

# att äga stora företag

*några ägares erfarenheter*

Claes Dahlbäck

Gustaf Douglas

Per Lindberg

Anders Wall

Jan Wallander

Sten Wikander

Ingemund Hägg (red)



Att äga stora företag



Torgny Wadensjö

# Att äga stora företag

– några ägares erfarenheter

Claes Dahlbäck

Gustaf Douglas

Per Lindberg

Anders Wall

Jan Wallander

Sten Wikander

Ingemund Hägg (red)

SNS FÖRLAG  
Sköldungagatan 2  
114 27 Stockholm  
Telefon 08-23 25 20

- SNS Studieförbundet Näringsliv och Samhälle  
(Center for Business and Policy Studies)
- SNS vill sprida kunskap om ekonomiska och sociala förhållanden samt vara ett obundet forum för öppet utbyte av idéer i ekonomiska och sociala frågor mellan personer i näringsliv, politik och offentlig förvaltning, intresseorganisationer, media, universitet och högskolor.
- SNS verkar genom forskning och utredningar, bokutgivning, seminarier och konferenser samt möten i lokala grupper i Sverige och utlandet. Verksamheten finansieras genom medlemsavgifter, företagsabonnemang, forskningsanslag, uppdragsarvoden och bokförsäljning.
- SNS är fristående i förhållande till politiska partier och intressegrupper, men har nära kontakt med universitet och högskolor samt motsvarande forskningsorganisationer i andra länder.
- SNS grundades 1948 som en oberoende sammanslutning av personer i näringslivet med intresse för samhällsfrågor. Organisationen har för närvarande 4 000 individuella medlemmar i 36 lokalgrupper (varav 6 i utlandet) samt ca 120 företagsabonnenter, däribland svenska börsbolag och banker, utlandsägda och kooperativa företag samt statliga företag och myndigheter.

Ingemund Hägg (red)  
Att äga stora företag  
1:a upplagan  
1:a tryckningen  
ISBN 91-7150-304-8

*Omslag och typografi:* Ingvar Bylund

© 1987 Claes Dahlbäck, Gustaf Douglas, Per Lindberg, Anders Wall,  
Jan Wallander, Sten Wikander, Ingemund Hägg och SNS Förlag  
Bohusläningens Boktryckeri AB, Uddevalla 1987

# Innehåll

Utgivarens förord 7

Att äga stora företag *Ingemund Hägg* 9

Korsägande, röstvärden och makten över företagen  
*Jan Wallander* 17

Investmentbolag som ägare – ett alternativ till äkta  
kapitalister? *Per Lindberg* 41

Investor och Providentia som aktiva ägare  
*Claes Dahlbäck* 71

Personliga synpunkter på ägande – erfarenheter från  
Boliden *Gustaf Douglas* 91

Finansmannens betydelse för industriell utveckling  
*Anders Wall* 97

Fjärde AP-fondens ägarinflytande *Sten Wikander* 107





# Utgivarens förord

Ägarstrukturen i de svenska storföretagen har genomgått stora förändringar under de senaste decennierna. Även i fortsättningen kan stora förändringar förutses, kanske som oavsedda bieffekter av ekonomisk politik med andra syften. Forskningsprogrammet "Ägandestrukturer, ägandefunktioner och företagsutveckling" inom SNS har som syfte att klarlägga hur och i vilken utsträckning sådana förändringar i ägarbilden påverkar företagens beteende och därmed näringslivets utveckling på längre sikt.

Inom programmet har tidigare publicerats en kartläggning och analys av det institutionella aktieägandet (*Institutioner som aktieägare*, SNS 1985) och Jan Gletes historiska studie (*Ägande och industriell omvandling*, SNS 1987) som analyserade ägargruppernas skiftande roll inom skogsindustrin och verkstadsindustrin 1850–1950. Härutöver pågår ett flertal empiriska projekt inom programmet.

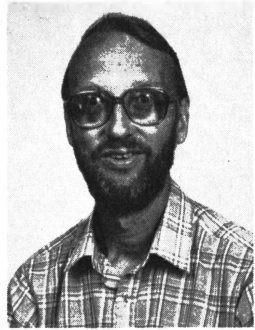
Vid sidan av den renodlade forskningen ser SNS det som en viktig uppgift att låta näringslivets praktiker komma till tals i olika samhällsfrågor. Vi har därför bett några representanter för skilda ägarkategorier att berätta hur de ser på sin ägarroll. Resultatet har blivit ett antal personligt färgade inlägg, som inte bara har stort självständigt läsvärde, utan även bör kunna ge uppslag till nya hypoteser i forskningen om ägarrollen.

Som alltid när det gäller SNS böcker står författarna ensamma för sina respektive inlägg.

Stockholm i juni 1987

*Hans Tson Söderström*  
VD i SNS





*Ingemund Hägg*

---

*Ingemund Hägg är docent i företagsekonomi vid Uppsala universitet och leder på SNS forskningsprogrammet Ägandestrukturer, ägandefunktioner och företagsutveckling.*



## *Att äga stora företag*

Claes Dahlbäck, Gustaf Douglas, Per Lindberg, Anders Wall, Jan Wallander och Sten Wikander har det gemensamt att de som styrelseordförande, styrelseledamot, VD eller koncernchef har inflytande över stora svenska företag; ett inflytande som är kopplat till ägande.

*Jan Wallander*, styrelseordförande i Handelsbanken, skrev 1986 en artikel om ägande.<sup>1</sup> Inom parentes var det dess innehållsrikedom som inspirerade till den här boken. Jan Wallanders artikel återfinns här, något omarbetad. Hans erfarenheter från en central position i bankvärlden med rika industrikontakter är utgångspunkten för hans inlägg.

Investmentbolag har varit och är stora ägare i svenskt näringsliv. *Per Lindberg*, VD i Industrivärden till 1986, och *Claes Dahlbäck*, VD i Investor, har breda kontaktytor mot stora svenska industriföretag, där deras investmentbolag har omfattande ägarintressen.

Två kapitalister som byggt upp stora egna förmögenheter, *Gustaf Douglas* och *Anders Wall*, ger exempel från det privata storägandet.

Fjärde AP-fonden representerar ett nytt inslag i ägandet och är en stor ägarinstitution i svenskt näringsliv. Vd *Sten Wikander* delger sina erfarenheter.

Vad gör de när de äger? Vi bad dem att dela med sig av sina erfarenheter av att arbeta som ägare.

Det finns ett flertal intervjuer med dem i affärs- och dagspress, ofta i direkt anknytning till spektakulära händelser med nyhetsvärde. Vi har i stället velat lägga tyngdpunkten på fråan ägarsynpunkt principiellt intressanta händelseförlopp, alltifrån kriser, VD-skiften, köp och försäljning av företag och större poster i företag till mer "normal" utveckling i ett ägt företag.

<sup>1</sup> Wallander, Jan, "Mellan Skylla och Charybdis – korsäggande, röstvärden och makten över företagen", *Företag och Samhälle*, nr 1 1986, SNS.

Vi har bitt författarna att behandla fall från praktiken som de själva anser principiellt viktiga och att fundera på vilka slutsatser som kan dras av deras erfarenheter. Det är en mer krävande uppgift än att svara på frågor i en intervju.

SNS bedriver sedan några år ett större forskningsprogram om ägandestrukturer, ägandefunktioner och företagsutveckling. Vi studerar ägandets betydelse för företagets effektivitet och förnyelseförmåga. I den första boken, som kom 1985 (Gunnar Hedlund, Ingemund Hägg, Erik Hörnell och Bengt Rydén, *Institutioner som aktieägare*, SNS) redovisade vi studier av vad institutioner som investmentbolag, försäkringsbolag, rörelsedrivande bolag och aktiefonder "gör när de äger". Ofta talas om ägarnas *funktioner* eller roller, exempelvis att de står för långsiktighet, att de tar risker o. dyl. Vi utvecklar i boken ett synsätt på hur ägare *agerar* med hjälp av Hirschman's (1970) voice- och exitbegrepp. Exit (och entry) handlar om att sälja och köpa bolag och aktieposter. Former för voice är att rösta på bolagsstämman, delta i styrelsearbetet, ha direktkontakter med VD. Innehållet i voice kan avse byte av VD, genomförande av stora affärer, strukturförändringar.

En hypotes är att exit är viktig för effektiviteten på kort sikt, medan förnyelse kräver voice. En annan hypotes är att både exit och voice behövs om det ägda företaget ska utvecklas bra.

I boken om institutioner som aktieägare diskuterar vi vidare hur olika ägarkategoriernas benägenhet för voice och exit kan antas se ut. Den kategori som vi kallar finansförvaltare (exempelvis Fjärde AP-fonden) antas visa relativt hög benägenhet för exit och låg benägenhet för voice. Investerare (exempelvis Industrivärden och Investor) antas agera genom hög voice och låg exit. Omstrukturerare (exempelvis Anders Wall) antas arbeta med både hög voice och hög exit.

I forskningsprogrammet tar vi också ett historiskt grepp på ägandet i Sverige. Våren 1987 utkom historikern Jan Gletes bok *Ägande och industriell utveckling* (SNS). Där belyses ägandets roll i den industriella utvecklingen i Sverige 1850–1950. Vidare håller civil-ekonomen Erik Berglöf på med jämförande studier av ägar- och kontrollstrukturer i Frankrike, Japan, Storbritannien, USA och Västtyskland. Genom att jämföra med andra länder bör vi bättre kunna förstå ägandets utveckling och betydelse i Sverige.

Vi är alltså i den här forskningen inte intresserade av frågor om förmögenhetsfördelningen utan av vad ägandet spelar för roll för

effektiviteten och förnyelsen i företagen och näringslivet. Det gäller också denna bok.

Även om vi inte i första hand är inriktade på analys av den makt som ägandet av de stora bolagen innebär i det svenska samhället, så är det klart att om ägandet påverkar företagets effektivitet så är det fråga om makt – makt som utövas av ägare och företrädare för ägare.

Det är naturligt att vi i vår ägandeforskning även försöker få ägare och företrädare för ägare att utveckla hur de ser på sin roll. Denna bok passar därför väl in i vårt arbete.

Vad kan vi då få ut av denna bok? Det är fråga om inlägg från ägarsidan. De ger dock inte hela den bild som ägarperspektiv skulle kunna innebära. Författarna har valt aspekter och faktorer som de anser viktiga. Av flera skäl kan antas att de är sparsamma med direkta personkommentarer.

Det kan vara känsligt att kommentera nu levande aktiva personer, med vilka författarna kan ha olika slag av relationer. Vidare har vi bett dem att fokusera på sådant som kan vara av mer principiellt intresse. Vi har därvid försökt få författarna att inte bara ta med "lyckat" ägande utan även sådant som i efterhand visat sig vara mindre framgångsrikt. Det har inte oväntat känts svårare för författarna. En annan svårighet är att få en bild av handlingsalternativ som fanns tillgängliga vid beslutstillfällen, men som inte valdes – affärer som inte blev av, vd-kandidater som inte fick jobbet. Det är inte ovanligt i den här typen av beskrivningar i efterhand att valda alternativ framstår som de enda möjliga, eller som de riktiga, eller som de som passerat in i den strategi som presenteras.

Det bör noteras att flera viktiga ägarkategorier saknas: försäkringsbolag, rörelsedrivande bolag, aktiefonder, löntagarfonder, utländska ägare. Inte heller är kooperation, stat och kommun representerade.

I stället för att här försöka dra slutsatser, göra generaliseringar, stoppa in författarna i forskarens olika fack vill jag peka på frågor som framstår som viktiga och som belyses, direkt och indirekt, av de olika författarna – det kan förhoppningsvis hjälpa läsaren att orientera sig i de olika inläggen.

Ett grundantagande i vår forskning och inför denna bok är att vad ägare gör har betydelse för företagets effektivitet och förnyelseförmåga. Men hur manifesterar sig denna påverkan? Och hur stor är den jämfört med andra parter inflytande – företagssedning, middle

management inom företaget, facket? Här är det närmast förhållanden mellan ägare och företagsledning som belyses, och det gör samtliga författare på olika sätt. En påverkande faktor av annat slag tas upp av Jan Wallander när han hävdar den stora betydelse som konkurrensen på varumarknaden har för företagets effektivitet.

När det gäller relationerna mellan ägare och ledning framgår att kontakter vid sidan av styrelsearbetet är viktiga. Hur stora beslut växer fram diskuteras av Claes Dahlbäck. Relationerna diskuteras också av Gustaf Douglas och Sten Wikander. Man kan ställa frågan om det normala är att styrelsen i större svenska bolag främst används som den formella bekräftaren av redan gjorda ställningstaganden.

Man kan också fråga sig om det under "normala" förhållanden är vd som "styr" och skaffar sig uppbackning av sin styrelse och viktigare ägare och om detta gäller även aktiva ägare med hög voicebenägenhet. Se exempelvis Claes Dahlbäcks inlägg.

En fråga som tas upp i flertalet inlägg är den gemensamma grundsyn, de gemensamma värderingar, som tycks växa fram i grupper (sfärer) av ägare, ägarrepresentanter och företagsledare. Detta betonas särskilt av Claes Dahlbäck och Per Lindberg. Hur uppkommer denna gemenskap och hur fungerar den?

Ett ägandes legitimitet och den trovärdighet som en ägare kan skaffa sig behandlas av Gustaf Douglas. Det är intressant att fråga sig vad det är som ger legitimitet och hur trovärdighet uppnås. Gustaf Douglas framhåller vikten av acceptans hos det ägda företags ledning.

Det kan finnas olika sätt att tillgodose ägda företags behov av industriell erfarenhet. Claes Dahlbäck och Anders Wall visar på olika sätt.

När det gäller vad ägare kan tillföra företag, är det intressant att se vilken stor betydelse kontakt- och informationsnät har. Det framkommer särskilt i Claes Dahlbäcks inlägg.

Vikten av att det finns fysiska personer som är stora ägare med egna pengar betonas av Anders Wall.

Mer övergripande frågor om ägandets roll tas upp i flera inlägg. Jan Wallander diskuterar särskilt avvägningen mellan behovet av stabilitet och omstrukturering (jfr turbulens) och går in på frågor om röstvärdedifferentiering och korsäggande. Sten Wikander tar upp en stor aktieplacers skyldighet att också vara voice-ägare. Investmentbolagens trängda situation behandlas av Per Lindberg.



Författarnas inlägg är placerade i följande ordning. Jan Wallanders inlägg beskriver ägarutvecklingen i Sverige på ett mer övergripande sätt och har placerats först. Per Lindbergs inlägg läses lämpligen före Claes Dahlbäcks, eftersom det förra inlägget ger en översikt över investmentbolagens utveckling. Därefter följer de två privatkapitalisterna Gustaf Douglas och Anders Wall. Sten Wikanders Fjärde AP-fond avslutar boken.

Det här är en bok som ger olika ägarperspektiv. Det är en medveten begränsning. Vi hoppas att boken ska inspirera till debatt där även andra än ägare deltar.





*Jan Wallander*

---

*Jan Wallander är filosofie doktor och var VD i Sundsvallsbanken 1961–1970, VD i Svenska Handelsbanken 1970–1978 och styrelseordförande i banken sedan 1978. Han är ordförande bl a i Tidnings AB Marieberg och vice ordförande i Ericsson och Promotion. Han har styrelseuppdrag bl a i Argentus, MoDo och Industrivärden.*



## *Korsägande, röstvärden och makten över företagen*

Åttiotalet går till historien som en period präglad av maktkamper, corner-försök, uppköp, sammanslagningar och dramatiska förändringar av ägarsituationen i många företag. Bland bankerna, där sedan decennier en stark spridning av ägandet varit typisk, fick Götabanken, Wermlandsbanken och Östgötabanken nu en stark koncentration av ägandet. Denna utveckling står i stark kontrast till vad som gällde tidigare.

