

»Følg eller forklar«- princippet og anbefalinger om god selskabsledelse

Jan Schans Christensen, Professor, dr. jur., Københavns Universitet

1. Baggrund – EU og corporate governance

Det er ikke overraskende, at corporate governance står højt på EU kommissionens dagsorden.

Sammenbruddet af Enron i 2001 var sammen med de problemer der ramte bl.a. Worldcom årsagen til at USA i 2002 vedtog the Sarbanes-Oxley Act of 2002.¹ Sarbanes-Oxley Act indeholder bl.a. bestemmelser, som skal sikre større gennemsigtighed i relation til selskabets og dets ledelses forhold, øge den interne kontrol og rapportering i selskaberne, øge kravene til og styrke kvaliteten af de regnskabsmæssige oplysninger, sikre etablering af uafhængige revisionsudvalg i selskabsbestyrelser samt øge tilsynet med og tilhiden til revisor.²

Efterfølgende er det blevet klart, at der også blandt europæiske virksomheder findes problemer, der kan sammenlignes med det, der er set i USA. Vivendi, Ahold, Parmalat og Skandia er eksempler på dette.

I lyset af denne udvikling – samt en række øvrige forhold³ – har det været nærliggende for kommissionen at søge belyst, om der også er behov for at stramme op på reglerne på EU plan.

EU-kommissionen nedsatte i 2001 en såkaldt High Level Group of Company Law Experts, som bl.a. skulle rådgive kommissionen om modernisering af selskabsretten. Denne ekspertgruppe fik ECOFIN mødet i Oviedo i april 2002, hvor omfanget og karakteren af bl.a. Enron-sammenbruddet var kendt, udvidet sit kommissorium til tillige at omfatte en række corporate governance temaer. Dette førte til rapporten A Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe, afgivet 4. november 2002.⁴

Rapporten fra ekspertgruppen er i vidt omfang lagt til grund af EU-kommissionen ved dennes udarbejdelse af den handlingsplan, om modernisering af selskabsretten og styrkelse af corporate governance, som EU-kommissionen offentliggjorde den 21. maj 2003 (COM 2003, 284 Final), og som må anses for hjørnестenen i det arbejde kommissionen har iværksat på området..

Et centralt spørgsmål, som kommissionen har skullet forholde sig til, er brugen af ikke-retligt bindende regelsæt eller normer indenfor corporate governance. Storbritannien var i 1992 først med rapporten »Financial Aspects of Corporate Governance« (her i landet blot kendt som »Cadbury-rapporten«), som indeholdt en række anbefalinger og lagde op

til et sæt ikke-bindende regler for det, der kaldtes »best practice«. Den blev senere efterfulgt af bl.a. Greenbury-rapporten i 1995 og Hampel-rapporten fra 1998. En række af de tanker, der fandt udtryk i Cadbury-rapporten og Greenbury-rapporten, blev i 1998 samlet i den såkaldte Combined Code, der efterfølgende er blevet justeret. I årene efter 1992 kom kunne man iagttage udviklingen af regelsæt om corporate governance i de fleste lande i Vesteuropa og i en række lande uden for, herunder Australien, Canada, Hong Kong og Mexico.

De regelsæt om corporate governance, der er vokset frem de seneste 10 år varierer meget hvad angår karakter og forankring, og der findes således både regelsæt vedtaget af udvalg eller komitéer nedsat i medfør af lov, regelsæt vedtaget af private eller selvejende institutioner, men som støttes af det pågældende lands myndigheder eller fondsbørser, og regelsæt vedtaget af private virksomheder eller interesseorganisationer. Det eller de udtrykte formål ved reglerne varierer tilsvarende og omfatter bl.a. ønsker om at styrke selskabernes konkurrenceevne, skabe øget åbenhed og gennemsigtighed, fremme og beskytte aktionærinteresser samt øge kvaliteten af arbejdet i ledelsesorganerne. De fleste af regelsættene retter sig mod de børsnoterede selskabers forhold, men mange af dem udtrykker samtidig en ambition om tillige at kunne være til gavn for andre selskaber.⁵

