*.

Milgrom og Roberts har opstillet en række parametre og antagelser for, hvordan parter bør udforme en incitamentskontrakt¹⁷⁵:

- Der er to mulige indsatsniveauer: $e = 1$ og $e = 2$
- Principalen er risikoneutral
- Agenten er avers over for risiko og indsats
- Agentens indsats vil øge principalens overskud
- Agenten har mulighed for at tage et andet job, hvor dette giver ham en nytte på 1, og nyttefunktionen er givet ved:

¹⁷³ Bergen, Dutta & Walker, 1992: 4f

¹⁷⁴ Banner-Voigt & Rasmussen, 2009: 45f

¹⁷⁵ Milgrom & Roberts 1992: 200. Milgrom og Roberts giver et matematisk eksempel på hvordan udformningen af en incitamentsbaseret kontrakt ser ud ("Appendix: A Mathematical Example of Incentive Contracting")

$U(w, e) = \sqrt{w} - (e - 1)$, hvor “w” er lønnen, “e” er indsats og “U” er nytten.

Principalens overskud kan udtrykkes som $P(e) - w$, hvor $P(e)$ er overskuddet, når agentens indsatsniveau er e . Et højere indsatsniveau for agenten får principalens overskud til at stige. Agentens indsatsniveau påvirker dermed principalens overskud.

Milgrom og Roberts har opstillet et eksempel på, hvordan forskellige overskud kan opnås, som både afhænger af, om principalen kan observere agenten, agentens indsats og en tilfældig faktor, ingen af parterne har indflydelse på. Eksemplet vil i det følgende blive anvendt i relation til investoren og ejerlederen, som henholdsvis principal og agent. Her vil både en situation, hvor det er muligt for principalen at observere agenten (komplet information), og hvor dette ikke er muligt (inkomplet information), blive analyseret.

4.4.2.1 Komplet information

Komplet information er, når agentens indsats direkte kan observeres af principalen, eller hvor der f.eks. er en klar sammenhæng mellem indsats og resultat, så indsatsniveauet kan blive udledt gennem slutresultatet.¹⁷⁶

Hvis ejerlederen yder en indsats på $e = 1$, er der en sandsynlighed på $\frac{2}{3}$ for et overskud på 10 og en sandsynlighed på $\frac{1}{3}$ for et overskud på 30. Det forventede overskud vil derfor være:

$$\frac{2}{3} * 10 + \frac{1}{3} * 30 = \frac{50}{3}$$

Hvis ejerlederen yder en indsats på $e = 2$ er der derimod en sandsynlighed på $\frac{2}{3}$ for et overskud på 30, og en sandsynlighed på $\frac{1}{3}$ for et overskud på 10. Det forventede overskud med et højere indsatsniveau vil være:

$$\frac{1}{3} * 10 + \frac{2}{3} * 30 = \frac{70}{3}$$

Når det er muligt for investoren at observere ejerlederens indsatsniveau, og investoren ønsker at ejerlederen yder en indsats på $e = 2$, vil en efficient kontrakt være, at investoren specificerer i ejeraftalen, at ejerlederen skal yde en indsats på $e = 2$. Ejerlederen vil herefter blive betalt med variabel løn, som afspejler dette indsatsniveau. Investoren kan tillige indskrive i aftalen, at ejerlederen ikke tildeles den variable løn, hvis han ikke lever op til indsatsniveauet på $e = 2$.

¹⁷⁶ Hendrikse, 2003: 107

Hvis ejerlederen lever op til $e = 2$, vil han blive betalt en forudbestemt, variabel løn svarende til w . På den måde bærer ejerlederen ingen risiko, da den variable løn er forudbestemt og udbetales, hvis han blot yder en indsats på $e = 2$, uanset hvad overskuddet bliver. Med denne model er fordelingen af risici fordelt efficient, når investoren er risikoneutral og ejerlederen er risikoavers, fordi investoren påtager al risikoen.¹⁷⁷

For at finde ud af, hvilken variabel løn, w , som investoren skal give ejerlederen for, at ejerlederen vil acceptere kontrakten og yde en indsats på $e = 2$, skal nyttefunktionen anvendes. Denne formel kan anvendes, når det er antaget, at et alternativt job for agenten giver en nytte på 1.

$$\begin{aligned}\sqrt{w} - (e - 1) &\geq 1 \\ \sqrt{w} - (2 - 1) &\geq 1 \\ w &\geq 4\end{aligned}$$

Investoren skal derfor betale mindst 4 for, at ejerlederen vil acceptere kontrakten og yde en indsats på $e = 2$.

Hvis investoren kan observere ejerlederens indsatsniveau, vil det forventede overskud ved et lønniveau på 4 være:

$$\frac{70}{3} - 4 = \frac{70}{3} - \frac{4 \cdot 3}{3} = \frac{58}{3}$$

Hvis investoren derimod ønsker, at ejerlederen yder et indsatsniveau på $e = 1$, skal investoren mindst betale:

$$\begin{aligned}\sqrt{w} - (e - 1) &\geq 1 \\ \sqrt{w} - (1 - 1) &\geq 1 \\ w &\geq 1\end{aligned}$$

Ved et indsatsniveau på 1, vil risikoen fortsat være allokeret til investoren. Det forventede overskud vil dog falde fra $\frac{70}{3}$ til $\frac{50}{3}$. Det forventede overskud for investoren vil derfor blive:

$$\frac{50}{3} - 1 = \frac{50}{3} - \frac{1 \cdot 3}{3} = \frac{47}{3}$$

Det kan derfor betale sig for investoren at aflønne ejerlederen $w = 4$ for at yde en indsats på $e = 2$ frem for at betale ejerlederen $w = 1$ for at yde en indsats på $e = 1$. Investorens difference i overskud på $\frac{58}{3} - \frac{47}{3} = \frac{11}{3}$ overstiger nemlig omkostningen på $w = 4 - 1 = \frac{9}{3}$.

¹⁷⁷ Milgrom & Roberts, 1992: 200

Dette vil gælde for alle de tilfælde, hvor der er komplet information, dvs. investoren kan observere ejerlederens indsats.

For at sikre, at ejerlederen yder en indsats på $e = 2$ til størst gavn for investoren, skal nytten for ejerlederen være større ved indsatsniveau $e = 2$ end ved $e = 1$. Dette er også kendetegnet som *incitamentsbetingelsen*, der handler om, at principalen skal være opmærksom på at konstruere kontrakten, så der sikres målkongruens.¹⁷⁸ Der skal altså skabes incitament for agenten til at foretage de af principalen ønskede handlinger. Hvis principalen ønsker en høj indsats, skal agentens nytte ved at foretage denne indsats ligeledes være forbundet med en højere nytte i form af løn. Betingelsen er således opfyldt ved at give ejerlederen en variabel løn på $w = 4$.

Udover incitamentsbetingelsen, skal investoren også være opmærksom på, at *deltagelsesbetingelsen* opfyldes, når kontrakten udformes.¹⁷⁹ Deltagelsesbetingelsen handler om, at principalen skal sikre, at agenten har et nytteoverskud, hvilket er blevet fremhævet som en af teoriens forudsætninger i afsnit 4.2.2.2. Agenten skal altså have en højere nytte ved påtage sig kontrakten end dens alternativ. Betingelsen er opfyldt ved lønniveauet på mindst $w = 4$, idet alternativet giver en nytte på 1.

Kontrakten skal derfor udformes, så principalens og agentens interesser er sammenfaldende. Dette sker ved at give ejerlederen en løn på $w = 4$, som sikrer en indsats på $e = 2$, hvilket maksimerer parternes respektive nytte og overskud. Risikoallokeringen, der følger ved denne aflønning, er optimal, idet den risikoneutrale investor bærer al risikoen.

4.4.2.2 Inkomplet information

Ved inkomplet information kan investoren ikke observere ejerlederens indsats, men kun overskuddet på 10 eller 30. Det vil derfor ikke være meningsfuldt for investoren at indsætte en betingelse i ejaftalen om, at ejerlederen skal yde et bestemt indsatsniveau.

For at sikre, at ejerlederen leverer en indsats på $e = 2$, er det afgørende, at investoren laver en incitamentskontrakt, som giver ejerlederen et incitament til at yde den ønskede indsats. Ellers ville ejerlederen yde et indsatsniveau på $e = 1$, da han er indsats-avers.¹⁸⁰

¹⁷⁸ Hendrikse, 2003: 108

¹⁷⁹ Hendrikse, 2003: 112

¹⁸⁰ Milgrom & Roberts, 1992: 201

En kontrakt, der sikrer de rette incitamenter ved inkomplet information, kan illustreres med følgende eksempel: y er lønnen, ejerlederen får, hvis overskuddet er 10. z er lønnen, ejerlederen får, hvis overskuddet er 30. Sandsynlighederne for de to overskud vil forsat være $\frac{1}{3}$ og $\frac{2}{3}$.

Hvis ejerlederen yder en indsats på $e = 2$, er hans forventede nytte:

$$\left(\frac{1}{3}\right)(\sqrt{y} - (e - 1)) + \left(\frac{2}{3}\right)(\sqrt{z} - (e - 1)), \text{ hvor } (e - 1) = 2 - 1 = 1$$

$$\left(\frac{1}{3}\right)(\sqrt{y} - 1) + \left(\frac{2}{3}\right)(\sqrt{z} - 1)$$

Hvis ejerlederen i stedet yder indsatsen $e = 1$, er hans forventede nytte:

$$\left(\frac{1}{3}\right)(\sqrt{y} - (e - 1)) + \left(\frac{2}{3}\right)(\sqrt{z} - (e - 1)), \text{ hvor } (e - 1) = 1 - 1 = 0$$

$$\left(\frac{1}{3}\right)(\sqrt{y} - 0) + \left(\frac{2}{3}\right)(\sqrt{z} - 0)$$

For at ejerlederen vil vælge at yde indsatsen $e = 2$ frem for $e = 1$, skal incitamentsbetingelsen ifølge Milgrom og Roberts være opfyldt:¹⁸¹

$$\left(\frac{1}{3}\right)(\sqrt{y} - 1) + \left(\frac{2}{3}\right)(\sqrt{z} - 1) \geq \left(\frac{2}{3}\right)(\sqrt{y} - 0) + \left(\frac{1}{3}\right)(\sqrt{z} - 0)$$

Dette kan forkortes til:

$$\left(\frac{1}{3}\right)\sqrt{z} - 1 \geq \left(\frac{1}{3}\right)\sqrt{y}$$

Det er altså en betingelse for ejerlederen, at hans forventede nytte ved indsatsniveau $e = 2$ skal være mindst lige så stor som den forventede nytte ved indsatsniveau $e = 1$. Incitamentskontrakten skal derfor udformes, så ejerlederen får incitament til at foretage de valg, der fører til den ønskede adfærd, for investoren.¹⁸²

Incitamentskontrakten skal videre være så attraktiv for ejerlederen, at han vil acceptere den.¹⁸³ Deltagelsesbetingelsen skal således også være opfyldt. Betingelsen kan i dette eksempel illustreres på følgende måde, når vi ved, at nytten ved et alternativt job er 1:

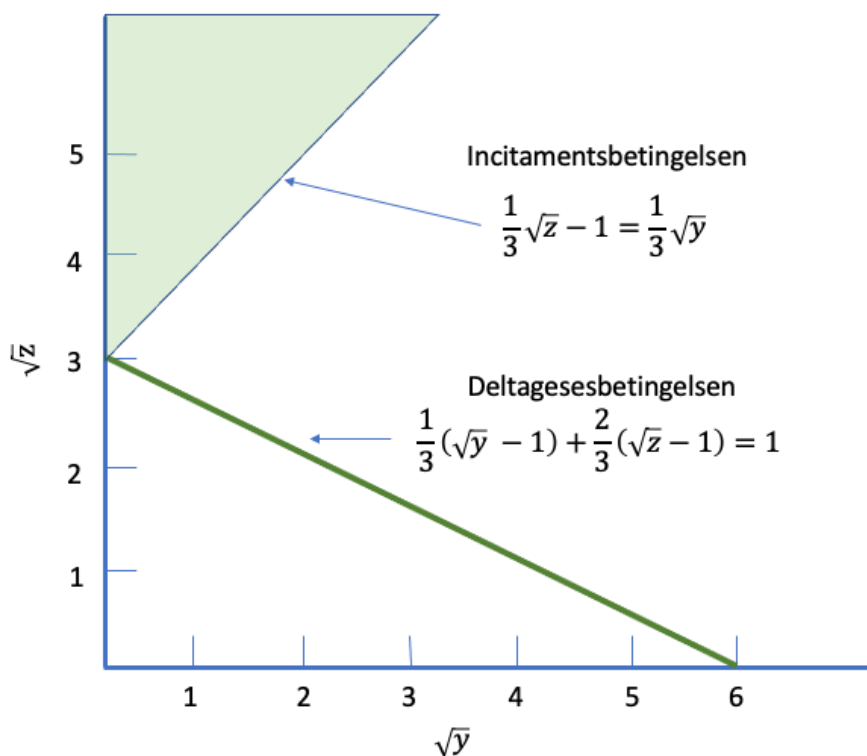
$$\left(\frac{1}{3}\right)(\sqrt{y} - 1) + \left(\frac{2}{3}\right)(\sqrt{z} - 1) \geq 1$$

¹⁸¹ Hendrikse, 2003: 115

¹⁸² Bregm, 2004: 9

¹⁸³ Bregm, 2004: 10

Udfordringen for principalen er at bestemme lønværdierne z og y , når kontrakten skal udformes.



Egen tilvirkning¹⁸⁴

Grafen viser, at i punkt (0,3) afholder investoren færrest omkostninger, når han engagerer ejerlederen, samtidig med at incitamentsbetingelsen og deltagesesbetingelsen er opfyldt.¹⁸⁵

Det skraverede område i figuren viser værdierne for y og z , hvor begge betingelser er opfyldt og ejerlederen derfor vil deltage og er motiveret til at yde den af investoren ønskede indsats.

Når investoren ønsker, at ejerlederen yder en indsats på $e = 2$, vil det således være mest optimalt for ham at tilbyde en løn, hvor $y = 0$ og $z = 9$, da dette maksimerer investorens overskud. Dette skyldes, at ejerlederen vil yde en indsats på $e = 2$ for med den største sandsynlighed at opnå z , hvilket samtidig giver investoren det største overskud. Det forventede overskud, når investoren ikke kan observere ejerlederens indsatsniveau, er derfor følgende:

$$\left(\frac{1}{3}\right) * (10 - 0) + \left(\frac{2}{3}\right) * (30 - 9) = \frac{52}{3}$$

¹⁸⁴ Baseret på Milgrom & Roberts, 1992: 202

¹⁸⁵ Milgrom & Roberts, 1992: 202

Investorens forventede overskud ved inkomplet information, sammenholdt med komplet information, vil derfor falde med:

$$\frac{58}{3} - \frac{52}{3} = \frac{6}{3}$$

Når det ikke er muligt for investoren at observere ejerlederens indsats, opstår der således et efficienstab. Tabet skyldes, at investoren må kompensere for den yderligere risiko, som er allokeret til ejerlederen.¹⁸⁶ Dog skal ejerlederen kompenseres for at påtage sig mere risiko, da han kun aflønnes, hvis han skaber et overskud på 30. Denne risikopræmie kan regnes ud på følgende måde:¹⁸⁷

$$\frac{y}{3} + \frac{2z}{3} = \frac{0}{3} + \frac{18}{3} = \frac{18}{3} = 6$$

Med denne løsning bliver den risikoaverse ejerleder stillet hverken bedre eller dårligere, sammenholdt med situationen, hvor indsatsen kan observeres. Den højere løn på $w = 6$ i stedet for $w = 4$ er nødvendig, fordi den risikoaverse ejerleder skal kompenseres for at påtage sig mere risiko. Ved et indsatsniveau på $e = 2$ værdsætter ejerlederen således en resultatbaseret løn på 6, lige så højt som en adfærdsbaseret løn på 4.¹⁸⁸

Inden udformningen af en incitamentskontrakt, skal principalen vurdere, om der er behov for at give agenten incitamenter til at yde $e = 2$, eller om agenten vil gøre dette uden incitamentene. Hvis det er tilstrækkeligt for investoren, at ejerlederen yder en indsats på $e = 1$, vil der ikke være behov for at indgå en incitamentskontrakt. Dette skyldes, at ejerlederen stadig vil acceptere kontrakten, da ejerlederens nytte i et alternativt job er 1, og en løn på $w = 1$ vil gøre ejerlederen indifferent mellem de to jobs.