När C-H Hermansson 1962 gav ut sin bok om de 15 familjerna<sup>1</sup> kunde han med all rätt beskriva dem som mäktiga dynastier, som myndigt behärskade sina sfärer och där möjligheterna att kasta dem ur sadeln tedde sig små, ur hans synpunkt oroväckande små. Det är nästan spöklikt att läsa den boken idag. För den alldeles övervägande delen av familjerna finns inte maktpositionen kvar och även för de fåtaliga "överlevande" är positionen ofta väsentligt kringskuren.

Det är inte bara maktförhållandena i näringslivet som ändrat sig mycket starkt. Det har också varit en våldsam expansion av antalet företag, vilkas aktier noterats offentligt.

Som framgår av tabell 1 var antalet noterade företag praktiskt taget konstant under 1960- och 70-talen. Varje år försvann 5,6 å 7 företag samtidigt som lika många kom till. Under 1980-talet sker sedan en dramatisk förändring. Antalet börsnoterade företag ökar med 60% samtidigt som antalet noterade företag i övrigt nästan tredubblas. Samtidigt ökar rörligheten i börslistan kraftigt. Inte bara tillskotten blir fler utan också avgångarna.

<sup>1</sup> C-H Hermansson, Monopol och storfinans, Stockholm 1962.

Tabell 1. Noterade svenska företag 1960–1986. Uppgifterna avser den 14/10 varje år.

|                        | År<br>1960 | Förändring<br>1960–70 |     | År<br>1970 | Förändring<br>1970–75 |     | År<br>1975 | Förändring<br>1975–80 |     | År<br>1980 | Förändring<br>1980–86 |     | År<br>1986 |
|------------------------|------------|-----------------------|-----|------------|-----------------------|-----|------------|-----------------------|-----|------------|-----------------------|-----|------------|
|                        |            | Avgång                | Nya |            | Avgång                | Nya |            | Avgång                | Nya |            | Avgång                | Nya |            |
| Börsnoterade           | 105        | 27                    | 28  | 106        | 29                    | 26  | 103        | 21                    | 19  | 101        | 39                    | 100 | 162        |
| Annan notering:        |            |                       |     |            |                       |     |            |                       |     |            |                       |     |            |
| Fria listan            | 31         | 18                    |     |            |                       |     |            |                       |     |            |                       |     |            |
| Fondhandlar-<br>listan |            |                       | 20  | 33         | 12                    | 10  | 31         | 10                    | 14  | 35         | } 50                  | 118 | 103        |
| OTC-listan<br>+ övriga |            |                       |     |            |                       |     |            |                       |     |            |                       |     |            |
| Totalt                 | 136        | 45                    | 48  | 139        | 41                    | 36  | 134        | 31                    | 33  | 136        | 89                    | 218 | 265        |

Jag skulle tro att man får gå tillbaka till första världskriget och tiden närmast därefter för att finna en period med lika stora förändringar av näringslivets struktur.

Förändringen av ägarsituationen är emellertid inte bara en fråga om att nya svenska ägarkonstellationer vuxit fram och gamla försvunnit, utan ett väsentligt inslag i bilden har också varit att utländska ägare kommit att spela en stor roll. I Ericsson är sålunda cirka hälften av aktiekapitalet i utländsk ägo.

## En paradoxal diskussion

Mot denna bakgrund förs en livlig diskussion rörande maktfrågorna i det svenska näringslivet. Många känner sig uppenbarligen bekymrade över den möjlighet till stabilitet i ägoförhållandena som tekniken med differentierad rösträtt ger, och inför en företeelse som korsägande är det vanligt att bli djupt upprörd.

Från olika håll framförs förslag att möjligheterna till differenciering av rösträtten borde starkt begränsas eller helt avskaffas samt att bestämmelser borde införas som gjorde korsägande verkninglös. Politikerna har kopplat på diskussionen och tillsatt utredningar som enligt sina direktiv har att överväga begränsningar av antytt slag.

Det är uppenbart att genomförande av åtgärder av den här typen skulle i hög grad medverka till att omvandlingen gick snabbare än den gör för närvarande och att möjligheterna till så kallade klipp blev större.

Mot bakgrund av att man samtidigt på många håll är lika bekymrad över att vi fått en "klippekonomi" och att ägoförhållandena i olika företag är så föga stabila, ter sig diskussionen och förslagen en smula paradoxala. Det förefaller som om de mera hörde hemma i den situation vi hade under 1950-, 60- och 70-talen, då ägarförhållandena var mycket stabila och omvandlingen onekligen gick trögt.

## Omvandlingens förutsättningar

Hur kommer det sig då att vi just under 80-talet fått en sådan vitalisering av omvandlingsprocessen.

Av grundläggande betydelse har givetvis varit det starkt ökade intresset för placering i aktier, vilket skapat förutsättningar för en kraftig ökning av antalet företag på börsen och möjliggjort stora

nyemissioner. I Sverige liksom i många andra länder har samtidigt det institutionella ägandet av aktier kommit att spela en allt större roll. Bland annat har småaktieägare i ökad omfattning valt att låta sitt aktieäggande ta formen av delägarskap i olika typer av aktiefonder. Samtidigt har den ekonomiska politiken lett till att exempelvis industriföretag och finansbolag fått ökade möjligheter till och intresse av att köpa aktier.

Institutionerna har i många fall haft betydande belopp att placera. De har också varit benägna att snabbt och enbart ur strikt affärsmässiga synpunkter överväga de olika förslag till köp och försäljning som framförts till dem. Utvecklingen på börsen har samtidigt gjort det möjligt för skickliga finansmän att skapa sig högst betydande personliga förmögenheter. Kända namn i detta sammanhang är t.ex. Wall, Fischer, Douglas, Weil, Penser och Björkegren. Men det finns många fler. Dessa placerares företag har vidare i flera fall haft möjlighet att gå ut med stora nyemissioner och därmed uppnå en betydande finansiell styrka. Ibland ser man också Marcus Wallenbergs död 1982 som en faktor som utlöste maktkampen. När den starka handen var borta, släpptes Barrabam lös<sup>1</sup>.

Att utvecklingen lett till omvandlingar i ägoförhållandena sammanhänger emellertid också med en omständighet som föga uppmärksammas i debatten. Jag syftar på tillkomsten av VPC-systemet.

Ett aktiebolag är skyldigt att föra aktiebok och att hålla denna bok tillgänglig för aktieägarna. Aktieboken visar i nummerordning vilka som äger de olika aktierna. Före tillkomsten av VPC utgjordes aktieboken i större företag av stora kortsystem. Från min tid i Uddeholmsbolaget i slutet på 1940-talet minns jag hur oppositionella aktieägare brukade infinna sig på huvudkontoret i Uddeholm och be att få ta del av aktieboken. Deras förhoppning var att på så sätt få namnen på ett antal större aktieägare. De kunde sedan ge dem bud på aktierna eller också kunde de försöka övertyga dem om att de borde förena sig med dem själva och vid den kommande stämman avsätta styrelsen el dyl. De släpptes in i det stora valv där stålskåpen med registret förvarades. Efter någon vecka meddelade de med ett resignerat uttryck i ansiktet att de nu ämnade fara hem. Därefter brukade de icke mera avhöras.

<sup>1</sup> Kristian Rydqvist: The pricing of shares with different voting power and the theory of oceanic games (sid 137 ff).



De hade nämligen ställts inför en ganska omöjlig uppgift. När de började bläddra i registret fann de att det gällde att bestämma sig för vilka namn de så att säga skulle samla på. De fann t.ex. att som ägare till aktie nr 3 stod Ludvig Pettersson i Säffle och som ägare till nr 14 Karl Andersson i Stöllet. Av någon anledning tyckte de att dessa namn verkade lovande. Det gällde nu att vid den fortsatta genombläddringen försöka hitta namnen igen, för att på så sätt få en uppfattning om hur många aktier vederbörande hade. Uddeholm hade vid det laget inemot 800 000 aktier och det var naturligtvis en ganska hopplös uppgift att på basis av registret försöka samla ihop en opposition, som kunde utgöra ett verkligt hot mot styrelse och ledning. Detta så mycket mera som företagets ledning låtit göra ett alfabetiskt register. Detta var inte offentligt och på basis av det registret hade ledningen möjlighet att skaffa sig fullmakter och därigenom behärska stämman.

I slutet av 1970-talet ändrade sig situationen på denna punkt radikalt. VPC-systemet hade då kommit att omfatta den alldeles övervägande delen av börsbolagen och marknadens aktörer hade börjat inse systemets möjligheter.

Jag var själv i hög grad inblandad i tillkomsten av VPC och vet väl att ett klart syfte var att stärka småaktieägarnas ställning genom att dessa skulle få tillgång till ett alfabetiskt ägarregister. I viss mån kan man säga att de mindre aktieägarnas möjligheter till opposition på så sätt har stärkts. Däremot tänkte man inte på att därigenom skapades helt andra förutsättningar för de stora operatörerna på marknaden att ordna corneraffärer och göra de gamla ägarna makten stridig.

I dag sitter storkundsmäklarna på bankerna och hos fondhandlarfirmorna med VPC-listorna framför sig. De har på så sätt en hyggligt aktuell bild av ägarsituationen i de olika bolagen. Det ger dem exempelvis möjlighet att samla ihop en större aktiepost. Den kan de sedan erbjuda till den dominerande ägaren som då lätt känner sig vara i ett "hörn" och därför villig att betala bra för att undvika att posten hamnar hos någon "olämplig" ägare. På detta tema finns det många variationer.

Det är naturligtvis inte bara mäklarna som sitter med listorna framför sig utan det gör också alla som har intresse av att vinna inflytande i det ena eller andra bolaget genom att köpa på sig en tillräckligt stor post.

Ibland möter de ett så starkt motstånd att de inte kan gå vidare.

Som regel har de då möjlighet att med god avans sälja den post de samlat ihop. Hade inte VPC-systemet kunnat erbjuda alfabetiska och storlekssorterade aktieägarregister hade möjligheterna till affärer av det här slaget varit ofantligt mycket mindre. VPC-systemet är alltså en utomordentligt viktig förutsättning för den snabba omvandling i ägarförhållandena som ägt rum under 1980-talet.

Man kan också uttrycka det så, att genom VPC har marknadsinformationen väsentligt förbättrats och därigenom marknaden blivit effektivare. Det tar sig bland annat det uttrycket att medan det tidigare kunde räcka med 20% av rösterna för att behärska ett bolag behövs det nu kanske 30% eller mer.

## Vägar att skapa ägarstabilitet

Varken styrelseordförande eller verkställande direktörer är särskilt lockade av tanken att en dag få uppleva hur nya makthavare marscherar in. Makthavare, som mer eller mindre artigt låter dem förstå vad klockan är slagen. Det är därför naturligt att man tidigt inom näringslivet började fundera över olika möjligheter att stabilisera ägarsituationen, dvs att skapa svårigheter för någon annan att ta över makten.

En differentiering av rösträtten är ett sådant instrument. Den som sitter på en stor del av de röststarka aktierna i ett företag har ett uppenbart övertag.

Från 1848, då vi fick vår första aktiebolagslag, och fram till 1944 var möjligheten till differentiering obegränsad. Detta ledde till att en skillnad på upp till 1000 röster för A-aktier mot 1 röst för B-aktier inte blev ovanlig. En så stor differentiering kom att anses stötande och fr.o.m. 1944 års lag får A-aktier maximalt ges 10 röster<sup>1</sup>. De företag som redan tidigare hade en större skillnad fick emellertid behålla denna. I Ericsson, Electrolux, Alfa-Laval, SKF, Swedish Match och Holmen har sålunda idag A-aktierna tusen gånger fler röster än B-aktierna.

Differentiering av rösträtten är inte något unikt för Sverige utan förekommer på många andra håll i världen. I andra länder kan man också ge ut aktier utan rösträtt. Detta ger i realiteten möjlighet till

<sup>1</sup> Som Rydqvist visat, är emellertid i själva verket andelen röststarka aktier mer betydelsefull än differentieringens storlek. Rydqvist sid. 70 ff.

en mycket stor differentiering av rösträtten. I Sverige är aktier utan rösträtt inte tillåtna.

Man fann tidigt att även om rösträtten differentierades så krävde ändå en dominerande ägarposition i stora företag så mycket pengar att det var svårt för enskilda personer att få fram tillräckligt mycket kapital. Särskilt påtagligt blev detta om samma personer ville dominera flera företag. Ett sätt att lösa problemet var ask-i-ask-systemet eller pyramidmodellen. Den innebär att pyramidbyggaren låter det företag, i vilket han har en dominerande position, i sin tur skaffa sig en dominerande position i ett större företag, som därefter i sin tur skaffar sig dominerande positioner i andra företag. På det viset kan man alltså erhålla en betydande utväxling på ursprungskapitalet. När grundaren av förmögenheten sedan kommer upp i åren kan det vara naturligt för honom att försöka skapa en ägarsituation som klarar generationsskiften. Det kan han göra genom att överlåta delar av sin förmögenhet på en vetenskaplig stiftelse som därefter kommer att finnas i toppen på pyramiden. På så sätt avhänder sig familjen avkastningen på förmögenheten men kan behålla inflytandet via stiftelsens styrelse. Vi har i Sverige många exempel på den typen av utveckling. De mest kända är kanske Wallenbergstiftelserna, men liknande arrangemang har gjorts av familjerna Kempe, Johnsson och många andra.

En annan och på senare tid mycket uppmärksamman modell för stabilisering av ägarförhållandena är det s.k. korsägandet, dvs att företag äger aktier i varandra. Det föreligger sålunda inget hinder för att företag A äger 49% i företaget B och B i sin tur 49% i företaget A. De behärskar då varandras bolagsstämmor. Om däremot A äger 50% eller mer i B, så blir B dotterbolag i A. B kan då inte äga aktier i A, eftersom ett dotterbolag inte får äga aktier i ett moderbolag.

Man kan också tänka sig triangelarrangemang, där A äger 25% i B och C, B äger 25% i C och A, och C i sin tur 25% i A och B. Detta betyder att vid varje bolagsstämma kommer två av företagen att alltid kunna disponera över 50% av rösterna i det tredje företaget. Man föreställer sig nog i allmänhet att korsäggande kommer till på initiativ av vd i de berörda företagen och att det är direktörerna som uppträder som ägarrepresentanter i de olika bolagens styrelser. Modellen skulle därför ge inte bara stabilitet utan också i hög grad stärka den professionella ledningens position i förhållande till övriga ägare i bolagen. Men det kan också vara en dominerande ägare,

som ligger bakom. Kända exempel på den här typen av arrangemang är för närvarande Modo-Iggesund, Skanska och Kinnevik-Korsnäs. I debatten anges också ofta Volvo-Skanska som exempel på korsägande. I det fallet rör det sig om att Skanska har en relativt begränsad aktiepost i Volvo samtidigt som Volvo har en aktiepost av ungefär motsvarande storlek i Skanska. Från företagets sida har påpekats att i det här fallet finns det inte möjlighet för dem att med stöd av sitt korsägande dominera stämmorna, eftersom posterna är för små. För att diskussionen skall bli meningsfull måste rimligen termen korsägande inskränkas till de fall där ägandet kan ge upphov till en dominerande position på bolagsstämman.

Det var inte minst i banker och försäkringsbolag som man i början på seklet fick uppleva kraftiga ägarförändringar. En väg man då valde för att försvåra för penningstarka maktsträvarer att ta över var att begränsa rösträtten vid bolagsstämmorna. I de s.k. folkbankerna infördes sålunda regeln att varje aktieägare endast fick rösta för högst 50 aktier vid bolagsstämman. Liknande arrangemang gjordes i många försäkringsbolag. Idag finns bara en folkbank kvar, nämligen Jämtlands Folkbank, och av försäkringsbolagen är det bara Skandia som har en sådan bestämmelse. Maximum är där satt till 30 röster.

