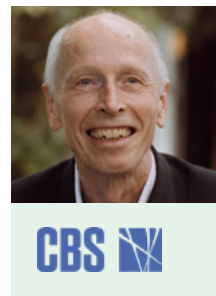


HVAD VISER FORSKNINGEN OM DEN DANSKE FONDSMODEL SOM EJERFORM?



Steen Thomsen
 Professor, Center for Erhvervsdrivende Fonde, Copenhagen Business School
 I anledning af Carlsbergfondets 150-års jubilæum, 2026

INDLEDNING

Erhvervsdrivende fonde spiller en vigtig rolle i dansk erhvervsliv. De ejer nogle af landets største virksomheder og står bag betydelige uddelinger til almen-nyttige formål. De har så vidt vi ved en større økonomisk betydning i Danmark end i noget andet land.

Forskningen i erhvervsdrivende fonde er dog meget begrænset sammenlignet med litteraturen om andre ejere såsom institutionelle investorer, familievirksomheder, andelsselskaber eller statseje. Faktisk er der mere end en faktor 100 til forskel, så forskningen i erhvervsfonde målt på antal referencer i Google Scholar udgør under 1% af forskningen på de andre områder. Derfor skal den tages med et vist gran salt.

En anden grund til forsigtighed er, at der ofte er meget få observationer, fordi erhvervsfonde og fondsejerskab internationalt er et nicheområde. Vi anslår i et meget groft overslag, at der globalt er måske 2.500 erhvervsfonde og 4.300 uafhængige fondsejede selskaber (fraregnet datterselskaber). Det svarer til under 1 procent (0.8%) af verdens fonde og 0.002% af verdens selskaber.¹

Forskningen finder gennemgående, at fondsejede virksomheder er konkurrencedygtige med hensyn til rentabilitet, værdiansættelse og overlevelse (Thomsen, 1996, 1999; Thomsen & Rose, 2004; Thomsen et al., 2018; Schroeder og Thomsen 2025). Samtidig tyder forskningen på, at fondsejede virksomheder skaber mere værdi for deres interessenter såsom medarbejdere (Børsting og Thomsen 2017) og kreditorer (Buchanan and Caglar 2024).

Det kan måske virke overraskende, at fondsmodellen har så ringe udbredelse internationalt, hvis den er så konkurrencedygtig og samfundsgavnlig. Hvorfor er der ikke flere erhvervsfonde og fondsejede selskaber? Det er dog let at forstå, når man tager højde for, at erhvervsfondsstiftelse i de fleste tilfælde kræver, at en stifter forærer hovedparten af sin formue (aktierne i en virk-

somhed) til en fond. Det kræver et særligt og sjældent sindelag ikke mindst, når man tager højde for, at børnene måske bliver skuffede.

Omvendt kan man spørge, hvorfor der så er relativt mange erhvervsfonde i Danmark. Her er skat nok en del af forklaringen. Det viser sig, at erhvervsfonde er mere udbredte i lande som Danmark og Sverige (Thomsen og Kavadis 2022), hvor beskattningen af privat formue (kapitalgevinst, arveafgift og formueskat) tidligere var meget høj. Hvis valget stod mellem at give pengene til skattevæsenet eller at give dem til en fond, ville flere stiftere vælge fondsmodellen. Nu hvor formuebeskattningen i Danmark er reduceret, er der langt færre der vælger at generationsskifte til en fond. Skat kan dog ikke forklare alt. Mange af de store danske fonde blev stiftet før formuebeskattningen blev indført, og der stiftes også erhvervsfonde i lande med lav formuebeskatning.

En anden forklaring på de mange erhvervsfonde netop i Danmark er måske, at J. C. Jacobsen og Carlsbergfondet – så vidt vides en af verdens første erhvervsdrivende fonde – har fungeret som rollemodel for danske virksomhedsejere.

FONDSMODELLEN

Fondsmodellen består først og fremmest i, at erhvervsdrivende fonde ejer virksomheder. En erhvervsdrivende fond er en selvejende institution uden ejere, som kontrollerer en eller flere erhvervsaktiviteter. Fonden er typisk oprettet af en virksomheds stifter eller ejerfamilie, som har overdraget deres aktier til fonden med det formål at sikre virksomhedens fortsatte udvikling og uafhængighed (Thomsen & Kavadis, 2022).

