

Corporate Governance i små og mellemstore selskaber:

Er der behov for lovgivning?

Mette Neville, Professor, Juridisk Institut, Handelshøjskolen i Århus

1. Indledning

I den senere tid er der kommet selvstændigt fokus på corporate governance i små og mellemstore virksomheder,¹ herunder muligheden for at anvende kodeks mv.²

De selskabsretlige regler og strukturer er ud fra en corporate governance synsvinkel en af de styringsmekanismer, som er med til at sikre god corporate governance. I relation til de børsnoterede selskaber har det medført en lang række ændringer af selskabslovgivningen mv. verden over. F.eks. kan nævnes Sarbanes-Oxley fra 2002, som var en direkte konsekvens af Enron og Worldcom skandalerne, men også de forskellige kodeks, som f.eks. Nørby-udvalgets anbefalinger, er en konsekvens af reguleringsmæssige overvejelser i forbindelse med ønsket om god corporate governance.

I lyset af at de små og mellemstore virksomheder udgør rygraden i dansk økonomi er det ud fra en samfundsøkonomisk betragtning et relevant spørgsmål, hvilke muligheder og ansvar lovgiver har for at bidrage til udviklingen af god corporate governance og dermed til efficient ressourceudnyttelse i de små og mellemstore virksomheder.

Der sættes i dette bidrag fokus på nogle centrale corporate governance problemer i små og mellemstore aktie- og anpartsselskaber, som i dag ikke er løst i selskabslovgivningen og der opstilles forskellige løsningsmodeller. I den forbindelse redegøres der for, hvorfor lovgiver bør påtage sig ansvaret for en fornuftig regulering i stedet for at overlade det til parterne selv at foretage den fornødne regulering.

2. Corporate governance i SMV'er

2.1. Kort om ejer- og kontrolstrukturen i små aktie- og anpartsselskaber

SMV'ere i selskabsform ejes ofte af én eller nogle få aktionærer/anpartshavere, som har en langvarig og nær tilknytning til hinanden f.eks. i form af familierelationer eller venskab, og i mange selskaber opfatter ejerne hinanden som partnere. Der er derfor typisk helt eller delvist sammenfald mellem ejerskab og ledelse, og ejerne er oftest også ansat i virksomheden og har dermed deres levebrød knyttet til virksomheden. Der eksisterer ikke, som i de børsnoterede selskaber, noget marked for aktierne eller anparterne og der er desuden typisk i vedtægterne indsat begrænsninger i retten til at overdrage aktierne/anparterne i form af forkøbsretsklausuler eller mere alvorligt samtykkeklausuler, hvor ledelsen på grundlag af et skøn kan nægte at

godkende den køber, som en aktionær/anpartshaver har fundet til aktierne/anparterne.³ Det betyder, at aktier og anparter i små og mellemstore aktie- og anpartsselskaber ofte de facto er uoverdragelige med risiko for fastlåsning til følge jf. nærmere nedenfor.

2.2. Centrale corporate governance problemer i SMV'ere

Ejer- og kontrolstrukturen i små og mellemstore aktie- og anpartsselskaber adskiller sig – som det fremgår af ovenstående – væsentligt fra ejer- og kontrolstrukturen i børsnoterede selskaber. Den særlige ejer- og kontrolstruktur er på den ene side SMV'ernes styrke, men på den anden side har den også indbygget en række risici, som i værste fald kan koste selskabet livet.

De personlige relationer mellem ejerne vil, så længe de personlige bånd eksisterer, udgøre en væsentlig styrke, da de reducerer risikoen for interessekonflikter og dermed *agency-costs*,⁴ men samtidig udgør risikoen for uoverensstemmelser⁵ også den største risiko for parterne og for selskabets eksistens.⁶ Sammenfaldet mellem ejerkreds og ledelse medfører, at personlige uoverensstemmelser mellem ejerne – f.eks. familiekonflikter – flytter med ind i bestyrelseslokalet mv. og kan dermed true virksomhedens videre drift.

Såfremt samarbejdet bryder sammen, kan det f.eks. føre til *deadlock*, hvor ejernes uenighed, som følge af et 50:50 ejerskab, hindrer, at der kan træffes de for driften nødvendige beslutninger. I selskaber med en kontrollerende ejer eller hvor ejerforholdet f.eks. er fordelt mellem flere ejere – f.eks. 1/3;1/3;1/3 – sikrer aktie- og anpartsselskabslovens majoritetsprincip, at der kan træffes beslutninger i selskabet, men her kan konflikten føre til *squeeze-out*, hvor en ejer med udgangspunkt i AL og APL's majoritetsprincip sættes uden for indflydelse i selskabets ledelse.⁷ Ved at afskedige den pågældende fra selskabet og evt. føre en tilbageholdende udbyttepolitik,

rammes den pågældende minoritet afgørende på levebrødet. En minoritet i et sådant selskab er således yderst følsom over for majoritetens udnyttelse af de rettigheder, som ifølge loven er tillagt ham som majoritet. Følsomheden forstærkes af, at minoriteten ikke kan true med at gå, idet der ikke eksisterer noget marked for aktierne/anparterne i et sådant selskab. Herudover er der selvsagt en alvorlig risiko for et majoritetsmisbrug, når en majoritetsaktionær/anpartshaver sidder i selskabets bestyrelse og måske endda er direktør.

Et andet corporate governance problem er, at der i SMV'ernes ejer- og kontrolstruktur er indbygget en risiko for inefficent udnyttelse af selskabets ressourcer. Der er allerede fra starten færre potentielle ledere at vælge imellem, og medmindre den pågældende leder udgør en minoritets ejer, er der sjældent mulighed for at afsætte ham. Problemet øges ofte i forbindelse med selskabets vækst, hvor modstanden mod at afgive kontrol ofte medfører, at de ofte meget uformelle strukturer og tætte personelle sammenfald mellem ejere og samtlige ledelsesposter i virksomheden ikke ved vækst erstattes af mere formelle strukturer og tilførsel af nødvendige kompetencer udefra.⁸ Dårlig ledelse af virksomheden vil således ofte skyldes inkompetence, men kan i nogle tilfælde have karakter af egentlig misligholdelse af ledelses- og/eller arbejdspligten.