Rösträtten vid stämmorna kan också begränsas genom en typ av anordning, som är vanlig bland affärsbankerna. Bestämmelserna har då innebörden att ingen vid stämman får rösta för mer än t.ex. 2% av aktiekapitalet eller för mer än 5 eller 10% av de på stämman företrädde aktierna.

I dessa fall rör det sig i realiteten om en omvänd differentiering av rösträtten – ju fler aktier desto lägre röstvärde per aktie. Bestämmelser av den här typen finns också i många industriföretag.

En väg för styrelse och ledning att skapa stabilitet i företag med mycket spritt ägande och att skydda sig mot tillfälliga och aktiva minoriteter är att insamla fullmakter. I de stora företagen är det bara en mycket liten del av aktieägarna som har möjlighet och intresse att infinna sig på bolagsstämmorna. En aktiv minoritet har då stora möjligheter att påverka besluten och att avsätta ledningen, om denna inte fullmaktsvägen skaffat sig ett brett stöd.

En annan modell för att hålla tänkbara maktsträvarer på mattan är att begränsa den rösträtt de får skaffa sig i ett enskilt bolag. Det finns för närvarande i Sverige en mängd sådana inskränkningar.

För försäkringsbolag inklusive SPP är gränsen satt till 5%, för

löntagarfonder till 8%, för Fjärde AP-fonden till 10% och för allmansfonderna till 5%. Banker får överhuvud taget inte äga aktier, annat än i mycket speciella fall. För deras pensionsstiftelser har vidare gränsen av Bankinspektionen analogivis satts till 5%.

Institutioner av denna typ har ofta mycket stora placeringsbehov. Röstvärdesdifferentiering ger dem större möjligheter att placera så mycket pengar de önskar i för dem intressanta bolag. De har därför ett omvänt intresse av sådan differentiering.

Att placeringsbegränsningar inskränker möjligheterna till makt innebär inte, att detta alltid varit motivet till att de införts. Avsikten kan i stället ha varit att exempelvis minska riskerna för försäkringstagarna eller för pensionärerna.

När vi sedan 70 år inskränkt utlänningars möjligheter att äga aktier i svenska företag, är det däremot alldeles klart av maktskäl. Svenska makthavare ges ett försteg framför utländska. I praktiken får utlänningar satsa upp till 40% av kapitalet i svenska börsbolag, men de får samtidigt inte ha mer än 20% av rösterna.<sup>1</sup> Utlänningar har sålunda ett speciellt intresse av aktier med liten rösträtt.

## Argument för och emot

Alla de ovan beskrivna förfarandena och bestämmelserna gör det svårare för oppositionella aktieägare att förändra eller avlägsna ett bolags styrelse och ledning. Ur marknadsteoretisk synpunkt ter sig detta betänkligt. Särskilt betänkligt ter sig korsägandet för en marknadsteoretiker.

Det grundläggande argumentet för det marknadsekonomiska systemet är att företagen drivs till effektivitet och till anpassning till konsumenternas önskemål genom att de tvingas att på marknaden konkurrera om konsumenternas gunst. Samtidigt gäller det för dem att på marknaden för riskkapital konkurrera om detta kapital.

Lyckas de inte tillfredsställa kapitalmarknadens krav kommer aktieägarna att försöka bli av med sina aktier. Aktiekursen går ned och därigenom blir det svårt eller omöjligt för företaget att dra till sig mer riskkapital. Kapitalägarna har också möjligheten att försöka åstadkomma ett bättre sakernas tillstånd genom att vid bolagsstämman byta ut styrelse och ledning.

<sup>1</sup> Genom dispenser kan vissa modifieringar ske.

Att korsägende från sådana utgångspunkter ter sig speciellt förgelseväckande sammanhänger med att man föreställer sig att om det i företagets styrelser sitter personer som har ett eget ekonomiskt intresse i företaget så blir de mer känsliga och lyhörda för marknadens reaktioner än om de inte har det. I korsägandefallet är det ju inte företagsledarna utan deras företag som innehar aktierna.

Det verkar som om kritikerna i det här fallet utgått från en något romantisk föreställning om hur styrelserna i de stora företagen egentligen ser ut. I mycket begränsad utsträckning har styrelseledamöterna egna, stora aktieinnehav. Vad det i stället rör sig om är professionella företagsledare som representerar olika typer av institutioner. Jag har till exempel svårt att förstå varför en styrelseledamot som satts in av en stiftelse skulle vara påtagligt mer känslig för aktiemarknadens reaktioner än chefen för en industrikoncern, som sitter där med stöd av koncernens aktieinnehav.

Från marknadsteoretiska utgångspunkter är det naturligt att ställa sig tveksam till alla typer av arrangemang som kan hindra eller förlångsamma marknadskrafternas genomslag. Däremot förefaller det mig inte uppenbart att den här typen av teknik är mer vit eller mindre svart än andra. Som jag senare skall återkomma till är det nog också så, att det är andra omständigheter än hur stabiliteten tekniskt arrangerats, som är av störst betydelse för hur företagen faktiskt fungerar.

Under intryck av den kraftiga turbulensen på ägarsidan har emellertid många ifrågasatt det rimliga i att låta marknadskrafterna få ett så snabbt och starkt genomslag som blir följden om det inte finns några bromsar i form av röstvärdesdifferentiering, korsägende, ask-i-ask-arrangemang etc. Det är inte minst i Amerika, som sådana tankar har förts fram. Argumentationen går härvid bland annat ut på följande:

En företagslednings bästa försvar mot ovälkomna uppköpsförsök är en hög kurs på företagets aktier. Ett uppköp kommer då att te sig avskräckande dyrt. Diskussionen utgår vidare ifrån att börsen och aktieägarna i första hand reagerar på den kortsiktiga vinstutvecklingen.

Detta leder till att företagsledningarna försöker hålla uppe vinst och utdelning så mycket som möjligt. Det betyder å andra sidan att de blir obenägna att satsa på forskning och utvecklingsarbete eftersom insatser av detta slag kostar mycket pengar och endast på lång sikt kan beräknas ge utslag i högre vinst. Turbulensen när det gäller

ägoförhållandena skulle alltså leda till att företagen i alltför liten utsträckning satsade långsiktigt, vilket vore olyckligt från samhällets synpunkt. Företagsledarna antas reagera som politiker för vilka nästa val sällan är långt borta. Men riskerna är mycket större eftersom det i företagens värld är val varje börsdag.

Det är naturligtvis en intressant fråga om det finns belägg för att det verkligen förhåller sig på det sätt som påstås. För egen del känner jag bara till en empirisk undersökning. Utredningen har utförts av den ekonomiska undersökningsenhet som är knuten till den amerikanska Securities and Exchange Commission<sup>1</sup>. Den utredningen stöder inte slutsatser av det här slaget.

Själv har jag aldrig i praktiken stött på den typ av beteende som enligt debatten skulle vara vanligt. Jag har upplevt en hel del fall där företagsledning och styrelse oroar sig för att ovälkomna nya storägare skulle dyka upp på arenan. Det har emellertid inte lett till att man avbrutit eller inställt mer långsiktiga satsningar. Däremot kan man ha frestats att för snabbt föra ut nyheter på marknaden. Mera härom nedan.

Mot den omfattande uppköpsverksamheten har också i USA inväntats att den på olika vägar lett till en kraftig och betungande ökning av företagens skuldsättning.

Man pekar också på att företag är levande organismer, som inte utan skadeverkningar kan plockas isär som ett mekano.

För att försvåra uppköp har å andra sidan många av de största amerikanska företagen ändrat sina bolagsordningar. De har infört s.k. poison pills. Detta har i sin tur icke utan skäl kritiserats och setts som en negativ effekt av en "klippekonomi".

## Personliga erfarenheter

Under mer än 25 år har jag haft möjlighet att från centrala positioner få insyn i hur det faktiskt går till i svenska företag; hur man resonerar i ledningen och hur man påverkas av omvärlden. Jag har fått det som verkställande direktör och som styrelseledamot i ett femtontal företag – i flertalet fall börsnoterade. Tiden dessförinnan sysslade jag med forskning och utredningar i nära kontakt med

<sup>1</sup> Institutional Ownership, Tender Offers, and Long-Term Investments. A Study by The Office of the Chief Economist, Securities and Exchange Commission, Washington, 1985.

företrädare för det svenska näringslivet. Under åtta år hade jag sålunda Marcus Wallenberg som ordförande i styrelsen för det forskningsinstitut, IUI, som jag var chef för. Vi talade en hel del om annat än rena forskningsfrågor.

Jag har alltså en del erfarenhet. Samtidigt är det tydligt att jag i huvudsak sett problemen ur de maktägandes synvinkel. Jag har själv suttit vid köttgrytorna. Det finns därför naturligtvis risk för att jag har en benägenhet att se fördelar med arrangemang som konserverar rådande förhållanden.

När jag försöker återkalla i minnet hur styrelse och ledning i företag med stabil ägarsituation reagerat för krav på förändringar kan jag konstatera att det funnits mycket stora skillnader, men också att dessa mindre sammanhängt med vilka tekniska arrangemang för stabiliteten som förelegat än med de inblandade personerna. Ju mer professionell styrelsen varit desto mer känsliga har medlemmarna varit för andra aktieägars synpunkter och kritik och desto mer uppmärksamma på att övriga aktieägars intressen inte skall bli åsidosatta.

I företaget med stark familjedominsans kan stundom känsligheten för omvärlden vara mindre. Familjen är sedan generationer sammanvuxen med företaget och har en utomordentligt stark känsla av ansvar för företaget och dess anställda. Man upplever sig på ett särskilt sätt förkropppsliga företagets sanna och långsiktiga intresse. En sådan ägarsituation kan innebära stora fördelar, men också leda till okänslighet för övriga aktieägars intressen.

En mycket stor och väsentlig förändring som inträffat under den tid jag varit med gäller massmedia.

Under 1950-, 60- och långt in på 70-talet vände sig börssidorna i tidningarna till en läsekrets av specialister. Numera rör det sig om ett journalistiskt slagkraftigt material som kraftigt brett ut sig och som dragit till sig kunniga och duktiga journalister.

I mitten på 1960-talet fanns två affärstidningar – Finanstidningen och Affärsvärlden. De förde en mycket tynanade tillvaro. Jag var med om en räddningsaktion för att hjälpa dem att överleva. Det lyckades med nöd och näppe och ledde för övrigt till att de två tidningarna slogs samman. I dag är affärspressen en blomstrande rörelse. Vi har till och med fått en daglig affärstidning – Dagens Industri.

Detta betyder att företagsledarna idag måste räkna med att deras göranden och låtanden eller brist på sådana utsätts för en ständig



offentlig granskning av skickliga journalister och analytiker. Detta påverkar i hög grad en verkställande direktör och även hans styrelse. Medvetandet om att det är stor risk för att råka ut för offentlig kritik gör att i en hel del fall beslutsamhetens friska hy går över i eftertankens kränka blekhet.

De ständiga jämförelserna i massmedia av företagets utveckling med andra företags prestationer sätter vidare en utomordentligt stark press på företagsledningen.

Den starkt ökade effektiviteten i mass medias övervakning av näringslivet har i hög grad minskat riskerna för att en på olika sätt skyddad ledning missköter sitt fögderi.

Det är emellertid en annan omständighet som enligt min mening är av helt avgörande betydelse för vilken faktisk effekt man får av olika stabiliseringsarrangemang. Vad jag syftar på är förekomsten av eller bristen på konkurrens. Befinner sig företaget under trycket av en effektiv konkurrens är möjligheterna att ostraffat missköta sig mycket små. Konkurrensen tvingar fram en ständig anpassning och en ständig effektivisering av verksamheten. En mindre lyckad ledning av företaget har små chanser att bli långlivad och det alldeles oavsett vilka skyddsarrangemang man vidtagit.

Det är få saker i min praktiska verksamhet som jag upplevt så intensivt som konkurrensens effektivitet. Som forskare hade jag tagit starka intryck av de tvivel många teoretiker hyser när det gäller denna effektivitet. Bakom detta tvivel ligger den skarpsinnighet med vilken ekonomer analyserat och beskrivit alla de sätt på vilka företagen försöker undgå verkningarna av en effektiv konkurrens.

I praktiken är emellertid väl fungerande konkurrensbegränsningar svåra att åstadkomma. Även om konkurrensen inte är fullständig ur teoretisk synvinkel är effekterna ändå kraftiga och smärtsamma. Jag har emellertid alltid funnit det svårt att övertyga personer, som inte har någon direkt praktisk erfarenhet, om att konkurrensen verkligen är ett så effektivt och – för de inblandade – så obehagligt effektivt instrument.

Å andra sidan har jag också varit med om fall där företaget närmast haft ett monopol. Konkurrenterna har varit få och svaga. I en sådan situation breder oarter och ineffektivitet ut sig mycket snabbt. Visserligen kan börsen fortfarande utöva ett visst tryck, men eftersom det saknas relevanta jämförelseobjekt i form av andra företag i branschen, blir inte trycket så starkt. Det finns företag som både har monopol på sin marknad och samtidigt inte har något

marknadstryck från kapitalsidan. Risken för ineffektivitet och bristande anpassning till ändrade förhållanden är i sådana sammanhang stor. Typexempel på dylika företag är offentliga monopol.

Finns det konkurrens är alltså möjligheterna att driva ett företag med bortseende från övriga aktieägares och marknadens intressen mycket begränsade, även om de som sitter i ledningen har ett betydande röstövertag. Det är också faktiskt så, att även om de förfogar över en absolut majoritet – mer än 50% av rösterna – är det fullt möjligt för utomstående att ta över företaget. Läger nämligen vederbörande ett i förhållande till den aktuella börskursen högt kontantbud är det i praktiken nästan omöjligt för styrelsen att säga nej till detta. För att göra det måste den på ett övertygande sätt kunna göra troligt för aktieägarna att den sittande ledningen har möjlighet att åstadkomma ett ännu bättre resultat.

Hur har jag då själv upplevt att arbetet i ett företag påverkas av att ägarsituationen är osäker och att det föreligger ett hot om uppköp?

Det mest påtagliga exemplet jag varit med om rör förhållandena i Iro sedan grundarfamiljen – familjen Rosén – i mitten på 1970-talet avvecklat större delen av sitt dominerande aktieinnehav. Aktieägandet blev därefter mycket spritt och en inte oväsentlig del av aktieägarna var dessutom missnöjda, eftersom de tecknat sina aktier till mycket hög kurs i samband med introduktionen av företaget på börsen år 1973. Nya högteknologiska företag var vid den tiden sällsynta fåglar, varför aktiekursen vid introduktionen drevs upp till en orimlig höjd. Iro var samtidigt ett företag med gott om pengar i kassan.

Under 1970-talet började Iros ursprungliga patent att gå ut undan för undan. Det gällde därför att bedriva ett intensivt utvecklingsarbete för att på sikt kunna behålla den dominerande position på världsmarknaden som företaget hade.

Samtidigt var det naturligt att undersöka möjligheterna till företagsförvärv, vilka kunde ge ytterligare ben att stå på. Sådana förvärv borde helst ha något sammanhang med det kunnande och de resurser som fanns inom företaget på produktions- och marknadsföringssidan.

Den flytande ägarsituationen och kritiken från aktieägarna ledde till ett starkt tryck att snabbt föra ut resultaten från utvecklingsarbetet. Man kan nog säga att de bidrog till att vissa nyheter introducerades på marknaden innan vi helt kommit till rätta med barnsjuk-

domarna. Som är väl känt från många företag är det mycket kostsamt och besvärligt att klara ut barnsjukdomarna sedan produkterna väl presenterats på marknaden.

Styrelsen och ledningen i Iro kände också ett starkt tryck att snabbt kunna ge offentlighet åt spektakulära företagsköp, både för att på så sätt lugna aktieägarna och för att samtidigt binda upp kassan.