Det særlige ved modellen er, at ejerskabet er permanent. Aktierne tilhører fonden og ikke bestemte personer. De kan derfor ikke efterfølgende arves eller deles mellem efterkommere. Fonden ledes af en bestyrelse, som har pligt til at varetage fondens formål. Ofte omfatter formålet både virksomhedens langsigtede udvikling og uddelinger til almennyttige formål, men der er også eksempler på familiefonde, der tilgodeser stifternes efterkommere.

Modellen kombinerer dermed tre elementer, som normalt betragtes hver for sig: privat erhvervsaktivitet, langsigtet uegennyttigt ejerskab og filantropi. Det er denne kombination, der har gjort erhvervsdrivende fonde til et interessant forskningsobjekt.

I den internationale litteratur anvendes ofte betegnelsen enterprise foundations eller industrial foundations om denne type organisationer (Hansmann & Thomsen, 2021; Thomsen & Kavadis, 2022; Henrekson, Johansson og Stenkula 2020). Det afgørende kendetegn er ikke fondens juridiske form, men at den ejer og kontrollerer en erhvervsaktivitet. Det er principielt ligegyldigt om ejeren er en fond, en stiftelse, en Stiftung, en fundacion, en irrevocable trust eller noget andet blot den funktionelt svarer til det vi i Danmark kalder en fond.

EN DANSK MODEL?

Selv om man ofte taler om "den danske fondsmodel", er erhvervsdrivende fonde ikke noget særligt dansk fænomen. De findes i mange lande og ejer nogle af verdens mest kendte virksomheder. Robert Bosch i Tyskland, Rolex i Schweiz, Tata-gruppen i Indien, Hershey i USA, og Ikea i Sverige er blot nogle af de mest kendte eksempler (Thomsen & Kavadis, 2022). Der findes langt flere erhvervsdrivende fonde i lande som Tyskland eller Holland end i Danmark. I denne forstand er fondsmodellen ikke specielt dansk.

Det særlige ved Danmark er modellens udbredelse og økonomiske betydning. De foreliggende internationale undersøgelser tyder på, at ingen andre lande har en tilsvarende koncentration af store fondsejede virksomheder (Thomsen, 2017; Thomsen & Kavadis, 2022). Flere af Danmarks største virksomheder er fondsejede, og fondene spiller en usædvanlig stor rolle i forhold til landets størrelse.

Det er dog vigtigt ikke at overvurdere modellens betydning. Der findes mere end 1.300 registrerede erhvervsdrivende fonde i Danmark. Men under halvdelen (måske 400-500) ejer virksomheder, og blandt disse står omtrent 100 store erhvervsfonde for mere end 95 procent af den samlede økonomiske aktivitet. Blandt de 400 såkaldte holdingfonde ejer mange ejendomsselskaber og lignende, der ikke ligner rigtige virksomheder, men mere er udtryk for en formueanbringelse. Blandt de øvrige er der mange halvvoffentlige organisationer af typen Sømandshjem, og de er typisk også meget små. Mange af dem har endda negativ egenkapital. Når forskningen interesserer sig for fondsmodellen, er det derfor først og fremmest de store fonde og deres virksomheder, der er i fokus.

Den danske fondsmodel er således mindre dansk, end man ofte forestiller sig. Den er ikke dansk i den forstand, at erhvervsdrivende fonde findes over hele verden. Men den er dansk i den forstand, at denne ejerform har fået en usædvanlig stor økonomisk betydning netop i Danmark. Af samme grund nyder fondene betydelig bevågenhed, og vi er for eksempel - så vidt vides - det eneste land i verden, der har en erhvervsfondslov.

FONDSEJEDE VIRKSOMHEDERS BETYDNING FOR DANSK ØKONOMI

Fondsejede virksomheder spiller som nævnt en betydelig rolle i dansk økonomi.

De står for mere end 6 procent af den samlede danske beskæftigelse. Hertil kommer, at de beskæftiger omtrent dobbelt så mange medarbejdere uden for Danmark som i Danmark. De står for mere end 12 procent af værditilvæksten i dansk økonomi og mere end 30 procent af erhvervslivets forskning og udvikling. Samtidig repræsenterer fondsejede virksomheder mere end halvdelen af den samlede børsværdi på det danske aktiemarked.

Tallene illustrerer to forhold.