Noget af det særegne ved den beskrevne udvikling er den meget udbredte brug af ikke-juridisk bindende normer eller soft-law i stedet for traditionel reguleringsteknik. Her i landet afspejles dette i anbefalingerne fra Nørby-udvalget, afgivet den 6. december 2001, som af Fondsbørsens komité for god selskabsledelse foresloges ændret i december 2003, men som komitéen arbejder videre med.⁶

Sigtet med disse normer er typisk at forbedre styringen eller ledelsen af selskaber med af-

sæt i markedets behov (hvorfor normerne ofte betegnes »bottom up«-regulering i modsætning til traditionel regulering, der betegnes »top down«).

Blandt de spørgsmål, som både High Level Group og EU-kommissionen beskæftiger sig med er, hvorvidt det er hensigtsmæssigt, at der også på EU-plan vedtages en kodeks i stil med den, der kendes fra OECD. Både ekspertgruppen og kommissionen er enige om, at en sådan kodeks, som ikke vil kunne tage højde for de forskelle, der gælder på de enkelte markeder i EU, ikke er formålstjenlig. Derimod vil det være hensigtsmæssigt, at der sker en koordinering af udviklingen og den løbende justering af nationale kodekser, således at der kan ske erfaringsudveksling. En sådan koordinering kan ligeledes betyde, at der vil ske en konvergens af de dele af kodekserne, hvor der reelt ikke er væsentlige indholdsmæssige forskelle. Kommissionen har foreslået, at den forestår koordineringen.

2. Følg eller forklar- princippet i grundtræk

Kommissionen foreslår herudover bl.a., at der skal gælde et direktivkrav om at børsnoterede selskaber skal afgive en annual corporate governance statement eller redegørelse. Sigtet er at en sådan redegørelse – udover at indeholde oplysning om generalforsamlingens kompetence og funktion, stemme- og ejerforhold, aftaler med aktionærer, bestyrelsens sammensætning og virke, transaktioner med nærtstående samt risk management systemer – skal henvise til en national kodeks, som selskabet følger eller, hvis dette ikke er tilfældet, angive bevæggrundene herfor. Der er altså her tale om at der på EU-plan skal gælde et »comply or explain«-princip i relation til nationale kodekser.

Comply or explain eller »følg eller forklar«-princippet kendes bl.a. fra The London Stock Exchange, som har gjort det til et krav, at selskaber med aktier noteret på fondsbørsen

meddelelser, om de overholder Combined Code og, hvis ikke, angiver hvorfor. Princippet er ved at vinde indpas også i andre lande, hvor den traditionelle retlige regulering suppleres af regulering i form af anbefalinger eller andre former for ikke-retligt bindende standarder, eksempelvis Holland.

Nedenfor vil der blive fokuseret på brugen af følg eller forklar-princippet i tilknytning til ikke juridisk bindende anbefalinger i stil med dem vi kender fra Nørby-udvalget. Fondsbørsens komité for god selskabsledelse valgte netop at lade ændringerne af Nørby-anbefalingerne fra 2001 afvente kommissionens udspil baseret på det nævnte princip.⁷ I foråret 2004 iværksatte kommissionen en høringsproces i forbindelse med initiativer i relation til bl.a. aflønning af direktører og ledelsesansvar. Udover at høringen gav anledning til megen debat med hensyn til, om kommissionen havde lagt op til en for detaljeret og stram styring, var et af de spørgsmål, som drøftedes, hvorvidt følg eller forklar-princippet er rimeligt at anvende.

Følg eller forklar-princippet går ud på, at de, som en anbefaling eller henstilling retter sig mod, kan vælge mellem at følge anbefalingen eller lade være og i stedet forklare, hvorfor de ikke følger anbefalingen. Tilløb til følg eller forklar-princippet findes allerede i de af Københavns Fondsbørs fastsatte regler for udstedere af aktier. Fondsbørsen, som straks efter offentliggørelsen af Nørby-udvalgets anbefalinger tilsluttede sig disse, anbefaler i sine oplysningsforpligtelser udstedere at forholde sig hertil.⁸ Dette er ikke en egentlig følg eller forklar model, men har dog visse træk fælles hermed. Det er dog væsentligt at bemærke, at udstedere, som ikke forholder sig til Nørby-anbefalingerne efter de gældende regler ikke kan straffes for manglende overholdelse eller for ikke at redegøre herom.