För mig – fr.o.m. 1978 var jag ordförande – framstod situationen som föga tillfredsställande. Alltför mycket av ledningens tid kom att ägnas åt funderingar som hade samband med den flytande ägarsituationen. Det var svårt att driva utvecklingsarbetet tillräckligt lugnt och metodiskt, och trycket på företagsköp ledde till en del mindre lyckade satsningar.

De flytande ägarförhållandena skapade hos mig en stark önskan att försöka åstadkomma en situation där Iro åter hade en ägare som kunde ta ett klart ansvar för den fortsatta utvecklingen – att ge Iro ett nytt hem. Det var samtidigt väsentligt att denne ägare kunde erbjuda en gynnsam miljö för Iros fortsatta utveckling. Jag gjorde en hel del försök i denna riktning. Den slutliga lösningen blev att Iro hamnade hos Argentus och blev kärnan i dess industriverksamhet. Jag har all anledning föreställa mig att det var och kommer att bli en bra lösning.

Iros verksamhet är för närvarande framgångsrik. Den dominerande positionen på världsmarkanden har kunnat bibehållas och satsningarna på nya områden har gett fina resultat.

Det är naturligtvis fullt tänkbart att om någon annan ägarkonstellation tagit över Iro och styrelsen bytts ut, så hade resultatet blivit ännu bättre. Hur som helst har denna erfarenhet liksom liknande erfarenheter i andra sammanhang gett mig en stark övertygelse att det är viktigt för ett företag att ha en stabil ägarsituation. Under sådana omständigheter finns det förutsättningar att företaget har en styrelse vars medlemmar känner sig ha möjlighet att ta ett långsiktigt ansvar för utvecklingen och fatta de obehagliga beslut som kan behövas.

En situation av det slaget kan åstadkommas på olika sätt. I Handelsbanken var ägandet mycket spritt vid tiden för den kris som företaget råkade in i 1970. Det hindrade inte att styrelsen ändå kände sig ha möjlighet att vidta kraftfulla åtgärder och stödja genomgripande förändringar av bankens verksamhet. Att man upplevde det på det sättet sammanhänge med att det fanns ett

inkört fullmaktssystem samt en gammal lojalitet med företaget från en vid krets av aktieägare. Styrelsen bestod dessutom av personer som på ett naturligt sätt ingav respekt och förtroende hos aktieägarna. En viktig person var sålunda exempelvis den kraftfulle chefen för Sandviken – Wilhelm Haglund.

## Summering och slutsatser

*Utgångspunkten felaktig.* Diskussionen kring röstvärdesdifferentieringen utgår – mer eller mindre klart – från principen att inflytandet i ett bolag skall återspegla graden av ekonomiskt risktagande i bolaget. Detta anses vara en självklar tanke. Man drar sedan av detta slutsatsen att varje aktie bör ha en röst.<sup>1</sup>

Varje avsteg från grundprincipen i form av differentiering av röstvärdet blir därefter ett slags syndafall. Av praktiska och politiska skäl finner man dock att det är nödvändigt med ett visst syndande. Det gäller emellertid att försöka hålla det till ett minimum. Stiftarna av de olika upplagorna av aktiebolagslagen har därför höjt fingret i den politiska vinden och försökt bedöma vilka avsteg från den rätta vägen som kan vara nödvändiga för att vinna majoritetens stöd i riksdagen.

Det är nu så att även om man skulle anse den grundläggande principen rimlig följer därav inte med nödvändighet att en aktie skall ha en röst. Den risk som en person tar sammanhänger inte bara med hur mycket vederbörande har satsat i företaget utan också med hur förmögen han är. Den som har 1 miljon på banken och satsar 10000 kr i ett utvecklingsbolag tar en ganska begränsad risk. Den som bara har 10000 på banken och satsar alltsammans tar däremot en mycket stor risk.

Det är inte heller så att inflytandet, d.v.s den verkliga röststyrkan, står i direkt proportion till antalet röster. Vilket inflytande en aktieägare får på en bolagsstämma sammanhänger bland annat med hur rösterna i bolaget i övrigt är fördelade i företaget. Det är också uppenbart att det finns ett tydligt brott i kurvan, när man kommer över 50% av rösterna i bolaget. Idén om att en aktie skall ha en röst är alltså inte en logisk slutsats av grundprincipen.

Lagstiftarna godtar också utan samvetsbetänkligheter mängder

<sup>1</sup> Se SOU 1981:78 sid 104 ff. I direktiven till röstvärdeskommittén hävdade sålunda statsrådet Wickbom att tanken att varje aktie skall ha en röst är "principiellt riktig". Någon motivering lämnade han inte. SOU 1986:23, sid 188.

av avsteg från idén om en aktie en röst. Avstegen döljs av att de kallas för något annat än röstvärdesdifferentiering.

En påtaglig röstvärdesdifferentiering ligger sålunda i att det är fullt tillåtet att i bolagsordningar begränsa rösträtten till ett visst antal aktier, eller till viss andel av rösterna på bolagsstämman. Samma gäller bestämmelser som tvingar vissa aktieägare (t.ex. försäkringsbolag) att välja röstsvaga aktier om de vill öka sin ekonomiska insats. För utlänningar tillämpar vi vidare en uppenbar röstvärdesdifferentiering. De får gärna satsa pengar i svenska företag bara de inte samtidigt gör anspråk på samma typ av inflytande, vilket anses vara en viktig principiell rättighet för svenska medborgare.

Det är också slående att personer som verkar mycket störda över avsteg från principen en aktie en röst samtidigt kan hävda att det vore lämpligt att försvåra korsäggande genom att frånta ägarna rösträtt för det korsägda aktieantalet. Detta innebär uppenbarligen en mycket kraftig röstvärdesdifferentiering.

I praktiken härskar alltså en fullständig principiöshet.

Det är dessutom på det viset att den grundläggande principen utgår från att aktieägare utövar sitt inflytande och påverkar skötseln av företaget genom att gå och rösta på bolagsstämmor. I verkligheten är det ju så, att det enda och i realiteten mycket effektiva sätt på vilket det alldeles övervägande antalet aktieägare utövar sitt inflytande, det är genom att "rösta med fötterna". De blir makthavare genom att köpa och sälja aktier på börsen.

Enligt min mening är den grundläggande idén om en aktie en röst inte bara en godtycklig utan dessutom en ofruktbar utgångspunkt, när det gäller att ta ställning till problemen kring ägande och makt i företagen.

*Ett annat angreppssätt.* Jag tror det skulle vara bättre att starta diskussionen från följande utgångspunkt:

En stamaktie är ett värdepapper som ger samma rätt som andra aktier till andel i företagets förmögenhet och avkastning i den mån det finns någon förmögenhet och någon avkastning, sedan övriga fordringsägare fått sitt.

Vid sidan om stamaktierna kan det finnas andra typer av aktier som har annan rätt till avkastning än stamaktierna. I Sverige rör det sig härvid om preferensaktier. Man kan tänka sig att sådana aktier ger såväl högre som lägre avkastning än stamaktierna.

Dessa värdepapper – olika typer av aktier – kan sedan vara

förenade med en viss rösträtt som ägaren kan använda sig av på bolagsstämmor. De aktieägare som är intresserade av den möjligheten är rimligen villiga att betala mer för aktier som har sådana rättigheter.

Låt oss nu se var vi hamnar om vi tar ovanstående konstateranden till utgångspunkt för vårt resonemang.

Aktier är alltså papper som skall säljas på marknaden, och det gäller då att se till att de, inom den givna ramen, blir anpassade till olika konsumenters behov och önskemål.

Det är sålunda uppenbart att det finns mängder av aktieköpare som är måttligt intresserade av den rösträtt som en aktie kan medföra. Det gäller i första hand stora grupper av små aktieägare. Som påpekats tidigare har vidare vissa kapitalstarka institutioner så länge som nuvarande bestämmelser gäller, ett intresse av röstsvaga aktier. Det är också naturligt att tänka sig att många utländska placerare är ointresserade av rösträtten. Att fara till Sverige för att gå på bolagsstämmor kan inte för dem te sig särskilt intressant och givande.

I alla de här fallen borde ett naturligt svar på behoven vara aktier som saknade rösträtt, men som skulle säljas till ett lägre pris än aktier med rösträtt. Sådana aktier finns i många andra länder men är i Sverige förbjudna, vilket sammanhänger med att lagstiftarna fastnat i den ovan beskrivna grundprincipen. Att ha aktier utan någon rösträtt alls har tett sig som en alltför stor synd mot den helige ande.

Överger vi, som jag föreslår, ett "religiöst" betraktelsesätt, finns det ingen anledning att inte tillåta aktier utan rösträtt. Jag tror att detta också skulle hjälpa många människor att frigöra sig från de falska paralleller med den politiska demokratin, som man så ofta gör när det gäller röstvärdesfrågan.

Det kan också förtjäna påpekas att vi faktiskt redan har ett papper på marknaden, som i realiteten motsvarar en aktie utan rösträtt och som också ger en högre avkastning än stamaktierna för att kompensera bristen på rösträtt. Jag syftar på de av Handelsbanken konstruerade konvertibla vinstandelsbevisen, vilka utgivits av Argentus, Cederroth och Kebo. Dessa papper har väckt uppskattning på marknaden.

Kom vi emellertid bara ifrån det ofruktbara principiella synsättet skulle det säkert inom kort uppstå en mängd andra typer av aktier, som vore anpassade till marknadens behov.

Men aktier är inte bara marknadspapper, de är också det instru-

ment genom vilket aktieägarna tillsätter och avlägsnar bolagets ledning. Detta väcker andra frågor.

*Mellan Skylla och Charybdis.* Det är hos mig en djupt rotad övertygelse att det är av avgörande betydelse för att ett företag skall fungera väl, att det har en stark och handlingsduglig ledning. Detta är en nödvändighet för att uppnå kraft och konsekvens i det dagliga handlandet; för att det skall finnas förmåga till snabba anpassningar till ändringar i läget och för att det skall vara möjligt att samla alla de anställda till en gemensam strävan mot målet.

En sådan ledning förutsätter ett rimligt stabilt stöd från aktieägarna. Annars kan den inte fungera.

Å andra sidan får inte stabiliteten bli så stor att det blir näst intill omöjligt att avlägsna en kraftlös, fantasilös och omdömeslös eller allmänt inkompetent ledning. Det är viktigt att nya idéer, nya människor, nya strukturgrepp skall ha rimlig chans att komma fram och göra sig gällande. Det murkna och föråldrade skall kunna avlägsnas utan alltför stor omgång.

Det gäller alltså att finna den rätta medelvägen mellan Skylla och Charybdis, mellan stabilitetens klippa och den tumultariska omvandlingens strömvirvel.

Om ägarförhållandena under större delen av efterkrigstiden visat en stabilitet, som närmat sig tröghet, så har de under det senaste decenniet starkt närmat sig Charybdis. Ägarförändringarna har varit både stora och snabba.

Bakom detta ligger inga medvetna åtgärder från samhällets sida. Tillkomsten av VPC-systemet hade inte ett sådant syfte i den mån man över huvud taget anlade dylika aspekter. Det var inte heller för att skapa en utomordentlig expansiv och sällsynt lönande "grå" finanssektor som man ordnade till med budgetunderskott och genom diverse regleringar såg till att den del av finansmarknaden man hade grepp över – bankerna – fick spela en mer passiv roll.

Expansionen av finansmarknaden var å andra sidan en viktig förutsättning för den närmast explosiva utvecklingen av börsen och börshandeln.

Det är knappast heller samhällets medvetna åtgärder, som lett till att vi fått en hyggligt fungerande aktiemarknad. Många anser nog att vi fått det trots samhällets åtgärder.

Det är naturligtvis inte möjligt att på något objektivt sätt fastställa var den rätta balanspunkten ligger i avvägningen mellan stabilitet och instabilitet i fråga om näringslivets ägoförhållanden. Eftersom

det skett en kraftig och oavsiktlig förskjutning mot instabilitet, vore det naturligare om man nu diskuterade möjligheterna att öka stabiliteten och inte i första hand grubblade över åtgärder att öka instabiliteten.

*Differentiering endast en del av problemet.* Som jag tidigare försökt beskriva är sådana företeelser som röstvärdesdifferentiering eller korsägande bara en del av det totala komplex av omständigheter som bestämmer balansen mellan stabilitet och instabilitet. En förändring av möjligheterna till sådana arrangemang måste därför diskuteras med utgångspunkt från den totala situationen och vart man där vill komma. Utan någon klar uppfattning i det fallet kan det vara riskabelt att gå och ändra på någon detalj i systemet.

De stora, internationella svenska företagen – Ericsson, AGA, Volvo etc. – är t.ex. numera mycket beroende av utlandet för sin försörjning med aktiekapital. Vill vi att dessa företag skall kunna fortsätta att växa och fortfarande vara kvar i Sverige kan vi inte strypa den kapitalkällan. Den svenska marknaden är alldeles för liten för att klara deras framtida behov. Den utländska andelen av aktiekapitalen måste därför få växa. Samtidigt vill vi behålla ledningen av företagen i svenska händer.

Ett avskaffande eller en stark begränsning av möjligheterna till röstvärdesdifferentiering är uppenbarligen inte förenlig med dessa önskemål. En sådan förändring skulle också betyda att familjeföretag blev mindre intresserade av att skaffa sig kapital via börsen.

*Vilka kan fylla ägarrollen?* En saklig analys av frågekomplexet måste utgå från en diskussion av hur man tänker sig att en rimlig stabilitet av ägoförhållandena skall kunna uppnås och vilka det är som skall svara för den stabiliteten. Vilka ägare kan vi vänta oss skall kunna ge företagen en skicklig och handlingskraftig ledning?

Många föreställer sig att en bred krets av aktieägare kan svara för uppgiften. En stark spridning av aktieägandet framstår för dem som ett ideal. Alla dessa aktieägare kommer sedan samman vid stämman för att efter ingående diskussion utse styrelse för det närmaste året. Betänker man, att t.ex. Handelsbanken har 65 000 aktieägare, Electrolux 50 000 och Volvo 160 000 och att det är vackert så om en eller annan procent av dessa infinner sig till stämman, då inser man det orealistiska i dylika föreställningar.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> Enligt en undersökning 1984 var vid stämmorna ca 1,5 % av aktieägarna närvarande i de 16 företag som var mest omsatta på börsen. SOU 1986: 23, sid. 133.



De små aktieägare som vill utöva inflytande vid stämmorna men inte har lust eller möjlighet att infinna sig, skulle dock kunna lämna fullmakt. Den utvägen gjordes mindre praktikabel vid den revision av aktiebolagslagen som genomfördes 1975. Giltighetstiden för fullmakter begränsades då till 1 år mot tidigare 5. Jag tycker det hade varit mer i småaktieägarnas intresse om man bibehållit tiden men ställt kravet att fullmaktstagarna skulle tala om hur de tänkte använda fullmakten. Några sådana krav ställer inte lagen.

En bred spridning av aktieäandet är från många synpunkter synnerligen önskvärd. Men det är av flera skäl inte tänkbart att småaktieägare eller sammanslutningar av sådana skulle kunna ta på sig uppgiften att fungera som aktiva och stabila ägare. Det naturliga beteendet från huvuddelen av dem måste vara att påverka företagen genom att "rösta med fötterna", d.v.s. att sälja aktierna när de är missnöjda med utvecklingen. Att begära något annat och mer ter sig inte rimligt. Detta betyder att institutioner som företräder en mängd småaktieägare knappast heller kan ta på sig sådana uppgifter. Det har de inte mandat att göra vare sig de slutliga ägarna av aktierna är andelsinnehavare i den nuvarande typen av aktiefonder, försäkringstagare i ömsesidiga försäkringsbolag eller svenska folket som delägare i löntagarfonder. Denna begränsning tror jag det är klokt att inse.