3. Behov for fornuftige løsningsmodeller

Samfundsøkonomisk er det selvsagt uensigtsmæssigt, såfremt ressourcer går tabt som følge af f.eks. samarbejdsumulighed, misligholdelse eller inkompetent ledelse. Hertil kommer, at majoritetsmisbrug, misligholdelse, alvorlige uoverensstemmelser, der resulterer i f.eks. en *dead-lock*, *squeeze-out* eller lignende som følge af ejer- og kontrolstrukturen, hvor aktionærene/anpartshaverne både ejer, leder og arbejder i selskabet, ofte vil have yderst alvorlige konsekvenser dels for

den enkelte ejer, dels for virksomheden som sådan. Der er derfor et helt klart behov for, at parterne ikke fastlåses i selskabet, når der foreligger sådanne tungtvejende grunde for at »slippe« parterne ud af selskabsforholdet, og helst skal det i den forbindelse sikres, at virksomheden kan drives videre.

Ifølge aktie- og anpartsselskabsloven sker udtræden af selskabet ved overdragelse af aktierne/anparterne, men de facto er aktierne og anparterne typisk uoverdragelige, jf. afsnit 2. Retten til at sælge aktierne/anparterne varetager således ikke deltagernes behov for at kunne komme ud af selskabet. Muligheden for at opløse selskabet varetager heller ikke hensynet til deltagerne. De vil sjældent kunne enes om en opløsning og der vil derfor typisk ikke kunne samles det krævede 2/3's flertal, som er nødvendigt efter aktie- og anpartsselskabsloven.

Der er således behov for at supplere overdragelses- og opløsningsadgangen med nogle alternative exit-muligheder.

3.1. Exit – hvornår?

Et centralt spørgsmål er selvsagt, hvornår aktionærer/anpartshavere skal kunne komme ud af selskabet på anden måde end ved overdragelse eller opløsning. De små og mellemstore aktie- og anpartsselskaber minder meget om interessentskaber, jf. afsnit 2, og det er derfor nærliggende at se på, hvordan tilsvarende problemer løses i interessentskabsretten. Netop interessentskabsretten har i udlandet spillet en betydelig rolle ved valget af løsningsmodeller. Mange steder har man længe erkendt, at selskabslovgivningen ikke er gearret til at løse problemerne i SMV'erne. Det har nogle steder ført til, at domstolene f.eks. opløser interessentskabslignende aktie- og anpartsselskaber ved anvendelse af interessentskabsretlige grundsætninger.⁹ Andre steder har de eksisterende reglers utilstrækkelighed ført til, at man har indsat bestemmelser i selskabslovgivningen, som f.eks. gi-

ver aktionæren/anpartshaveren mulighed for at ophæve selskabsforholdet, når tungtvejende grunde taler herfor med den konsekvens, at selskabet opløses eller en aktionær/anpartshaver udløses.¹⁰ Det gælder f.eks. Norge, jf. nærmere nedenfor afsnit 5.2.

I Danmark er interessentskaber ikke lovregulerede.¹¹ Andelene er som udgangspunkt uoverdragelige. Udtræden sker som udgangspunkt ved en almindelig opsigelse af selskabsforholdet med rimeligt varsel. Herudover kan interessenten ophæve selskabsforholdet, såfremt der foreligger en af de almindelige formueretlige ophævelsesgrunde, f.eks. væsentlig misligholdelse, jf. f.eks. U 1979. 312 H eller bristede forudsætninger, jf. U 1922.526 H, f.eks. i form af samarbejdsumulighed. Foreligger der en ophørsgrund kan selskabsforholdet hæves uden forudgående varsel. Hæveadgangen er en individualret.

De interessentskabsretlige grundsætninger udgør et fornuftigt udgangspunkt for exitbestemmelser i små og mellemstore aktie- og anpartsselskaber. Her bør alvorlige konflikter, der resulterer i dead-lock eller squeeze-out og som må betegnes som uløselige, også give ret til at komme ud af selskabet. Sammenfaldet mellem ejerskab og ledelse medfører endvidere, at der er behov for, at en aktionær/anpartshaver kan ophæve selskabsforholdet, såfremt en anden aktionær/anpartshaver misligholder sin ledelses- og/eller arbejdspligt, jf. nærmere om retsvirkningerne nedenfor afsnit 3.2.

Langt sværere er problemet, såfremt inefficiens ikke skyldes egentlig misligholdelse, men almindelig inkompetence. Formulering af en regel, som hjemler minoriteten mulighed for at gribe ind i forbindelse med ineffektiv udnyttelse af selskabets ressourcer, indebærer åbenlyse problemer, idet ineffektivitet er svær at måle/bevise. Desuden indebærer enhver ledelsesbeslutning et skøn, og det vil være for vidtgående at kræve, at le-

delsen aldrig må skønne forkert. Domstolene vil endvidere næppe have den indsigt, der er nødvendig for at vurdere, om ledelsen er ineffektiv.