Det er kendetegnende for den traditionelle reguleringsteknik, at der ikke gælder en valgfri-

hed for dem, reglerne retter sig imod. Trafikanter kan ikke vælge at undlade at følge færdselsloven uden at dette får konsekvenser, såfremt myndighederne bliver opmærksom på den manglende overholdelse. Afvigelse fra reglerne kan sanktioneres, typisk strafferetligt, men ofte tillige gennem civilretlige skridt.

Ved anvendelse af en følg eller forklar-tilgang er forholdet anderledes. Der er ingen sanktioner knyttet til manglende overholdelse af reglerne, kun til manglende angivelse af hvorfor en given regel ikke overholdes.

Det gælder om både anbefalinger og om »følg eller forklar«-princippet, at de langt fra er formålstjenlige i alle sammenhænge. I nogle tilfælde vil anbefalinger være unødvendige eller måske ligefrem uhensigtsmæssige. På andre områder, hvor det er afgørende, at bestemte spilleregler overholdes vil anbefalinger være utilstrækkelige og bør vige pladsen for egentlige lovregler. På samme måde er det givet, at følg eller forklar-princippet ikke er svaret på alle spørgsmål.

Man kan spørge, hvad der er baggrunden for, at EU kommissionen i sin konsultationsprocedure forholder sig om brugen af følg eller forklar-princippet i forbindelse med anbefalinger om god selskabsledelse udviklet i de enkelte EU medlemslande.

Udbredelsen af, hvad der i realiteten er selvregulering har formentlig givet kommissionen anledning til at overveje, hvorvidt den hidtidige linje med regulering gennem direktiver og forordninger skal fastholdes eller om kommissionen bør tænke i andre baner for så vidt angår reguleringsteknik. Skal man fortsat lægge hovedvægten på styring gennem direktiver, som er vanskelige efterfølgende at ændre, eller bør ikke-bindende anbefalinger anvendes på udvalgte områder? Er det ikke bedre at tage udgangspunkt i frivillige normer, der dannes med klangbund i det enkelte marked, frem for at fremtvinge en bestemt

adfærd gennem centralt fastsatte juridisk bindende regler?

3. Vurdering af følg eller forklar-princippet

Følg eller forklar-princippet er, som det er fremgået, nært sammenhængende med brugen af ikke-bindende regler, dvs. anbefalinger, til hvis manglende overholdelse der ikke er knyttet retlige sanktioner.

Det er væsentligt at understrege, at både det selskab, der følger anbefalingerne i et givet kodeks og det selskab, der ikke gør dette og begrundet sin handling, er i pagt med følg eller forklar-princippet. Hvad man på engelsk ville kalde non-compliance – altså manglende overholdelse – er reelt compliance set ud fra et juridisk synspunkt. Den manglende overholdelse af (visse af) anbefalingerne er som udgangspunkt ikke et anliggende for juristerne. Der ses i denne sammenhæng bort fra, at en anbefaling, som nyder opbakning fra en meget stor del af udstederne og deres ledelser, på langt sigt kan indgå i den juridiske værktøjskasse. En anbefaling om uafhængighed, som forankres bredt blandt selskabsledelser kan eksempelvis tænkes at få indflydelse på eller give inspiration til de krav, som domstolene i en given situation vil stille ved anvendelsen af den almindelig culpa-norm, der bl.a. vil være gældende ved bedømmelse af ledelsens erstatningsansvar.⁹ Som nævnt, er dette dog ikke udgangspunktet.

Følg eller forklar-princippet må anvendes og ses i sin sammenhæng. Princippet retter sig ikke mod lovgiver eller de retsudøvende instanser, men til markedet og dets aktører.