Investorens omkostninger vil ligeledes mindskes, samtidig med ejerlederen er motiveret til at tage kontrakten. Når ejerlederen er indsatsavers, vil han i dette tilfælde yde en indsats på $e = 1$. Besparelsen for investoren er derfor kun attraktiv, hvis det forventede overskud ved $e = 1$ er større end overskuddet ved $e = 2$. Det forventede overskud ved $e = 1$ er som følger:

$$\left(\frac{2}{3}\right) * (10 - 1) + \left(\frac{1}{3}\right) * (30 - 1) = \frac{47}{3}$$

Da investorens overskud er mindre ved $e = 1$ end ved $e = 2$, er det for investoren værd at motivere ejerlederen til at yde en indsats på $e = 2$ og betale en højere løn, w .

¹⁸⁶ Milgrom & Roberts, 1992: 202

¹⁸⁷ Hendrikse, 2003: 117

¹⁸⁸ Hendrikse, 2003: 117

Det kan på baggrund af ovenstående konkluderes, at når der er inkomplet information, vil det medføre et efficienstab for investoren. Tabet skyldes informationsasymmetri og manglende målkongruens mellem parterne. Investoren skal, i forbindelse med kontraktudformningen, derfor vælge mellem en efficient risikoallokering eller en efficient incitamentsaf lønning.

I situationen med fuld information, kan indsatsniveauet blive bestemt direkte i kontrakten, hvortil ejerlederen ikke bærer nogen risici og alt usikkerhed er allokeret til investoren. Dette er efficient, fordi investoren er mere risikoneutral end ejerlederen. Dette er dog ikke muligt ved inkomplet information, fordi kontrakten kun kan blive baseret på det observerede slutresultat. Den optimale kontrakt ved inkomplet information er således et kompromis mellem risikospredning og incitamentsaf lønning. Kompromiset vil dog, som påvist, altid medføre et efficienstab, som investoren må bære.

4.4.2.3 Principper

Det blev i ovenstående analyse påvist, at en incitamentskontrakt mellem investoren og ejerlederen kan medvirke til at løse moral hazard, sikre incitamentsforenelighed og skabe værdi for begge parter. I forlængelse af ovenstående analyse, fremhæver Milgrom og Roberts fire principper, der bør tages i betragtning ved udformningen af den optimale incitamentskontrakt:

- The incentive intensity principle
- Equal compensation principle
- Informativeness principle
- Monitoring intensity principle

De fire betingelser vil blive gennemgået nedenfor.

4.4.2.3.1 Equal compensation principle

Udover spørgsmålet om, hvordan principalen får agenten til at yde den ønskede kvalitative indsats, er en udfordring i høj grad også, hvordan principalen får agenten til at yde den rette indsats. I praksis skal agenten foruden valg af indsatsniveau også træffe beslutning om, hvordan den skal allokere sin indsats mellem forskellige aktiviteter.

Equal compensation principle vedrører en efficient allokering af tid og indsatsniveau i forhold til de forskellige arbejdsopgaver, agenten har. I et startup vil ejerlederen have en række forskellige arbejdsopgaver at vælge imellem. Nogle af arbejdsopgaverne vil antageligt bidrage mere til væksten end andre, men dette gør ikke nødvendigvis de andre opgaver mindre vigtige. Dette problem kan gøre det vanskeligt at indføre en incitamentsaf lønning i ejeraftalen, som er bundet op på f.eks. udvalgte delmål, da ejerlederen i så fald vil have en tendens til at vælge de opgaver, der giver den bedste aflønning, og dermed størst nytte. Milgrom og Roberts definerer det på følgende måde:

“If an employee’s allocation of time or attention between two different activities cannot be monitored by the employer, then either the marginal rate of return to the employee from time or attention spent in each of the two activities must be equal, or the activity with the lower marginal rate of return receives no time or attention.”¹⁸⁹

Equal compensation princippet angiver hermed, at hvis en arbejdsopgave giver ejerlederen en større nytte end en anden, vil den vælge den opgave, som giver den største nytte. Dette skyldes, at ejerlederen er nyttemaksimerende

I senere litteratur, er det fremført, at den optimale incitamentsaflønning skal tage højde for henholdsvis et vægtnings- og dækningskrav.¹⁹⁰

Vægningskravet omhandler, at hvis en resultatafhængig løn skal give incitament til en ønsket adfærd, skal aflønningen af de enkelte aktiviteter vægtes, så der ikke er incitament til at udføre aktiviteter på bekostning af andre, der ligeledes ønskes udført.¹⁹¹ Ellers vil der opstå en situation, hvor der vil være incitament til at tilrettelægge arbejdsindsatsen efter de aktiviteter, som belønnes bedst.

Hvis investoren indfører delmål, hvor ejerlederen modtager resultatafhængig løn ved at opfylde disse, vil ejerlederen vælge de opgaver, som gør ham i stand til at opfylde delmålene. Der kan således opstå et problem, i forhold til at ejerlederen udelukkende vægter de opgaver, der gør ham i stand til at opfylde de opsatte delmål, på bekostning af andre opgaver, som potentielt også er vigtige for virksomhedens vækst og renommé.

Dækningskravet handler om, at det resultat, der aflønnes efter, skal være dækkende i forhold til de aktiviteter, der ønskes udført.¹⁹² Det vil med andre ord sige, at resultataflønningen skal omfatte de kvalitative og kvantitative arbejdsopgaver, som investoren ønsker, ejerlederen skal have fokus på i den daglige ledelse. Milgrom og Roberts fremfører ligeledes, at der ikke bør etableres variabel løn på de opgaver, hvor det ikke er muligt at måle resultatet eller observere adfærden.¹⁹³ Dette skyldes, at de opgaver, der belønnes med variabel løn, vil vægte højere for ejerlederen, end de opgaver der ikke belønnes på tilsvarende måde.

¹⁸⁹ Milgrom & Roberts, 1992: 228

¹⁹⁰ Bregn, 1998: 50

¹⁹¹ Bregn, 1998: 50

¹⁹² Bregn, 1998: 50

¹⁹³ Bregn, 1998: 50

4.4.2.3.2 Informativeness principle

Milgrom og Roberts anfører, at en kontrakt kan udformes mere efficient, hvis principalen får et større informationsniveau om agentens resultater og adfærd. Milgrom og Roberts definerer det på følgende måde:

“The total value of a relationship is increased by including information in the contract that decreases the error in the estimation of the effort of the agent.”¹⁹⁴

Parterne bør derfor kommunikere og kortlægge hinandens resultater og adfærd. Dette vil med fordel kunne indarbejdes i ejeraftalen. Den bør i så fald indeholde alle resultatmål, som kan afsløre skjult information om ejerlederen, idet en sådan information vil bidrage til vurderingen af ejerlederens præstation.

4.4.2.3.3 The incentive intensity principle

The incentive intensity principle vedrører, hvor høj intensiteten af incitamentet skal være i kontrakten. Milgrom og Roberts definerer princippet på følgende måde:

“The optimal intensity of incentives depends on four factors: the incremental profits created by additional effort, the precision with which the desired activities are assessed, the agent’s risk tolerance, and the agent’s responsiveness to incentives.”¹⁹⁵

Den optimale incitamentsintensitet afhænger således af fire faktorer:

- 1) Sammenhængen mellem ekstra indsats og performance
- 2) Målbarheden af de ønskede resultater
- 3) Ejerlederens risikotolerance
- 4) Hvorledes ejerlederen reagerer på incitamenter

Ad 1)

Først og fremmest, gælder det, at hvis en ekstra indsats af ejerlederen ikke medfører en større målopfyldelse, vil ejerlederen ikke have incitament til at yde en ekstra indsats. For at incitamentet bliver effektivt, skal der således være en sammenhæng mellem indsatsniveau og resultat. Hertil gælder, at jo mere en ekstra indsats fra ejerlederen fører til en større målopfyldelse, desto mere intensivt skal incitamentet være, hvorfor den variable aflønning i så fald skal være høj.¹⁹⁶ Modsat, gælder det, at desto større usikkerhed, der er mellem indsats og

¹⁹⁴ Hendrikse, 2003: 139

¹⁹⁵ Milgrom & Roberts, 1992: 221

¹⁹⁶ Bregm, 2004: 11

resultat, desto mindre risiko er optimalt at overføre på ejerlederen, og desto mindre skal intensiteten, og dermed den variable aflønning, vægte i forhold til den faste.¹⁹⁷

Ad 2)

Den optimale incitamentsintensitet i en kontrakt afhænger af målbarheden af de ønskede resultater. Hvis der er en klar sammenhæng mellem ejerlederens indsats og resultat, og dette er nemt at måle, vil en resultatbaseret kontrakt være at foretrække. Hvis ejerlederens resultatet derimod er vanskeligt at fastlægge, og der ligeledes er en høj grad af usikkerhed fra eksogene forhold, vil en adfærdsbaseret kontrakt, eller en kontrakt med fast løn, derimod være mere optimal.

Ad 3)

For det tredje gælder det, at jo mere risikoovers, agenten er, desto mindre risiko bør principalen overføre på agenten. Dette medfører, at den variable aflønning bør være mindre.¹⁹⁸

Ad 4)

Den sidste afgørende faktor for graden af intensitet i en incitamentskontrakt er, hvorledes incitamenterne har den tilsigtede effekt, således at ejerlederen reagerer på dem. Det gælder videre, at jo mere motiveret, agenten bliver af incitament, desto mere risiko er det optimalt at overføre til denne. Hvis en ekstra indsats fra agenten f.eks. giver en bedre opnåelse af målene, skal principalen ligeledes overføre mere risiko til agenten.¹⁹⁹

Milgrom og Roberts foreskriver altså, at intensiteten i incitamentskontrakterne skal tilpasses parternes risikoprofil og deres følsomhed over for risiko, samt at dette holdes for øje ved udformningen af kontrakten, da ikke alle agenter reagerer ens.

4.4.2.3.4 Monitoring intensity principle

Dette princip går ud på, at investoren kan øge sit informationsniveau ved at overvåge ejerlederen. Ifølge informativeness principle er dette også til gavn for investoren.

Milgrom og Roberts definerer monitoring intensity principle på følgende måde:

“When the plan is to make the agent’s pay very sensitive to performance, it will pay to measure that performance carefully”²⁰⁰

¹⁹⁷ Bregn, 2004: 11

¹⁹⁸ Hendrikse, 2003: 120

¹⁹⁹ Bregn, 2004: 11

²⁰⁰ Hendrikse, 2003: 145

Der vil dog være omkostninger forbundet med en overvågning, som investoren skal tage i betragtning, inden ejaftalen udformes. Investoren skal dog kun benytte overvågning, hvis dette indebærer en mindre alternativomkostning end at aflønne ejerlederen med resultatafhængig løn, hvor ejerlederen kræver en risikopræmie grundet hans risikoprofil.

4.5 Ejerlederens motivation og målsætninger

I forlængelse af ovenstående analyse af den optimale incitamentskontrakt, vil ejerlederens motivation og målsætninger blive undersøgt. Dette vil blive inddraget i form af empiriske studier for at få en dybere indsigt i, hvad der motiverer ejerledere i virkeligheden, og hvordan der på baggrund af denne viden kan skabes målkongruens i ejaftalen mellem investoren og ejerlederen i Udv. 17 ApS.

I artiklen *“The strategic orientation of owner-managers of small ventures”* fra International Journal of Entrepreneurial Behaviour & Research publicerer Panikkos Poutziouris sin analyse af et datasæt med mere end 900 ejerledere i små- og mellemstore virksomheder fra England.²⁰¹ Studiet undersøger blandt andet, hvilke strategiske og personlige mål, ejerledere har. Resultaterne vil blive sammenholdt med Per Davidssons studie fra 1989.²⁰² Sidstnævnte studie omfatter 400 ejerledere fra små- og mellemstore virksomheder i Sverige og beskæftiger sig med faktorer, der påvirker ejerledernes motivation til vækst, samt væksthæmmende faktorer. Davidsson bemærker i sin artikel, at det kan virke paradoksalt, at økonomisk teori antager profitmaksimering, da empiriske studier viser, at der kan forekomme en udpræget modvillighed for ejerledere til at vækste.²⁰³ Studierne vil blive inddraget, hvor de væsentligste pointer vil blive udledt, samt sættes i kontekst af henholdsvis ejaftaler, moral hazard og incitamentsforenelighed. Ved at sammenholde studierne formodes det, at der sikres en høj validitet og reliabilitet - altså repræsentative observationer i forhold til ejerledere.

²⁰¹ Poutziouris, 2003

²⁰² Davidsson, 1989

²⁰³ Davidsson, 1989: 212, der henviser til studier fra henholdsvis Golby og Johns (1971), Boswell (1972), Stanworth og Curran (1973), Deeks (1976) og Cooper (1982) m.fl. Videre henviser Davidsson til en undersøgelse foretaget af the Swedish Business Federation, der viser, at 50% af de adspurgte ledere, der mente, der var mulighed for en rentabel ekspansion, ville ikke udforske mulighederne herfor.

No.	Owner-director characteristics	Average rating	Not important (%)	Neutral (%)	Important (%)
1	Increase the profitability of the business	4.44	4.1	8.9	87.0
2	Retain independence as a business owner	4.22	9.0	10.5	80.4
3	Build up a pension fund	3.89	14.5	16.7	68.8
4	Increase leisure time	3.86	10.7	23.7	65.6
5	Increase personal asset base	3.82	13.6	20.5	65.9
6	Improve standard of living	3.65	17.2	23.9	58.9
7	Be recognised as a successful business owner	3.39	26.9	20.5	52.6
8	Increase the size of the business	3.24	27.6	28.5	44.0
9	Invest in labour saving equipment/technology	2.88	37.9	25.7	36.3
10	Repay borrowings	2.85	45.3	13.4	41.3
11	Pass business (or shares) on to children	2.73	48.7	17.0	34.4
12	Become the owner of a larger business	2.64	48.5	19.2	32.3
13	Carry on as you are	2.32	55.7	26.3	18.1
14	Not looking for any changes at present	2.25	53.5	31.6	14.8
15	Raise funds for expansion	2.11	65.5	16.5	18.0
16	Expand the management team	2.05	66.3	20.0	13.7
17	Sell all or part of business	1.86	73.7	10.5	15.8
18	Expand by buying another business	1.79	74.2	14.3	11.5
19	Narrow the range of business activities	1.55	82.7	11.6	5.6
20	Find partner to share the business risk	1.52	84.4	7.6	8.1
21	Get a job working for someone else	1.29	92.2	4.1	3.7

Notes: Question: What are business/personal objectives?