Man kan undgå at knytte minoritetsbeføjelsen til ineffektiv udnyttelse af selskabets ressourcer. Man kan i stedet overveje, om man gennem selskabslovgivningen kan sikre minoritetsaktionærer en reel exitmulighed. Man kunne f.eks. overveje en exit-mulighed i form af f.eks. en indløsningsadgang for minoriteten f.eks., hvor aktier/anparter må anses for uoverdragelige. Indløsningsbestemmelser er ikke ukendte i lovgivningen jf. f.eks. AL § 20 d, hvor en minoritet uden nærmere begrundelse kan kræve sig indløst. Indløsningspligten kunne pålægges selskabet, subsidiært de andre aktionærer, hvor selskabet ikke er i stand til at indløse den pågældende. Endeligt kunne man indsætte en opløsningsbestemmelse, hvor selskabet eller de øvrige aktionærer/anpartshavere ikke kan eller vil indløse den pågældende inden for en nærmere bestemt frist. Retten til at kræve sig indløst vil kunne lægge et pres på majoriteten til at drive selskabet bedst muligt og eventuelt genoverveje ansættelsen af en professionel ledelse. Desuden vil minoriteten have mulighed for at få sine penge ud af selskabet igen.¹² Denne løsning vil givet "kvæle" en række selskaber, men med generationsskifteudvalgets betænkning i mente, kan man stille spørgsmålet, om de selskaber samfundsmæssigt er værd at beskytte. Imod løsningen taler hensynet til den kontrollerende aktionær, hvor denne ikke er skyld i at selskabet er i krise, og som måske tvinges til at opløse et selskab, som måske kunne være reddet. Endvidere kommer man ikke uden om, at en egentlig ret til udløsning vil kunne anvendes som pressionsmiddel i forhold til en majoritetsaktionær. Problemstillingen skal ikke diskuteres nærmere her, men den bør indgå i den fremtidige corporate governance debat.

3.2. Exit – hvordan?

Ønsker man at anvende en alternativ exitmulighed i form af en ret til at hæve selskabsforholdet, er spørgsmålet, hvilken konsekvens – retsvirkning – ophævelsen skal have. En mulighed er opløsning af selskabet. En anden er udløsning af en eller flere parter, hvorved forstås, at selskabsforholdet ophører ved, at en eller flere parter mod betaling udtræder af selskabet, enten efter eget ønske eller som følge af eksklusion, mens de tilbageværende ejere beholder aktiverne og driver selskabet videre.

Opløsning betyder ophør af en måske levedygtig virksomhed med bl.a. tab af arbejdspladser og skatteprovenu til følge, hvorfor opløsning ud en samfundsmæssig betragtning ofte er den dårligst tænkelige løsning. Da opløsning også medfører tab af værdier, lønindtægt mv. for ejere, vil opløsning også ofte ud fra et ejerperspektiv være en dårlig løsning. Det betyder dog ikke, at der ikke er situationer, hvor opløsning er den mest rimelige og hensigtsmæssige løsning i forhold til de involverede parter. Hvilken af de to retsvirkninger – opløsning eller udløsning – der er den mest hensigtsmæssige retsvirkning ved ophævelse af selskabsforholdet, vil ofte afhænge af »skyldforholdet«.

Ved ophævelse som følge af *væsentlig misligholdelse og alvorlig majoritetsmisbrug*, bør retsvirkningen som udgangspunkt være udløsning af misligholderen/misbrugeren (eksklusion), dog således at de skadelidte i stedet kan vælge selv at forlade selskabet eller kræve det opløst. Hensynet til misligholderen/misbrugeren er yderst beskedent, da han selv er skyld i eksklusionen.

Sker ophævelsen derimod som følge af f.eks. *samarbejdsumulighed*, er det spørgsmålet mere kompliceret, da det ofte vil være svært at afgøre, hvem der har skylden for sammenbruddet og ofte vil skylden være »delt«. Man bør derfor her sondre mellem de situationer, hvor

skylden for samarbejdsumuligheden ikke kan placeres (delt skyld) og så de situationer, hvor i hvert fald den væsentligste del af skylden kan placeres hos bestemte deltagere. Den deltager, som nedlægger påstand om selskabets opløsning pga. samarbejdsumulighed, for hvilken der er delt skyld, bør ikke være henvist til at lade sig udløse. Har han en vægtig interesse i, at selskabet i stedet opløses, fordi han ved udløsning ville blive udsat for en væsentlig begrænsning i sin erhvervsmulighed,¹³ bør selskabet i stedet kunne opløses. Såfremt bestemte aktionærer/anpartshavere gennem en graverende adfærd, som kan sidestilles med væsentlig misligholdelse, i helt overvejende grad kan tilskrives skylden, bør disse som udgangspunkt kunne ekskluderes.

Som det fremgår af ovenstående vil udløsning ofte være den mest hensigtsmæssige løsning. Udløsning vil typisk ske ved indløsning fra selskabets side. I anpartsselskaber vil denne løsning ofte i praksis være umulig at gennemføre, da der er forbud mod opkøb af egne anparter, medmindre kapitalen efterfølgende – efter udstedt proklama – nedsættes. De fleste små anpartsselskaber har imidlertid alene en kapital, der modsvarer lovens krav om minimumskapital, hvorfor kapitalnedsættelsen ikke kan gennemføres. Indløsningspligten bør endvidere ikke kunne gennemtvinges, såfremt den vil være til væsentlig skade for selskabet. Der bør bestemmes, at anpartshaverne i så fald skal overtage anparterne eller at selskabet eventuelt alternativt opløses. I aktieselskaber kan der i princippet ske opkøb af egne aktier (10%) efter §§ 48 – 48 h, men her kræves det, at et beløb svarende til minimumskapitalen efter opkøbet er ejet af andre end selskabet. Herudover skal erhvervelsen ske for de frie reserver, jf. § 48, stk. 4.

4. Alternative exitmuligheder ifølge aktie- og anpartsselskabsloven

Der er, som det fremgår af ovenstående, i høj grad behov for en exitmulighed i tilfælde af f.eks. samarbejdsumulighed, misligholdelse,

majoritetsmisbrug mv. Selskabslovgivningen indeholder dog yderst begrænsede exitmuligheder ud over overdragelses- og opløsningsadgangen. Det er overraskende, at exitmulighederne efter anpartsselskabsloven er mere begrænsede end efter aktieselskabsloven, selvom anpartsselskabsloven netop sigter på at opfylde netop de små selskabers behov.