Småaktieägarnas möjligheter att fylla uppgiften som aktiva ägare är alltså begränsad. Traditionsenligt har i stället den rollen fyllts av enskilda storaktieägare.

Samhället har emellertid sedan länge genom sin skattepolitik ansträngt sig att eliminera detta släkte. Framgångarna har heller inte uteblivit. Ett antal exemplar visar dock en förargelseväckande förmåga till överlevnad och blomstring. Det är dock uppenbart att denna typ av ägare spelar och kommer att spela en allt mindre roll.

Vad som då återstår är olika slag av institutioner – industriföretag, investmentbolag osv. I Sverige liksom i andra länder ökar hela tiden deras andel av marknaden.

Ur samhällets synvinkel förefaller det mot denna bakgrund rimligt att gynna institutioner som kan och vill fungera som långsiktiga och aktiva ägare. I praktiken gör man tvärtom.

Sparandet i allemansfonder är skatteprivilegierat. I dessa fonder är det emellertid inte tillåtet att koncentrera aktieinnehaven. Minst samma privilegier borde ges till fonder som klart gav uttryck åt att de ämnade koncentrera sina innehav till ett fåtal bolag och där

agera som aktiva ägare. När det uppstod svårigheter avsåg de inte att sälja utan tänkte i stället ta itu med problemen. Det gällde sedan för dessa fonder att övertyga marknaden om att de hade en så professionell ledning att de kunde klara uppgiften.

Vissa av de traditionella investmentbolagen, sådana som Investor, Providentia och Industrivärden fungerar sedan gammalt som aktiva och stabila ägare. Den politiken har också varit känd av dem som skaffat sig aktier i dessa bolag.

Investmentbolag är emellertid skattemässigt diskriminerade i jämförelse med allemansfonderna, och realisationsvinstbeskattningen leder för dem till sådana konsekvenser att de har svårt att öka sitt aktiekapital. Detta sammanhänger med den så kallade investmentbolagsrabatten.

Det är många faktorer som påverkar makten i företagen och ägarnas inflytande och möjligheter. Röstvärdesdifferentiering är ett exempel på *en* sådan faktor.

Varje seriös analys av dessa frågor måste börja med en beskrivning av ägarfunktionen i vårt nuvarande system. Därefter får sedan följa en diskussion av hur vi *vill* att den skall utformas.

Den diskussionen kan ge anledning till förslag om ändringar i lagar och skatteregler för att nå en lämplig balans mellan stabilitet och instabilitet. Men en klok kapten tar det varligt i sundet, för det är sannerligen inte lätt att finna den rätta vägen mellan *SKYLLA* och *CHARYBDIS*.



*Per Lindberg*

---

*Per Lindberg är ekonomie hedersdoktor. Han var vice VD i ASEA 1962–1970 och i Handelsbanken 1971–1976 samt VD i Industrivärden 1976–1986. Han är styrelseordförande i JM, PLM, Promotion och Gunnebo, vice ordförande i SCA och har styrelseuppdrag bla i Handelsbanken och Industrivärden. Han är vidare ordförande i SNS styrelse.*



# *Investmentbolag som ägare – ett alternativ till äkta kapitalister?*

Investmentbolag är som bofinkar – de kan se ut nästan hur som helst

I det nysvenska språket används orden "invest" och "investment" som benämningar på verksamheter av de mest skilda slag – det kan vara allt från affärer med diamanter, ädelmetaller eller lägenheter i Spanien till stora börsföretags förvaltning av mångmiljardvärden, ofta representerande ett dominerande ägande i våra ledande industriföretag. Även löntagarfonder gömmer sig under "invest"-benämningens täckmantel.

Det är alltså ett blandat sällskap som i dagligt tal förknippas med begreppet "investmentbolag". Många torde därför betrakta sådana bolag med en viss skepsis. För att vara ett "riktigt" investmentbolag ska företaget motsvara den definition av företagsformen som ges i skattelagstiftningen och som lyder: "ett företag, vars uppgift väsentligen är att genom ett välfördelat värdepappersinnehav erbjuda aktieägarna riskfördelning och vars aktier ägs av ett stort antal fysiska personer".

Företag som uppfyller dessa krav får en liten skattefavör: mottagna aktieutdelningar (och därmed likställda intäkter) är skattefria under förutsättning att minst 80% av dem utdelas till de egna aktieägarna. I övrigt gäller samma skatteregler för investmentbolag som för andra förvaltningsbolag.

På Stockholms Fondbörs' AI- och AII-listor finns för närvarande 23 investmentbolag noterade. De presenteras i tabell 1. Några av dem är inte investmentbolag i formell mening, andra överväger att byta skepnad och bli rörelsedrivande. Antalet har minskat under senare år genom uppköp och/eller ändrad verksamhet. Denna tendens var särskilt påfallande under 1985 och 1986 då ett 10-tal börsnoterade investmentbolag föll bort.

**Tabell 1. De börsnoterade investmentbolagen.** De börsnoterade investmentbolagen är mycket olika beträffande storlek och verksamhetsinriktning. Branschen är inne i ett omvandlingsskede; under 1985 och 1986 försvann ett tiotal investmentbolag.

|                                |                         | Aktieportföljen     |                             |       |
|--------------------------------|-------------------------|---------------------|-----------------------------|-------|
|                                | Börsvärde<br>1986.12.31 | Värde<br>1986.12.31 | Tre största<br>posterna Mkr |       |
| "RENA" INVESTMENTBOLAG         |                         |                     |                             |       |
| A.1 Med "ägar"-inriktning      |                         |                     |                             |       |
| Asken                          | 2 267                   | 4 160               | Carnegie                    | 2 922 |
|                                |                         |                     | Nobel                       | 1 007 |
|                                |                         |                     | Transatl.                   | 92    |
| Custos                         | 6 952                   | 9 209               | Huvudstad.                  | 2 746 |
|                                |                         |                     | SCA                         | 1 337 |
|                                |                         |                     | SEB                         | 642   |
| Hevea                          | 560                     | 680                 | Trelleborg                  | 604   |
|                                |                         |                     | Almedahlsk.                 | 51    |
|                                |                         |                     | Aritmos                     | 16    |
| Holding Finans <sup>1, 2</sup> | 520                     | 317                 | Skarab.b.                   | 317   |
| Industrivärden                 | 4 742                   | 4 489               | SCA                         | 1 516 |
|                                |                         |                     | AGA                         | 816   |
|                                |                         |                     | SHB                         | 364   |
| Investor                       | 6 804                   | 9 162               | ASEA                        | 1 540 |
|                                |                         |                     | Stora                       | 1 486 |
|                                |                         |                     | Astra                       | 1 416 |
| Opus <sup>1</sup>              | 1 376                   | 1 488               | Skanska                     | 921   |
|                                |                         |                     | Euroc                       | 107   |
|                                |                         |                     | AGA                         | 16    |
| Protorp <sup>1</sup>           | 2 100                   | 2 203               | Skanska                     | 1 327 |
|                                |                         |                     | Volvo                       | 516   |
|                                |                         |                     | Euroc                       | 149   |
| Providentia                    | 5 299                   | 6 890               | Stora                       | 1 276 |
|                                |                         |                     | ASEA                        | 931   |
|                                |                         |                     | SAAB                        | 628   |
| SIL.A <sup>1</sup>             | 1 657                   | 107                 | SAAB                        | 102   |
| A.2 Med "placerare"-inriktning |                         |                     |                             |       |
| Export-Invest                  | 1 650                   | 1 800               | SAAB                        | 289   |
|                                |                         |                     | Papyrus                     | 285   |
|                                |                         |                     | ASEA                        | 258   |
| Öresund                        | 1 056                   | 1 451               | Skandia                     | 195   |
|                                |                         |                     | Custos                      | 176   |
|                                |                         |                     | SCA                         | 160   |

|                                      |                   | <i>Aktieportföljen</i> |                     |
|--------------------------------------|-------------------|------------------------|---------------------|
|                                      | <i>Börsvärde</i>  | <i>Värde</i>           | <i>Tre största</i>  |
|                                      | <i>1986.12.31</i> | <i>1986.12.31</i>      | <i>posterna Mkr</i> |
| <b>B. "BLANDADE" INVESTMENTBOLAG</b> |                   |                        |                     |
| Argentus <sup>3</sup>                | 809               | 901                    | Beijer 764          |
|                                      |                   |                        | Argentus KVB 83     |
|                                      |                   |                        | PM 76               |
| Aritmos <sup>3</sup>                 | 1 827             | 795                    | Trelleborg 125      |
|                                      |                   |                        | Ljungdahl 95        |
|                                      |                   |                        | Gorthon 37          |
| B & B Invest <sup>2</sup>            | 1 202             | 180                    | Andersons 68        |
|                                      |                   |                        | Volvo 17            |
|                                      |                   |                        | Programator 14      |
| Beijer <sup>2</sup>                  | 2 923             | 4 039                  | Skandia 1 143       |
|                                      |                   |                        | Badhus 754          |
|                                      |                   |                        | Skandia Int. 550    |
| Birka <sup>1, 3</sup>                | 478               | 240                    | Trelleborg 141      |
|                                      |                   |                        | Piren 39            |
|                                      |                   |                        | Rang Invest 16      |
| Cardo                                | 2 590             | 2 991                  | Volvo 484           |
|                                      |                   |                        | Custos 406          |
|                                      |                   |                        | Skanska 217         |
| Eken <sup>3</sup>                    | 210               | 233                    | Svedbergs 159       |
|                                      |                   |                        | Kabe 27             |
|                                      |                   |                        | Sydostinvest 21     |
| Geveko <sup>1</sup>                  | 205               | 159                    | SCA 22              |
|                                      |                   |                        | SEB 16              |
|                                      |                   |                        | SHB 13              |
| Gorthon Invest                       | 255               | 278                    | Öresund 27          |
|                                      |                   |                        | Volvo 23            |
|                                      |                   |                        | SCA 19              |
| Promotion                            | 1 540             | 1 312                  | Industriv. 214      |
|                                      |                   |                        | Besam 150           |
|                                      |                   |                        | Volvo 127           |
| Ratos                                | 3 456             | 3 291                  | Holmen 791          |
|                                      |                   |                        | Papyrus 520         |
|                                      |                   |                        | Esselte 481         |

<sup>1</sup> Är förvaltningsbolag men ej investmentbolag i formell mening.

<sup>2</sup> I april 1987 föremål för uppköpserbjudande.

<sup>3</sup> Överväger att ändra status till rörelsedrivande bolag.

Av hävd indelas de börsnoterade investmentbolagen i "rena" och "blandade". Skillnaden ligger i hur stor del av tillgångarna som utgörs av bolagets aktieportfölj resp. av andra tillgångar, i första hand aktier i egna dotterbolag. Svarar aktieportföljen för merparten av tillgångarna klassas investmentbolaget som "rent", i annat fall som "blandat". Endast i några undantagsfall kan ett investmentbolag anses vara helt "rent" (tex Export Invest, Öresund). Som regel har man dotterbolag i större eller mindre omfattning. Gränsen mellan de båda kategorierna är därför flytande.

Vissa investmentbolag har bildats med det klara syftet att förvalta stora aktieportföljer, ofta innehållande strategiskt viktiga poster. Under 1930- och 40-talen bildades Custos, Providentia och Industrivärden. Motiven var likartade i alla tre fallen. Under 1920- och 1930-talens kriser, särskilt efter Kreuger-kraschen, hade de svenska storbankerna fått överta stora aktieposter för att skydda sina fordringar och tagit på sig rollen som dominerande ägare i rader av företag som kommit på obestånd. Mycket tack vare bankernas insatser räddades företagen. När de kunde stå på egna ben var bankerna enligt banklagen skyldiga att avveckla sina aktieinnehav. Det skedde som regel genom att bankernas aktieägare erbjöds att på fördelaktiga villkor teckna aktier i ett nybildat "holdingbolag", som sedan från banken förvärvade de aktieposter som denna skulle avveckla. På detta sjösattes Custos av Skandinaviska Banken, Providentia av Stockholms Enskilda Bank och Industrivärden av Svenska Handelsbanken. Dessa tre bolag jämte Investor, som grundades av Stockholms Enskilda Bank redan 1916, är de mest typiska exemplen på vad jag vill kalla "klassiska" investmentbolag.

Andra investmentbolag har uppstått som följd av att rörelsedrivande industriföretag medvetet ändrat karaktär. När den stora strukturomvandlingen svepte fram över den svenska textil- och konfektionsindustrin under 1960- och 1970-talen, tvingades företagen koncentrera verksamheten och avveckla rörelsegrenar. Genom skicklig hantering frigjordes kapital som placerades i börsaktier. Efter någon tid framträdde de forna textilföretagen som investmentbolag med betydande aktieportföljer: Kilsund, Borås Invest, Almedahl, Rang Invest, Asken. Sedan har historiens hjul snurrat ytterligare några varv och dessa företag har antingen försvunnit eller ånyo omstrukturerats till rörelsedrivande bolag. Om man följer t.ex. Beijers, Cardos eller Heveas stamträd bakåt i tiden, finner man likaså att de har sina rötter i industriföretag.



I början av 1960-talet förelåg ett behov av finansiellt starka företag som kunde träda in, då familjeföretag ville ändra sin ägarstruktur, t.ex. vid generationsskiften – det här var ju långt före dagens OTC – och riskkapitalmarknader. För att fylla luckan bildades "utvecklingsbolag": Incentive, Hexagon och Promotion. Det senare var först på plan och tillkom på initiativ av Handelsbanken och Industrivärden. Ett ägarsamband har sedan dess bestått mellan Industrivärden och Promotion. För att säkerställa resultat och utdelningskapacitet även i de fall då de förvärvade familjeföretagen sviktade tillsköt Industrivärden börsaktier till Promotion som grundplåt i en aktieportfölj. Promotion fick därmed (till skillnad från Incentive och Hexagon) karaktären av ett "blandat" investmentbolag trots att bolagen i stort sett har samma affärsidé. I senare tid torde liknande tankegångar – en stabil börsportfölj som finansiell reserv – ha legat bakom uppbyggnaden av tex Argentus, Geveko och "nya" Cardo.

Den här schematiska redogörelsen för investmentbolagens uppkomst och bakgrund ger belägg för slutsatsen *att de börsnoterade investmentbolagen är mycket olika*. De skiljer sig åt i fråga om *storlek, verksamhetsinriktning och härkomst*. Det sista är inte minst viktigt, eftersom även företag ärver gener från dem som satt dem till världen, gener som påverkar företagets karaktär och beteenden under lång tid.

Trots alla olikheter har de börsnoterade investmentbolagen åtminstone *ett* gemensamt kännetecken: *deras affärsidé är att äga andra företag*. Det kan ske i former som går från homeopatiskt små andelar utan inflytande till kontrollposter, som är förenade med makt och ansvar i det ägda bolaget. Därutöver äger investmentbolagen i olika grad egna dotterbolag.

Min avsikt är att i fortsättningen diskutera investmentbolagens förutsättningar att fylla en aktiv ägarroll. Behövs denna typ av ägare, hur fungerar investmentbolagen som ägare, vad kan göras för att de ska bli bättre som ägare? Kan investmentbolagen ersätta de äkta kapitalisterna? Mitt perspektiv blir det "klassiska" investmentbolagets, och framställningen präglas av mina erfarenheter från tio år som vd för Industrivärden.

## Investmentbolagen väger tyngre som ägare än statistiken visar

De börsnoterade investmentbolagen torde tillsammans äga 13–14% av samtliga börsbolags marknadsvärde, vilket vill säga att de innehar aktier i andra börsbolag till ett värde av sammanlagt ca 70 miljarder kronor. Investmentbolagens ägarandel har stigit något sedan 1975 men varit ganska konstant under de senaste 5 åren.<sup>1</sup> Trots investmentbolagens relativt begränsade – och stagnerande – andel av det totala ägandet spelar de en viktigare roll som ägare än vad statistiken visar. Deras ägande är nämligen relativt koncentrerat och aktivt inriktat på de största företagen, de som utgör ryggraden i det svenska näringslivet.

