

## Rigsrevisions habilitet i DR-byggesag granskes

Folketingets Kulturudvalg har nu bedt Folketingets formand – i realiteten Folketingets Lovsekretariat - om at vurdere, om Rigsrevisionen er inhabil som undersøger i kulegravningen af DR's budgetoverskridelse i Ørestadsbyggeriet.

Som det fremgik af den seneste udgave af Ugebrev for Bestyrelser har Rigsrevisionen så sent som i april 2006 i den årlige revisionsprotokol blåstemplet DR's risikostyring i Ørestadsbyggerier, og derved ville Rigsrevisionen meget let kunne komme til at undersøge sig selv, vurderer flere eksperter.

TV-Avisen tog sagen op tirsdag aften, og her udtalte flere juridiske eksperter sig kritisk om, at Rigsrevisor har påtaget sig opgaven at undersøge forløbet i DR's byggeskandale. Blandt andet professor Erik Werlauff og professor Lars Bo Langsted finder det u hensigtsmæssigt, at Rigsrevisionen uden videre påtager sig opgaven.

Medieomtalen fik onsdag Folketingets Kulturudvalg til at sætte sagen på mødedagsordenen, og her blev det besluttet at få en vurdering af Rigsrevisors habilitet.

Formand for Kulturudvalget, Kim Andersen (V) siger til Ugebrev for Bestyrelser, at han tog spørgsmålet op på Kulturudvalgets møde i går (onsdag. Red). „Hele udvalget gav tilslutning til at vi retter henvendelse til Folketingets Lovsekretariat for at få en vurdering af Rigsrevisors habilitet i DR's Ørestadsbyggeri. Det gjorde jeg, fordi der ikke skal være tvivl om Rigsrevisors habilitet efter spørgsmålet er blevet rejst af forskellige eksper-

ter. Derfor skal vi have sagen belyst og enhver eventuel tvivl bortelimineret,“ siger han.

Kim Andersen tilføjer, at han ikke har haft grund til at betvivle Rigsrevisionens habilitet i denne sag. „Men hvis der er et reelt habilitetsproblem, skal der ikke meget til, at der bliver sat andre end Rigsrevisionen til at foretage undersøgelsen af DR.“ Lovkontorets vurdering ventes at foreligge i løbet af få uger.

### Forelæggelse for Folketingets formand

I en officiel „Instruks for Rigsrevisor“ som fastlægger rammerne for rigsrevisionens arbejde, fremgår det (paragraf 15), at Rigsrevisor selv kan forelægge spørgsmål om habilitet for Folketingets formand. Men det fastslås også, at andre kan klage til Folketingets formand, hvis Rigsrevisor i tvivlsomme sager ikke selv får sin sag afprøvet.

Rigsrevisor Henrik Otbo siger til Ugebrev for Bestyrelser, at han lægger afgørende vægt på, at Rigsrevisionen indtager en særlig placering i forhold til revisorerne i det private erhvervsliv.

„Den lovgivning, som regulerer vores virksomhed, giver netop Rigsrevisionen den dobbeltrolle, som vi nu bliver kritiseret for. Rigsrevisionen skal revidere statens regnskaber, men den skal også udføre undersøgelser, som den vi har iværksat overfor Danmarks Radio. Så man kan sige, at vi per definition har en dobbelt rolle, og at vi er udpeget ved lov,“ siger Henrik Otbo.

...fortsættes på side 2

**Side 3 DR's bestyrelse missede kontrolopgaven** Ifølge aktieselskabsloven skal bestyrelsen „skaffe sig de oplysninger, der er nødvendige til opfyldelse af deres opgaver“. Meget tyder på, at informationskanalerne ikke har muliggjort „relevant, rettidig, korrekt og fyldestgørende“ information i Danmarks Radio, skriver Teddy Wivel.

**Side 4 Nyrup vil stramme op på kapitalfonde** Tidligere statsminister Poul Nyrup Rasmussen opstiller her en ønskeseddel til den udredning om kapitalfonde, som Økonomi- og Erhvervsministeriet snart fremlægger. Han ønsker stramninger omkring skat, aktieoptioner, oplysningspligt og udbyttebetalinger.

**Side 5 Kapitalfonde skaber ikke øget lønsomhed** Stik mod forventningen har kapitalfonde herhjemme under ét ikke skabt driftsmæssige forbedringer i de danske 92 selskaber, som er overtaget af kapitalfonde i perioden 1995 til 2005, viser ny undersøgelse.

**Side 6 Vagner og Rylberg sprængfarlig cocktail** Det nye makkerpar i Keops, Eric Rylberg og Ole Vagner, repræsenterer to vidt forskellige forretningskulturer. Rylberg er den strømlinede forretningsmand og Vagner den succesfulde, men dominerende iværksætter. Det er en sprængfarlig, men perspektivrig cocktail, hedder det i analyse.

**Side 7 Udlændinge i bestyrelsen øger afkastet** Undersøgelse viser, at børsnoterede selskaber i Sverige og Norge med udenlandske bestyrelsesmedlemmer præsterer et markant højere aktieafkast end selskaber uden udlændinge. Herhjemme kan sammenhængen ikke påvises. Der er for få selskaber med udlændinge.