I tilfælde af grove majoritetsmisbrug er der i AL § 119 hjemmel til, at domstolene efter påstand fra 1/10 af aktiekapitalen kan tvangsopløse selskabet, og ifølge § 142 kan en aktionær, der har handlet erstatningspådragende ved en forsætlig eller grov uagtsom handling, pålægges at indløse en skadelidt aktionærs aktier, når der er særlig grund hertil på grund af faren for fortsat misbrug, mv. Anpartsselskabsloven indeholder ikke tilsvarende bestemmelser. De blev ophævet ved 1996-reformen. Det har dog været diskuteret, om ikke i hvert fald opløsningsretten er udtryk for en almindelig retsgrundsætning, jf. nedenfor.¹⁴ Selv ikke i aktieselskaber dækker §§ 119 og 142 behovet for alternative exitbestemmelser. For det første kræver de, at der er tale om medvirken til overtrædelse af akteselskabsloven og/eller selskabets vedtægter, hvilket ofte ikke vil være tilfældet. For det andet skal handlingen kunne henregnes til en eller flere bestemte personer, som skal have handlet med forsæt (§ 119) eller grov uagtsomhed (§ 142).¹⁵ Typisk vil skylden for en konflikt mellem parterne ikke kunne placeres hos en eller flere bestemte personer og dermed ikke være omfattet af bestemmelsen. Bestemmelsen i AL § 142 vil dog i nogle tilfælde kunne anvendes ved en aktionærs misligholdelse, men her er det ikke hensigtsmæssigt, at det er den krænkede part, der skal udløses, da det nærmest vil kunne være en belønning af den misligholdende part. § 142 synes i det hele taget at være udformet på grundlag af en forudsætning om, at aktionæren er en passiv kapitalindskyder.

Fraværet af alternative exitmuligheder i aktie- og anpartsselskabsloven betyder, at det er op til ejerne selv at foretage en regulering i vedtægter eller aktionæroverenskomster. I tilfælde af at parterne har forsømt at foretage en kontraktsregulering, er ejerne fastlåst i selskabet, medmindre domstolene vælger at foretage en analog anvendelse af interessentskabsreglerne om opløsning og udløsning, således som der har været argumenteret for i teorien.¹⁶ Sådanne løsninger kendes fra blandt andet engelsk ret og en nyere norsk Højesteretsdom fastslår, at aksjeloven skal suppleres af almindelige retsgrundsætninger. I lyset af, at de nordiske aktieselskabslove har fællesnordisk oprindelse og der tidligere har eksisteret en vis grad af retsenhed i Norden, kan man argumentere for, at det samme er tilfældet i Danmark. Det synes dog ikke at være hensigtsmæssigt at parterne skal »svæve« i uvished om deres retsstilling.

5. Lov- eller kontraktsregulering?

Alle internationale tendenser går i disse år i retning af at give de små selskaber større fleksibilitet. Der anvendes imidlertid vidt forskellige metoder. I forbindelse med anpartsselskabsreformen i 1996 valgte man fra dansk side helt bevidst at skabe den større fleksibilitet ved at ophæve en lang række bestemmelser vedrørende de interne forhold og overlade det til parterne at aftale sig frem. I andre lande f.eks. Norge valgte man ved reformen i 1999 at indføre større fleksibilitet ved at gøre en lang række af bestemmelserne deklaratoriske (fravigelige ved aftale). Man vurderede, at loven burde regulere de mest centrale problemer, der kan opstå i selskaberne og man valgte derfor f.eks. at indsætte deklaratoriske alternative exitmuligheder, jf. nedenfor.¹⁷ Ud fra et dansk corporate governance perspektiv rejser det spørgsmålet, om den danske løsning, med manglende regulering af de mest centrale problemer i SMV'ere, er en hensigtsmæssig model.

5.1. Kontraktsregulering som løsningsmodel?
Såfremt reguleringsbyrden »væltet over« på parterne, er der en stor risiko for, at parterne ikke får foretaget en fornuftig regulering af f.eks. samarbejdsumulighed, misligholdelse mv.

Stifterne af små selskaber har ofte svært ved bare at skaffe den nødvendige minimumskapital, hvorfor de kun sjældent vil have råd til den professionelle rådgivning, som er nødvendig for udarbejde gode vedtægter og/eller aktionæroverenskomster. Selvom parterne har de økonomiske midler, kan en *cost-benefit* analyse føre til, at parterne mener, at pengene arbejder bedre i selskabet. Manglende aftaleregulering kan endvidere skyldes, at parterne forventer, at loven indeholder fornuftige løsninger. I en – endnu ikke offentliggjort – undersøgelse af ejer- og kontrolstrukturen i anpartsselskaber svarer op mod 50% af respondenterne, at de ikke har opstillet bestemmelser om misligholdelse, fordi de har tillid til, at loven indeholder en fornuftig løsning. Med hensyn til samarbejdsumulighed har ca. 1/3 af selskabet valgt ikke at medtage bestemmelser og ca. 20% af selskaberne anfører, at de har tillid til, at loven opstiller en fornuftig løsning.¹⁸

Endeligt kan manglende regulering af f.eks. samarbejdsumulighed skyldes, at ingen ønsker at så det første frø til mistillid ved at foreslå diverse forholdsregler mod f.eks. deadlock, squeeze-out-situationer, samarbejdsumulighed osv.