Please rate on a scale from 1 to 5, where 1 = not important and 5 = very important

Tabel: Poutziouris (2003)

Poutziouris' studie viser, at 87% af ejerlederne mener, at det er vigtigt at øge profitabiliteten i deres virksomhed. Med en gennemsnitlig score på 4,44 ud af 5, hvor 5 er lig med "meget vigtigt", kan der argumenteres for, at afhandlingens antagelse om, at parterne er økonomisk drevne, er valid. Kun 4,1% finder det ikke vigtigt.

Den, ifølge ejerlederne, næstvigtigste faktor er at kunne bibeholde sin selvstændighed som leder. 80,4% mener, det er vigtigt, mens 10,5% er neutrale. Trods en difference på 6,6% mellem pkt. 1 og pkt. 2, fremgår det tydeligt, at det er de faktorer, ejerlederne lægger vægt på, idet der er et markant spring på 12% ned til pkt. 3. At ejerledere værdsætter deres selvstændighed og er økonomisk drevne bekræftes af Davidsson. Økonomisk velstand og selvstændighed er nemlig de to mest motiverende faktorer, han har identificeret i sit studie. Davidsson påviser ligeledes, at frygten for mindre kontrol og medindflydelse i virksomheden er en af de mest markante væksthæmmere, hvilket bekræfter tesen om selvstændighed.

Davidsson fremfører videre, at udsigten til at tjene penge gennemgående er en motiverende faktor. Tendensen antyder, at penge som udgangspunkt ikke mister deres indvirkning, når lavere, basale behov er tilfredsstillet, men at deres motivationsfunktion ikke er tilstrækkelig, når et vist tilfredsstillende niveau af levestandard er nået.²⁰⁴ Det kan altså bemærkes, at penge som motivationsfaktor antageligt vil have et toppunkt for nytte, hvorefter den inkrementelle nytte ville være degressiv. Dette er afgørende i forhold til motivation af ejerlederen i Udv. 17 ApS, og vil blive behandlet i det efterfølgende afsnit 3.8.

Et andet parameter, ejerledere værdsætter højt i Poutziouris' undersøgelse, er muligheden for fritid. 65,6% af ejerlederne mener, at mere fritid er et vigtigt mål, hvilket svarer til cirka to ud af tre ledere. Det vurderes at være et væsentligt mål, om end ikke det højeste, med en score på 3,86.

At være selvstændig indebærer antageligt en masse arbejdstimer. Det kan derfor siges at være naturligt for ejerlederne, at de har et ønske om at øge deres mulighed for at holde fri. Dette personlige mål kan dog indebære en uhensigtsmæssighed, såfremt virksomhedens forretningsmodel baseres på debiterbare timer, såsom konsulentvirksomhed. Antallet af timer påvirker direkte indkomsten, idet dette er en indkomstvariabel, som er positivt afhængig af mængden. Dette strider mod målet om at have mere fritid.

Der kan derfor, i fraværet af en incitamentskontrakt, skabes en situation, hvor ejerlederen er mere tilbøjelig til at vælge projekter, der er mindre tidskrævende, da det vil tilfredsstille det personlige mål om mere fritid. Dette vil påvirke nytten positivt for ejerlederen, men vil være på bekostning af en økonomisk gevinst for begge kapitalejere i Udv. 17 ApS.

Med fraværet af en incitamentskontrakt, er der således ikke målkongruens mellem investoren og ejerlederen, hvilket påvirker incitamentsforeneligheden i ejeraftalen negativt.

Et andet personligt mål for ejerledere, der må siges at være væsentligt er pkt. 5 og 6. Disse handler om henholdsvis at eje flere personlige aktiver og øge levestandarden, og kan siges at være af mere selvisk og egennyttig karakter. Med henholdsvis 65,9% og 58,9% kan der argumenteres for, at det er en relativ stor andel, der har dette mål, mens cirka hver femte er indifferent.

De personlige mål kan skabe en problematik, da ejerlederen kan udnytte informationsasymmetrien og den manglende overvågning til at agere opportunistisk ved at købe aktiver, der tilfredsstiller betingelsen om at øge levestandarden. Det kan f.eks. være, at ejerlederen vil købe alt fra en ny arbejdscomputer, -telefon til større aktiver som bil mv. Dette er fysiske og håndgribelige aktiver, men det kan også være, at ejerlederen overnatter på dyre hoteller, spiser på dyre restauranter mv., hvor det vil kunne blive opdaget ved at gennemgå bogføringen, modsat de andre fysiske aktiver, der vil kunne ses på kontoret. Som Nicolaj Højer Nielsen selv

²⁰⁴ Davidsson, 1989: 221

nævner, kan dette undgås ved at indsætte veto-rettigheider i ejeraftalen.²⁰⁵ Eksempelvis, at aktivinvesteringer over et vist beløb kræver samtykke.

Pkt. 17 handler om, hvorvidt det er en ejerleders mål at sælge hele eller dele af virksomheden. Her finder 73,7%, at det ikke er vigtigt, mens 15,8% finder det vigtigt.

Da business angelen i Udov. 17 ApS forventer at foretage et salg efter 4-5 år, kan dette medføre en målkonflikt, og potentielt også en tvist. Tvisten formodes kun at opstå, hvis ejerlederen bliver sat i en situation, hvor et købstilbud er betinget af, at begge afhænder deres kapitalandele. Kapitalandelens værdi er typisk højere, når de sælges samlet, frem for delvist. Ejerlederens modvillighed vil altså kunne hindre salget og medføre en uoverensstemmelse.

Pkt. 20 er ligeledes værd at bemærke. Punktet handler om, hvorvidt ejerlederen ønsker at finde en partner at dele forretningsrisikoen med. Her ses det, at hele 84,4% finder det ikke vigtigt, hvorimod det kun er 8,1%, der finder det vigtigt.

Der kan konstateres en modvillighed for ejerledere til at dele deres forretningsrisiko med en partner. Dette taler for, at ejerledere i virkeligheden er villige til at påtage sig risiko. Dette står i kontrast til PA-teoriens antagelser om risikoaversion samt afhandlingens analyse af ejerlederens risikoprofil, og kan dermed anvendes som kritik. Der kan videre argumenteres for, at punktet understøtter ejerlederens ønske om at bevare selvstændighed, idet en ny partner vil kunne medføre afgivelse af ansvar og indflydelse.

Med afsæt i ovenstående, er det helt essentielt, at ejerlederen overvejer og kommunikerer sine personlige mål og de faktorer, der motiverer ham, i forbindelse med udformningen af en incitamentskontrakt. Dette er også i overensstemmelse med Milgrom og Roberts informativeness principle. Det kan ligeledes være en god investering at kortlægge hinandens præferencer og visioner, når en ejerftale skal udarbejdes. Dette vil formodentlig også nedsætte risikoen for tvister fremadrettet.

Afslutningsvist, skal det bemærkes, at studierne baseres på interviews med henholdsvis 922 engelske og 400 svenske ejerledere, der efterfølgende er blevet bearbejdet og analyseret statistisk. Da der er tale om interviews med mere end 1.300 vurderes det, at der må være en vis form for repræsentativitet i de trends, der fremføres og går på tværs af datasættene, om end der naturligvis kan forekomme afvigelser i national såvel som forretningskultur, tidsbillede mv.

Undersøgelserne har haft til formål at give indsigt i og nuancere, hvilke mål ejerlederne måtte have for dem og deres virksomhed. Refleksioner, der som tidligere nævnt, bør indtænkes, når ejer- og incitamentskontrakter

²⁰⁵ Bilag 2, tidskode: 17:20

udarbejdes. Der bør dog altid ske en konkret vurdering; men ovenstående kan anvendes som baggrund og inspiration til at facilitere samtalen.

4.6 Nytteteori

Nytteteori bygger på mikroøkonomiske antagelser og forudsætninger, og omhandler efterspørgslen på et forbrugermarked. Efterspørgslen på markedet vil være bestemt af forbrugernes nytte, som afhænger af deres præferencer. *Nytte* angiver her et mål, der reflekterer rangeringen af forskellige prioriteringer, ønsker eller behov.²⁰⁶ I nytteteorien antages det, at personer forsøger at nyttemaksimere, ved at handle på en sådan måde, at de opnår det højeste mulige nytteniveau, som det er muligt under de givne omstændigheder.²⁰⁷ Antagelsen om nyttemaksimerende personer stemmer godt overens overens med forudsætningerne i PA-teorien, hvor agenten er nyttemaksimerende.

Principperne fra nytteteori vil blive anvendt analogt i afhandlingen for at undersøge, hvordan ejerlederens præferencer i Udv. 17 ApS påvirker incitamentsstrukturen i ejeraftalens incitamentskontrakt.

Nærværende afsnit vil tage udgangspunkt i konklusionerne fra afsnit 3.7, hvor ejerledere har en række faktorer, de værdsætter højt. De enkelte faktorer vil have en indbyrdes prioritering og dermed nytte for ejerlederen. I dette afsnit vil der henvises til præferencer i stedet for faktorer, hvor den højest værdsatte præference benævnes "P1", mens den næsthøjst værdsatte benævnes "P2" og den tredjehøjst værdsatte "P3".

Den marginale nytte, altså nytten ved at få én enhed mere af eksempelvis P1' enhed, kan udregnes ved hjælp af nedenstående funktion.²⁰⁸ ΔU viser differencen i nytte, ejerlederen får ved at få $\Delta P1$ enheder mere.

$$MU_{P1} = \frac{\Delta U}{\Delta P1}$$

Det antages i teoriens oprindelig form, at "more is better", hvilket betyder, at jo mere af den ønskede vare, personen får, desto højere nytte har vedkommende.²⁰⁹ Afhandlingen afviger denne antagelse og lægger til grund, at nyttefunktionen for den totale nytte ikke har en konstant positiv hældning, men derimod en tiltagende

²⁰⁶ Christensen & Rasmussen, 2017: 82

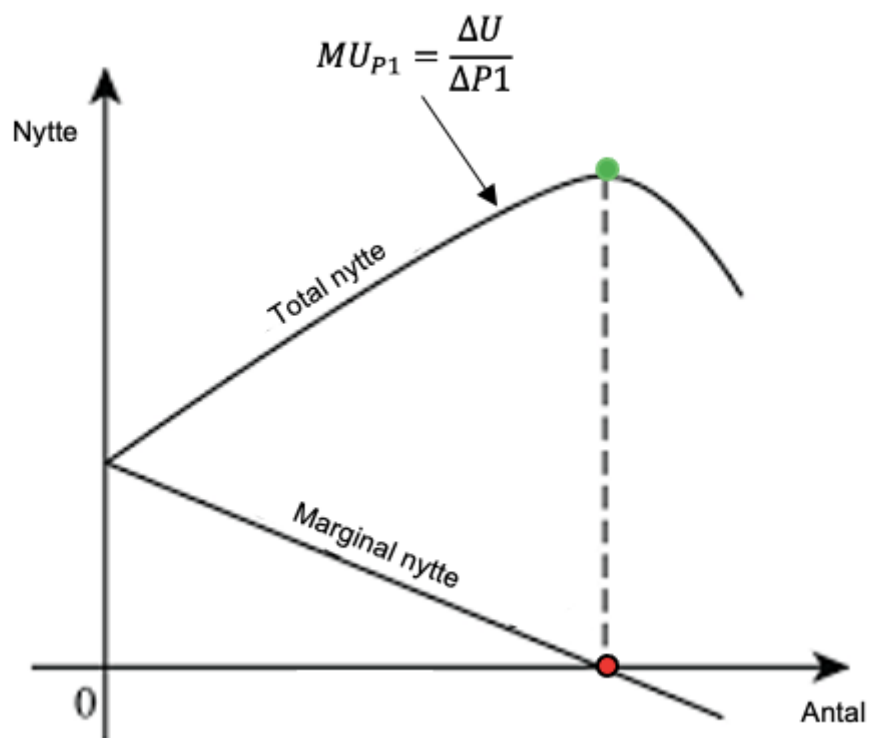
²⁰⁷ Christensen & Rasmussen, 2017: 73

²⁰⁸ Christensen & Rasmussen, 85f

²⁰⁹ Christensen & Rasmussen, 2017: 75

positiv hældning indtil toppunktet, hvorefter den vil have en aftagende negativ hældning. Dette er illustreret i figuren nedenfor.

Funktionen afspejler kurven for total nytte' hældning, hvorved det kan udledes, at desto stejlere kurven er, desto mere værdsætter ejerlederen én enhed mere. Samtidig gælder det, at jo fladere hældende kurven er, jo mindre værdsætter ejerlederen én enhed mere.²¹⁰ Dette er illustreret i nedenstående figur.



Egen tilvirkning²¹¹

I forhold til ejerlederens motivation, vil han ud fra PA-teorien agere nyttemaksimerende. Dette gør han ved at foretage handlinger indtil kurvens toppunkt (illustreret med et grønt punkt) tilstræbes eller nås. I dette punkt vil ejerlederens marginale nytte være lig med nul (illustreret med et rødt punkt), og vil derefter blive negativ. Hvis en handling i form af en yderligere indsats indebærer en negativ nytte (negativ hældning), vil ejerlederen antageligt være stærkt tilbageholdende med at foretage handlingen, da han derved bliver dårligere stillet. Dette er dog kun henset til én variabel.

²¹⁰ Christensen & Rasmussen, 2017: 85f

²¹¹ Baseret på Christensen & Rasmussen, 2017: 85

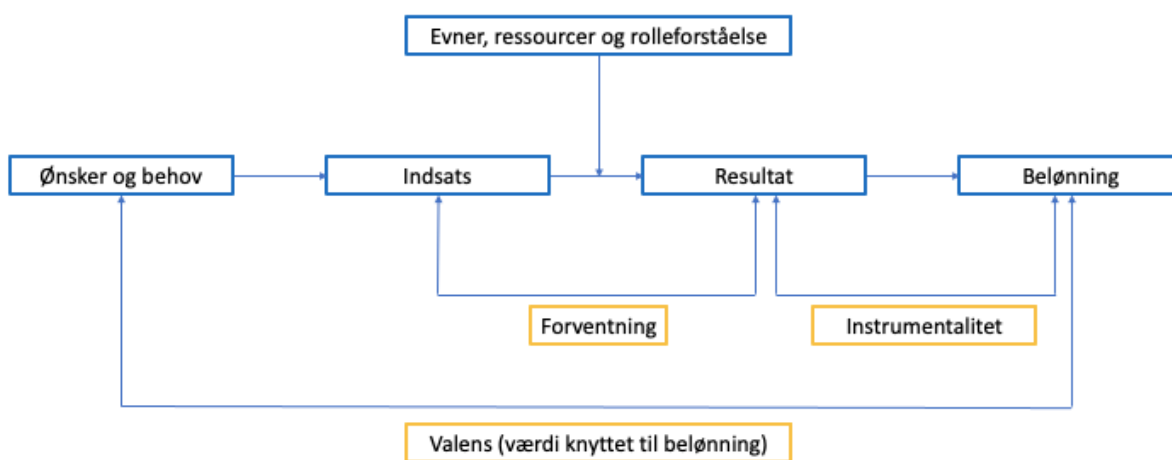
For såfremt toppunktet er nået, og et givent behov dermed er tilfredsstillet for ejerlederen, vil han antageligt foretage handlinger, der søger at maksimere hans næste præference, idet hans marginale nytteværdi vil være højere hér, sammenholdt med førstnævntes, der har opnået toppunktet. Dette vil blive behandlet videre i afsnit 4.4.2, hvor pointerne fremført i ovenstående afsnit, vil blive inddraget.