**Side 8 Bestyrelsesforening udvider** Foreningen af Bestyrelsesadvokater har efter få måneders levetid over 100 medlemmer, og den planlægger nu at udvide foreningen med ikke-advokater, samt en omfattende bestyrelsesportal med database med bestyrelseskandidater.

## Rigsrevisions habilitet i DR-byggesag granskes

...fortsat fra forsiden

*Kan der trods jeres særlige funktioner overfor statslige selskaber alligevel ikke opstå en reel interessekonflikt, hvor det ikke er hensigtsmæssigt, at I forestår undersøgelsen? I Folketingets „Instruks til Rigsrevisor“ opereres netop med muligheden for et habilitetsproblem?*

Jo, det er klart, og det er derfor spørgsmålet behandles i den nævnte instruks. Men den konkrete opgave, vi snakker om, handler jo om en virksomhed indenfor det opgaveområde, som loven definerer som vores arbejdsfelt. Jeg siger ikke, at jeg ikke er inhabil. Men jeg siger, at jeg ikke de facto er inhabil, fordi jeg først er revisor og siden undersøger samme virksomhed"

*Der er vel ikke nogen, der har påstået, at der er denne automatik. Kritikerne har vel fokuseret på, at i revisionsprotokollen fra april 2006 skrives, at „DR har tilstrækkelig fokus på de risici, som kan (...) fordyre byggefasen, og på uforudsete omkostninger i den resterende del af byggeperioden.“ Få måneder efter var økonomien kørt af sporet?*

Den formulering står vi stadig ved. At det var korrekt på det tidspunkt. Jeg har ikke en eneste oplysning om, at dette revisionsbevis skulle føre et andet sted hen på det tidspunkt. Fordi vi tidligere har været inde og vurdere sagen, bliver vi jo ikke inhabile, når vi skal kigge på den igen.

*Det vil sige, at du holder fast i, at jeres erklæring var rigtig, og at problemerne er opstået efterfølgende?*

Jeg siger, at det vi skrev i april 2006, det står vi ved. Vi havde ikke oplysninger, som pegede i anden retning, og det har vi stadig ikke. Vi har gennemgået tusindvis af dokumenter. Vi har ikke fået forelagt dokumenter, som skulle vise, at man tidligere har kendt til budgetoverskridelserne.

*Antyder du, at I ikke har fået forelagt alle de relevante oplysninger om økonomistyring og risikostyring?*

Det er selvfølgelig relevant at spørge, om vi fået alle relevante oplysninger. Hvis det ikke er tilfældet, foreligger der en ny situation. Vores erklæring fra april 2006 er baseret på de oplysninger, vi havde på det tidspunkt. Men hvis vi ikke havde alle oplysninger, så handler sagen stadig ikke om inhabilitet. Vi bliver ikke inhabile af, at vi måske ikke har fået nogle oplysninger.

*Hvis I har fået alle oplysninger, så skulle budgetoverskridelsen på 600 mio. kr. være opstået på ganske få måneder. Og interne processer og systemer omkring økonomistyringen skulle være brudt sammen kort tid efter I havde kigget på dem. Fordi de var jo i orden, da I vurderede den interne rapportering og risikostyringen?*

Vi har selvfølgelig vurderet den risikostyring, DR har haft frem til vores gennemgang af regnskab og systemer. På det tidspunkt mente vi, at systemerne og den interne rapportering var i orden. Men hvordan det kunne gå så galt, så hurtigt - det er også et central spørgsmål i den undersøgelse, vi er i fuld gang med.

*For udenforstående har det nok været svært at forstå, at I har vurderet den interne rapportering og fundet den fyldestgørende. Efterfølgende siger både DR's direktion og bestyrelse, at de ikke har fået noget at vide?*

Det tror jeg, at man skal tage med et gran salt.

*Hvad siger du til, at Folketingets Kulturudvalg har bedt Lovsekretariatet om at vurdere din habilitet?*

Det er helt i orden, og det hilser jeg velkomment. Det er en fin udgang på drøftelserne i Kulturudvalget, siger Henrik Otbo.

---

### UGEBREV FOR BESTYRELSE - ONLINE GRATIS

Ugebrev for Bestyrelser er også tilgængelig i en online version, hvor abonnenter har gratis adgang til alle artikler, der har været bragt i ugebrevet siden september 2004. Vi sender fortsat ugebrevet pr. e-mail fredag middag.

**PASSWORD:** Du skal have en licens med et personligt password for at få adgang til **Ugebrev for Bestyrelser Online**. Kontakt Forlaget Thomson på telefonnummer: 33 74 07 00, tast 3, eller send en e-mail til: [forlagetthomson.support@thomson.com](mailto:forlagetthomson.support@thomson.com). Oplys navn, firma og e-mail-adresse, så sender vi dit password pr. e-mail.

**FLERE LICENSER:** Til virksomheder med ét abonnement: Hvis der er behov for flere licenser kan virksomheden tegne et Bestyrelsesabonnement med i alt otte licenser for en merpris på kun kr. 2995,- ekskl. moms.