For det første er fondsejede virksomheder økonomisk betydningsfulde. Især deres rolle inden for forskning og udvikling er bemærkelsesværdig. At virk-

somheder, som står for omkring 13 procent af værditilvæksten, samtidig står for mere end 30 procent af erhvervslivets forskning og udvikling, peger på en koncentration af videnstunge aktiviteter i den fondsejede del af erhvervslivet.

For det andet er erhvervsfondene ikke dominerende. Mere end 90 procent af beskæftigelsen og langt størstedelen af værdiskabelsen finder sted uden for den fondsejede sektor. Fondsmodellen er derfor ikke et dominerende træk i dansk erhvervsliv, selv om den er betydningsfuld.

Det samme gælder fondenes uddelinger. De største danske erhvervsdrivende fonde uddelte i 2024 omkring 20 mia. kr. til almennyttige formål ifølge Danmarks Statistik. Det svarer til omtrent 1 procent af deres samlede aktiver. Beløbet er betydeligt i dansk sammenhæng og i sammenligning med de almene fonde der kun uddelte ca. 9 mia. kr., men det er beskedent sammenlignet med de samlede offentlige udgifter på mere end 1.300 milliarder kroner.

FONDENE SOM VIRKSOMHEDSEJERE

På flere punkter strider fondsejerskab mod traditionelle forestillinger i økonomisk teori. Klassisk corporate governance bygger på, at ejerne overvåger ledelsen, fordi de har en direkte økonomisk interesse i virksomhedens resultater. Erhvervsdrivende fonde mangler netop denne type ejere. Fondens bestyrelse ejer ikke virksomheden, modtager ikke virksomhedens overskud og kan normalt ikke tjene på at sælge virksomheden til højestbydende.

Set fra et traditionelt økonomisk perspektiv burde dette være en svaghed.

Det overraskende er derfor, at de foreliggende studier gennemgående finder, at fondsejede virksomheder klarer sig mindst lige så godt som sammenlignelige virksomheder med andre ejerformer. Hansmann og Thomsen (2021) viser, at fondene i de mest veldrevne fondsejede virksomheder engagerer sig gennem bestyrelsesrepræsentation hvilket er forbundet med øget rentabilitet i driften.

RENTABILITET OG VÆRDIANSÆTTELSE

Den mest robuste konklusion i forskningslitteraturen er, at fondsejede virksomheder generelt er konkurrencedygtige med hensyn til rentabilitet og virksomhedsværdi. Dette gælder både danske og internationale virksomheder (Thomsen, 1996, 1999; Thomsen & Rose, 2004; Herrmann & Franke, 2002; Schröder & Thomsen, 2025b).

De danske undersøgelser finder, at fondsejede virksomheder har rentabilitet på niveau med eller lidt over sammenlignelige virksomheder med andre ejerformer (Thomsen, 1996, 1999). Tilsvarende finder Thomsen og Rose (2004), at fondsejede virksomheder klarer sig godt med hensyn til aktiemarkedsværdi og risikojusterede afkast.

Tyske studier finder et mere blandet billede, men heller ikke her er der stærk evidens for, at fondseje skulle være forbundet med lavere økonomisk performance (Herrmann & Franke, 2002; Block et al., 2020).

Den nyeste internationale forskning peger i samme retning. Schröder og Thomsen (2025b) finder, at børsnoterede fondsejede virksomheder opnår både høj rentabilitet og høj virksomhedsværdi (markedsværdi i forhold til bogført værdi). Forskningen tyder derfor på, at fondsmodellen er rentabel.

VÆKST

Resultaterne for vækst er mere nuancerede.

Nogle undersøgelser finder, at fondsejede virksomheder har lavere salgsvækst end sammenlignelige virksomheder (Thomsen, 1997; Block & Fathollahi, 2023). Samtidig er billedet mere blandet for beskæftigelse og langsigtet udvikling.

Block og Fathollahi (2023) finder, at fondsejede virksomheder i Tyskland, Østrig og Schweiz vokser langsommere målt på omsætning, men ikke målt på beskæftigelse. Forfatterne fortolker dette som udtryk for en mere forsigtig vækststrategi. Fondene lægger stor vægt på at bevare virksomhedens og fondens kapitalgrundlag og er derfor mindre tilbøjelige til at finansiere ekspansion gennem gældsætning eller store opkøb.