4.7 Motivationsteori

I forlængelse af ovenstående analyser, vil nærværende afsnit analysere, hvordan *belønningssystemer* kan anvendes som motivationsfaktor for ejerlederen. Belønningssystemer vil i dette henseende betragtes som incitamentskontrakter. Dette vil blive inddraget for at undersøge, hvad en incitamentskontrakt bør lægge vægt på for at sikre, at ejerlederen er motiveret.

Brugen af belønningssystemer som motivationsfaktor bygger på en generel teori om motivation kaldet *forventningsteori*, der vil blive uddybet i det følgende.²¹²

Inden for forventningsteori antages det, at motivation og viljen til at yde en indsats opstår, når man forventer, at man kan opnå en belønning ved at foretage en given handling.²¹³



Egen tilvirkning²¹⁴

²¹² Jacobsen & Thorvik, 2014: 224

²¹³ Jacobsen & Thorvik, 2014: 224

²¹⁴ Baseret på Jacobsen & Thorvik, 2014: 224

Forventningsteorien fremhæver en række elementer, som er vigtige for at sikre motivation, nemlig *valens*, *instrumentalitet* og *forventning*.²¹⁵ Disse er markeret på figuren.

Valens anvendes til at beskrive i hvilken grad en person ønsker og værdsætter en belønning, der følger af et bestemt resultat.²¹⁶ Dette kan eksempelvis være, at ejerlederen har en høj valens for monetær belønning, hvor han værdsætter en økonomisk aflønning højere end f.eks. to måneders ferie. Dette er lig med princippet om incitamentsintensitet, som fremføres af Milgrom og Roberts.

Forventning handler om, at personen skal være overbevist om sammenhængen mellem *indsats* og *resultat*, og at det er realistisk at nå målet.²¹⁷ Personen skal have troen på, at den med sine kompetencer og indsats vil kunne nå målet. Det er nemlig ikke sikkert, den i sidste ende besidder de nødvendige evner og ressourcer til at opnå resultatet, der udløser belønningen. Såfremt et overambitiøst og urealistisk mål sættes, må det alt andet lige påvirke motivationen negativt, hvis belønningen kun udbetales, når målet nås.

Instrumentalitet dækker over, at personen skal være overbevist om, at opnåelsen af resultatet fører til den ønskede belønning.²¹⁸ Instrumentalitet kan dermed siges at være udtryk for kredibilitet; det skal være troværdigt, at belønningen vil blive udbetalt.

Instrumentalitet kan også være med til at skabe en forståelse for ejerlederen om, at resultatet er knyttet op på præstationen, og at en øget præstation vil føre til en højere løn. Hvis belønningen udbetales uden en kobling mellem præstation og belønning, vil instrumentaliteten være lig nul. Denne problemstilling blev eksempelvis fremhævet i forbindelse med adfærdsbaserede aflønningsmodeller. Her var risikoen, at hvis de er for komplekst udformet, kan de skabe tvivl om, hvad der lægges vægt på i evalueringen.²¹⁹

4.8 Delkonklusion

Det kan på baggrund af den økonomiske analyse konkluderes, at der i forholdet mellem investor og ejerleder er informationsasymmetri, da ejerlederen har et overlegent indblik i virksomhedens daglige drift. Der er derfor risiko for moral hazard, idet ejerlederen har mulighed for at agere opportunistisk, henset til investorens manglende indsigt og overvågning. Dette vurderes at udgøre en reel problemstilling, idet empiriske studier viser, at ejerledere har stærke præferencer og personlige mål, der ikke nødvendigvis korresponderer med kapitalejeres. For at løse moral hazard, kan parterne indføre variabel aflønning, der kan være med til at skabe incitamentsforenelighed mellem parterne.

²¹⁵ Jacobsen & Thorvik, 2014: 224

²¹⁶ Jacobsen & Thorvik, 2014: 224

²¹⁷ Jacobsen & Thorvik, 2014: 224

²¹⁸ Jacobsen & Thorvik, 2014: 225

²¹⁹ Anderson & Oliver, 1987: 78

Det kan videre konkluderes, at investorens og ejerlederens risikoprofiler er forskellige. Investoren nærmer sig risikoneutralitet, da han har spredt sin risiko ud på flere investeringer. Idet ejerlederen ikke har spredt sin risiko, konkluderes det at han er risikoavers og derfor tilbageholdende med at tage risikable (og dermed profitable) investeringsprojekter. Det er derfor mest efficient, hvis risikoen i overvejende grad allokeres til investoren. Hvis investoren vælger at overføre risiko til ejerlederen i en incitamentskontrakt, skal ejerlederen i så fald kompenseres herfor. Kapitalejernes risikoprofiler påvirker derfor i høj grad incitamentsstrukturen i ejeraftalen. Med afsæt i Davidssons og Poutziouris' undersøgelser om ejerledere konkluderes det videre, at antagelsen om ejerlederes risikoaversion kan kritiseres, da empirien viser, at ejerledere i høj grad ikke ønsker at dele deres forretningsrisiko med en partner. Studierne viser også, at ejerledere har en række personlige mål og præferencer, der kan afvige fra investorens. Ejerlederen vil i den forbindelse være tilbageholdende med at påtage sig en yderligere indsats, hvis et optimalt nytteniveau er nået. Det kan derfor konkluderes, at kapitalejernes præferencer i høj grad påvirker incitamentsstrukturen i ejeraftalen.

Endvidere konkluderer analysen af en optimal incitamentskontrakt, at investoren bør engagere ejerlederen til at yde indsatsniveauet $e = 2$, da investorens nytte herved maksimeres, og da det skaber de bedste incitamenter mellem parterne.

Ved komplet information, kan indsatsniveauet blive bestemt direkte i kontrakten, hvorfor ejerlederens løn afhænger af indsatsniveauet og ikke resultatet af indsatsen. Ejerlederen bærer herved ingen risiko, da denne er allokeret til investoren. Givet parternes risikoprofiler, er dette efficient, fordi investoren er mere risikoneutral end ejerlederen.

Ved inkomplet information, er det ikke muligt for investoren at observere ejerlederens indsatsniveau. Kontrakten kan derfor kun baseres på observerbare variable. Ejerlederen skal kompenseres for at påtage sig den yderligere risiko, der er ved at lade aflønningen afhænge af slutresultatet, frem for indsatsen. En optimal kontrakt ved inkomplet information er således et kompromis mellem risikospredning og incitamentsaflønning. Et sådant kompromis vil dog altid medføre et efficienstab, som investoren må bære.

Det kan afslutningsvis konkluderes, at Milgrom og Roberts fire principper samt motivationsteori bør iagttages i forbindelse med, at en incitamentskontrakt udformes. Dette vil sikre målkongruens og incitamentsforenelighed mellem ejerlederen og investoren.

Kapitel 5: Integreret analyse

5.1 Introduktion

Dette kapitel har til formål at revidere ordlyden af de udvalgte bestemmelser i ejeraftalen samt skabe større incitamentsforenelighed mellem investoren og ejerlederen.

Indledningsvist vil til ejeraftalens fire bestemmelser blive revideret, med afsæt i konklusionerne fra den juridiske analyse. Dernæst, vil Dyer og Singhs koncept om relationsrente blive inddraget, hvor det vil blive undersøgt, om betingelserne herfor er til stede. Afslutningsvist, vil afhandlingen præsentere løsningsforslag til at skabe større incitamentsforenelighed mellem investoren og ejerlederen i Udv. 17 ApS. Forslagene tager udgangspunkt i konklusionerne fra Dyer og Singh samt den juridiske og økonomiske analyse.

5.2 Revidering af ejeraftalen

Det blev i den juridiske analyse fastslået, at den proaktive jura ikke tager afstand fra den reaktive, og det anbefales derfor, at de fire bestemmelser forbliver i ejeraftalen. Dog bør bestemmelserne ændres i overensstemmelse med den juridiske analyses konklusion. Dette afsnit vil derfor komme med forslag til, hvordan ejerlederen og investoren kan revidere de udvalgte bestemmelser i ejeraftalen med henblik på at skabe mere optimale og præcise formuleringer til gavn for.

5.2.1 Pkt. 7 om forkøbsret

På baggrund af analysen i afhandlingens juridiske del, vurderes bestemmelsen at være rimelig, idet forkøbsretten giver lige vilkår for begge parter. Samtidig sikrer bestemmelsen, at ejerskabet ved salg kan bibeholdes hos den blivende part, idet denne får mulighed for at købe kapitalandelene før tredjemand.

Det anbefales dog alligevel at tilføje en anvisningsret i ejeraftalen, hvor den forkøbsberettigede part har ret til at gøre forkøbsretten gældende ved at anvise en eller flere købere til de kapitalandele, der er omfattet af forkøbsretten. Den anviste køber skal have mulighed for at erhverve kapitalandelene på samme vilkår, som den forkøbsberettigede part har. Dette anbefales for at sikre en ønsket ejerkreds, hvilket kan være relevant, hvis den blivende part eksempelvis ikke har råd til at gøre forkøbsretten gældende, ikke ønsker tredjemand som medejer, eller blot ønsker at anvise kapitalandelene til en ny nøgleperson, som fremført af Nicolaj Højer Nielsen.²²⁰ Det anbefales videre, at forkøbsretten og anvisningsretten får forrang for bestemmelsen om medsalgret og -pligt. Dette vil løse uklarheden om bestemmelserne indbyrdes rang, som påvist i den juridiske analyses afsnit 3.3.2.2.

²²⁰ Bilag 2, tidskode: 19:03

Det kan afslutningsvist bemærkes, at bestemmelsen om forkøbsret har en relativ uklar ordlyd i forhold til tredjemands vilkår i forbindelse med en kapitalejers salg. Problemstillingen påvirker ikke parternes inter partes forhold og vurderes ikke at være et materielt forhold. Det anbefales dog alligevel at opdatere ordlyden, så det fremgår, at tredjemand ligeledes har en 30 dages acceptfrist, hvis de øvrige kapitalejere ikke benytter deres forkøbsret. Dette vil være med til at forebygge fortolkningstvivel af bestemmelsens ordlyd.

5.2.2 Pkt. 8 om medsalgsret/-pligt

Det bliver i den juridiske analyse påvist, at bestemmelsen om medsalgspligt udelukkende kan bruges af ejerlederen qua hans ejerandel på 60%, som overstiger kravet i pkt. 8.1 på 50%. Bestemmelsen er derfor asymmetrisk, da den kun gælder ejerlederen.

Bestemmelsen vurderes at være rimelig, eftersom det er ejerlederen, der har stiftet virksomheden samt er majoritetsejer. Med udgangspunkt i parternes respektive risiko- og forretningsspredning vurderes det, at investoren ikke skal have mulighed for - kort tid efter investeringen - at iværksætte en medsalgspligt på tilsvarende vis for ejerlederen, såfremt et købstilbud på mere end 75% bliver fremsat. Dette skyldes, at det dels ikke vil være "fair", men også at ejerlederen kun har én investering og beskæftigelse, og er derfor henvist til *markedet for ledelsestjenester*, hvis han ikke længere er en del af virksomheden.

Ud fra den juridiske analyse af bestemmelsens ordlyd, vurderes den at være uklart formuleret, idet bestemmelsen f.eks. ikke forholder sig til den indbyrdes rang i forhold til forkøbsretten i pkt. 7.

Konsekvensen ved dette kan være, at investoren dels mister muligheden for at købe kapitalandelene grundet argumentet om *lex specialis*, men også en risiko for, at investoren efterlades med en uforholdsmæssig lille ejerandel, der kan være svær at afsætte. Ejeraftalen bør, som nævnt ovenfor, derfor specificere, at forkøbsretten og den foreslåede anvisningsret skal have forrang for pkt. 8 om medsalgsret/-pligt, hvor den blivende part skal kunne anvise eller købe kapitalandelene på samme vilkår som det i tredjemands fremsatte tilbud.

Såfremt medsalgspligten benyttes, er bestemmelsen ligeledes tavs i forhold til, hvordan differencen i det fremsatte tilbud og ejerlederens andel skal udfyldes. Ordlyden giver ikke fortolkningsproblemer i en situation med to parter. Der kan dog opstå tvivl i en situation med flere kapitalejere. Det anbefales på baggrund af lighedsprincippet at indarbejde, at en forholdsmæssig andel sælges med for de kapitalejere, der ønsker dette. Dette gælder på tilsvarende vis, hvis alle eller ingen kapitalejere ønsker deres kapitalandele solgt. Princippet om "først i tid, bedst i ret" vurderes i denne henseende ikke at være hensigtsmæssigt.

5.2.3 Pkt. 9 om misligholdelse

Ejeraftalens pkt. 9 foreskriver, at hvis en part væsentlig misligholder sine forpligtelser, kan selskabet eller de øvrige kapitalejere købe den misligholdende parts kapitalandele med et fradrag på 50%. Ejeraftalen bestemmer ikke, hvad der forstås ved *væsentlig* misligholdelse.

Det anbefales, at der indarbejdes en ikke-udtømmende liste, eventuelt kombineret med tærskelværdier, for at konkretisere, hvad der forstås ved væsentlig misligholdelse og for at undgå fortolkningstvivil. Tærskelværdien er for at understrege, at små økonomiske forhold på f.eks. 5.000 DKK ikke er at betragte som væsentlige misligholdelse. Derved undgås petitesser.

En ikke-udtømmende liste vil mindske interessekonflikten mellem parterne, da den nuværende situation kan medføre, at en misligholdende part objektivt set kan have en interesse i at negligere, nedtone og underkende en misligholdelse over for den ikke-misligholdende part for at undgå straf. Videre, kan den misligholdende part argumentere for, at forholdet ikke udgør væsentlig misligholdelse, da forholdet ikke er oplyst på den ikke-udtømmende liste, og idet listen anvendes til at nedfælde de - ifølge parterne - væsentligste forhold. Den misligholdende part vil derfor argumentere for, at forholdet har været så uvæsentligt, at det ikke er blevet opført på listen, og dermed forsøge at undslippe salgspigten i ejeraftalens pkt. 9.3.

En ikke-misligholdende part kan derimod have en interesse i at eskalere misligholdelsesvurderingen for at kunne købe kapitalandelen til halv pris.

Listen vurderes derfor at kunne skabe klarhed samt mindske sandsynligheden for en standpunktsrisiko, da parterne i fællesskab angiver de mest sandsynlige former for, hvad de betragter som væsentlig misligholdelse.

Listens ikke-udtømmende funktion overlader et skøn til parterne, der vurderes at være hensigtsmæssigt grundet fleksibiliteten. Dette overlader dog også en omkostning i form af fortolkningsomkostninger til parterne. Dette vurderes imidlertid at være den bedste løsning, da det ellers vil være omfattende og omkostningsfuldt at skulle kortlægge og bestemme alle forhold, der måtte karakteriseres som væsentlig misligholdelse.