## DR's bestyrelse missedede sin kontrolopgave

*Aktieselskabsloven fastslår, at bestyrelsen skal have en forretningsorden, der „pålægger bestyrelsen at skaffe sig de oplysninger, der er nødvendige til opfyldelse af deres opgaver“. Meget tyder på, at informationskanalerne ikke har muliggjort „relevant, rettidig, korrekt og fyldestgørende“ information i Danmarks Radio. Og ansvaret herfor hviler tungt på både direktion og bestyrelse, skriver Teddy Wivel i denne kommentar.*

Efter Nordisk Fjer skandalen i 1991 blev man i Danmark rigtig opmærksom på behovet for god selskabsledelse, også kaldet corporate governance. Sagen førte til en lovstramning, som blev gennemført i aktieselskabsloven i 1993 – nemlig lovens §56 stk. 5. Bestemmelsen gælder alene for børsnoterede selskaber og statslige aktieselskaber, men antages at have afsmittende virkning på alle selskaber.

Lovstramningen var en direkte reaktion på en bestyrelse, som havde sovet i timen. Bestemmelsen indeholder krav til forretningsordnen for - og dermed krav til - bestyrelsens arbejde.

§56 stk. 5 er karakteriseret ved en række detaljbestemmelser. De betragtes ikke som udtømmende, men som en række eksempler på de forhold, som bestyrelsen skal forholde sig til.

Det vil føre for vidt at gennemgå alle ti krav i stk. 5. Men en af de bestemmelser, som må siges at være helt central er nummer 6, som stiller krav om, at forretningsordnen „pålægger bestyrelsen at skaffe sig de oplysninger, der er nødvendige til opfyldelse af deres opgaver“.

### Uvidenhed er ikke en gyldig undskyldning

Sammen med de øvrige bestemmelser kan man sammenfattende sige at: *Bestyrelsen må have et grundlag for at tro, at de informationer, den træffer sine beslutninger på baggrund af, er relevante, rettidige, korrekte og fyldestgørende.*

Det betyder også, at bestyrelsen ikke kan lade sig nøje med de informationer, som en direktion måtte finde nødvendige at give bestyrelsen. Bestyrelsen har en selvstændig pligt til at skaffe sig de nødvendige oplysninger. Bestyrelsens medlemmer kan altså ikke undskylde sig med, at det vidste de ikke – det var der ingen, der havde fortalt dem. Bestyrelsen må vurdere, om den finder beslutningsgrundlaget i orden.

Selv om det er en generel problematik, er den interessant i relation til den aktuelle situation i Danmarks Radio. Hen over sommeren 2006 opdagede den nuværende generaldirektør og bestyrelse i Danmarks Radio, at prisen for byggeriet fra den seneste budgetrevision og rapport til Kulturministeriet i marts 2006 til september 2006 var vokset med op til 630 mio. kr. – stadig i 1999-priser – eller med næste 20%. Da der regnes i faste priser, er der således ikke tale om prisstigninger, men om reelle budgetoverskridelser.

### Særlig opmærksomhed på byggeriet

Når man samtidig erindrer historikken, og at den nuværende generaldirektør ved sin tiltrædelse udtalte, at han ville have særlig opmærksomhed på styring af byggeriet, må man undre sig over, hvad det er for et internt styrings- og rapporteringssystem DR betjener sig af.

Meget tyder på at informationskanalerne ikke har muliggjort „relevant, rettidig, korrekt og fyldestgørende“ information. Og ansvaret herfor hviler tungt på både direktion og bestyrelse.

Der findes i mange virksomheder – ikke mindst i virksomheder med politisk valgte bestyrelsesmedlemmer – en tradition for en meget omfattende og ofte meget uoverskuelig information. Ud fra en betragtning om, at „de skal ikke kunne sige, at de ikke har fået det hele at vide“.

Men god information er ikke karakteriseret ved mængden af oplysninger, men ved at informationen er tilpasset modtageren, og at den er kort og overskuelig med fokus på det væsentlige. Alt for ofte forsynes bestyrelser med information, som er detailorienteret, og som ikke giver bestyrelsen mulighed for at bevare fokus.

Om det er tilfældet i Danmarks Radio kan man kun gisne om. Nu er Rigsrevisionen sat til – endnu en gang – at vurdere risikostyringen og rapporteringen omkring byggeriet. Om de kommer til en anden konklusion, end de er kommet til de seneste to regnskabsår, får vi først at vide engang i det nye år.

Man kan så komme med det tillægsspørgsmål om resten af Danmarks Radio styres med de samme værktøjer som byggeriet, som direktionen jo har haft særlig fokus på. Institutionens væsentlige interessenter – ikke mindst licensbetalerne – fortjener et svar.

## Nyrup ønsker indgreb overfor kapitalfonde

*I denne kommentar giver Poul Nyrup Rasmussen, MEP og formand for De Europæiske Socialdemokrater (PES, forhenværende statsminister) sit syn på de store kapitalfonde og opstiller samtidig en ønskeseddel til den udredning om kapitalfonde, Økonomi- og Erhvervsministeret snart fremlægger.*

Vi står over for en kæmpe udfordring, når det handler om at tackle de store, internationale kapitalfondes grænseoverskridende opkøb af sunde virksomheder. Den aktuelle udvikling er på vej til at skabe en fremtid, hvor samfundets sammenhængskraft trues.

Når de kapitalfonde, der for eksempel stod bag opkøbet af TDC, tilsammen kan mønstre et operativt kapitalgrundlag, der svarer til cirka 30 procent af verdens private kapital, så kan man med rette spørge: Hvad og hvem gavner den enorme magtkoncentration egentlig?