Resultaterne er konsistente med andre undersøgelser, som finder, at fondsejede virksomheder generelt har mere konservative kapitalstrukturer og lavere gældsætning (Herrmann & Franke, 2002; Draheim & Franke, 2018; Thomsen et al., 2018).

Forskningen peger således ikke på manglende dynamik, men snarere på en anden balance mellem vækst og risiko.

LANGSIGTETHED

Fondsejede virksomheder adskiller sig tilsyneladende fra andre virksomheder ved at have mere langsigtet selskabsledelse, hvilket er i tråd med forestillingen om, at fondens vigtigste opgave er at passe på virksomheden.

I et studie af danske virksomheder finder Thomsen, Poulsen, Børsting og Kuhn (2018), at fondsejede virksomheder har mere stabile ejerforhold, færre direktørskift, højere egenkapitalandele og længere levetid end sammenlignelige virksomheder. De er mindre udsatte for overtagelser, kortsigtet investories og generationsskifter blandt ejerne.

Tyske undersøgelser finder tilsvarende resultater (Herrmann & Franke, 2002; Draheim & Franke, 2018).

Langsigtetheden afspejler sig også i finansierings- og investeringspolitikken. Fondsejede virksomheder synes i højere grad at prioritere forskning, kompetenceudvikling og investeringer med lang tidshorisont (Thomsen et al., 2018).

Det betyder ikke nødvendigvis højere afkast på kort sigt. Men litteraturen peger på, at det kan skabe bedre muligheder for at udvikle virksomhedsspecifik viden, teknologi og organisatoriske kompetencer over længere tid.

MEDARBEJDERE

Fondsejede virksomheder synes generelt at være mere medarbejderorienterede end sammenlignelige virksomheder. De har bedre omdømme som arbejdsgivere, højere medarbejderstabilitet, længere anciennitet og højere lønninger (Børsting & Thomsen, 2017).

I danske registerdata finder Børsting og Thomsen (2017), at fondsejede virksomheder betaler højere lønninger, fastholder medarbejdere længere og opleves som mere ansvarlige arbejdsgivere. Tyske undersøgelser peger i samme retning og finder en stærkere orientering mod medarbejderinteresser i fondsejede virksomheder (Draheim & Franke, 2018).

Nyere forskning giver yderligere støtte til dette billede. Ved hjælp af den danske barselsreform i 2002 som et naturligt eksperiment finder Conyon, Jeong, Poulsen og Thomsen (2026), at medarbejdere i fondsejede virksomheder i højere grad udnytter deres barselsrettigheder end medarbejdere i sammenlignelige familieejede virksomheder. Efter reformen steg medarbejdernes barselsorlov med mellem 1,3 og 2 uger mere i fondsejede virksomheder end i kontrolgruppen (Conyon et al., 2026).

Samlet set peger forskningen på, at fondsejede virksomheder lægger større vægt på langsigtede relationer til medarbejderne end mange andre virksomheder.

KREDITORER

Ikke kun medarbejdere, men også kreditorer synes at have tillid til fondsejede virksomheder.

I en international undersøgelse af børsnoterede virksomheder finder Buchanan og Kaya (2024), at fondsejede virksomheder har bedre kreditvurderinger og lavere kreditrisiko end sammenlignelige virksomheder. De opnår samtidig mere fordelagtige lånevilkår, herunder færre lånebetingelser, lavere krav om sikkerhedsstillelse og bedre renter.

Resultaterne er interessante, fordi de viser, at fondsejerskab ikke blot værdsættes af medarbejdere eller andre interessenter, men også af finansielle markeder. Kreditorerne synes at opfatte fondsejede virksomheder som stabile og troværdige låntagere.

En mulig forklaring er fondenes langsigtede perspektiv og deres relativt konservative finansielle politik. Virksomheder med høj egenkapital og stabile ejerforhold fremstår ofte som mindre risikable låntagere, og dette kan være en del af forklaringen på de gunstige kreditvurderinger.

BÆREDYGTIGHED

I de senere år er der opstået betydelig interesse for, om forskellige ejerformer påvirker virksomhedernes miljømæssige og sociale adfærd. Her peger de foreliggende studier på, at fondsejede virksomheder generelt klarer sig godt.