Investmentbolagens ägarroll förstärks i många fall av att de ingår som ett centralt element i en krets av andra institutioner, mellan vilka det råder en viss intressegemenskap. Ekonomijournalister älskar att tala om olika "sfärer": Wallenberg-sfären, SHB-sfären, Volvo/Skanska-sfären, Wall-sfären, Penser-sfären etc. I allmänhet beskrivs dessa intressegrupper som fast sammansvetsade block, som dirigeras av en central vilja, vars strategi genomsyrar hela gruppen. Enligt min mening är denna bild starkt överdriven.

Inom den s.k. "SHB-sfären", där jag verkat i många år, föreligger onekligen ett intressesamband mellan Industrivärden, Promotion samt SHB:s pensionsstiftelser. Industrivärden har grundats av SHB och har i sin tur varit en av fäderna till Promotion. Industrivärdens största aktieinnehav (SCA), liksom t.ex. Ericsson-posten, härstammar från SHB:s rehabiliteringsinsatser i 30-talets krisföretag. Dessa och många andra företag i Industrivärdens aktieportfölj har varit bankens kunder i många decennier, och det finns därför starka affärsmässiga relationer mellan SHB och de företag som utgör kärnan i Industrivärdens portfölj. Men det betyder inte – som många tror att vårt agerande som ägare skulle styras av bankmässiga intressen. Lika orimlig är tanken att "våra" företag skulle få särskilda förmåner av SHB. Vi och banken samarbetar gärna, när det kan ske i affärsmässiga former som gagnar alla parter – Industrivärden, SHB och det berörda företaget. Samarbetet underlättas givetvis

<sup>1</sup> Några säkra, aktuella uppgifter om ägarandelar finns tyvärr inte, Jfr. Hedlund m.fl. (1985) sid 13 ff och sid 204.

*Tabell 2. Styrelseuppdrag 1986 för Industrivärdens styrelseledamöter.*

|                  | I bolag där Industrivärden<br>har betydande aktieinnehav                                                                                       | I andra bolag                                                                                                                                                                                                                                                                 |
|------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Tore Browaldh    | SCA, ordförande<br>SHB, vice ordförande<br>Volvo, vice ordförande                                                                              | IBM Svenska AB, ordförande<br>IBM World Trade Corp.<br>Unilever Advisory Board                                                                                                                                                                                                |
| Bo Rydin         | SHB                                                                                                                                            | Transatlantic, ordförande<br>ABA<br>Nobelindustrier<br>Skandia                                                                                                                                                                                                                |
| Kjell Brändström | Nils Dacke, ordförande<br>AGA, vice ordförande<br>JM, vice ordförande<br>Ericsson<br>Gunnabo<br>PLM<br>Argentus<br>Promotion<br>SHB, suppleant | Nisses<br>Svenska Finans                                                                                                                                                                                                                                                      |
| Per Lindberg     | Gunnabo, ordförande<br>JM, ordförande<br>PLM, ordförande<br>Promotion, ordförande<br>SCA, vice ordförande<br>SHB                               | Wasabröd, ordförande                                                                                                                                                                                                                                                          |
| Stig Ramel       | Beijer, vice ordförande<br>Argentus                                                                                                            | Alfax, ordförande<br>3M Svenska AB, vice ordförande<br>Hasselfors<br>Salenia<br>Svenska Unilever                                                                                                                                                                              |
| Anders Wall      | Beijer, ordförande<br>Argentus, ordförande<br>SHB<br>Nils Dacke                                                                                | Kebo, ordförande<br>3M Svenska AB, ordförande<br>Stockholms Badhus, ordförande<br>Birka Development, ordförande<br>Munksjö, vice ordförande<br>Skandia, vice ordförande<br>Skandia International, vice ordförande<br>Skandia America Corp.<br>Jim Walter Corp.<br>Calmar Inc. |
| Jan Wallander    | SHB, ordförande<br>Argentus, vice ordförande<br>Ericsson, vice ordförande<br>Promotion, vice ordförande                                        | Marieberg, ordförande<br>Iggesund<br>Mo & Domsjö<br>SILA<br>ABA                                                                                                                                                                                                               |
| Olof Wirström    |                                                                                                                                                | Infina<br>Consensus Fondkommission                                                                                                                                                                                                                                            |

genom de nära personliga kontakter som är etablerade på olika plan, inte minst genom ömsesidig styrelserepresentation.

Som regel är flera i SHB-kretsen ägare i samma företag. Så är fallet i SCA, Ericsson, AGA, Promotion, Argentus, Beijer, PLM,

Dacke, Gunnebo, m fl. Det är därför självklart att de gemensamma intressena är många och djupt förankrade, inte bara av uppenbara ekonomiska skäl utan också som följd av tradition och väl fungerande personliga kontakter. De gemensamma företagsintressena skapar en informell arbetsgemenskap, oftast på styrelsenivå, som i sin tur leder till rätt likartade värderingar: vi känner alla till de berörda företagens problem och möjligheter och det ter sig naturligt att se på dem på ett likartat sätt. Vid viktiga beslut i företag där det gemensamma ägandet är stort, sker samråd och en gemensam standpunkt diskuteras fram.

Längre fram kommer jag att uppehålla mig vid den centrala roll som investmentbolagets styrelseledamöter och ledning har när det gäller att företräda investmentbolaget som ägare. I Industrivärdens fall bevakas alla våra viktiga företagsintressen på detta sätt, ofta genom att någon av våra styrelseledamöter innehar ordförandeposten (tabell 2). Det är genom detta "nätverk" som Industrivärden utövar sitt ägarinflytande.

I samspelet med medintressenterna får investmentbolagens ledningar aldrig släppa sitt allt överskuggande ansvar mot de egna aktieägarna: att på lång sikt uppnå högsta möjliga värdetillväxt på aktieägarnas satsade kapital. Beslut i "sfärens" intresse får aldrig innebära att andra aktieägare kommer i kläm. Samtliga aktieägars långsiktiga intressen måste tillgodoses på bästa sätt. Om denna etik är känd och accepterad uppstår sällan intressekonflikter. Jag kan inte erinra mig någon sådan fråga av betydelse under mina 10 år som vd i Industrivärden.

Vi kan alltså å ena sidan konstatera att investmentbolagen endast äger ca 14% av börsbolagens samlade värde; de 5 största svarar för ca 7–8% och det är en liten del i den totala ägarstrukturen. Å andra sidan utgör främst de "klassiska" investmentbolagen kärnan i mer eller mindre sammanhängande intressegrupper, vilka som helhet spelar en viktig roll i ägandet av de svenska storföretagen. Härigenom kan investmentbolagen företräda ett ägarinflytande som överstiger det som följer av det egna aktieinnehavet.

## Investmentbolagsrabatten – ett kors att bära

När investmentbolagen 1960 fick sin, jämfört med övriga förvaltningsbolag, något förmånligare skattestatus, motiverades detta med att investmentbolaget var en utmärkt företagsform om man

ville erbjuda den breda allmänheten möjlighet att investera i aktier med begränsade medel men ändå få en god riskspridning och låga förvaltningskostnader. Det andra motivet var att investmentbolag verksamt kunde bidra till näringslivets strukturomvandling. Sedan 1960 har saker och ting hänt som i grunden ändrat förutsättningarna för investmentbolagens verksamhet i båda dessa avseenden.

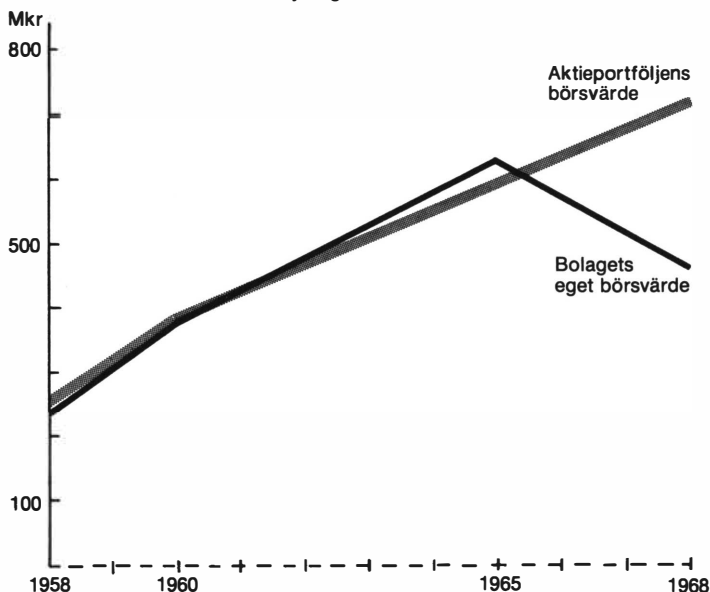
År 1966 ändrades skattelagstiftningen – vi fick nya regler för beskattning av realisationsvinster vid aktieförsäljningar. Tidigare hade reavinster på aktier som innehavts mer än 5 år varit skattefria. Nu infördes skatt även på dessa vinster.

Skatteomläggningen fick vittgående konsekvenser för investmentbolagen; den sk investmentbolagsrabatten uppstod. Härmed menas fenomenet att investmentbolagets egna aktier (det egna börsvärdet) av marknaden åsätts ett lägre värde än den innehavda aktieportföljens börsvärde. Rabatten framstår tydligast i ett "rent" investmentbolag med en aktieportfölj som enda tillgång men drabbas mer eller mindre alla investmentbolag. Rabattens storlek varierar mellan olika bolag och över tiden men ligger i allmänhet på nivån 20–30%.

Under årens lopp har många förklaringar lämnats till investmentbolagsrabatten. Dess storlek påverkas av det sätt på vilket investmentbolaget driver sin verksamhet, i första hand sin portföljförvaltning. Men helt avgörande är den dubbla beskattning av reavinster som uppstår för den enskilde placeraren vid *indirekt* ägande via ett investmentbolag jämfört med *direkt* ägande av samma aktier som finns i investmentbolagets portfölj. Skattereglernas avgörande betydelse illustreras av figur 1, som tydligt visar att "rabatten" i detta fall på Investors aktier, uppstod i samband med skatteomläggningen 1965/66.

Den skattebetingade investmentbolagsrabatten försvårar i hög grad investmentbolagens kapitalanskaffning. I stället för att – som från början måste ha varit avsikten – attrahera riskobenäget hushållssparande och transformera detta till riskvilligt kapital för näringslivets behov, har investmentbolagen hamnat i strykclass på kapitalmarknaden. Det är svårt för ett investmentbolag att attrahera nytt kapital för vidareinvestering i aldrig så intressanta företag, om placeraren omedelbart kan registrera att hans i investmentbolagets nyinsatta kapital av marknaden värderas till endast 75% av insatsen. Under de senaste 10 åren har investmentbolagen i bety-

Figur 1. "Investmentbolags-rabatten", dvs skillnaden mellan värdet av investmentbolagets aktieinnehav och dess eget värde på börserna, är främst en följd av skattereglerna. Men de regler som gällde före 1966 var rabatten obetydlig.



dande omfattning utnyttjat möjligheterna att emittera konvertierungs- och optionslån vilket inneburit värdefulla tillskott av friskt kapital. Genom ändrade skatteregler har dessa finansieringsformer nu förlorat det mesta av sin attraktivitet.

Investmentbolag genererar i sin normala rörelse bara små kassaflöden. Inkomsterna utgörs ju huvudsakligen av aktieutdelningar och av dessa måste minst 80% vidareutdelas till de egna aktieägarna. Som ägare har dock investmentbolaget ett ansvar för de ägda bolagens kapitalförsörjning. Finns det goda förutsättningar för utveckling och tillväxt är det en central uppgift för ägarna att tillskjuta riskvilligt kapital. Investmentbolagens svårigheter med sin egen kapitalanskaffning – en följd av den skattebetingade investmentbolagsrabatten – är ett allvarligt hinder för dem när det gäller att fullgöra en av de viktigaste ägarfunktionerna.

## Aktiefonderna har skattefördelar i konkurrensen om småspararnas placeringar

Den andra händelsen i investmentbolagens omvärld, som ändrat deras situation och efterhand också måste påverka deras affärsinriktning, är aktiefondernas uppkomst och frammarsch. Småspararna har här erbjudits ett mycket slagkraftigt alternativ, uppbackat av fördelaktiga skatteregler och ett massivt opinionsstöd från stat, banker och politiska partier. Under vissa perioder har fondsparandet till och med varit direkt subventionerat. Aktiefonderna är snabbväxande barn av 1980-talet; år 1986 representerade de en ägarandel i börsbolagen av ca 6%. När det gäller professionell portföljförvaltning och god riskspridning tävlar de framgångsrikt med investmentbolagen. De har dessutom en skatteförmåga som underlättar för dem att överträffa dessa i fråga om aktieportföljens värdetillväxt.

Många investmentbolag, däribland Industrivärden, har haft en något kluven inställning till sin affärsidé: konkurrerar vi i aktiefondsbranschen eller är vi inriktade på långsiktigt, aktivt ägande i ett mindre antal företag? Både vi och andra talar visserligen, mer eller mindre tydligt, om att aktieinnehaven är av två slag, dels *strategiska innehav* eller "*aktier förenade med särskilt ägaransvar*", dels rena *placeringsaktier*. De strategiska innehaven ses som långsiktiga investeringar. Förändringar i innehaven förutsätter som regel styrelsebeslut och är ofta kopplade till tillkomsten av nya företagskombinationer eller andra strukturlösningar. För placeringsaktierna tillämpas en rörligare, mer kortsiktigt avkastningsmaximerande politik. Men gränserna mellan de båda kategorierna är ofta flytande och man försöker, så långt det går, att sitta samtidigt på två stolar.

Trots den i princip obegränsade rörelsefriheten när det gäller *placeringsaktier* är omsättningen av dessa förhållandevis låg i de flesta investmentbolag. Orsaken är främst att omplaceringar medför en skatteavbränning om ca 15% av försäljningspriset. Den nya placeringen startar med detta minushandikapp och måste till att börja med ha en så mycket högre värdetillväxt än den gamla för att ge ett likvärdigt utfall. Det blir härigenom svårt att hitta alternativ som har rimlig sannolikhet att utvecklas bättre än de existerande placeringarna.

Det är på den här punkten aktiefondernas skattefördel kommer

in. Fonderna är nämligen befriade från skatt på realisationsvinster vid försäljning av aktier som innehavts mer än 2 år. Man slipper alltså skatteavbränningen på 15% vid omplaceringar. Vid en i övrigt jämbördig placeringsskicklighet uppnår alltså aktiefonden en snabbare tillväxt av ägarnas kapital än investmentbolaget.

I praktiken mildras den här beskrivna effekten av de möjligheter till helt korrekt skatteplanering, som investmentbolagen har – och som de som regel utnyttjar med stor skicklighet. Men konstfärdigheten på detta område har sina begränsningar och i tidens längd måste aktiefondernas gynnsammare skattesits fölla utslag till deras förmån.

Investmentbolagens förutsättningar att framgångsrikt konkurrera om småspararnas aktieinvesteringar har drastiskt försämrats under 1980-talet. Jag tror att de med oförändrade skatteregler får svårt att hävda sig som rena portföljförvaltare gentemot aktiefonder av skilda slag. Spelreglerna är alltför ojämlika och risken är stor att de så förblir. En framställning 1986 till den statliga Kapitalvinstkommittén om lika skattebehandling av investmentbolag och aktiefonder tillbakavisades med argumentet att investmentbolagen främst var maktinstrument för starka ägargrupper i näringslivet och ingalunda i behov av några skattelättnader. Detta svepande omdöme avspeglar en uppfattning som jag fruktar är representerad på båda sidor om den politiska blockgränsen.