Men der er forskel på folk – og der er forskel på investeringsfonde! En lang række kapitalfonde, typisk venture kapitalfonde, opfylder gavnlige formål gennem medfinansiering af aktive investeringer i nye og mellemstore virksomheder.

Den type kapitalfonde, som jeg fokuserer på, er de såkaldte private, lånefinansierede opkøbsfonde LBO'er (leverage buy-out funds), som udnytter ellers sunde, europæiske virksomheder, og som sætter ønsket om information og fuld gennemsigtighed ud af kraft. LBO'erne overtager en virksomhed og købet sker med et lille indskud og primært gennem lån hos en gruppe udenlandske banker. Et lån, som den opkøbte virksomhed bag efter selv skal tilbagebetale.

På få år er antallet og størrelsen af virksomhedsovertagelser finansieret ved hjælp af lån vokset enormt. I år 2000 udgjorde „buy-out“-aktiviteter inden for Europa i størrelsesordenen 20 milliarder EUR/50 transaktioner, mens beløbet i 2005 (indtil 3.kvartal) er steget til 80 milliarder EUR/180 transaktioner.

Problemet er, at de nye ejere ikke ser den opkøbte virksomhed som andet end en „likviditetskasse“. Planen er altid at sælge virksomheden videre i løbet af få år (maksimalt 5 år, oftest 2-3 år), hvorfor der kun tænkes i kortsigtede strategier. Det betyder, at man overalt i Europa på samme tid kan opleve opkøbte virksomheder, der fremviser fine resultater samtidig med, at de foretager massefyringer.

Mangel på gennemsigtighed, som tilfældet er med kapitalfondenes køb og afnoteringer, er et kæmpe problem i et demokratisk samfund - og i en markedsøkonomi. Alligevel modtager vi i Bru-

xelles rapporter fra virksomhedsledere fra hele Europa om adskillige eksempler på, hvordan kapitalfondene i løbet af ingen tid ændrer virksomhedernes arbejdsforhold og trækker enorme midler ud, inklusiv såkaldte „management fees“ af en størrelsesorden uden for ethvert etisk hensyn til virksomhed og samfund.

Samtidig mister den offentlige sektor skattekroner. I TDC-sagen taler vi om et beløb på over 1 mia. kr. Og fondene, hvor har de hovedsæder?

Stort set alle LBO'ernes hovedsæder er registreret i skattely med svage finansielle myndigheder. Gældfinansierede opkøb kalder på en fundamental diskussion og en grundig undersøgelse - i Danmark såvel som i Europa. Denne diskussion skal følges op af en målrettet og ikke-diskriminerende lovgivning. Det er samtidig vigtigt, at lovgivningen indrettes sådan, at den **ikke** trækker tæppet væk under de venture kapitalfonde, der gerne vil finansiere „den gode idé“ iværksætterne og de velfungerende virksomheder.

LBO'erne vanskeliggør virksomhedernes langsigtede investeringer i FoU, uddannelse, strategiske nyinvesteringer - alt det vi har brug for i den globale økonomi. LBO'erne risikerer at underminere samfundets sammenhængskraft: De eksorbitant høje honorarer og aktieoptioner for ledelsessegmentet kan hverken forklares eller forsvares - og hvem kan med sådanne honorarer tale om samfundssind og løntilbageholdenhed? Jeg mener derfor, der er seks vigtige områder, som er nødvendige at få belyst i forhold til kapitalfondene:

1. Vi har brug for yderligere belysning af konsekvenserne af LBO'ernes aktiviteter. Vi skal sikre ordentlige og gennemsigtige spilleregler uden „asymmetriske information“.

2. Bedre regler for tildeling af aktieoptioner. En tysk undersøgelse viser, at lederne mister fokus og disponere kortsigtet, hvis de økonomiske incitamenter er for høje. Danmark og resten af EU bør tage ved lære af den norske regering, som har stillet et lovforslag, der sikrer, at det er generalforsamlingen, der vedtager aktieoptioner.

3. Skatteindtægterne skal sikres.

4. Der etableres nogle værn for virksomhedernes egenkapital i forhold til de kapitalfonde, der hensynsløst trækker milliarder af kroner ud af sunde virksomheder.

5. Vi skal følge den langsigtede globaliseringsstrategi og Lissabon-strategiens mål for Europa.

6. Medarbejderne skal sikres ordentlig information og vi skal stadig bygge på et fornuftigt samarbejde mellem faglige organisationer og virksomhederne.

## Kapitalfonde skaber ikke øget lønsomhed

Stik mod forventningen har kapitalfonde herhjemme ikke under ét skabt driftsmæssige forbedringer i de danske selskaber, som er overtaget i perioden 1995 til 2005.

En analyse af samtlige kapitalfondsopkøb i Danmark siden midten af 90'erne viser, at der hverken kan måles signifikante positive eller negative effekter på driften efter kapitalfondene har overtaget ejerskabet.

Undersøgelsen, som er en cand. merc. – opgave fra CBS bedømt til topkarakter, omfatter analyse af 92 opkøb af danske virksomheder. Alene sidste år var der 27 kapitalfondsopkøb til en samlet markedsværdi på over 200 mia. kr.

Undersøgelsen, som er udarbejdet af Anders Brønnum-Schou og Jesper Damm, har titlen „Driftsmæssige konsekvenser af kapitalfondsejerskab: Dansk Empiri 1995-2005“.