Såfremt parterne ikke foretager en fornuftig regulering gennem udarbejdelse af hensigtsmæssige vedtægter og/eller aktionæroverenskomster, står parterne uden beskyttelsesregler, når f.eks. samarbejdet bryder sammen.¹⁹ Hulle i loven, vedtægterne og aktionæroverenskomster skal i så fald fyldes gennem langvarige og dyre retssager, hvor domstolene gennem fri retsdannelse udvikler de regler, der gælder ved konflikter mv.²⁰ En af ulemperne ved denne form for »regulering«

er, at fastlæggelse af gældende ret gennem domstolenes praksis tager lang tid, og parterne kender ikke i den periode gældende ret. En anden ulempe er, at denne type af udfyldende regler ofte vil være mere statisk end egentlig lovgivning, og dermed ikke løbende tilpasses erhvervslivets skiftende behov, hvilket interessentskabsområdet er et godt eksempel på.²¹

Som det er fremgået af ovenstående, er det uhensigtsmæssig både ud fra en juridisk og økonomisk vurdering at overlade reguleringsbyrden til parterne og der er behov for at indsætte deklaratoriske regler i loven.²²

5.2. Regulering gennem deklaratoriske regler
Der er, som nævnt ovenfor, både juridiske og økonomiske hensyn, der taler imod at overlade reguleringen af centrale spørgsmål til kontraktsregulering. Meget taler for, at man i stedet i loven indsætter alternative exit-bestemmelser, som kan fraviges ved aftale (deklaratoriske regler).

Deklaratoriske regler sikrer, at parter, der af en eller anden årsag har fravalgt detaljeret kontraktsregulering, har et sæt hensigtsmæssige regler at falde tilbage på. Dette vil dels gøre det lettere og billigere at stifte selskabet, dels gøre det lettere og billigere at løse eventuelle tvister. Der er således ikke kun juridiske hensyn, der taler for deklaratoriske regler. Ifølge økonomisk teori sikres profitmaksimering bedst ved, at parterne selv udformer deres kontrakter, uden »indblanding« fra lovgivers side ved præceptive regler. En lovgivning baseret på deklaratoriske regler vil derimod have karakter af en standardkontrakt, som stilles til rådighed for parterne, hvorved lovgivningen er med til at mindske transaktionsomkostningerne ved udarbejdelse af kontraktmaterialet, samtidig med at man undgår, at udfyldningen skal ske ved domstolene med høje omkostninger til følge.²³

Reglerne bør – som det er tilfældet med den norske aksjeselskabslov – indeholde en regulering af alle centrale problemer. Det er derfor vigtigt, at der i forbindelse med lovgivningsarbejdet foretages en grundig analyse af reguleringsbehovet i små og mellemstore selskaber.²⁴

Ulempen ved deklaratoriske regler er bl.a., at loven nødvendigvis må sigte på ét typeselskab. Det betyder, at de selskaber, der ikke ligner typeselskabet, fortsat skal udarbejde egne kontrakter.²⁵ Man kan dog her vælge at supplere loven med en række standardvedtægter, som er skræddersyet til forskellige typer af små og mellemstore selskaber, f.eks. én for aktie- og anpartsselskaber med en interessentskabsstruktur, én for selskaber med en kommanditselskabsstruktur osv.

Ved udformning af de enkelte deklaratoriske bestemmelser er det vigtigt, at man nøje overvejer deres indhold,²⁶ så de kommer til at udgøre en afbalanceret afvejning af de ofte modsatrettede hensyn hos parterne. Ved en eventuel dansk reform af anpartsselskabs- og/eller aktieselskabsloven er der stor inspiration at hente i de norske regler, som indeholder en række gode alternative exitbestemmelser:

§ 4-24. Rett til å tre ut av selskapet

(1) Retten skal etter søksmål fra en aksjeeier innløse aksjeeierens aksjer når tungtveien de grunner taler for at aksjeeieren gis rett til å tre ut av selskapet som følge av at

1. Et selskapsorgan eller andre som representerer selskapet, har handlet i strid med §§ 5-21 og 6-28,
 2. en annen aksjeeier i selskapet har misbrukt sin innflytelse i selskapet, eller
 3. det har oppstått et alvorlig og varig motsetningsforhold mellom aksjeeieren og andre aksjeeiere i selskapet vedrørende driften av selskapet.
- (2) En påstand om innløsning kan ikke tas til følge dersom dette vil medføre vesentlig skade for selskapets virksomhet eller for øvrig virke urimelig

overfor selskapet. Påstanden kan heller ikke tas til følge dersom selskapet utpeker en annen som er villig til å overta aksjene mot et vederlag som minst svarer til innløsningssummen. Sak med påstand om innløsning må reises innen rimelig tid.

- (3) Innløsningssummen fastsettes etter reglene i § 4-17 femte ledd.
- (4) Innløsningen skal gjennomføres ved at aksjene slettes etter reglene om nedsetting av aksjekapitalen. Aksjene kan likevel overtas av selskapet uten sletting og kapitalnedsetting dersom selskapets frie egenkapital (jf § 8-1 tredje ledd) etter den senest fastsatte balansen overstiger det vederlaget som skal ytes for aksjene. Ved vurderingen av selskapets egenkapital skal det tas tilbørlig hensyn til tap som måtte være inntruffet etter balansen, eller som må forutsettes å ville inntreffe. Revisor skal bekrefte at selskapets egenkapital er tilstrekkelig. § 9-6 annet ledd gjelder tilsvarende for de aksjer selskapet overtar.