I en international analyse af børsnoterede fondsejede virksomheder finder Schröder og Thomsen (2025a), at fondsejede virksomheder opnår højere ESG-vurderinger end sammenlignelige virksomheder, især på de miljømæssige og sociale dimensioner. Resultaterne tyder også på, at fondsejede virksomheder i højere grad fastholder deres bæredygtighedsindsats gennem økonomiske kriser og reagerer relativt stærkt på internationale klima- og bæredygtighedsinitiativer.

Resultaterne er konsistente med den grundlæggende idé bag fondsmodellen. Når ejerne ikke kan realisere gevinster gennem salg af virksomheden eller kortsigtet profitmaksimering, bliver det lettere at forfølge mål, som først skaber værdi på længere sigt.

Det betyder naturligvis ikke, at alle fondsejede virksomheder er bæredygtige, eller at alle bæredygtige virksomheder er fondsejede. Men litteraturen peger på, at fondsejerskab kan understøtte en mere langsigtet tilgang til miljømæssige og sociale spørgsmål.

HVORFOR FUNGERER FONDSEJERSKAB?

At fondsejede virksomheder klarer sig overraskende godt, er efterhånden en relativt robust empirisk observation. Det vanskeligere spørgsmål er hvorfor.

Forskningen giver ikke noget enkelt svar, men flere forklaringer går igen.

For det første giver fondsejerskab mulighed for langsigtet ejerskab uden de afbrydelser, som ofte følger af generationsskifter, opkøb eller ændringer i investorkredsen. Fonden kan i princippet eje virksomheden i århundreder, og det giver en kontinuitet, som få andre ejerformer kan tilbyde (Thomsen et al., 2018).

For det andet kan fondene fungere som troværdige garantier for langsigtede relationer til medarbejdere, kunder, leverandører og andre interessenter. Netop fordi fondene kun sjældent sælger virksomheden, kan de lettere indgå implicite langsigtede kontrakter med virksomhedens interessenter for eksempel medarbejdere, banker og kunder (Hansmann, 1980; Glaeser & Shleifer, 2001). Det kan være en konkurrencefordel.

For det tredje, udøver de mest velfungerende fonde engageret ejerskab netop med det formål at støtte virksomhedens udvikling. Fonden bestyrelser er ofte tæt involveret i strategiske spørgsmål, succession, risikostyring og beskyttelsen af virksomhedens langsigtede formål (Hansmann & Thomsen, 2021; McNulty & Thomsen, 2026).

Endelig spiller selektion sandsynligvis en rolle. Grundlæggere vælger ikke tilfældigt at overdrage deres virksomheder til en fond. Fondsmodellen synes især attraktiv for virksomheder, der bygger på stærke værdier, langsigtede relationer og betydelige investeringer i viden og omdømme (Schröder & Thomsen, 2025b).

Det er derfor ikke nødvendigvis sådan, at fondsejerskab automatisk skaber succesfulde virksomheder. Det kan også være, at det vi forstår som "gode virksomheder" oftere vælger fondsmodellen som ejerform.

STYRKER OG SVAGHEDER

Som alle andre ejerformer har fondsmodellen både styrker og svagheder.

De vigtigste styrker synes at være langsigtethed, stabilitet, robusthed og evnen til at beskytte virksomheder mod kortsigtede interesser. Hertil kommer de positive resultater for medarbejdere, kreditorer og bæredygtighed.

Den vigtigste svaghed synes at være begrænset adgang til egenkapital. Fondene ønsker normalt at bevare kontrollen over deres virksomheder og er derfor mindre tilbøjelige til at udstede nye aktier i et omfang, som kan udvide ejerpositionen.

Dette kan føre til mere forsigtige vækststrategier og færre store opkøb. Forskningen finder da også tegn på lavere salgsvækst i fondsejede virksomheder (Block & Fathollahi, 2023).

Derudover eksisterer der potentielle governance risici. Når fondene er selvejende institutioner, stiller det store krav til bestyrelsernes kompetence, ansvarlighed og uafhængighed. Netop derfor spiller lovgivning, tilsyn og god fondsledelse en central rolle (Hansmann & Thomsen, 2021; Thomsen & Kavadis, 2022).

Samlet set tyder litteraturen på, at styrkerne i de fleste tilfælde opvejer svaghederne.

KONKLUSION

Hvad viser forskningen så om den danske fondsmodel som ejerform?

For det første viser den, at erhvervsdrivende fonde ikke er et særligt dansk fænomen. De findes over hele verden. Det særlige ved Danmark er derimod deres udbredelse og økonomiske betydning.