Det oplyses, at kapitalfondene kan skabe værdi på flere måder:

- **Arbitrage:** Ved at foretage opkøb af selskaber til en akkvisitionspris, der er lavere end hvad markedet berettiger, kan kapitalfondene skabe værdi for sine investorer. Som konsekvens af den stigende konkurrence mellem kapitalfondene forekommer den slags transaktioner idag sjældent, lyder vurderingen.

- **Branche og konjunkturer:** Værdien af et porteføljeselskab kan stige alene på grund af en gunstig udvikling i virksomhedens branche. Dermed kan virksomheden stige i værdi, uden at denne i øvrigt har sammenhæng med virksomhedens evne til at drive forretning. Endvidere kan almindelige økonomiske konjunkturer påvirke virksomhedens værdiansættelse.

- **Finansiell gearing:** Ved at optage betydelige lån i den opkøbte virksomhed, kan kapitalfondene geare deres afkast, hvorved forrentningen af egenkapitalen alt andet lige forøges. Finansiell gearing har altid været kapitalfondenes særkende, og den skaber skattebesparelser i form af et renteskatteskjold og incitament i form af stram likviditetsstyring for at imødekomme rente- og afdragsbetalinger, hedder det. Endelig fremhæves det, at kapitalfondenes typiske ekspertise indenfor finans og deres gode relationer til finansielle institutioner kan medføre lavere låneomkostninger.

- **Driftsmæssige forbedringer:** Ved at deltage aktivt i udformning og implementering af strategiske tiltag, kan kapitalfondene deltage aktivt i at forøge selskabernes lønsomhed. Eksempelvis gennem effektiviseringer, omsætningsvækst gen-

nem organisk vækst eller tilkøb og reduktion af arbejdskapital. Det er denne value driver, der er omdrejningspunktet i den aktuelle undersøgelse.

Forfatterne fremhæver, at de fleste tidligere undersøgelser viser, at kapitalfondene skaber signifikante driftsmæssige forbedringer post-buyout, hvilket altså står i kontrast til konklusionen i denne undersøgelse.

Blandt andet henvises til en undersøgelse fra 2004 af europæiske og amerikanske buy-outs, hvor konklusionen er, at den vigtigste driver i værdiskabelse er driftsmæssige forbedringer.

Forfatterne nævner, at to større hjemlige kapitalfonde, nemlig Axcel og EQT, selv oplyser, at de henter henholdsvis 88 procent og 70 procent af den samlede værdiskabelse fra driftsmæssige forbedringer.

I denne undersøgelse peges på følgende mulige forklaringer på den aktuelle konklusion:

- At der rent faktisk ikke er skabt driftsmæssige forbedringer.

- At det danske buy-outmarked er umodent i forhold til de andre markeder, hvor kapitalfondenes resultater tidligere er analyseret.

- At det har betydning, at der kan være forskelle mellem de enkelte ejerskabsformer i forskellige lande, som er undersøgt.

- At der kan have været mere fokus på langsigtede strategiske positionering frem for kortsigtede driftsmæssige forbedringer, og at de forventede forbedringer endnu ikke er slået fuldt igennem på bundlinjen.

Forfatterne har også undersøgt, om konklusionen er robust overfor udvalgte karakteristika ved de enkelte buy-outs, eksempelvis buy-out'ets kilde (tidligere ejerskabsform), buy-out året, antallet af kapitalfondens tidligere fonde, exitstatus, ejerskabsperiode og exitrute.

Det ændrer dog ikke ved den overordnede konklusionen. Dog er der en tydelig tendens til, at selskaber, som underperformer før opkøbet, klarer sig bedre postbuy-out, mens overperformers prebuy-out udviser faldende performance postbuy-out.

Samtidig viser undersøgelsen, at kapitalfonde med dansk tilstedeværelse i form af medarbejdere, er bedre til at fastholde eller øge arbejdspladser og omsætning. Til gengæld er udenlandske kapitalfonde mere tilbøjelige til at lukke eller frasælge uønskede forretningsområder. Berlingske Business har for nylig omtalt en anden Cand. merc. opgave, hvis konklusion var stort set identisk.

## Vagner og Rylberg en sprængfarlig cocktail

Ugens toperhvervsnyhed var meddelelsen om, at ISS' tidligere koncernchef Eric Rylberg er på vej til det børsnoterede ejendomsselskab Keops.

Skiftet er både overraskende og bemærkelsesværdigt, da Eric Rylberg og Keops' stifter, hovedaktionær og koncernchef Ole Vagner, i den grad repræsenterer to vidt forskellige virksomhedskulturer og måder at tænke forretning på.

Eric Rylberg hører til blandt de skarpeste, dygtigste og mest internationale danske toperhvervsledere, kendt som en knivskarp strategisk tænk, en kompromisløs virksomhedsleder med høj integritet og med adgang til de bonede gulve i toppen af dansk erhvervsliv og den finansielle verden.

På den anden side står nu iværksætteren, købmanden og ejendomsmatadoren Ole Vagner, som på få år har opbygget et imponerede ejendomsimperium. Et imperium, som godt nok er børsnoteret, men som er præget af iværksætterkulturens manglende fokus på styringssystemer, intern rapportering og investor relations, samt en total dominans af den stærke og dominerende ejerleder i alle tre ledelseslag: som hovedaktionær, bestyrelse og direktion. Vagner har især fokus på forretningsudvikling gennem hurtige beslutninger.