§ 4-25. Utløsning av en aksjeeier

- (1) Retten skal etter søksmål fra selskapet utløse en aksjeeier fra selskapet dersom
 1. aksjeeieren ved mislighold har krenket selskapsforholdet vesentlig, eller
 2. det har oppstått et alvorlig og varig motsetningsforhold mellom aksjeeieren og andre aksjeeiere i selskapet vedrørende driften av selskapet, eller det foreligger andre tungtveiende grunner som tilsier at aksjeeieren utløses.
- (2) Beslutning om at selskapet skal reise sak om utløsning treffes av generalforsamlingen etter forslag fra styret.
- (3) § 4-24 tredje og fjerde ledd gjelder tilsvarende. Kravet om utløsning kan ikke tas til følge dersom aksjeeieren er villig til å overdra aksjene til en annen som selskapet utpeker mot et vederlag som minst svarer til utløsningssummen. Etter krav fra selskapet kan retten ved kjennelse bestemme at saksøkte ikke kan utøve rettighetene som aksjeeier under sakens behandling.

§ 16-19. Oppløsning ved dom ²⁷

- (1) En aksjeeier kan kreve selskapet oppløst ved dom når et selskapsorgan eller andre som representerer selskapet, har handlet i strid med §§ 5-21 og 6-28 og særlig tungtveiende grunner taler for oppløsning som følge av dette.
- (2) Når selskapet har nedlagt påstand om det, kan

dommen i stedet gå ut på at aksjeeierens aksjer skal innløses av selskapet. Innløsningssummen fastsettes i dommen under hensyn til selskapets økonomiske stilling og muligheter. Er innløsningen ikke gjennomført innen den frist som følger av dommen, og dette ikke skyldes aksjeeierens forhold, kan aksjeeieren kreve at tingretten ved kjennelse beslutter selskapet oppløst.

- (3) Går dommen ut på oppløsning av selskapet, gjelder § 16-18 tilsvarende. Dommen har virkning som en kjennelse om konkursåpning etter konkursloven kapittel VIII.

Et alternativ til egentlig lovregulering kunne være udarbejdelse af en standardvedtægt, der – som det er tilfældet med den engelske Table A – finder anvendelse på alle f.eks. anpartsselskaber, medmindre den er fraveget ved aftale.²⁸ Vælger man i stedet for lovgivning at udstede flere standardvedtægter vil reguleringen kunne tilpasses mere end et typeselskab og desuden kunne detaljeringsgraden gøres større end ved lovgivning.²⁹ Problemet opstår, hvis parterne ikke vælger en af vedtægterne, så står de – som nu – uden et sæt hensigtsmæssige regler at falde tilbage på.³⁰

6. Konklusion

Lovgiver kan ikke via regulering forebygge eller forhindre alle corporate governance problemer i små og mellemstore selskaber, herunder konflikter, misligholdelse, at selskabet ikke ledes efficient mv. Det er i høj grad en ledelsesopgave,³¹ og her kan f.eks. et kodeks som »God selskabsledelse i mindre og mellemstore virksomheder« være et nyttigt arbejdsredskab.

Lovgiver har til gengæld et ansvar for at sikre en lovregulering, som opfylder de små og mellemstore selskabers behov for og forventninger om, at loven indeholder en løsning, når der er opstået samarbejdsumulighed, væsentlig misligholdelse osv. I dag indeholder selskabslovgivningen kun ganske få regler, og de findes i aktieselskabsloven og er begrænset til misbrugssituationer. Lovgiver har – i anpartsselskaber ud fra et forenklings-

synspunkt – valgt at lade reguleringsbyrden hvile på parterne selv.

Der er ingen tvivl om, at øget lovgivning ikke i sig selv er et gode, men at overlade reguleringen til parterne er ikke en hensigtsmæssig løsning. Ud fra et juridisk perspektiv bør man ved valg af reguleringsmetode vælge en model, som dels giver parterne mulighed for at aftale løsninger, som tilgodeser det konkrete selskabs behov, dels giver parterne en klar, gennemskelig og hensigtsmæssig retsstilling, såfremt de ikke har udnyttet aftalefriheden eller kontrakten er mangelfuld. Dette taler klart for anvendelsen af en reguleringsmodel, hvor loven regulerer de centrale problemstillinger vedr. selskabets interne forhold ved deklaratoriske bestemmelser, eller eventuelt ved at den kortfattede lov suppleres med en standardvedtægt, som gælder medmindre andet er aftalt. Ud fra en økonomisk synsvinkel er det vigtigt, at det er let og billigt at stifte selskabet, og let og billigt at løse konflikter. Disse krav opfyldes også bedst ved enten anvendelse af deklaratoriske regler eller en deklaratorisk standardvedtægt.

Det betyder, at der er et behov for en lovændring, hvor der indsættes en række alternative exitmuligheder i loven, så parterne ikke – som det er tilfældet i dag – risikerer at være fastlåst i et selskab med samarbejdsumulighed, eller hvor der foreligger væsentlig misligholdelse fra en af ejerledernes side, eller hvor der alvorligt majoritetsmisbrug sted, jf. afsnit 4. Inspiration til disse regler kan findes dels i den hæveret, der i Danmark er tillagt interessenter i interessentskaber samt i de udløsnings- og opløsningsbestemmelser, der findes i den norske aksjelov, jf. afsnit 5.2.

Dette bidrag begrænser sig til nogle få centrale problemstillinger. Reglerne bør dog indeholde en regulering af *alle* centrale problemer. Det er derfor vigtigt, at der i forbindelse med lovgivningsarbejdet foretages en grundig analyse af reguleringsbehovet i små og mellem-

store selskaber.³² Desuden bør man nøje overveje bestemmelseernes indhold, så de kommer til at udgøre en afbalanceret afvejning af de ofte modsatrettede hensyn hos parterne

Behovet for, at loven indeholder hensigtsmæssige løsningsmodeller, rejser imidlertid også et andet spørgsmål, som ikke er behandlet i dette bidrag. Reguleringsbehovet hænger ikke nødvendigvis sammen med den valgte selskabsform, men med f.eks. det konkrete selskabs ejer- og kontrolstruktur (realstruktur). Det betyder, at de fleste små selskaber uanset, om der er tale om aktie eller anpartsselskaber, har behov for f.eks. særlige exit-bestemmelser. Det rejser selvsagt spørgsmålet om, hvorvidt man både skal ændre aktie- og anpartsselskabsloven, så den indeholder de relevante bestemmelser, eller om man skal foretage en funktionsdeling mellem aktie- og anpartsselskabsloven, således at anpartsselskabsloven i højere grad skræddersyes til de små virksomheder, mens aktieselskabsloven tager udgangspunkt i et større typeselskab. Stifterne kan så vælge den selskabsform, der bedst egner sig til den konkrete ejer- og kontrolstruktur.