Det anbefales, at parterne indarbejder en bestemmelse, der blandt andet foreskriver:

“Som væsentlig misligholdelse betragtes for eksempel:

- 1) at en part misligholder sine forpligtelser i henhold til aftalen, gyldige aftaler truffet i henhold til aftalen eller selskabets vedtægter,*
- 2) at en part på generalforsamlinger og direktions-/bestyrelsesmøder i selskabet ikke stemmer, eller afholder sig fra at stemme, for at opnå det i aftalen fastsatte, eller*
- 3) at en part overdrager sine kapitalandele i strid med aftalens bestemmelser herom.”*

5.2.4 Pkt. 15 om genforhandling

Det blev i den juridiske analyse påvist, at ejeraftalen kan genforhandles ved ændringer i ejerforholdene samt at det er en betingelse for at erhverve kapitalandele, at ejeraftalen tiltrædes. Ejerftalen indeholder dog ikke, hvad retsfølgen er, hvis parterne ikke bliver enige ved genforhandlingen - eksempelvis, hvis en ny kapitalejer ønsker at træde ud af aftalen. I analysen konstateres det, at den blivende kapitalejer har en skjult vedomagt til at bibeholde aftalen i dens helhed, eftersom en ændring af ejerftalen kræver begge kapitalejers underskrift jf. pkt. 15.2.

For at undgå problemstillingen, bør aftalen regulere, hvad retsvirkningerne er, hvis parterne ikke bliver enige ved genforhandlingen.²²¹

Samtidig anbefales det, at følgende bliver indarbejdet i ejerftalen:

“Nye kapitalejere i selskabet skal tiltræde aftalen, og den overdragende part er forpligtet til at sikre, at enhver overgang bliver gjort betinget af, at tiltrædelse af aftalen sker. Den overdragende part er ligeledes forpligtet til at gøre den tiltrædende part bekendt med aftalens indhold.”

Herved indskræpes den udtrædende parts forpligtelse. Manglende iagttagelse for overdrageren vil udgøre en væsentlig misligholdelse, mens den tiltrædende part som udgangspunkt vil være i (fortsat) god tro. Modsat, vil iagttagelsen gøre, at den tiltrædende part vil være i ond tro, idet den har stiftet bekendtskab med ejerftalens indhold. Den onde tro, vil ud fra diskussionen i den juridiske litteratur, kunne binde tiltræderen. Dette kræver dog en konkret vurdering.

5.3 Relationsrente i ejerftaler

Den juridiske analyse og ovenstående har vist, at ejerftalens udvalgte bestemmelser i overvejende grad er reaktive. Dette afsnit har til formål at undersøge, hvordan proaktive bestemmelser og konceptet om relationsrente kan indarbejdes i ejerftalen for at skabe merværdi.

5.3.1 Strategisk kontrahering

Strategisk kontrahering er et relativt nyt forskningsfelt med fokus på det interdisciplinære samspil mellem økonomi og jura. Centralt er, hvordan økonomisk forskning og teori kan medvirke til at kvalificere indholdet af de aftaler, der indgås mellem parter.

Bent Petersen og Kim Østergaard definerer *strategisk kontrahering* som:

“(...) we view strategic contracting as characterized by the aim of generating relational rent through the use of both proactive and reactive provisions that based on resource complementarity and strategic

²²¹ Kruhl, 2011: 187f

fit between the contract partners protect knowledge and relation-specific investments from opportunistic behavior. Hence a strategic contract is a partnership arrangement through which the contracting parties aim to achieve competitive advantage."²²²

Strategisk kontrahering anvendes eksempelvis i forbindelse med Offentlige Private Partnerskaber (OPP), Private Partnerskaber (PP) mv., men er ikke begrænset til disse:

"Strategisk kontrahering kan principielt udøves inden for alle kontrakttyper, men vil typisk ikke være relevant i situationer med enkeltstående markedstransaktioner."²²³

Da forholdet mellem ejerlederen og investoren i Udv. 17 ApS vil være et tæt, langt og relationsbaseret partnerskab, vurderes det, at strategisk kontrahering kan anvendes i ejerftalen.

Som anført i citatet med Bent Petersen og Kim Østergaard, er målet med strategisk kontrahering at opnå *relationsrente*. Dette koncept vil blive behandlet og uddybet i nedenstående afsnit med udgangspunkt i Dyer og Singh's artikel "*The relational view: Cooperative strategy and sources of inter-organizational competitive advantage*".

5.3.2 Relationsrente

Dyer og Singh fremfører i deres artikel, at virksomheder ved hjælp af "*idiosyncratic interfirm linkages*" kan medvirke til at skabe relationsrente og konkurrencefordele.²²⁴

Dyer og Singh definerer relationsrente som:

"(...) a supernormal profit jointly generated in an exchange relationship that cannot be generated by either firm in isolation and can only be created through the joint idiosyncratic contributions of the specific alliance partners."²²⁵

Dyer og Singhs teori tager udgangspunkt i, at partnerskabet og kontraktrelationen foregår mellem virksomheder. Nærværende afhandling omhandler et partnerskab mellem to kapitalejere i Udv. 17 ApS, hvilket afviger teoriens oprindelige anvendelsesområde. Dyer og Singhs teori vil i afhandlingen blive anvendt analogt for at tilstræbe relationsrente i samarbejdet mellem parterne, jf. nedenfor.

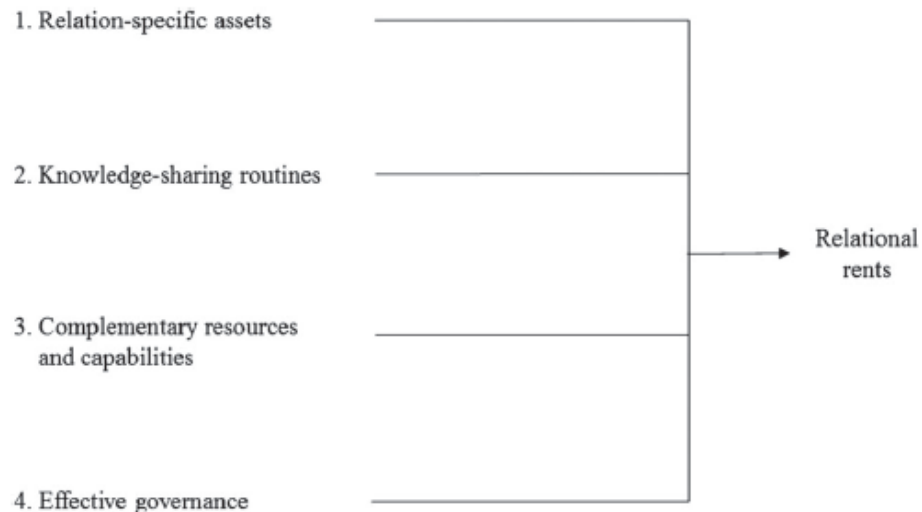
²²² Petersen & Østergaard, 2018: 267

²²³ Østergaard, 2016: 436f

²²⁴ Dyer & Singh, 1989: 661

²²⁵ Dyer & Singh, 1989: 662

I artiklen anfører Dyer og Singh, at der på baggrund af diverse studier kan udledes fire forudsætninger, der kan medvirke til relationsrente. Disse er: 1) investering i relationsspecifikke aktiver, 2) væsentlige vidensdelingsrutiner, 3) komplementære ressourcer og kompetencer samt 4) effektiv styring. Forudsætningerne vil blive gennemgået i det følgende.



Dyer og Singh (1998)

5.3.2.1 Relationsspecifikke investeringer

En relationsspecifik investering har en lavere værdi i en alternativ anvendelse, sammenholdt med det afkast, der opnås ved den kontrakt, der er indgået i partnerskabet.²²⁶ En relationsspecifik investering er kendetegnet ved at have en høj aktivspecifitet, altså hvor universel en funktion aktivet har. Hvis aktivet kan anvendes på flere forskellige måder, hvor nytteværdien i alternativ anvendelse falder marginalt, foreligger der en lav grad af aktivspecifitet. Hvis aktivet derimod ikke kan anvendes uden for partnerskabet, og altså ikke har nogen alternativ anvendelse, og derfor har en nytteværdi lig med 0 (eller deromkring), er der tale om den højeste grad af aktivspecifitet.²²⁷

Williamson opererer med tre typer specificitet; site specificity, physical asset specificity og human asset specificity.²²⁸

Site specificity omhandler, at den del af produktionsprocessen, der er immobil, er placeret tæt på hinanden, hvorved f.eks. transport- og koordineringsomkostninger mv. mindskes.²²⁹

²²⁶ Østergaard, 2014: 17

²²⁷ Østergaard, 2014: 17f

²²⁸ Dyer & Singh, 1998: 662

²²⁹ Dyer & Singh, 1998: 662

Physical asset specificity handler om, at parterne foretager investeringer i skræddersyede aktiver, der er optimeret til parternes interne forhold.²³⁰

Human asset specificity går ud på, at parterne udvikler og akkumulerer specialiseret viden, sprog og know-how over tid.²³¹ Dette gør, at de kan kommunikere mere effektivt og reducere kommunikationsfejl, øge kvaliteten og hastigheden af f.eks. en markedsintroduktion.

Det vurderes, at parterne på nuværende stadie ikke har foretaget relationsspecifikke investeringer, idet investeringen fra business angelen ikke kan siges at være en relationsspecifik investering. Parterne bør derimod gøre dette, da Dyer og Singh fremfører, med henvisning til flere studier, at relationsrente kan skabes gennem relationsspecifikke investeringer samt at dette typisk vil realisere lavere værdikæde-omkostninger, større produktdifferentiering, færre fejl og hurtigere produktudviklingscykluser. Dette må siges at være helt essentielt i innovative, små og mellemstore virksomheder, der grundet deres udviklingsstadie, antageligt vil opleve mange fejltrin og tunge produktudviklingsprocesser.

Når ejerlederen og investoren foretager relationsspecifikke investeringer hver for sig, vil det typisk være i form af human asset specificity eller site specificity. Når investeringerne er symmetriske, skaber det en lock-in effekt, hvilket vidner om dedikation til samarbejdet. Hvis deres investeringer derimod er asymmetriske over tid, og den ene part investerer væsentligt mere end den anden, vil der kunne forekomme en risiko for hold-up.

Hvis investoren f.eks. har investeret mindst, vil han kunne udnytte, at ejerlederen har foretaget større og mere omkostningsfulde investeringer.²³² Investoren kan f.eks. true med at bringe samarbejdet til ophør. Ejerlederen vil herefter have udsigt til at stå tilbage med en stor sunk cost, grundet de relationsspecifikke aktivers høje aktivspecifitet. Forhandlingsstyrken vil i en sådan situation være størst hos investoren, da det kun er ejerlederen, der har afholdt omkostningen. Parterne bør derfor bestræbe sig på løbende at sikre en ligelig fordeling for at mindske hold-up risikoen.

Hvis en part rent faktisk forlader samarbejdet og sælger sine kapitalandele, vil den tilbageværende part stå i en dårlig situation grundet lock-in effekten. Den tilbageværende part kan nemlig ikke iværksætte sin medsalgsret, medmindre der foreligger et tilbud på mere end 75% af kapitalen. Parten kan derfor enten vælge at iværksætte sin forkøbsret og købe kapitalandelene, for derefter at iværksætte en proces for at finde en ny komplementær partner. Alternativt, må parten lukke den nye investor ind i ejerkredsen,

²³⁰ Dyer & Singh, 1998: 662

²³¹ Dyer & Singh, 1998: 662

²³² Dyer & Singh, 2018: 3158

hvorefter parten vil stå tilbage med de relationsspecifikke aktiver, der antageligt har en meget lav nytteværdi, da samarbejdet er ophørt.

Hvis parterne i stedet foretager de relationsspecifikke investeringer gennem selskabet, Udv. 17 ApS, vil det typisk være i form af physical asset specificity. Her vil parterne have en fordelingsnøgle qua deres ejerskab på henholdsvis 60% og 40%. Aktivinvesteringerne vil derfor være relativt symmetriske. Der vil derfor som udgangspunkt ikke opstå en situation, hvor det kun er den ene part, der har foretaget relationsspecifikke investeringer, da de indirekte finansierer investeringerne gennem ejerskabet.

Det kan altså konstateres, at parterne er eksponeret for en hold-up risiko, hvis de foretager sig relationsspecifikke investeringer med høj aktivspecifitet. De kan derfor eksempelvis indarbejde i ejeraftalen, at ejerskabet er underlagt lock-up, hvilket tager afsæt i Dyer og Singhs argument om, at hold-up ved relationsspecifikke investeringer kan løses ved at øge kontrakternes løbetid, hvorved muligheden for at investeringen bliver tilbagebetalt øges.²³³

5.3.2.2 Vidensdeling

Rutiner for vidensdeling er endnu en forudsætning for, at parterne kan opnå relationsrente. Dyer og Singh definerer vidensdelingsrutiner som: (...) *a regular pattern of interfirm interactions that permits the transfer, recombination, or creation of specialized knowledge.*"

Viden kan opdeles i to kategorier; henholdsvis information og know-how.

Information er viden, der er nem at afkode og som er let at overføre mellem parterne. Modsat, er know-how tacit og kompleks viden, der kan være svær at overføre mellem parterne samt afkode og imitere.²³⁴

Dyer og Singh foreskriver, at muligheden for at absorbere viden er en funktion af, hvorvidt parterne har overlappende vidensbaser samt hvorvidt de har udviklet vidensdelingsrutiner, der maksimerer frekvens og intensitet af sociotekniske interaktioner. Evnen til at kunne absorbere og rumme information forbedres, jo mere parterne formår at kortlægge og forstå, hvad hinanden ved. Dette sker typisk gennem uformelle handlinger og interaktion. Parterne kan øge evnen ved at designe specifikke rutiner, der faciliterer vidensdelingen. Dog afhænger succesen af, hvorvidt parterne har direkte, fortrolig og omfattende ansigt til ansigt interaktioner.²³⁵

²³³ Dyer & Singh, 1998: 663f

²³⁴ Dyer & Singh, 1998: 665

²³⁵ Dyer & Singh, 1998: 665f

Dyer og Singh bemærker også, at samarbejdet bør indeholde de rette incitamenter for vidensdeling og kan kombineres med eksempelvis “*formal financial incentives (e.g., equity arrangements)*”. Studier viser nemlig, at ejerstrukturer er mere effektive til at sikre forenelighed mellem parterne end kontraktuelle ordninger.

Der kan ifølge Dyer og Singh være en gensidig tilbageholdenhed ved vidensudvekslingen, hvis der ikke er en troværdig forsikring om, at modparten ikke misbruger den viden og de ressourcer, parterne sammen investerer og overfører.²³⁶ Hvis der f.eks. er en høj risiko for, at business angelen stifter en ny helejet virksomhed med samme produkt og idé, vil ejerlederen naturligvis være skeptisk og tilbageholdende med at overføre know-how, viden og ressourcer. Parterne har allerede implementeret en kunde- og konkurrenceklausul i ejeraftalen, hvilket anbefales at blive bibeholdt; denne virker nemlig som en troværdig forsikring om, at begge parter ikke påtager sig konkurrerende virksomhed i to år efter udtræden af aftalen.