### Den grimme ælling

Keops og Ole Vagner betragtes fortsat som en „grim ælling“ af det etablerede erhvervsliv, og de professionelle investorer holder sig fra aktien på grund af usikkerhed om og afhængighed af hovedaktionæren, og dennes måde at drive forretning på.

Det er velkendt, at det nogen gange er gået vel hurtigt med forretningsmæssige dispositioner, og det har udløst en række retssager mod Keops.

Med andre ord er det nye „makkerpar“ i dansk erhvervsliv også et umage par, som repræsenterer meget forskellige verdener. Der er altså også tale om et af de seneste års største ledelsesmæssige eksperimenter, hvor det må komme an på en prøve om samarbejdet holder.

Selvom Eric Rylberg sammen med sin tidligere løjtnant Karsten Poulsen antageligt har stillet visse krav til jobindholdet, skal starten som et managementteam under koncerndirektionen nok opfattes som en midlertidig løsning.

På mange måder har Eric Rylberg og Karsten Poulsen lige det, Keops har brug for. Populært sagt kan de løfte Keops frem fra at være en forvokset iværksættervirksomhed til en nålestribet interna-

tional ejendomskoncern, som de „store drenge“ hjemme og ude gerne vil gøre forretning med.

For det første kan Eric Rylberg åbne døre til toppen af dansk erhvervsliv og især den danske og internationale bankverden.

For det andet kan de strømline den interne organisation i Keops, så der etableres mere professionelle beslutnings- og rapporteringsprocesser.

For det tredje kan Rylberg professionalisere den eksterne kommunikation og dialogen med de professionelle investorer, som historisk har holdt afstand til Keops-aktien.

For det fjerde er Rylberg ekspert i at købe virksomheder og få dem integreret i den eksisterende forretning.

Men sammenkomsten med de to stærke personligheder, Rylberg og Ole Vagner, har uden tvivl også mikset en sprængfarlig cocktail. Begge skal de være meget indstillede på, at samarbejdet skal lykkes. Ellers vil det antageligt hurtigt falde på gulvet, og et brud vil med stor sikkerhed blive opfattet som, at Ole Vagner ikke ville give det fornødne rum til Eric Rylberg.

Til gengæld står Eric Rylberg og Karsten Poulsen reelt meget stærkt, da omverdenen vil dømme Keops og Ole Vagner „ude“, hvis samarbejdet bryder sammen. Efter meddelelsen om Rylbergs skift til Keops, steg selskabet ca. 20 procent eller 700 mio. kr. i markedsværdi. Forsvinder Rylberg og Poulsen igen, vil det antageligt koste endnu mere af børsværdien, end der senest er vundet.

### Højt spil

Dermed spiller Ole Vagner også meget højt spil. Og det hele trækker i retning af, at Eric Rylberg og Karsten Poulsen efter en (succesfuld) prøveperiode rykker op i koncerndirektionen med Ole Vagner som en delvist arbejdende bestyrelsesformand.

Ole Vagners købmandsskab, når det gælder forretningsudvikling og store projekter, fornægter sig ikke, og Keops har brug for dette talent også fremad. Men resten af ledelsesrummet bør nok overlades til Eric Rylberg, og så kan brikkerne være lagt til en ny europæiske ejendomsgigant.

Den manglende brik bliver, at der etableres en bestyrelse med uafhængige bestyrelsesmedlemmer. I dag består bestyrelsen af Ole Vagners håndgangne mænd, så et par velkendte eksterne erhvervsfolk ville pynte gevaldigt, og generelt styrke tilliden til selskabet og dets ledelse.

## Udlændinge i bestyrelsen øger afkastet

Ny nordisk undersøgelse viser, at børsnoterede selskaber i Sverige og Norge med udenlandske bestyrelsesmedlemmer præsterer et markant højere aktieafkast end selskaber uden udlændinge. Herhjemme kan denne sammenhæng ikke påvises, blandt andet fordi der er få selskaber med udenlandske bestyrelsesmedlemmer.

Andelen af udenlandske bestyrelsesmedlemmer i Norge er hele 12,8 procent, i Sverige 7,4 procent og i Danmark 6,5 procent. I undersøgelsen indgår også udenlandske topchefer, hvorefter andelen i Sverige kommer markant højere op end i Danmark.

Undersøgelsen „A Nordic perspective on corporate board diversity“ blev fremlagt i går på et debatmøde i Center for Corporate Governance på CBS. Undersøgelsen er udarbejdet for Nordic Innovation Center under Nordisk Ministerråd af tre nordiske forskere, nemlig professor Steen Thomsen fra CBS, Trond Randøy fra Agder University i Norge og Lars Oxelheim fra Lund University.

De har gennemgået bestyrelsesstrukturen i de 500 største nordiske børsnoterede selskaber. Konklusionen er, at der i særlig grad mangler fornyelse og mangfoldighed i de danske bestyrelser.

### Fordele ved udlændinge i bestyrelsen

Omkring udlændinge i bestyrelsen nævnes flere fordele:

For det første betyder muligheden for at trække på udenlandske bestyrelsesmedlemmer at universet at trække på bliver langt større, end hvis kandidaterne SKAL være danske.

For det andet kan udenlandske bestyrelsesmedlemmer give bestyrelsen nyt input om, hvordan bestyrelsesarbejdet kan tilrettelægges og i det hele taget om måden at drive forretning på.