Afslutningsvis kan man konkludere, at der er nok af opgaver og spørgsmål at tage fat på for lovgiver, såfremt man via lovgivningen skal være med til at sikre god corporate governance i små og mellemstore selskaber!

Noter

1. Se f.eks. *Neville*, Corporate Governance i små og mellemstore virksomheder, og *Bennedsen*, Selskabsstyring i unoterede danske virksomheder, begge i bogen *Corporate Governance i Danmark*, udgivet af DI 2004, red. Krenchel og Thomsen. Se også *Bennedsen* og Wolfenzon, The Balance of Power in Closely Held Corporations, *Journal of Financial Economics* oktober 2000, *Bennedsen* og *Nielsen*, Betydelser i unoterede danske virksomheder, *Nationaløkonomisk tidsskrift* 2002, og *samme forfattere*, Kontrolallokering og ejerskabsfordeling i unoterede danske virksomheder, *Nati-*

- onaløkonomisk Tidsskrift 2001 og *Neville*, Ejerstrukturer og Corporate Governance, Nordisk Tidsskrift for Selskabsret, 2000:1.
2. Senest er der i FSR regi udarbejdet et kodeks for god selskabsledelse i mindre og mellemstore virksomheder.
 3. Se om muligheden for at nægte samtykke, *Neville*, Samtykkeklausuler i aktie- og anpartsselskaber, i *Hyldestskrift til Jørgen Nørgaard*, red. Werlauff/Iversen/Hedegaard Kristensen, 2003, s. 935-963.
 4. Se f.eks. *Berle & Means* 1933 og *Daily & Dolinger*, An empirical examination of ownership structure in family and professional managed firms, *Family Business Review* 5(2), 1992, s. 117-136.
 5. Jf. også *Neville*, "Ejerstrukturer og corporate governance", i NTS 2000:1, s. 72-97 (83).
 6. I f.eks. familieselskaber er virksomheden og familien typisk ikke to adskilte verdener. Virksomheden er en integreret del af familiens liv og derfor vil konflikter i familien ofte »flytte med« ind i bestyrelseslokalet. Der sker en sammenblanding af familie- og virksomhed, hvilket udgør et særligt kompliceret corporate governance problem. For det første øger det, som nævnt, risikoen for konflikters opståen, men for det andet gør det også selve den faktiske ledelse af selskabet sværere, idet ledelsen både skal forholde sig til det rent forretningsmæssige og samtidig skal håndtere hensynet til familien og eventuelle konflikter i familien mv. Se nærmere *Neville*, Corporate Governance i små og mellemstore virksomheder, i bogen *Corporate Governance i Danmark*, DI 2004, red. Krenchel og Thomsen.
 7. Deltagelse i selskabet bygger ofte på en forventning om at have indflydelse på ledelsen og det rejser spørgsmålet, om en aktionær/anpartshaver kan påberåbe sig bristede forudsætninger. Se om problemstillingen f.eks. *Neville*, Ejerstrukturer og corporate governance, Nordisk Tidsskrift for Selskabsret, 2000:1.
 8. Se f.eks. *Corbetta og Daniel Montemerlo*, "Ownership, Governance, and Management Issues in Small and Medium-Size Family Businesses: A comparison of Italy and the United States", *Family Business Review*, 1999 del 4, vol. 12, s. 361-375 (373), *Harvey S. James*, "What can family contribute to business", *Family Business Review* 1999, del 1 vol 12, s. 61-73 (67) og *Neville*, Corporate Governance i små og mellemstore virksomheder, i bogen *Corporate Governance i Danmark*, DI 2004, red. Krenchel og Thomsen.
 9. Det gælder f.eks. i Storbritannien, jf. nærmere *Neville & Engsig Sørensen*, Interessentskabslignende anpartsselskaber i Selskabers organisation, 1997, s. 202 ff.
 10. Jf. nærmere *Neville & Engsig Sørensen*, Interessentskabslignende anpartsselskaber i Selskabers organisation, 1997, s. 217 f.
 11. Bortset fra i lov om erhvervsdrivende virksomheder, som primært er en registreringslov.
 12. I ikke børsnoterede selskaber med begrænset ejerkreds, hvor man gennem omsætteligheds-klausuler forsøger at holde tæt kontrol med ejerkredsens sammensætning, vil aktier/anparter ofte de facto være uoverdragelige, hvilket reelt betyder, at minoriteten er låst fast.
 13. *Engsig & Neville*, Interessentskabslignende anpartsselskaber i Selskabers organisation, 1997, afsnit 6.3.1.2. samt side 209-210.
 14. Jf. *Neville & Engsig Sørensen*, Interessentskabslignende anpartsselskaber i Selskabers organisation, 1997, s. 195ff., mens det synes umiddelbart betænkeligt, uden lovhjemmel at pålægge en anpartshaver at indløse en skadelidt anpartshaver.
 15. § 142 må anses som et supplement til § 119 og bestemmelsen har alene været tænkt anvendt, hvor forholdet er så groft, at det ikke med rimelighed kan forlanges, at den eller de krænkende aktionærer skal forblive i selskabet.
 16. Af *Neville* »Fokus på små selskaber« i Selskabers organisation, red. Paul Krüger Andersen, 1997, s. 59 og *Neville og Engsig Sørensen*, »Interessentskabslignende anpartsselskaber« i samme værk, s. 194ff.
 17. *Neville*, »The Nordic Company Law reforms in an International Regulatory Perspective« i *The Regulation of Companies*, eds. *Neville & Engsig Sørensen*, Thomson/Sweet & Maxwell, 2003, s. 39-111.
 18. Tallene er baseret på de foreløbigt indkomne svar på et udsendt spørgeskema.
 19. Jf. *Børjesson & Nielsen* i *Revision & Regnskabsvæsen*, nr. 8/1996, s. 22, og *Neville*, "The Nordic Company Law reforms in an International Regulatory Perspective" i *The Regulation of Companies*, eds. *Neville & Engsig Sørensen*, Thomson/Sweet & Maxwell, 2003, s. 39-111.
 20. I USA, hvor der ellers er en stærk tro på kontrakten og parternes evner til at aftale sig frem, har lovgiver og domstole i stigende omfang erkendt, at deltagere i små selskaber ikke er i stand til at