For det andet viser forskningen, at fondsejede virksomheder spiller en væsentlig, men ikke dominerende rolle i dansk økonomi.

For det tredje finder de foreliggende studier, at fondsejede virksomheder er konkurrencedygtige med hensyn til rentabilitet og værdiansættelse. Samtidig synes de at være mere langsigtede, mere stabile og mere orienterede mod medarbejdere og andre interessenter end mange sammenlignelige virksomheder.

Den samlede konklusion må derfor være, at den danske fondsmodel er en velfungerende og samfundsnyttig ejerform, selv om den som alle andre ejerformer har både styrker og svagheder. Fondsmodellen er hverken en universal løsning eller den dominerende del af dansk erhvervsliv. Men den har vist sig at være en robust og konkurrencedygtig ramme for langsigtet virksomhedsejerskab og samfundsgavnlig filantropi..

NOTE

¹ Se Sanders og Thomsen (2026) s.18.

REFERENCER

Block, J., & Fathollahi, R. (2023). Foundation ownership and firm growth. *Review of Managerial Science*, 17(8), 2633-2654.

Block, J., Jarchow, S., Kammerlander, N., Hosseini, F., & Achleitner, A.-K. (2020). Performance of foundation-owned firms in Germany: The role of foundation purpose, stock market listing, and family involvement. *Journal of Family Business Strategy*, 11(4), 100356.

Buchanan, B., & Kaya, C. (2024). Foundation ownership and creditor governance: Evidence from publicly listed companies. *Journal of International Financial Markets, Institutions & Money*, 93, 101982.

Børsting, C., & Thomsen, S. (2017). Foundation ownership, reputation, and labour. *Oxford Review of Economic Policy*, 33(2), 317-338.

Conyon, M., Jeong, J., Poulsen, T., & Thomsen, S. (2026). Foundation ownership and parental leave uptake: Evidence from a Danish reform. *Finance Research Letters*, 101, 110043.

Draheim, M., & Franke, G. (2018). Employee orientation and financial performance of foundation-owned firms. *Schmalenbach Business Review*, 70(4), 375-410.

Glaeser, E. L., & Shleifer, A. (2001). Not-for-profit entrepreneurs. *Journal of Public Economics*, 81(1), 99-115.

Hansmann, H. (1980). The role of nonprofit enterprise. *Yale Law Journal*, 89(5), 835-901.

Hansmann, H., & Thomsen, S. (2021). The governance of foundation-owned firms. *Journal of Legal Analysis*, 13(1), 172-230.

Henrekson, M., Johansson, D., & Stenkula, M. (2020). The rise and decline of industrial foundations as controlling owners of Swedish listed firms: The role of tax incentives. *Scandinavian Economic History Review*, 68(2), 170-191.

Herrmann, M., & Franke, G. (2002). Performance and policy of foundation-owned firms in Germany. *European Financial Management*, 8(3), 261-279.

McNulty, T., & Thomsen, S. (2026). Foundation governance for the purposeful ownership of enterprise. *European Management Review*.

- Sanders, A., & Thomsen, S. (Eds.). (2023). Enterprise foundation law in a comparative perspective. Cambridge: Intersentia.
- Schröder, D., & Thomsen, S. (2025a). Foundation ownership and sustainability. *Journal of Corporate Finance*, 91, 102740.
- Schröder, D., & Thomsen, S. (2025b). Foundation ownership and financial performance: International evidence. Working paper, Copenhagen Business School.
- Thomsen, S. (1996). Foundation ownership and economic performance. *Corporate Governance: An International Review*, 4(4), 212-221.
- Thomsen, S. (1999). Corporate ownership by industrial foundations. *European Journal of Law and Economics*, 7(2), 117-136.
- Thomsen, S. (2017). *The Danish industrial foundations*. København: Djøf Forlag.
- Thomsen, S., & Kavadis, N. (2022). Enterprise foundations: Law, taxation, governance, and performance. *Annals of Corporate Governance*, 6(4), 227-333.
- Thomsen, S., Poulsen, T., Børsting, C., & Kuhn, J. (2018). Industrial foundations as long-term owners. *Corporate Governance: An International Review*, 26(3), 180-196.
- Thomsen, S., & Rose, C. (2004). Foundation ownership and financial performance: Do companies need owners? *European Journal of Law and Economics*, 18(3), 343-364.