For det tredje kan udlændinge være en slags ambassadør for udenlandske mindretalsaktionærer. I modsat retning trækker, at bestyrelsen må indføre engelsk som sprog i bestyrelsen, og personen har måske sværere ved at finde sig til rette med den danske ledelseskultur.

Omkring manglende mangfoldighed fremhæves det, at der er meget få generalforsamlingsvalgte kvindelige bestyrelsesmedlemmer i Danmark. Andelen er 2,9 procent i Danmark mod 13,1 procent i Sverige og 20,4 procent i Norge.

Endvidere er den gennemsnitlige alder på danske bestyrelsesmedlemmer højere end i de to andre nordiske lande og aldersvariationen mindre. Gennemsnitsalderen i Danmark er 56,3 år, i Sverige 54,1 år og 51,2 år i Norge.

Debatmødet blev indledt med oplæg af Novo Nordisks Kurt Anker Nielsen, direktør Agnete Raaschou fra Aalborg Portland Group og Steen Langebæk, formand for den europæiske ældreorganisation Age med erfaring fra en række danske og udenlandske bestyrelser.

Om årsagerne til den begrænsede mangfoldighed og fornyelse blev følgende fremhævet:

- Ingen stærk tradition for, at der sker udskiftning i bestyrelsen, når der er brug for andre kompetencer eller når et bestyrelsesmedlem ikke længere bidrager optimalt. Bestyrelsesmedlemmer klamrer sig ofte til deres bestyrelsestabet, indtil de falder for aldersgrænsen.

- Sjældent gennemføres systematisk selvevaluering i bestyrelsen, hvor det grundigt gennemgås, hvordan mangfoldigheden styrkes, og så der gives plads til nødvendige kompetencer. Undtagelsen er de allerstørste børsnoterede selskaber.

- Bestyrelsesformanden er ofte berøringsangst overfor de nødvendige opgør og udskiftninger i bestyrelsen, fordi det er ubehageligt at sige til en bestyrelseskollega, at personen bør forlade bestyrelsen.

- En aldersgrænse på typisk 70 år, som ofte diskvalificerer velegnede bestyrelsesmedlemmer, der har meget at byde på, herunder erfaring, kompetencer og den fornødne tid.

Det blev endvidere drøftet, om der kunne indføres mekanismer, som kan forstærke fornyelse i bestyrelserne. Her blev følgende fremhævet som muligheder:

- Mere konsekvente bestyrelsesformænd, som bør være drivkraft bag fornyelse i bestyrelsen.

- Bestyrelsesmedlemmer bør selv i højere grad trække sig efter en kortere årrække, eksempelvis 5-6 år, hvorefter de måske ikke længere har så meget at bidrage med. Det kan skabe rum for fornyelse.

- Efter amerikansk forbillede kunne man sætte et maksimalt åremål for anciennitet i bestyrelsen. Eksempelvis har mange amerikanske bestyrelser en åremålsgrænse på 8-10 år. Efter ét års pause kan tidligere bestyrelsesmedlemmer dog genindtræde. Denne model vandt dog ikke gehør på debatmødet.

Forskerne planlægger at bygge videre på undersøgelsen og inddrage andre parametre for bestyrelsens mangfoldighed, ikke mindst på at påvise en eventuel sammenhæng mellem bestyrelsens struktur og selskabets lønsomhed.

## Bestyrelsesforening for advokater udvider

Foreningen af Bestyrelsesadvokater afholdt forleden det første medlemsmøde med deltagelse af over 100 medlemmer og andre interesserede. Foreningen har fra start bragende succes med 104 tilmeldte medlemmer efter få måneders levetid. Foreningens første formand, advokat Niels Walther-Rasmussen fra Kromann Reumert, oplyste på mødet, som blev afholdt i Den Sorte Diamant, at foreningen har til formål at klæde advokater bedre på til at håndtere ikke-juridiske emner i bestyrelsesarbejdet.

„At være advokat kvalificerer ikke i sig selv til at blive indvalgt i en bestyrelse. Men mange erhvervsadvokater bliver medlem af bestyrelser, fordi de har opbygget en bred erhvervs erfaring gennem mange år. Og det, at man er advokat, bør ikke være diskvalificerende,“ sagde han.

I samarbejde med Advokaternes Serviceselskab vil den nye forening etablere en bestyrelsesuddannelse, som vil fokusere på ikke-juridiske aspekter af bestyrelsesarbejdet. „Vi vil arbejde for at styrke den enkelte advokats kompetencer til at kunne håndtere bestyrelsesarbejdet bedst muligt,“ sagde han.

### Overvældende tilslutning

Niels Walther-Rasmussen bemærkede, at der trods foreningens korte levetid allerede var overvældende tilslutning og opbakning til foreningen i advokatstanden. Og at det antageligt må tages som udtryk for den generelt øgede fokus på bestyrelsesarbejde, herunder de øgede krav til bestyrelsernes indsigt, arbejdsbyrde og ansvar.

Da den skærpede interesse for bestyrelsesarbejde er en generel tendens i erhvervslivet planlægger foreningen i løbet af en kortere periode at udvide foreningen til også at omfatte medlemsskab for ikke-advokater.