Med den nuværende ejeraftale har ejerlederen og investoren ikke implementeret en vidensdelingsrutine. De bør derfor indføre dette for at opfylde Dyer og Singhs betingelse om vidensdeling.

5.3.2.3 Komplementære ressourcer

En anden forudsætning, der kan skabe relationsrente, er komplementære ressourcer. Dyer og Singh definerer komplementære ressourcer som:

*“(...) resources are complementary when the marginal return to one resource increases in the presence of the other.”*²³⁷

I forlængelse af citatet, kan Yves Doz’ distinktion af komplementaritet inddrages. Han sonderer mellem *initial komplementaritet*, der omhandler den strategiske og potentielle kombination af ressourcer, og *åbenbar komplementaritet*, der handler om realiserede resultater på baggrund af organisation og selve samarbejdet mellem parterne.²³⁸

I nærværende case er det forudsat, at begge parter besidder store andele af viden og know-how, og det er kombinationen af disse to, der vil kunne medvirke til f.eks. at realisere synergieffekter og øget produktudviklingshastighed. Dyer og Singh bemærker, at særligt ved partnerskaber, der overvejende baseres på know-how, og hvor formålet er udforskning og udvikling, vil der kunne realiseres relationsrente ved at investere i vidensdelingsrutiner.²³⁹ Forskning viser nemlig, at R&D partnerskaber,

²³⁶ Dyer & Singh, 1998: 670

²³⁷ Dyer & Singh, 2018: 3144, der henviser til studier fra Hess & Rothaermel, 2011 og Milgrom & Roberts, 1995

²³⁸ Dyer & Singh, 1998: 670, der henviser til studie fra Doz, 1996.

²³⁹ Dyer & Singh, 2018: 3144

der formår at udvikle effektive vidensdelingsrutiner og “absorbere” den nye viden og know-how er mere tilbøjelige til at opnå relationsrente.²⁴⁰

Betingelsen kan dog, ifølge Dyer og Singh, være svær og omkostningsfuld at opfylde, idet der, grundet mangel på perfekt information om partnere, antageligt vil være høje søgeomkostninger i forbindelse med at finde en komplementær partner. Dyer og Singh henviser til flere studier og pointerer, at parter, der har:

“(...) higher levels of experience in alliance management may have a more precise view on the kinds of partner/resource combinations that allow them to generate supernormal returns.”

samt at de, der besidder:

*(...) central network positions with greater network ties have superior access to information and, thus, are more likely to increase the number of their alliances in the future.*²⁴¹

Der kan være markante søgeomkostninger forbundet med screening og signaling i forbindelse med investeringsprocesser for både investor og ejerleder. Disse vil dog være lavere for business angelen, da denne antageligt har en forudgående erfaring med investering. Dette skyldes, at business angels ofte indgår i syndikater med andre business angels. Herved kan opnås en komplementaritet i forhold til ressourcer og kompetencer, men også en lavere risiko grundet den lavere ejerandel.²⁴² De vil derfor, i overensstemmelse med ovenstående pointe, have en forudgående erfaring og bevidsthed om, hvilke ressource-/partnerkombinationer, der kan skabe en relationsrente. Så hvis en investering indgås mellem en business angel med en stor erfaring, såsom Nicolaj Højer Nielsen, Preben Damgaard, Martin Thorborg m.fl., vil der være en stærk formodning for, at der vil være komplementaritet, hvis der er tale om en aktiv og ikke passiv investering.

Det kan afslutningsvis bemærkes, at betingelsen om komplementære ressourcer i form af initial komplementaritet vurderes at være opfyldt i casen, mens den åbenbare komplementaritet afhænger af den efterfølgende organisering og samarbejde.

²⁴⁰ Dyer & Singh, 2018: 3144, der henviser til studier fra Vasudeva & Anand, 2011

²⁴¹ Dyer & Singh, 1998: 667f, der blandt andet henviser til Mitchell & Singh, 1996 og Walker, Kogut & Shan, 1997

²⁴² Aktive Ejere (tidl. DVCA), 2021

5.3.2.4 Effektiv styring

Den sidste af Dyer og Singhs fire forudsætninger er styring og ledelse. Dette er en vigtig faktor for at skabe relationsrente, da den både påvirker transaktionsomkostningerne, men også parternes vilje til at deltage i værdiskabende projekter.²⁴³

Lester Telser, der refereres til i artiklen fra Dyer og Singh, distingverer mellem to forskellige former for styringsmekanismer, nemlig tredjemandshåndhævelse og selv-håndhævende aftaler.²⁴⁴

Tredjemandshåndhævelse handler om kontrakter, hvor håndhævelsen ved misligholdelse eller tvister vil ske hos tredjemand. Dette kan ske ved at anlægge sag i det civile retlige system eller voldgift.²⁴⁵

Egenhåndhævende aftalers safeguards er derimod "økonomiske gidsler", der bevidst tages for at modvirke opportunisme ved at ensarte de økonomiske incitamenter. Dette kan f.eks. være finansielt i form af ejerskab eller symmetriske investeringer. Da aktivets værdi vil falde, hvis en part agerer opportunistisk, og ikke samarbejder og skaber værdi, vil det have en disciplinerende effekt. Parterne har derfor en gensidig interesse i at skabe værdi sammen, da det tilfalder dem begge, og modsat, vil de have udsigt til, at deres investering vil tabe værdi, hvis de agerer opportunistisk.²⁴⁶

Dyer og Singh fremhæver, at sociologer, antropologer og juridiske forskere længe har argumenteret for, at uformel (social) kontrol supplerer og ofte helt erstatter formel kontrol.²⁴⁷ Dette kan eksempelvis være i form af personlige tillidsrelationer (direkte erfaring) eller renommé (indirekte erfaring) som styringsmekanisme. Flere forskere har ifølge Dyer og Singh fremhævet, at uformelle kontrolmekanismer er de mest effektive og samtidig mindst omkostningsfulde remedier til at beskytte parternes investeringer og facilitere udveksling mellem parterne.²⁴⁸ Tilliden mellem parterne vil videre mindske transaktionsomkostninger relateret til forhandling og monitorering, hvorved performance øges.²⁴⁹

Dette fremhævede Nicolaj Højer Nielsen også i interviewet. Her udtalte han, at dét at drive startups er enormt tillidsbaseret, og at renommé spiller en stor rolle:

²⁴³ Dyer & Singh, 1998: 669

²⁴⁴ Dyer & Singh, 1998: 669, som henviser til Telser, 1980: 27

²⁴⁵ Dyer & Singh, 1998: 669

²⁴⁶ Dyer & Singh, 1998: 669

²⁴⁷ Dyer & Singh, 1998: 669, der henviser til studier fra Black, 1976, Ellickson, 1991, Granovetter, 1985, Macaulay, 1963.

²⁴⁸ Dyer & Singh, 1998: 669, der henviser til studier fra Hill, 1995, Sako, 1991 og Uzzi, 1997

²⁴⁹ Dyer & Singh, 1998: 669, der henviser til studier fra Barney & Hansen, 1994 og Sako, 1991

“Det er meget trust-drevet det her. Jeg plejer at sige til folk, at hvis virksomheden går ned eller det bare ikke lykkedes, og at vi prøvede, hvad vi kunne, så fred være med det. (...) Men hvis jeg finder ud af, at nogen snyder mig, så vil jeg sikre mig, at I aldrig ville kunne lave startups i Danmark igen. Så siger jeg, jeg vil bruge mit netværk til det. (...) Så der er meget økosystem, gensidig tillid i det, hvor man prøver at behandle folk ordentligt.”²⁵⁰

Nicolaj Højer Nielsens egne erfaringer bekræfter, at der i høj grad kan forekomme uformelle styringsmekanismer i startups i form af personlige tillidsrelationer og renommé.

De uformelle styringsmekanismer kan dog også indebære svagheder. Dyer og Singh bemærker til slut, at de uformelle safeguards kan have to udfordringer. Først og fremmest, kræver tillidsrelationen betydelig tid, da det kræver en historik med interaktion og personlige relationer. Dernæst, er tillidsrelationen også udsat for *the paradox of trust*, der kan oversættes til *paradokset ved tillidsrelationen*. Tilliden mellem parterne fordrer normer og forventninger om forventet adfærd, hvor de stoler på hinanden, hvilket kan mindske opfattelsen af risiko. Men tilliden kan også skabe rum for opportuniste, hvor modparten kan fristes til at misbruge og udnytte tilliden til egen vinding.²⁵¹

I den nuværende ejerftale mellem ejerlederen og investoren, er der i pkt. 16 aftalt, at parterne indledningsvist skal forsøge at løse eventuelle tvister i mindelighed. Såfremt dette ikke lykkes, skal de søge tvisten løst ved mediation. Afslutningsvist kan parterne søge tvisten afgjort i det civile retlige system ved Københavns Byret. Det kan altså konstateres, at ejerftalens udgangspunkt er selvhåndhævelse med mulighed for efterfølgende tredjemandshåndhævelse. Det vurderes derfor, at forudsætningen er opfyldt.

5.3.2.5 Faser for relationsrente

Ovenstående har fremført fire forudsætninger, der skal være opfyldt, for at kunne skabe relationsrente mellem ejerlederen og investoren. Relationsrente er dog ikke af vedvarende karakter, hvorfor det bør undersøges, hvordan parterne kan forsøge at bibeholde relationsrenten.

Dyer og Singh fremfører to modeller, alt efter om partnerskabet baseres på høj eller lav gensidig ressourceafhængighed. Da afhandlingen har forudsat, at parterne har en høj gensidig ressourceafhængighed, grundet deres respektive know-how, vil det følgende tage udgangspunkt i den model, hvilken ses nedenfor.

²⁵⁰ Bilag 2, tidskode: 29:25

²⁵¹ Dyer & Singh, 1998: 671, der henviser til studie af Granovetter, 1995

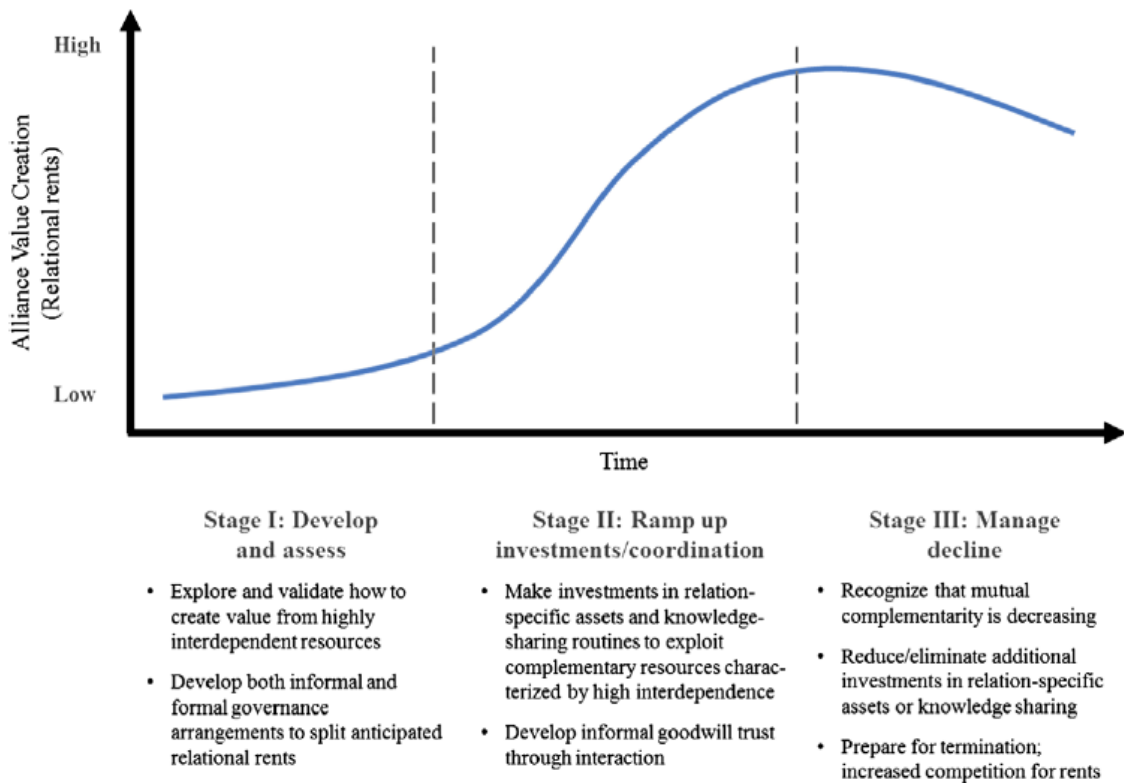


FIGURE 4 Pattern of relational rents from alliances with high resource interdependence

Dyer og Singh (2018)

Figuren illustrerer tre faser:

Første fase handler om, at parterne skal kortlægge og verificere, de har mulighed for at skabe værdi sammen. Punktet, om hvordan parterne formelt som uformelt skal dele det forventede merafkast i form af relationsrenten, formodes at være afklaret på forhånd, henset til ejernes respektive ejerandele.

Anden fase handler om, at parterne bør udvikle og opjustere deres investeringer og vidensdelingsrutine samt udvikle uformel goodwill gennem deres interaktion.

Tredje fase handler om, at når relationsrenten har nået sit toppunkt, og derefter begynder at falde, f.eks. grundet en senere manglende komplementaritet mv., bør parterne nedjustere deres vidensdelingsrutine og investeringer i relationsspecifikke aktiver. Parterne bør ligeledes forberede sig på, at samarbejdet kan indstilles.

Sidstnævnte punkt kan siges at reflektere den periode, en business angel investerer i. Business angels investerer typisk, som tidligere nævnt, i en kort årrække, hvor de skaber værdi og derefter sælger sig ud for at realisere deres gevinst. Dette kan være udtryk for, at business angelen har nået sine mål med investeringen og ikke har mere at byde ind med. Der bør derfor komme en ny partner ind, der

forhåbentlig kan starte en ny cyklus med relationsrente, hvis omstændighederne er til det. I Udov. 17 ApS har investoren en investeringshorisont på 4-5 år for sine investeringer.

Ejeraftalens nuværende bestemmelse om forkøbsret giver begge parter mulighed for at købe kapitalandele, inden et salg effektueres. Henset til at business angelen antageligt går ud af virksomheden efter en markant værdiskabelse, vil anparternes pris antageligt være steget markant. Det kan derfor være omkostningsfuldt eller endda urealistisk for ejerlederen at købe disse. Såfremt ejerlederen ikke gør brug af sin forkøbsret, må han tolerere, at en ny investor kommer ind, som måske ikke har de tilsvarende komplementære ressourcer, hvorefter grundlaget for relationsrente er væk.

Det kan afslutningsvist konkluderes, at tre ud af fire af Dyer og Singhs forudsætninger for at skabe relationsrente vurderes at være opfyldt. Parterne har komplementære ressourcer samt mulighed for at foretage relationsspecifikke investeringer, hvilket typisk vil være i form af human asset specificity. Ligeledes vurderes forudsætningen om effektiv styring og ledelse at være opfyldt, da parterne først skal forsøge at løse en eventuel tvist i mindelighed jf. pkt. 16 i ejeraftalen. Vidensdeling er derfor den eneste forudsætning, der mangler at blive opfyldt.

5.4 Forslag til ejeraftalen

På baggrund af konklusionerne fra Dyer og Singhs koncept om relationsrente samt den juridiske og økonomiske analyse, vil det følgende afsnit komme med forslag til, hvordan investoren og ejerlederen kan implementere proaktive bestemmelser i ejeraftalen for at skabe incitamentsforenelighed.