Mange – navnlig større – investorer lægger i dag vægt på, at vide, om et selskab følger de frivillige normer der har udviklet sig i det pågældende marked, og, hvis ikke, hvorfor. For disse investorer spiller det ofte ikke den store rolle, om den norm, der er tale om, findes i en lov eller en anbefaling.

Følg eller forklar-princippet anvendes allerede i dag i flere lande, og vil antagelig brede sig fremover ikke mindst fordi det er en udbredt opfattelse, at princippet kan være med til at skabe værdi for aktionærerne og i øvrigt medvirke til at lovgiver afstår fra at gennemføre lovinitiativer: hvis markedet kan klare tingene selv er der ikke behov for indgreb.

Det er i dette lys kommissionens initiativer skal ses. En vigtig diskussion i den forbindelse er, om de anbefalinger, som findes i den enkelte medlemsstat er egnet til at indgå i sammenhæng med følg eller forklar-princippet, men dette spørgsmål falder udenfor rammerne af denne artikel.

Sanktionen, om man vil, ved manglende »overholdelse« af en anbefaling er markedets eventuelle reaktion. Hvis et tilstrækkeligt antal toneangivende investorer finder, at der ikke er fornuftige grunde til at et givet selskab undlader at følge en anbefaling kan konsekvensen blive, at investorerne viger tilbage fra at investere i selskabet med den konsekvens, at det bliver dyrere for det pågældende selskab at rejse kapital via fondsbørsen.

Det følger for så vidt heraf, at både anbefalinger og følg eller forklar –princippet kun bør anvendes på områder, hvor lovgiver finder, at de gældende retsregler yder en tilstrækkelig minimumbeskyttelse, og at den yderligere adfærdsstyring, som ligger i et sæt anbefalinger, er et anliggende, som må drives af markedets aktører, blot den nødvendige gennemsigtighed foreligger.

Det er naturligvis vigtigt, at de, der beskæftiger sig med anbefalingerne og følg eller forklar –princippet, herunder medier, respekterer det system, som her er beskrevet, og ikke lader sig friste til at opstille scorecards eller i øvrigt foretage sammenligninger, uden at dette hviler på et solidt og sagligt forsvarligt grundlag.

Noter

1. Jf. <http://sarbanes-oxley.com>. Det er blevet fremført, at ledelsen for Enron misledte aktiemarkedet til egen fordel, og at selskabets revision svigtede. En redegørelse for baggrunden for Enrons sammenbrud findes hos John C. Coffee, What caused Enron? A Capsule Social and Economic History of the 1990s, tilgængelig via <http://ssrn.com>. samt hos Jeffrey N. Gordon, Governance Failures of the Enron Board and the New Information Order of Sarbanes-Oxley (tilgængelig sammesteds).
2. En række af de principper, loven indeholder, udfyldes ved, at det amerikanske børstilsyn, SEC (Securities and Exchange Commission), fastsætter nærmere regler.
3. Jf. Jan Schans Christensen, EU Corporate Governance, i God selskabsledelse (red. af samme, 2004), p. 133 ff.
4. Jf. herom hos Jan Schans Christensen, Kapitalselskaber (2003), p. 55 ff. og 67 ff.
5. Det amerikanske advokatfirma Weil, Gottschal & Manges afgav i 2002 en rapport til EU kommissionen, benævnt Comparative Study of Corporate Governance Codes relevant to the European Union and its Member States, som bl.a. indeholder en gennemgang og sammenstilling af corporate governance-kodekser og viser en betydelig konvergens blandt de vedtagne kodekser. Mange af de her omhandlede regelsæt kan ses på European Corporate Governance Networks hjemmeside, www.ecgn.ulb.ac.be/ecgn/codes.htm.
6. Se nærmere om dette www.corporategovernance.dk.
7. Jf. komitéens pressemeddelelse af 10. juni 2004 tilgængelig på www.corporategovernance.dk
8. Jf. Oplysningsforpligtelsernes § 36.
9. Jf. herom Jan Schans Christensen, Kapitalselskaber, p. 50.