På en kommende hjemmeside vil der blive etableret en værktøjskasse med grundlæggende redskaber for bestyrelsesmedlemmer, og der vil blive etableret en bestyrelsesdatabase, hvor virksomheder kan søge efter egnede bestyrelseskandidater til bestyrelsen. Her kan det særskilt oplyses, om yngre, mere uerfarne bestyrelseskandidater, har gennemgået foreningens uddannelsesforløb, og derigennem fået en slags certificering.

Herhjemme har der hidtil kun være spredte kurser og seminarer om bestyrelsesarbejde, og disse kurser har traditionelt rettet sig mod de juridiske aspekter af bestyrelsens ansvar og pligter, herunder formalia relateret til aktieselskabsloven, bestyrelsesansvar, forhold omkring bestyrelsesreferater og revisionsprotokollen, samt regnskabsforståelse.

Hjemmesiden vil tillige indeholde en introduktion til temaer omkring bestyrelsens kompetencer, sammensætning, selvevaluering, håndtering af risikostyring og bestyrelsens deltagelse i strategiarbejdet. Da hovedparten af virksomhederne herhjemme fortsat er mindre og mellemstore familieejede virksomheder vil der i særlig grad blive fokuseret på den type virksomheder.

### Ny uddannelse for bestyrelsesmedlemmer i

**børsnoterede selskaber:** Den generelt øgede interesse for bestyrelsesarbejde munder også ud i en anden bestyrelsesuddannelse, som særligt er rettet mod bestyrelsesmedlemmer i børsnoterede selskaber. Uddannelsen, som er navngivet Bestyrelsesakademiet, har premiere i starten af juni, og den etableres i et samarbejde mellem Københavns Universitets Juridiske fakultet (med professor Jan Schans Christensen som drivkraft) og advokatfirmaet Plesner Svane Grønberg.

Bestyrelsesakademiet, som forløbet kaldes, består af fire heldagskurser med følgende fire overskrifter: Hvad vil det egentlig sige at sidde i en bestyrelse? Hvordan sammensættes og arbejder den ideelle bestyrelse? Bestyrelsens rolle og pligter i forhold til oplysning og kontrol. Og endelig – Bestyrelsens rolle i særlige situationer, herunder om opkøbstilbud. Bestyrelsesakademiet har et Advisory Board, som blandt andet består af Mads Øvlisen, Stine Bosse fra TrygVesta og Ole Andersen fra kapitalfonden EQT.

Blandt underviserne findes Jørgen Boe fra Kromann Reumert, Hans Bøving fra Bottomline, advokat Jan Erlund, Henrik Gürtler, bestyrelsesformand for Novozymes, Thomas Plenborg fra CBS og Henrik Axelsen fra pricewaterhouseCoopers. Til det første kursusforløb optages højst 30 personer. Prisen er kr. 40.000,- for et 4-dages kursus.

## Oplysninger om Ugebrev for Bestyrelser

Ugebrev for Bestyrelser udgives af Forlaget Thomson A/S og udkommer ugentligt hver fredag kl. 12, i alt 44 uger årligt. Tegning af abonnement ved telefonisk henvendelse til Anne Dorthe Jessen på telefonnummer 33 74 07 35 eller ved e-mail til [anne.dorthe.jessen@thomson.com](mailto:anne.dorthe.jessen@thomson.com)

### Pris på årsabonnement

PDF-dokument via e-mail kr. 2.995,-  
Bestyrelses- eller direktionsabonnement (op til otte e-mail modtagere) kr. 5.995,-  
Alle priser er excl. moms

### Redaktion

Morten W. Langer. Redaktør  
Knud Reckweg  
Harding Michelsen  
Peter Andreas Bøggild

### Adresse, Redaktion

Bestyrelsesugebrevet ApS  
c/o Huset Mandag Morgen  
Valkendorfsvej 13  
Postboks 1127  
DK-1009 København K  
Telefon: 33 93 93 23  
Fax: 33 14 13 94  
Mail: [redaktion@bestyrelsesugebrevet.dk](mailto:redaktion@bestyrelsesugebrevet.dk)  
Hjemmeside: [www.bestyrelsesugebrevet.dk](http://www.bestyrelsesugebrevet.dk)

### Salg & Information

Forlaget Thomson A/S  
[forlagetthomson@thomson.com](mailto:forlagetthomson@thomson.com)  
Telefon: 33 74 07 00 - tryk 2  
Man - Tors kl. 8:30 - 16:30  
Fre kl. 8:30 - 16:00

### Annoncer

Treu Media Jan Treu  
Pilestræde 52, 3. sal - Box 182  
1005 København K  
Telefon 33 33 06 80  
Fax 33 33 06 81  
E-mail [jt@treumedia.dk](mailto:jt@treumedia.dk)

### Kort om Ugebrev for Bestyrelser:

Ugebrevet dækker de vigtigste temaer på bestyrelsens aktuelle dagsorden. Fornyelse og nytænkning i bestyrelserne afgør på sigt virksomhedernes konkurrenceevne.

I dagens erhvervsliv sker forandringerne stadig hurtigere, og bestyrelserne får stadig større ansvar. Det stiller stigende krav til de enkelte bestyrelsesmedlemmer og bestyrelsens handlekraft. Vi forsøger at sætte de aktuelle debatter i system. Vi formidler synspunkter fra erfarne bestyrelsesformænd, topchefer og eksperter.