Indledningsvist, vil det blive behandlet, hvordan parterne kan opfylde forudsætningen om vidensdelingsrutiner for at skabe relationsrente i samarbejdet. Efterfølgende, vil afhandlingen foreslå et incitamentsprogram med afsæt i et nytteteoretisk perspektiv. Afslutningsvist, vil det blive vurderet, hvordan investoren kan blive mere aktiv i overensstemmelse med ejerlederens ønske i casebeskrivelsen.

5.4.1 Kommunikationspligt

Dyer og Singh bemærker i deres artikel, at partnerskaber, der overvejende baseres på know-how, og hvor formålet er udforskning og udvikling, vil kunne realisere relationsrente ved at investere i vidensdelingsrutiner.²⁵² Forskning viser nemlig, at R&D partnerskaber, der formår at udvikle effektive vidensdelingsrutiner og "absorbere" den nye viden og know-how er mere tilbøjelige til at opnå relationsrente.²⁵³

En måde, investoren og ejerlederen kan implementere en vidensdelingsrutine, er ved at afholde faste møder med uformel interaktion, der faciliterer vidensdelingen. Det er op til parterne, hvor tit de vil

²⁵² Dyer & Singh, 2018: 3144

²⁵³ Dyer & Singh, 2018: 3144, der henviser til studier fra Vasudeva & Anand, 2011

mødes, men en høj mødefrekvens og direkte, fortrolig ansigt-til-ansigt interaktion er vigtige faktorer i forbindelse med relationsrente. Over tid vil parternes evne til at absorbere og rumme informationen forbedres, jo mere parterne formår at kortlægge og forstå, hvad hinanden ved. Møderne kræver dog, at investoren aktiveres og investerer i samarbejdet, idet der vil forekomme transaktionsomkostninger i form af kommunikation, transport mv. Investoren kan endda gå skridtet videre og få en plads på virksomhedens sted, f.eks. en kontorplads. Derved vil der forekomme ansigt til ansigt interaktion, hvilket - som nævnt ovenfor - vil øge chancen for succesfuld vidensdeling. Dette kunne ligeledes være udtryk for, at parterne foretager en investering i form af human specificity, altså en relationsspecifik investering, der ligeledes influerer muligheden for relationsrente.

Parterne bør derfor indarbejde en kommunikationspligt i ejeraftalen, ved at forpligter sig til at mødes (uformelt) med en fast frekvens. Kommunikationspligten sikrer, parterne får etableret den fornødne vidensdelingsrutine. Den foreslåede bestemmelse er en proaktiv bestemmelse, idet den tager en ex ante position ved at forpligte parterne på kontraktindgåelsestidspunktet til at udveksle information med henblik på at fremme muligheden for opnå relationsrente.²⁵⁴ Bestemmelsen fordrer herved samarbejde og fælles værdiskabelse.

Det bør videre indarbejdes, at parterne har pligt til at deltage på generalforsamlinger, som i den nuværende situation er dét organ, hvor parterne formelt mødes, hvis der bortses fra de uformelle møder. Herved sikres kommunikationspligten ved parternes formelle såvel som uformelle møder.

5.4.2 Bestyrelse

Som tidligere nævnt, har Udv. 17 ApS en enstrengt ledelsesstruktur, hvor ejerlederen som direktør både varetager en bestyrelses og direktions opgaver. Ejerlederen har herved en unik indsigt i virksomhedens daglige drift og strategi, som investoren ikke har, idet de som udgangspunkt kun mødes én gang om året på generalforsamlingen.

Som påvist i den økonomiske analyse, kan investorens manglende indsigt i selskabet føre til moral hazard, idet ejerlederen vil nyttemaksimere og forfølge egne mål, når han ikke bliver overvåget. Videre, vil det som påvist føre til et krav om højere aflønning, når investoren ikke kan se ejerlederens handlinger, men kun resultater; den inkomplette information medfører altså, at ejerlederen skal kompenseres for at påtage sig mere risiko.

For at kunne få en dybere indsigt i selskabets forhold samt forebygge moral hazard, kan investoren indtage en bestyrelsespost. Med bestyrelsesposten vil ejerlederens compensation og informationsasymmetrien mellem parterne falde, da der tilnærmes komplet information. Dette vil ligeledes iagttage Milgrom og Roberts' monitoring intensity og informativeness principle, der

²⁵⁴ Østergaard, 2016: 440

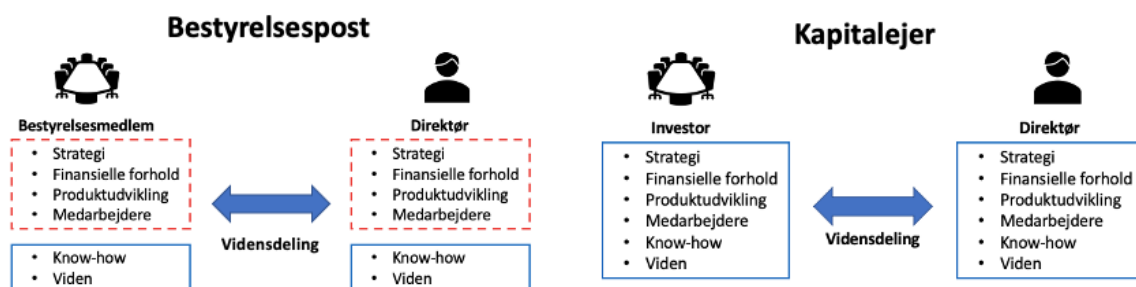
henholdsvis handler om at introducere overvågning og at en aftale kan udformes mere efficient, hvis principalen får et større informationsniveau om agentens resultater og adfærd..

Der kan videre argumenteres for, at investorens bestyrelsespost er udtryk for en relationsspecifik investering, da den kan rubriceres under human asset specificity. Parterne vil nemlig kunne udvikle og akkumulere specialiseret viden, sprog og know-how over tid, som i overvejende grad kun vil kunne bruges i Udv. 17 ApS.

Modsat, kan det diskuteres, om aktivspecifiteten er så tilstrækkelig lav, at den ikke udgør en relationsspecifik investering, da noget af bestyrelseserfaringen kan anvendes i andre sammenhænge. Da ingen virksomheder er ens, er det dog ikke al tilegnet viden, der vil kunne overføres til en tilsvarende virksomhed. Det vurderes på den baggrund, at bestyrelsesposten er en relationsspecifik investering, da aktivspecifiteten er mellemhøj, grundet den virksomheds- og branchespecifikke viden og know-how.

Ud fra Dyer og Singhs teori, vil en vidensdelingsrutine kunne medvirke til at skabe relationsrente i samarbejdet. Dette kan både ske ved at oprette dedikerede rutiner og/eller at investoren indtager en bestyrelsespost.

En bestyrelsespost vil typisk formalisere møderne, hvorved der skabes en formel rutine til at dele viden og know-how. Investoren vil her få indsigt i forhold, han ellers skulle efterspørge i funktionen *kun* som kapitalejer. Ved at supplere vidensdelingsrutinen med en bestyrelsespost, vil parternes tid derimod blive anvendt mere fokuseret, idet investoren allerede vil have indsigt i de røde markeringer nedenfor qua hans bestyrelsespost. Rutinen vil derfor kunne fokusere udelukkende på overførsel af know-how og viden.



Egen tilvirkning

At deltage i bestyrelsesarbejde kan dog være tids- og ressourcekrævende. Arbejdet indebærer også et ansvar, og dermed en risiko, eftersom bestyrelsesmedlemmer kan stilles til ansvar, hvis de uagtsomt eller forsætligt tilføjer kapitalselskabet skade jf. KSL § 361. Nicolaj Højer Nielsen fremhæver ligeledes i interviewet, at han de seneste år er blevet mere tilbageholdende med at sidde i bestyrelser på grund af

det medfølgende ansvar.²⁵⁵ Bestyrelsesmedlemmer har dog mulighed for at tegne en selvstændig bestyrelsesansvarsforsikring, foruden den virksomheden måtte have indgået. Dette havde Nicolaj Højer Nielsen valgt at gøre.²⁵⁶ Med andre ord, medfølger der både risiko, ansvar og arbejdsbyrde med en bestyrelsespost.

Da bestyrelsen varetager de strategiske beslutninger, kan investoren ligeledes kræve løbende opdateringer fra ejerlederen, idet bestyrelsen er direktionens overordnede. Ud fra undersøgelserne om ejerlederes præferencer og mål, blev det påvist, at ejerledere i høj grad ønsker handlefrihed og at være deres egen chef. Der kan derfor opstå en konflikt, hvis investoren indtager en bestyrelsespost og dermed bliver ejerlederens overordnede.

Investoren kan imidlertid helt undgå at indtage en bestyrelsespost, hvis hovedformålet med bestyrelsesarbejdet udelukkende er at få indsigt i virksomheden. Efter KSL § 102 har ledelsen af selskabet nemlig en oplysningspligt, hvorefter enhver kapitalejer kan forlange, at ledelsen oplyser om alle forhold, som har betydning for bedømmelsen af årsrapporten og kapitalselskabets stilling i øvrigt. Eftersom enhver kapitalejer i anpartsselskaber efter KSL § 89, stk. 2 kan indkalde til en ekstraordinær generalforsamling, kan investoren således få de oplysninger, han vil, når han vil. Dog vil investoren ikke have samme mulighed for at påvirke den overordnede strategiske ledelse af selskabet, hvis vedkommende ikke indtager en bestyrelsespost. Investoren har mulighed for på generalforsamlingen at medvirke til, hvem der bliver valgt til bestyrelsen. Det bør dog bemærkes, at investoren er minoritetsejer med 40%, hvorfor han ikke alene kan vælge bestyrelsen. Dette kan ejerlederen derimod, der har 60%, og som dermed kan mønstre et simpelt flertal. Bestyrelsen skal naturligvis efterkomme generalforsamlingsbeslutninger, men det er op til bestyrelsen, hvordan kapitalselskabet når dets mål. Der vil således både være fordele og ulemper ved, at investoren indtager en bestyrelsespost i Udv. 17 ApS.

Det følgende afsnit vil undersøge, om Udv. 17 ApS bør etablere et advisory board med investoren som ene medlem i stedet for at etablere en bestyrelse.

5.4.3 Advisory board

Et advisory board er en rådgivende bestyrelse, der hjælper selskabet med at skabe vækst, innovation, produktudvikling eller andet, men som ikke besidder beføjelser, tilsynspligt eller medansvar for driften af selskabet.²⁵⁷ Advisory boards er ikke lovregulerede og kræver således ikke en vedtægtsændring for

²⁵⁵ Bilag 2, tidskode 27:05

²⁵⁶ Bilag 2, tidskode 27:05

²⁵⁷ Samuelson, 2008: 1

at blive etableret.²⁵⁸ Dette kan gøres ved en skriftlig aftale mellem advisory boardets medlemmer og selskabet.

Hvis selskabet vælger at tilknytte et advisory board, og gør det helt klart, at det er et forum udelukkende beregnet til uforpligtende sparring, vil det være usandsynligt, at medlemmerne vil kunne ifalde ansvar for tab.²⁵⁹ Det kan derfor være attraktivt for investoren at indtræde i advisory boardet frem for en bestyrelse.

Der gælder dog visse undtagelser til udgangspunktet om ansvarsfrihed. Afhængig af de konkrete omstændigheder, vil henholdsvis rådgiveransvar, manglende iagttagelse af handlepligt, skyggeledelse og løsning af konkrete opgaver kunne medføre ansvar. Højesteret tog stilling til dette i U.1997.283H, der omhandlede en mindre ejerledet virksomhed. Her ifaldt advisory boardet ansvar, for at nedlægge erhvervet, efter at have formodet, ejeren ville aflægge et regnskab, der søgte at skjule betydelige tab. Dette vil ikke blive behandlet yderligere; det skal blot bemærkes, at advisory boards ligeledes kan ifalde ansvar, givet de konkrete omstændigheder.

Fordelen ved et advisory board fremfor en bestyrelsespost fra ejerlederens perspektiv er, at han bibeholder sin handlefrihed, idet han ikke får en formelt overordnet. Dette tilfredsstillende en af ejerlederens mest væsentlige præferencer, nemlig at bibeholde sin uafhængighed og selvstændighed som leder, som påvist af Panikkos Poutziouris. Frygten for mindre kontrol og medindflydelse i virksomheden var ligeledes en af de mest væsentlige væksthæmmere ifølge Davidssons studie. Fraværet af et over-/underordningsforhold vil antageligt medføre et bedre samarbejde mellem parterne, idet ejerlederen får sin uafhængighed og dermed ikke har anledning til at indgå i en konflikt herom.

Et advisory board kan ligeledes være med til at aktivere og engagere investoren, hvilket ejerlederen ud fra caseteksten har fremsat ønske om. I den nuværende situation samarbejder parterne kun på generalforsamlingen, hvor investoren hverken har arbejdsbeføjelser eller -forpligtelser. Parterne ønsker netop at trække på hinandens viden, know-how og kompetencer, hvorfor investoren bør aktiveres frem for at være passiv.

5.4.4 Bestyrelse versus advisory board

På baggrund af ovenstående anbefales det, at investoren indtager en bestyrelsespost i Udv. 17 ApS frem for at etablere et advisory board, da dette i højere grad vil være med til at aktivere investoren og skabe relationsrente i samarbejdet. Samtidig vil en bestyrelsespost give investoren mere indsigt i Udv. 17 ApS, hvilket kan være med til at mindske moral hazard. Afslutningsvist, kan det bemærkes, at investoren som bestyrelsesmedlem vil få indflydelse på virksomhedens strategi, hvilket ikke vil være muligt i samme grad som kapitalejer. Bestyrelsesposten kan medføre en ulempe for ejerlederen, idet

²⁵⁸ Samuelson, 2008: 1

²⁵⁹ Samuelson, 2008: 1

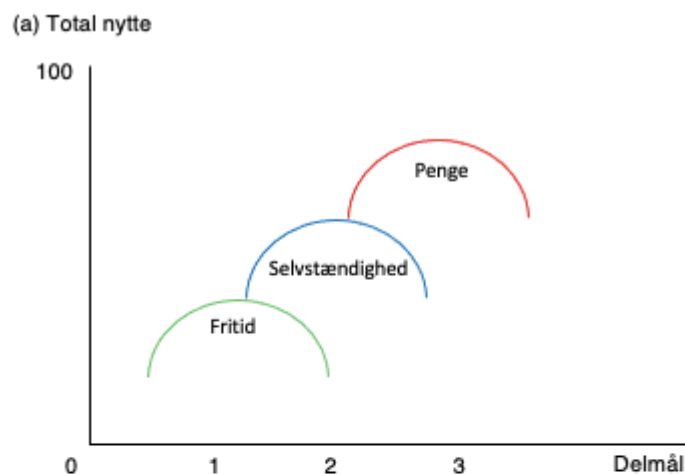
han som udgangspunkt får en overordnet. Problemstillingen kan dog løses ved, at investoren bliver bestyrelsesformand og ejerlederen bestyrelsesmedlem. Derved vil parterne ligestilles, og ejerlederens præference blive tilfredsstillet, samtidig med at investoren aktiveres og involveres i selskabets strategiske mål. Dette er dog betinget af, at vedtægterne ikke foreskriver, at bestyrelsesformandens stemme er afgørende ved lighed jf. KSL § 124, stk. 3. Det kan videre bemærkes, at hvis ejerlederen ønsker at være bestyrelsesformand og direktør samtidig, er der intet til hinder for dette, da Udv. 17 ApS er et anpartsselskab. KSL § 111, stk. 3, sidste punktum indeholder nemlig kun et forbud mod, at en direktør er bestyrelsesformand i aktieselskaber og ikke anpartsselskaber.