## Investmentbolagen bör göra en dygd av nödvändigheten – satsa på ägarrollen!

Aktivaägare som vill ta ansvar och göra insatser för att utveckla sina företag efterfrågas från alla håll. Många ser med oro på institutionernas växande andel i ägarstrukturen och det med rätta. Det varnas för "ett ägande utan ansikte". En äldre generations starka ägare/företagsledare beskrivs nostalgiskt som trygga fadersgestalter, ägare att hålla i hand när åskan går. Samtidigt anses, ofta felaktigt, de nya, privata ägare som trätt fram under senare år inte ha de önskvärda kvaliteterna.

Det är motsägelsefullt och svårbegripligt, när man från politiskt håll, bl.a genom skatter, driver en ekonomisk politik som försvårar företagsägande på privata händer och samtidigt beskärmar sig över bristen på sådana ägare och över institutionernas frammarsch.



Bland dessa efterlyses fler "investerare", d.v.s. ägare, som är villiga att ta ett långsiktigt, industriellt ansvar och inte ser aktieplaceringen som en kortsiktig, finansiell spekulation. Samtidigt kritiseras differentierad rösträtt, samverkan inom "sfärer" mellan företag med gemensamma intressen och andra företeelser som underlättar för villiga och kompetenta aktörer, som inte har obegränsade resurser, att ta ett verkligt ägaransvar. Kapitalvinstkommitténs ovan citerade, nästan fientliga inställning när det gällde att skattemässigt likställa investmentbolag och aktiefonder är ett uttryck för denna kluvna inställning – starka ägare är nog bra men ägarmakten bör utövas i former som kan styras och kontrolleras av andra än kapitalistiskt inställda ägare.

Jag anser det vara både av behovet påkallat, lockande och meningsfullt att främst de större investmentbolagen övergår till att bli holdingbolag för sina starka företagsintressen med uppgift att på ett aktivt och långsiktigt sätt styra och utveckla dessa. Utvecklingen har under de senaste åren gått i den här riktningen, men målsättningen har inte alltid klart deklarerats.

I Industrivärden har vi de senaste åren redovisat att vi anser innehaven i SCA, AGA, JM, Ericsson, Promotion, PLM, Dacke, Gunnebo och Argentus vara "*förenade med särskilt ägaransvar*". I samtliga dessa företag utom ett var vi, tillsammans med närstående, den röstmässigt störste aktieägaren. Dessa innehav svarade vid 1986 års utgång för ca 70% av hela aktieportföljen. De strategiska placeringarnas andel av aktieportföljen har varit i stort sett oförändrad sedan mitten av 70-talet.

"Långsiktigt, aktivt ägande" låter bra, men vad innebär det? Att äga företag innebär primärt, enligt min mening, ett ansvar för företagets överlevnad. Det gäller att upprätthålla effektivitet och konkurrenskraft så att en attraktiv avkastning på ägarnas kapital och därmed deras medverkan säkerställs, samtidigt som det gäller att hela tiden röra sig i riktning mot framtidsinriktade produkter och marknader.

Ägarfunktionerna kan i en marknadsekonomi, där företagen i huvudsak är aktiebolag, uppfyllas genom att ägarna begagnar sig av "exit" eller "voice", d.v.s. antingen lämnar företaget eller gör sin stämma hörd för att åstadkomma förändringar. Båda ägarbeteendena är viktiga och de kompletterar varandra.

Genom "exit"-funktionen kontrollerar aktieägarna främst den kortsiktiga lönsamheten och inriktningen. Aktieägare som väljer

att agera genom "voice" tar ett mera djupgående ansvar. De engagerar sig i företaget genom styrelsearbete och genom val av företagsledning. De skaffar sig en sådan kunskap om företaget att de på ett tidigt stadium kan indentifiera uppdykande problem och ta initiativ till deras lösning. "Voice"-funktionen har sin största betydelse för företagens förnyelseförmåga, för investeringar i ny teknologi, nya produkter och nya marknader. Sådana beslut är nödvändiga i alla företag, som vill vara rustade för framtiden. Men de har som regel nackdelen att belasta resultatet på kort sikt.

Det är här ägandets mycket viktiga *långsiktiga* aspekt kommer in. Förnyelsesatsningarna har ökat i storlek och innebär ofta väldiga risktaganden (en ny bilmodell hos Volvo eller SAAB, AXE-utvecklingen hos Ericsson, en ny pappersmaskin i skogsindustrin). Satsningarna sker också i en värld, där de externa ekonomiska och politiska riskerna är stora och svårhanterliga. Skall utveckling komma till stånd måste företagsledningarna ha stöd av ägare som ser längre än till nästa delårsrapport.

Det torde vara så gott som omöjligt att ange vad som är den ideala ägarstrukturen i ett företag. Men en blandning av "voice"- och "exit"-benägna aktieägare är säkert gynnsam. Då skapas förutsättningar för långsiktig industriell utveckling, samtidigt som aktiemarknadens tryck på den kortsiktiga effektiviteten och lönsamheten upprätthålls.

Enligt min och många andras mening är det dags för en renässans för de gammaldags industriella dygderna: forskning, produktutveckling, produktionsteknik/kapitalrationalisering, marknadsbearbetning, administrativ effektivitet. Hittills under 1980-talet har den tålmodiga industriella utvecklingen fått stå tillbaka för rent finansiella aspekter. Det har medfört en enorm och tillväxtbefrämjande utveckling av de finansiella marknaderna men har också lett till en viss ringaktning för de grundläggande elementen i all företagsamhet.

Den kraftigt ökade tillgången på riskvilligt kapital i förening med en ny finansiell kreativitet har medfört en hög takt i näringlivets omstrukturering under 1980-talet. Orkeslösa företag har köpts upp och inlemmats i nya strukturer, där de fått ny vitalitet. De mest aktiva "omstrukturerarna" har varit expansiva industri-, handels- och tjänsteföretag, kapitalstarka privatpersoner och vissa investmentbolag. Deras verksamhet har varit utvecklingsbefrämjande och kommer alltid att behövas. Men vi bör ta oss i akt för den

överdrivna "merger mania" som spritt sig över företagsvärlden i USA. När "omstrukturering" blir ett självändamål befrämjar den inte utvecklingen.

Min tes är alltså att de större investmentbolagen bör koncentrera sig på rollen som aktiva, långsiktiga ägare. Tillgången på äkta kapitalister – det erfarenhetsmässigt bästa alternativet – för att fylla den rollen är helt enkelt inte tillräckligt stor. Vi har visserligen haft ett tillflöde under det senaste decenniet av privatpersoner, som motsvarat den klassiska bilden av ägare och företagsledare i samma person men man måste tyvärr utgå ifrån att tillgången på sådana äkta kapitalister är och förblir alltför knapp.

Investmentbolag som ägare framstår då som det mest närliggande alternativet – ett surrogat, om man så vill – men bättre än de flesta andra lösningar. Framgångsrika industriföretag kan förvisso vara effektiva ägare i andra företag men arbetar dessa i helt andra branscher finns alltid risken för splittring och uttunning av den primära affärsidén. Som en följd av vårt skattesystem uppstår dock ofrånkomligen en del sådana "onaturliga" ägarförhållanden. Mycket vinstgivande företag kan helt enkelt av skatteskäl inte dela ut tillräckligt av sina överskott till aktieägarna – avbränningarna är prohibitiva. Om de inlåsta överskotten inte behövs för utveckling av den egna basverksamheten, är det lätt hänt att de investeras i andra företags aktier, gärna i bolag som man lärt känna, t.ex. genom att de är aktieägare i ens eget företag. Här ligger en av förklaringarna till det ökade "korsägandet".

Försäkrings- och pensionssektorns finansiella resurser är mycket stora och växande. Nya placeringsregler för försäkringsbolagen kan komma att höja gränsen för största tillåtna innehav från 5% till 8–10% av rösterna i varje enskilt bolag. Försäkringsbolagen blir allt viktigare som ägare och rör sig i riktning mot en tydligare "voice"-inställning. Det är en välkommen utveckling men de torde ännu under lång tid vara hänvisade till att i huvudsak agera genom "exit/entry"-beteende.

Det finns alltså långsiktigt och industriellt inriktade ägarroller i näringslivet som inte är slutgiltigt besatta. Därtill hugade investmentbolag kan med fördel pretendera på dessa. Dessutom finns det alltid behov av fantasirika och kraftfulla ägare som kan få till stånd nya, strukturellt riktiga företagskombinationer. Som "omstrukturerare" kan – och bör – investmentbolagen liksom hittills göra nyttiga insatser.

## Ägarrollen i praktiken – erfarenheter från några företag

Kan då investmentbolagen som ägare motsvara de krav och förväntningar som ställs? Mitt svar är jakande men med vissa reservationer: man måste verkligen satsa på ägarrollen och ha de resurser som krävs. Genom att i korthet referera några praktikfall, där Industrivärden agerat som dominerande ägare, vill jag belysa några aspekter på ägarrollen.

### *SCA: långsiktighet som fått sin belöning*

Redan när Industrivärden grundades 1944 övervägdes det att låta en post SCA-aktier ingå i det nybildade "holding-bolagets" portfölj. Men SCA ansågs då som en alltför osäker investering.

Svenska Handelsbanken hade redan under 1920-talet gått in som dominerande aktieägare i en rad norrländska skogsindustrier för att därigenom skydda sina fordringar på bolagen som kommit på obestånd under kriserna efter första världskriget. År 1929 träffade banken en överenskommelse med Kreuger & Toll som innebar att parterna sammanförde sina skogsindustriintressen i ett nybildat holding-bolag: Svenska Cellulosa AB, SCA.

Efter Kreuger-kraschen blev Handelsbanken ensam ägare till SCA, som länge förde en både industriellt och finansiellt bekymmersam tillvaro. Axel Wennergren var en tid dominerande ägare i SCA men 1947 hade Handelsbanken i olika etapper ånyo fått SCA i sin ägo. Först 1950 var förhållandena sådana att SCA kunde placeras på marknaden genom en emission som i huvudsak tecknades av Handelsbankens stamaktieägare. Industrivärden förvärvade i detta sammanhang sina första SCA-aktier, en investering på 5 Mkr.

Under de 37 år som gått sedan dess har SCA haft en fantastisk utveckling. Avstampet togs 1954 då den tidigare mycket vildvuxna koncernen stöptes om genom en stor fusion som skapade ett koncernledande moderbolag och klart definierade, operativa ansvarsområden. Samtidigt fastlades en strategi som grundades på SCA:s naturtillgångar, skog och kraft, och som lade ut en långsiktig kurs mot koncentration av produktionen till stora, internationellt konkurrenskraftiga fabriker, vidareförädling av produkterna och internationell marknadsföring.

Denna strategi har skickligt och konsekvent tillämpats av SCA:s tre verkställande direktörer i modern tid: Axel Enström, Eije Mossberg och Bo Rydin. Strategin har inneburit rader av hårt kritiserade fabriksnedläggningar i sysselsättningssvaga Norrlands-regioner, den har inneburit riskfyllda investeringsbeslut och den har krävt djärva satsningar på ny teknik på alla områden – från skogsodling till nya produktionsprocesser.

Skogsindustrin arbetar med planeringshorisonter som ofta sträcker sig över decennier. Det krävs därför, kanske mer än i andra industrier, ett långsiktigt perspektiv och ett envetet fasthållande vid den lagda kursen för att åtgärderna ska ge resultat. Det betyder i praktiken att man ofta måste avstå från kortsiktiga, "publikknipande" lösningar för att uppnå det viktigare men inte så lätt skönjbara industriella slutmålet.

Det har tagit SCA 40 år att inom den skogsindustriella verksamheten gå från ren trävaru- och massaproduktion till ett konkurrenskraftigt och lönsamt sortiment av vidareförädlade produkter, främst papper av olika slag. Under resans gång har antalet fabriker minskat från 18 till 6.

Men därutöver har SCA-koncernen breddat sin affärsidé och expanderat in i helt nya områden. Dessa har alla en naturlig anknytning till den skogsindustriella basverksamheten men har gett koncernen nya, starka ben att stå på, vilket bl.a. minskat beroendet av de ofrånkomliga konjunktursvängningarna för skogsindustrins produkter. Skogsindustridelen av SCA, som 1950 motsvarade nästan hela koncernomsättningen, har minskat till ca 35% av försäljningen 1986. Nya produktområden som emballage, verkstadsprodukter (med stark anknytning till skogsindustrin) och framförallt Mölnlyckes konsumentorienterade produktprogram har tillkommit. Av särskild strategisk betydelse var förvärvet av Mölnlycke 1975. Genom detta kom SCA in på en rad starkt expansiva, internationellt etablerade produktområden med utomordentliga framtidsmöjligheter. Mölnlyckes utveckling sedan förvärvet har varit lysande; försäljningen av Mölnlyckes produkter börjar nu närma sig 50% av SCA-koncernens omsättning.

Industrivärden har sedan 1950 varit engagerat i SCA. Den ursprungliga investeringen har vuxit till 1 530 Mkr vid årsskiftet 1986/87. Industrivärdens aktieinnehav motsvarar idag 24% av röstvärdet och 10% av aktiekapitalet i SCA. "SHB-sfären" svarar tillsammans för över 30% av röstvärdet.

Förvärvet av Mölnlycke 1975 betalades med SCA-aktier. Custos blev därigenom stor aktieägare och har idag ett innehav som motsvarar 18% av röstvärdet och 8% av aktiekapitalet i SCA. SCA:s ägarbild domineras således av de båda investmentbolagen. Samarbetet mellan de båda storägarna fungerar mycket bra. Båda deltar aktivt i såväl moderbolagets som vissa större dotterbolags styrelser. Samråd sker regelmässigt i frågor av större vikt.

Trots ett aktivt engagemang i ägarrollen, som i Industrivärdens fall snart sträcker sig över en 40-årsperiod och som gett en gedigen kunskap om företaget och branschen, kan investmentbolagen inte ta åt sig äran av SCA:s utveckling till en av världens förnämsta skogsindustrikoncerner. Den tillkommer företagets ledning, främst dess verkställande direktörer. Möjligen kan ägarna berömma sig av att ha valt ovanligt bra personer att leda SCA. Men det är min bestämda övertygelse att den stabila ägarbasen i form av industriellt kunniga och långsiktigt inriktade investmentbolag har varit till god hjälp i – ja kanske en förutsättning för – det mångåriga uppbygg-nadsarbete som skapat dagens SCA.

Industrivärden har i SCA främst företrätts av Tore Browaldh, som i 22 år varit SCA-styrelsens ordförande. Som sådan stödde han Eije Mossberg i den våldsamma debatten kring fabriksnedläggningarna på 1960-talet. Han har likaså banat väg för expansionen och internationaliseringen under Bo Rydins tid. Genom direkt medverkan av Industrivärden möjliggjordes på sin tid SCA:s förvärv av Wifstavarv och Hammarforsens Kraft AB, två affärer som i hög grad bidragit till SCA:s senare utveckling.

Det fanns perioder under 1960- och 1970-talen då SCA var nästan utdömt som företag och aktieplacering. Det hade då stor betydelse att Industrivärden som dominerande ägare stöttade företagsledningen och hade tilltro till att dess strategi på sikt skulle leda till framgång. Den långsiktiga inställningen till ägandet har i detta fall fått sin belöning.

### *Gunnebo: kunde någon annan ha gjort det bättre?*

Om SCA är Industrivärdens i särklass största engagemang, så är innehavet i Gunnebo ett av de mindre, med ett värde vid utgången av 1986 om ca 90 Mkr, motsvarande ca 40% av både kapital och röster i bolaget. "SHB-sfärens" samlade innehav uppgår till ca 45%. De första Gunnebo-aktierna köptes redan i slutet av 1960-

talet. 1976 förvärvades en post, motsvarande 25% av aktiekapitalet, och Industrivärden blev den dominerande ägaren.