- udfærdige kontrakter, der tager højde for de problemer, der kan opstå. Det har bl.a. medført en større villighed hos domstolene til at statuere udløsning ud fra almindelige retsgrundsætninger, jf. nærmere nedenfor, jf. *Thompson: The European Private Company*, 1995, s. 231.
21. Se nærmere *Neville*, *Corporate Governance i små og mellemstore virksomheder*, i *Corporate Governance i Danmark*, udgivet af DI 2004, red. Krenchel og Thomsen.
 22. Jf. f.eks. *Neville*, "The Nordic Company Law reforms in an International Regulatory Perspective" i *The Regulation of Companies*, eds. Neville & Engsig Sørensen, Thomson/Sweet & Maxwell, 2003, s. 39-111, og *Carsten Fode*, *Regulation of Companies from a Practitioners Perspective*, i samme værk s. 111-135.
 23. »The Model of Cooperation,« som blandt andet Chigago-økonomerne er eksponenter for, tager afsæt i antagelsen om, at rationelle aktører i fraværet af lovgivningsmæssige begrænsninger vil se det som deres interesse at finde og udnytte alle muligheder til fælles bedste. Teorien bygger på grundsætningen om den perfekte kontrakt, det vil sige den kontrakt, som rationelle parter vil indgå, såfremt de er i besiddelse af fuld information, og der ikke er forbundet transaktionsomkostninger med indgåelse af kontrakten. Se f.eks. *Easterbrook and Fischel: The Economic Structure of Corporate Law* (1991).
 24. *Neville*, »The Nordic Company Law reforms in an International Regulatory Perspective« i *The Regulation of Companies*, eds. Neville & Engsig Sørensen, Thomson/Sweet & Maxwell, 2003, s. 39-111.
 25. Jf. NOU 1996:3, s. 19. Også for selskaber, som ikke passer ind i skabelonen for lovens typeselskab, kan den deklaratoriske lovgivning være en fordel, idet den kan tjene som checkliste vedr. problemer, som bør løses i kontrakten.
 26. Indholdet af de deklaratoriske regler skal ifølge dele af økonomisk teori svare til den aftale, som rationelle parter ville have indgået, såfremt de var fuldt informerede, og såfremt der ikke var forbundet transaktionsomkostninger med indgåelse af kontrakten., jf. *Easterbrook & Fischel, The Economic Structure of Corporate Law*, 1991, kapitel 1, og *samme* i *Foundations of Corporate Law* (eds. Romano 1993), s. 101 ff.
 27. Endret ved lov 30 aug 2002 nr. 67 (i kraft 1 j. 2003 iflg. res. 30 aug 2002 nr. 938).
 28. I dansk ret kender vi både modellen med standardvedtægter, som gælder, medmindre andet er aftalt, nemlig ejerforeningsvedtægten, og modellen hvor standardkontrakten alene gælder, hvor den er positivt valgt. Det er tilfældet med Normalvedtægten for private andelsboligforeninger udarbejdet af Bygge- og boligstyrelsen (1988). Se om fordele og ulemper ved brugen af standardvedtægter som reguleringsmetode *Neville*, "The Nordic Company Law reforms in an International Regulatory Perspective" i *The Regulation of Companies*, eds. Neville & Engsig Sørensen, Thomson/Sweet & Maxwell, 2003, s. 39-111.
 29. Jf. f.eks. *Helms*, *Die Europäische Privatgesellschaft*, 1998, s. 187 og *Hommelhoff* i *Gestaltungsfreiheit im Gesellschaftsrecht* (hrsg. Lutter & Wiedermann), s. 58. Se nærmere *Neville*, "The Nordic Company Law reforms in an International Regulatory Perspective" i *The Regulation of Companies*, eds. Neville & Engsig Sørensen, Thomson/Sweet & Maxwell, 2003, s. 39-111.
 30. Se nærmere *Neville*, "The Nordic Company Law reforms in an International Regulatory Perspective" i *The Regulation of Companies*, eds. Neville & Engsig Sørensen, Thomson/Sweet & Maxwell, 2003, s. 39-111.
 31. Det er en af kerneopgaverne for ledelsen at skabe og bibeholde ledelsesstrukturer, som passer til de skiftende udfordringer og forandringer, som virksomheden står overfor. Ledelsen skal sikre, at det organisatoriske system er gearret til at håndtere forandringer, så tillid mellem ejerne ikke udvikler sig til mistillid.
 32. *Neville*, »The Nordic Company Law reforms in an International Regulatory Perspective« i *The Regulation of Companies*, eds. Neville & Engsig Sørensen, Thomson/Sweet & Maxwell, 2003, s. 39-111.