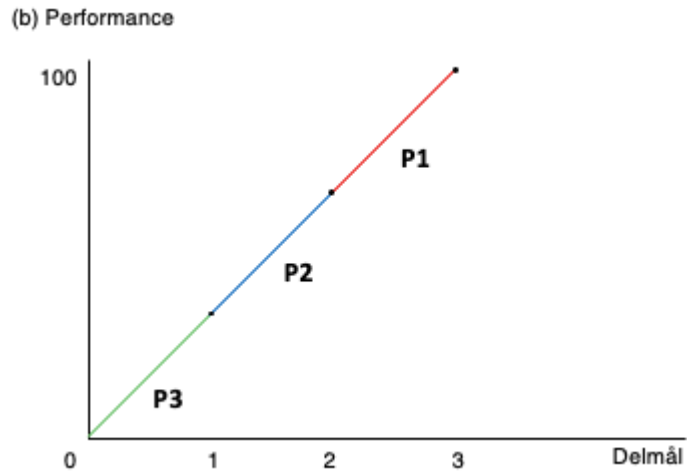
5.5 Incitamentsprogram og nytte

Dette afsnit vil på baggrund af konklusionerne fra den juridiske og økonomiske analyse fremsætte et incitamentsprogram, hvorfor det her kort vil blive uddybet, hvordan programmet bør struktureres på baggrund af pointerne fra afsnit 3.8 om nytteteori.

Som fremført i den økonomiske analyse, er der en række faktorer, ejerledere værdsætter højere end andre. Her blev det blandt andet fremført, at penge, selvstændighed og fritid var parternes tre højst værdsatte faktorer, ifølge undersøgelser.

Hvis dette implementeres i incitamentsprogrammet, kan figur (b) være et forslag til aflønning af ejerlederen: at aflønne denne efter dens tre højst rangerede præferencer, såfremt tre delmål bliver nået. Hvis ét delmål bliver nået, udløser det aflønning i form af P3. Hvis to delmål bliver nået, udløses P3 og P2, og hvis alle tre delmål nås, udløses P3, P2 og P1. Den korresponderende nytte er illustreret i figur (a).

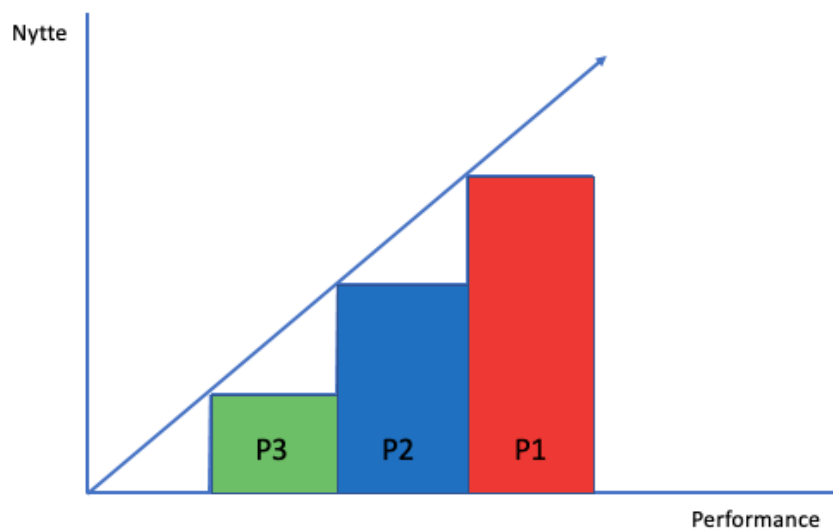




Egen tilvirkning

Den ovenfor foreslåede struktur for incitamentsprogrammet vurderes at være bedst for Udv. 17 ApS. At aflønne ejerlederen først med den præference, ejerlederen værdsætter højest, kan nemlig indebære en uhensigtsmæssighed. Hvis ejerlederen har nået første delmål, og dermed får sin højest værdsatte præference tilfredsstillet, vil ejerlederens motivation til at nå næste delmål være lavere, idet denne kun er rangeret som nummer to, og så fremdeles.

Med andre ord, bør incitamentsprogrammet struktureres således, at når første delmål bliver nået, udløser det den tredje højest rangerede præference, men ikke den højeste. Fordi da tilfredsstilles det højest rangerede behov ikke, førend den højeste og ønskede performance er nået. Ejerlederen vil derfor hele tiden have en gulerod, da gradueringen vil gå mod højeste præference, som kun kan nås ved højeste performance. Fremgangsmåden er illustreret nedenfor og er kun af illustrativ karakter.



Egen tilvirkning

Det er essentielt for incitamentsprogrammet, om de tre delmål er afhængige af hinanden, eller om de kan opfyldes uafhængigt af hinanden.

Hvis delmålene er afhængige af hinanden, vil det være samme performance-variabel, der måles efter, såsom økonomiske nøgletal i årsrapporten. Her vil P3 og P2 selvsagt være udløst, hvis P1 nås, og der måles efter samme variabel.

Hvis delmålene derimod er uafhængige, vil det som udgangspunkt være muligt at opnå P1 uden at P2 eller P3 er opnået. Her kan P1s delmål eksempelvis være at nå 50 kunder, mens P3s delmål er at opstarte et nyt kontor i Sverige. P1 kan i dette tilfælde blive nået, og gevinsten udløst, til trods for delmålet for P3 ikke er nået. Ud fra tankegangen i equal compensation principle, vil ejerlederen arbejde hen mod den aflønning, som giver ham den største nytte. Ejerlederen vil derfor arbejde efter at nå P1.

Det anbefales, at incitamentsprogrammet struktureres ud fra denne viden, så delmålene har forskellige variable, og at disse er indbyrdes betinget i form af en graduering. Dette gør, at investoren vil kunne indarbejde en strategi, f.eks. fra et produkt roadmap, som kræver en step-by-step progression, i incitamentsprogrammet. Investoren vil altså kunne tilrettelægge delmålene, således at P2 kræver, at P3 er nået, mens P1 kræver, at P2 og P3 er opfyldt. Equal compensation principle vil således iagttages, så det sikres, ejerlederen allokerer sine ressourcer på en ønskelig måde for at nå delmålene.

5.5.1 Incitamentsprogram

Udover hvordan incitamentsprogrammet skal struktureres, skal det også afgøres, hvilken form for aflønning parterne bør anvende. I den økonomiske analyse blev det konkluderet, at variabel løn kan forebygge moral hazard samt sikre incitamentsforenelighed mellem parterne. Det blev endvidere påvist, at ejerlederen skal aflønnes med en højere variabel løn, når der er inkomplet information og ejerlederen er risikoavers. Den juridiske analyse kom frem til, at investoren og ejerlederen har mulighed for at aftale og regulere variabel aflønning i et tillæg til ejeraftalen. Ud fra diskussionen af de forskellige former for incitamentsaflønning, blev det vurderet, at betingede anparter i form af SPSA skaber det største sammenfald mellem parternes interesser, idet udstedelsen af anparter til ejerlederen er betinget af konkrete resultatmål, som parterne har aftalt. Som fremført i analysen om nytteteori, skal aflønningen ske efter delmål i følgende rækkefølge: P3, P2, P1. Det er i den forbindelse vigtigt, at Milgrom og Roberts incentive intensity og equal compensation principle samt motivationsteoriens kriterier om valens, forventning og instrumentalitet er opfyldt.

I forhold til incitamentsprogrammet, anbefales det, at der foretages en kapitalforhøjelse, så SPSA'erne tildeles af selskabet og ikke fra investorens beholdning. Det er i den forbindelse generalforsamlingen, der træffer beslutningen om at foretage en kapitalforhøjelse. Da Udv. 17 ApS ikke er forpligtet til at håndhæve ejeraftalen jf. KSL § 82, skal parterne indarbejde i aftalen, at de forpligter sig til at udnytte

deres stemmerettigheder på generalforsamlingen til at foretage en kapitalforhøjelse, hvis betingelserne i form af delmålene (P3, P2, P1) er opfyldt.

På baggrund af undersøgelsen om ejerlederens præferencer og mål, anbefales det, at ejerlederen aflønnes på følgende måde:

- P1: økonomisk - anparter
- P2: fritid - ret til ekstra ferie
- P3: aktiver - valgfri gave (f.eks. 50.000 DKK)

Ovenstående forslag til aflønning er blot af illustrativ karakter og et forsøg på at reflektere ejerledernes præferencer fremført i undersøgelse. Programmet kræver derfor en konkret vurdering og tilpasning. Det kan med fordel genbesøges hvert kvartal samt evalueres årligt for at sikre progression og dialog mellem parterne.

Incitamentsprogrammet kan siges at have proaktiv karakter, da det ex ante skaber sammenfald mellem parternes interesser, og incitamentsstrukturen vil samtidig kunne løse potentielle fremtidige tvister mellem parterne. Det sikres herved, at der er samspil mellem investorens vækst mål og ejerlederens mulighed for at nyttemaksimere, og skaber således en større incitamentsforenelighed i ejeraftalen.

5.6 Delkonklusion

Afhandlingen anbefaler, at bestemmelserne om forkøbsret, medsalgsret og -pligt, misligholdelse og genforhandling ændres. For det første, bør forkøbsretten suppleres med en anvisningsret, hvorved kapitalandelene bibeholdes i en ønsket ejerkreds.

For det andet, skal bestemmelsen om medsalgspligt ændres, så de øvrige kapitalejere forpligtes til at sælge en forholdsmæssig andel med, hvis der opstår en difference i købstilbuddet til majoritetsejeren.

For det tredje, anbefales det, at bestemmelsen om misligholdelse skal indeholde en ikke-udtømmende liste, så det i højere grad afklares, hvad parterne forstår ved væsentlig misligholdelse, samtidig med der sikres en mulighed for skøn.

For det fjerde, bør bestemmelsen om genforhandling klarlægge, hvad retsstillingen er, hvis parterne ikke bliver enige ved genforhandling. Videre, skal overdragelse af kapitalandele betinges af, at ejeraftalen tiltrædes, samtidig med den overdragende part har en forpligtelse til at gøre den modtagende part bekendt med ejeraftalens indhold.

Det kan videre konkluderes, at strategisk kontrahering kan anvendes på ejeraftaler, idet der er tale om en langsigtet relation mellem investoren og ejerlederen. Eftersom tre ud af fire af Dyer og Singhs betingelser vurderes opfyldt i nuværende situation, nærmere bestemt komplementære ressourcer,

relationsspecifikke investeringer og effektiv governance har parterne i høj grad mulighed for at skabe relationsrente i partnerskabet, hvis den fjerde betingelse om vidensdelingsrutiner implementeres i ejaftalen.

Afhandlingen anbefaler ligeledes, at Udv. 17 ApS foretager en vedtægtsændring og går over til en tostrengt ledelsesstruktur ved at etablere en bestyrelse frem for et advisory board. Investoren aktiveres herved og får i højere grad indsigt i selskabet og ejerlederens adfærd, hvilket kan medvirke til at forebygge moral hazard samt reducere ejerlederens aflønning grundet den øgede information. Møderne i bestyrelsen vil ligeledes iagttage Dyer og Singhs forudsætning om vidensdelingsrutiner, der implementeres i ejaftalen i form af en kommunikationspligt. Grundet investorens dybere indsigt, vil møderne kunne fokusere på gensidig overførsel af know-how og viden, der vil kunne øge relationsrenten.

For at skabe incitamentsforenelighed mellem investoren og ejerlederen, anbefales det afslutningsvist, at parterne indarbejder proaktive bestemmelser og elementer i ejaftalen. Et incitamentsprogram med tildeling af SPSA vil bidrage med proaktive elementer og bør struktureres, så delmålene har forskellige variable og er indbyrdes betinget. Investoren vil herved kunne indarbejde virksomhedens strategi, så der skabes en incitamentsforenelighed mellem investoren og ejerlederen. Programmets delmål skal ligeledes tilrettelægges, så equal compensation principle iagttages, så det sikres, at ejerlederen allokerer sine ressourcer på den ønskede måde.

Kapitel 6: Konklusion

Det kan overordnet konkluderes, at ejeraftaler defineres bredt som aftaler, der regulerer ejer- og ledelsesforhold, og dækker over ethvert forhold, der vedrører udøvelsen af kapitalejernes forvaltningsmæssige, dispositionsmæssige eller økonomiske beføjelser. Der gælder for ejeraftaler aftalefrihed, hvorfor det står parterne frit for, hvad de ønsker at regulere. Ejeraftaler er dog ikke bindende for selskabet og gælder kun inter partes jf. KSL § 82. Aftalen kan derfor som udgangspunkt kun håndhæves mellem parterne. Ejeraftalens bestemmelser om forkøbsret, medsalgsret/-pligt, misligholdelse og genforhandling er i overvejende grad reaktive bestemmelser, som er vagt formuleret. Dette kan lede til fortolkningstvivel og tvist mellem parterne, og bestemmelserne bør derfor revideres.

Det anbefales, at ejeraftalen indarbejder proaktive bestemmelser, der vil understøtte samarbejdet mellem parterne og sikre incitamentsforenelighed og målkongruens. Betingede anparter i form af SPSA's kan være med til at sikre, at parterne arbejder mod samme mål, og at ejerlederen bliver belønnet, således at hans motivation optimeres ud fra en nytteteoretisk betragtning. Fordelen ved at anvende betingede anparter er, at parterne kan beslutte, hvilke betingelser der skal være gældende samt at anparterne kan tilknyttes en vestingperiode. Dette fordrer en stærkere tilknytning og dedikation til samarbejdet. Det er dog vigtigt, at incitamentsprogrammet tager højde for parternes respektive risikoprofiler og præferencer, hvor det vil være efficient at allokere mest mulig risiko til investoren, da han er risikoneutral. Når der er inkomplet information, er det ikke muligt for investoren at observere ejerlederens indsatsniveau, hvorfor aflønningen skal ske på baggrund af resultatet. Dette indebærer dog en højere risikopræmie, da ejerlederen skal kompenseres herfor. Præmien vil falde, desto mere informationsasymmetrien mellem parterne mindskes. Parterne bør derfor øge informationsniveauet, hvilket en bestyrelsespost vil kunne medvirke til dette.

En bestyrelsespost vil gøre, at investoren går fra at være en passiv til aktiv investor. Herved bringes de komplementære ressourcer i spil, hvilket er en forudsætning for relationsrente i samarbejdet. Bestyrelsesposten vil videre kunne facilitere en vidensdelingsrutine og skabe indsigt i ejerlederens adfærd og resultater. Muligheden for, at ejerlederen agerer opportunistisk, vil derved mindskes, og investoren vil samtidig være bedre rustet til at udarbejde delmål til incitamentsprogrammet, der indarbejder de fornødne steps fra deres produkt roadmap og strategi. Såfremt afhandlingens forslag indarbejdes, vil parterne kunne skabe relationsrente og incitamentsforenelighed i ejeraftalen.