Gunnebo hade under 1960–70-talen under en stark och handlingskraftig chef varit den drivande kraften, när det gällde den inhemska omstruktureringen av de produktområden där Gunnebo var verksamt (tråd, spik, kätting, ställinor, stängsel). En rad företag hade köpts upp, produktionen omfördelats och vissa enheter lagts ner. De aktuella produktområdena kännetecknades av ringa tillväxt och ökande importkonkurrens. Gunnebos strävan mot större volymer i förening med storskaligare och mer effektiv produktion, samtidigt som antalet konkurrenter på den svenska marknaden minskades, var säkert en riktig strategi.

Företagsförvärven ledde till en mer vittförgrenad koncern med tillverkning och försäljning på flera orter, egna säljbolag i utlandet etc. Genom skuldsättning ökade det finansiella risktagandet. Den gamla, patriarkaliska "bruks-modellen" för styrning och ledning av verksamheten blev med dessa förutsättningar otillräcklig.

När jag 1977 tillträdde som styrelsens ordförande, hade jag en instinktiv känsla av att bolagets organisation och styrsystem var otidsenliga. Hela företaget bars bokstavligen upp av verkställande direktörens personlighet med hjälp av några förtroegna medarbetare. Jag minns mycket väl min första diskussion med företagsledningen om behovet av en affärsplan för de olika produktområdena, där marknad, konkurrenter, egna styrke- och svaghetsfaktorer m.m. skulle bedömas och ett handlingsprogram med ekonomisk målsättning fastläggas. Alla lyssnade artigt och förklarade sig inse behovet av en sådan framåtriktad planering. Men ingen var uppriktig nog att meddela mig att Gunnebo egentligen saknade de flesta förutsättningarna för att göra en sådan plan: organisation med klara ansvarsområden, redovisning för att mäta resultatet för dessa, tillräcklig kunskapsnivå ute i företaget för att förstå de samband som påverkade lönsamheten. Allt detta saknades.

Planeringsarbetet kom därför inte igång. Gunnebo visade för 1977, 1978 och 1979 hyggliga resultat, vilket dämpade mina farhågor. Jag konstaterade att det var svårt att lära gamla hundar sitta. Vd skulle avgå med pension 1980 och jag bedömde att saken kunde anstå till dess att en ny, modernare chef spontant skulle gripa sig an Gunnebos problem i min anda.

Genom att jag inte pressade på och inte var tillräckligt misstänksam, när jag märkte motviljan mot en genomlysning av företaget,

förblev jag allför länge okunnig om bolagets inneboende brister. En djupare kunskap om företag av Gunnebos typ – min erfarenhet kom främst från stora, välorganiserade företag – skulle här ha varit till hjälp. Mera egen tid eller tillgång till medarbetare, som för min räkning kunde tränga bakom kulisserna, skulle också gett mig ledtrådar att nysta vidare på. Sannolikt hade det lett till att vd-skiftet aktualiserats vid en tidigare tidpunkt.

Som det nu blev, brast isen under Gunnebo 1980. Resultatet föll till närmare noll och de fördolda bristerna kom i dagen. Om Industrivärden som huvudägare agerat optimalt skulle vi ha upptäckt och börjat åtgärda dem flera år tidigare.

En ny vd rekryterades externt med min medverkan och tillträdde i slutet av 1980. En nydaning av bolaget påbörjades. Verksamheten delades upp i fyra affärsområden, vart och ett med klart utformade affärsidéer och strategier. Lönsamhetsansvaret har delegerats till affärsområdenas chefer och av dessa till underställda enheter. Redovisningssystemet har anpassats så att alla ansvariga får en meningsfull rapportering. Stora utbildningsinsatser har gjorts för att göra hela organisationen lönsamhetsmedveten. Praktiskt taget alla nyckelpersoner är nyrekryterade.

Samtidigt har strukturåtgärder vidtagits i rask takt. Antalet tillverkningsenheter inom koncernen har halverats under åren 1980–86 och ett tjugotal verksamheter har avyttrats. Under samma tid har trettio nya verksamheter startats eller köpts, varav ett tiotal är säljbolag utomlands. Samtliga strukturåtgärder har syftat till att renodla och förstärka Gunnebos fyra affärsområden. Dessa har vuxit kraftigt sedan 1980; Gunnebo-koncernens omsättning har ungefär fördubblats under perioden. Hela ökningen hänför sig till verksamheter som förvärvats sedan 1980. Det har alltså skett en verklig omvandling i det tysta.

Trots alla insatser i lönsamhetsfrämjande syfte har Gunnebos resultatutveckling under 1980-talet inte varit något att skryta över. Räntabiliteten har, så när som på något enstaka år, varit otillfredsställande. Detta har uppmärksammats och många hugade intressenter har anmält sig med idéer om hur man bättre än Industrivärden skulle kunna få fart på Gunnebo. I de flesta fall har grundtan-ken varit att kapa av de mest attraktiva verksamhetsgrenarna och införliva dem med den egna koncernen. Resten av Gunnebo skulle sedan få klara sig så gott det gick.

Industrivärden har ställt sig kallsinnigt till sådana förslag. Om vi



trodde på idén vore det en lätt sak för oss att få den genomförd. Men vi ser samband och ömsesidiga beroenden mellan affärsområdena som är svåra att upptäcka för en extern bedömare. Vi har ansett att även efter en tekniskt lyckad operation skulle risken vara stor att patienten dog. Jag har satsat på en säkrare men långsammare rehabilitering; så länge företagsledningens åtgärder och planer bedömts som resultatbefrämjande och långsiktigt riktiga har den haft förtroendet att arbeta vidare. Men även vi skulle gärna sett att lönsamhetsförbättringen och tillväxten skett snabbare.

Kanske har ett investmentbolag av vår typ, där Gunnebo-engagemanget trots allt har ganska marginell betydelse, en tendens att visa alltför stort tålamod. Genom långvarigt personligt samarbete mellan vd och styrelseordföranden i hans egenskap av investmentbolagets representant blir investmentbolaget i viss mån medansvarigt i utvecklingen och mer förestående i sin ägarroll än som kanske är nyttigt.

### *JM: att äga eller inte äga, det är frågan*

JM Byggnads- och Fastighets AB, JM i dagligt tal, är en "success story" för Industrivärden. Bolaget förvärvades vid årsskiftet 1965/66. Det var då väl etablerat, särskilt på Stockholmsmarknaden, och hade genomfört en rad uppmärksammade byggprojekt: Wenner-Gren Center, Kulturhuset vid Sergels torg, två av höghusen vid Hötorget samt stora förortsområden, bl.a. förortscentrum och 4600 bostäder i Täby. Förvärvet skall ses mot bakgrund av boomen på byggmarknaden under "miljonprogrammets" år. Några förvaltningsfastigheter ingick inte.

JM grundades som och har i sin affärsinriktning förblivit ett "byggmästarföretag". Ett sådant är mer inriktat på att utnyttja sitt kunnande inom bygg- och fastighetsområdena till intressanta affärer med god lönsamhet än på volymtillväxt och marknadsandelar. Utveckling av projekt i egen regi – från råmark till färdiga fastigheter för försäljning eller egen förvaltning – prioriteras och svarar för huvuddelen av verksamheten.

Denna strategi har tillämpats med tilltagande stringens inom JM och har varit mycket framgångsrik. Under de 10 åren sedan 1978 har det redovisade resultatet stigit varje år; härill kan läggas en växande, dold vinst i form av värdestegring på fastighetsbeståndet.

Detta hade vid årsskiftet 1986/87 ett marknadsvärde av ca 2 600 Mkr.

Industrivärden har som ägare till det framgångsrika bolaget handlat helt enligt regelboken. När JM nått tillräcklig storlek och stadga, tog vi 1981 initiativ till en nyemission i JM, som riktades till Industrivärdens aktieägare och innehavare av bolagets konvertibla skuldebrev. Denna tillförde JM finansiella resurser för en snabb fortsatt utbyggnad av det egna fastighetsbeståndet. Samtidigt skapades förutsättningar för att introducera JM-aktien på Stockholms Fondbörs. Så skedde också 1982. Även efter emissionen hade Industrivärden en dominerande ägarandel: 87% av rösterna och 69% av aktiekapitalet.

För att frigöra kapital för andra placeringar minskade Industrivärden under 1985–86 sitt JM-innehav till strax under 50% av röstvärdet och ca 32% av aktiekapitalet. Vi var dock fortfarande den klart största ägaren.

Under drygt 20 år har Industrivärden varit först moderbolag och sedan dominerande ägare. Det är därför naturligt att en stark samhörighetskänsla vuxit fram mellan bolagen. Den har byggt på ett förtroendefullt, konstruktivt och resultatgivande samarbete med JM:s ledning, som vuxit upp inom företaget och nått sina positioner med Industrivärdens goda minne. För JM:s anställda i stort har ägarförhållandet uppfattats som en garanti för både trygghet och positiv utveckling.

I dagsläget är JM:s rörelse stabilt lönsam med möjligheter till en fortsatt god utveckling. Det råder balans mellan fastighetsförvaltning och byggverksamhet. Det senare har successivt skurits ner och är väl anpassad till marknaden. En rad intressanta projekt, som kan tillföra JM nya kommersiella fastigheter för egen förvaltning med ett marknadsvärde av ca 1 000 Mkr, kommer att slutföras fram till 1990. JM är alltså väl rustat för framtiden.

I detta läge får Industrivärden möjlighet att göra en ur många synpunkter ytterst intressant affär. Skanska erbjuder sig att förvärva samtliga våra JM-aktier med likvid i form av A-aktier i Skanska och ett kontantbelopp om 535 Mkr. Genom affären blir Industrivärden en av de största aktieägarna i Skanska, som är ett finansiellt mycket starkt företag med stor utvecklingspotential. En allians med ett sådant företag är naturligtvis intressant. Sett ur strategisk och finansiell synpunkt är affären attraktiv för Industrivärden och på både kort och lång sikt måste den bedömas som riktig ur aktie-

ägarnas perspektiv. Styrelsen fattade därför det riktiga beslutet att utnyttja affärstillfället. Som styrelseledamot i Industrivärden var det inte svårt för mig att deltaga i beslutet.

Men som representant för den – såvitt jag förstår – uppskattade huvudägaren i JM hamnade jag i en lojalitetskonflikt. Den förstärks av min något romantiska syn på företag. De är för mig inte finansiella data, inte heller fabriker, maskiner och kontor. De består i första hand av människor, det är människorna i företaget som utgör dess "själ".

Om den dominerande ägarens försäljning, som i det här fallet, med stor sannolikhet är upptakten till en fullständig "take-over", då måste man fråga sig: Hur påverkas bolagets "själ" om ägarsituationen radikalt förändras? Avgörande för svaret är naturligtvis hur relationerna varit mellan ägare/företagsledning/företag. Om man trivts och arbetat bra ihop, om ett mångårigt samarbete utvecklats till personlig vänskap – då är det svårt för ägaren att skiljas från företaget. Särskilt svårt är det om företagsledningen och de anställda uppfattar ägarförändringen som negativ för både sin egen och företagets del. Man känner sig som att ha övergivit sina vänner på ett villande hav och tagit kompassen med sig.

Många tycker nog att den här inställningen är sentimental och föga affärsmässig. Man måste ju krossa ägg för att göra en omelett. Men det kostar på – och man måste ställa sig frågan: "Handlar ägaren rätt, när han tillgodoser sina egna intressen på bekostnad av det ägda bolagets?"

## 1990-talets investmentbolag – hur skall deras strategi se ut?

De investmentbolag, som kan läsa skriften på väggen bör överväga en strategi, som innebär att de blir holdingbolag med ägarfunktioner. De måste i så fall inrätta sig för denna uppgift. Organisationen (inte minst den skattemässiga strukturen) måste anpassas och de personella resurserna i många fall kompletteras.

### *Strukturen*

Vill ett investmentbolag fördjupa sitt ägarengagemang i de bolag där man är stor aktieägare, måste antalet engagemang begränsas,

inte minst med tanke på att även de största investmentbolagen måste hushålla med sina finansiella resurser. Antalet bolag, där man har ett djupgående ägaransvar (jag kallar dem i fortsättningen "intressebolag") bör sannolikt inte överstiga 10. Ett sådant antal är som regel tillräckligt för att uppnå önskvärd riskspridning.

När det gäller intressebolagens fördelning på näringslivets sektorer och delbranscher är den oftast historiskt given. I flertalet fall handlar det om aktieinnehav som investmentbolaget ägt under lång tid. Dessa innehav har stor ekonomisk vikt, och det finns en långvarig samarbetstradition, som regel baserad på medverkan i det ägda bolagets styrelse. Det föreligger med andra ord en naturlig bas för det aktiva ägarengagemanget.

Hävdvunna relationer bestämmer således i hög grad vilka företag som kommer att vara intressebolag. Men ett alert och framgångsrikt investmentbolag eftersträvar givetvis att över tiden göra kloka anpassningar av dessa investeringar. Förnyelsetakten torde dock av många skäl bli ganska låg.

Den ägarandel som investmentbolaget ska eftersträva i de enskilda intressebolagen bestäms av dessa ägarbild i övrigt. Ju mer splittrad den är, desto mindre andel behövs för att få en styrande roll. Som regel eftersträvas positionen som den i varje fall röstvärdemässigt största ägaren i de berörda företagen. I många fall kan därvid "sfärens" sammanlagda innehav räknas. Det innebär att investmentbolagets eget aktieinnehav i de flesta fall kommer att ligga mellan 15 och 30% av röstvärdet. Men situationen i det enskilda bolaget blir avgörande för vad som anses vara "tillräcklig" ägarandel.

Erfarenheterna från USA visar klart att den ägare, som vill slå vakt om en långsiktig, industriell utveckling måste ha en mycket stark position för att kunna motstå attacker från aggressiva "corporate raiders". En liknande utveckling i Sverige tenderar att pressa upp nivån för det "tillräckliga" ägandet.

Flera skäl talar för att investmentbolaget bör ha ett antal helägda, rörelsedrivande dotterbolag. Huvudskälet för att äga egna dotterbolag är givetvis att dessa ska lämna rejäla bidrag till koncernresultatet. Men därutöver är de av stort värde för den koncernmässiga resultat- och skatteplaneringen och koncernens samfälliga finan-

siering. Det skulle föra för långt att gå in på dessa aspekter, men pudelns kärna är att den betydande upplåning som investmentbolagen med sina mycket starka balansräkningar lätt kan arrangera i första hand bör ske i ett rörelsedrivande bolag som kan dra av räntekostnader från skattepliktiga intäkter. Detta är inte möjligt för investmentbolaget självt, som i sin normala rörelse knappast har några sådana intäkter.

Det är på många vis nyttigt för investmentbolagets ledning, som ju i hög grad ska samarbeta med och påverka sina kollegor i intressebolagen, att själva konfronteras med och utöva ett totalt företagsledningsansvar. Som företagsledare "in his own right" har investmentbolagets vd en helt annan tyngd i relationerna med intressebolagens chefer.

### *De finansiella resurserna*

Investmentbolagsrabatten är ett allvarligt hinder för kapitalanskaffningen och därmed för investmentbolagens förmåga att vid behov förse intressebolagen med nytt kapital. Rabatten utesluter praktiskt taget möjligheten att nyemittera aktier i investmentbolaget liksom att använda egna aktier som betalning vid förvärv av större aktieposter eller hela företag. Till skillnad från rörelsedrivande företag har investmentbolaget inte rätt att utnyttja s.k. Annellavdrag i samband med nyemissioner, vilket ytterligare ökar investmentbolagets kostnad för finansiering med eget kapital.

Skattereglerna harmonierar således dåligt med investmentbolagens ur många synpunkter behövliga funktion som aktiva, långsiktiga ägare. Om denna roll uppfattades som viktig även på politiskt håll, kunde man hoppas på en anpassning av skattereglerna. Trots att det nu blåser nya och friska vindar över skatteområdet tror jag att man inte ska ha alltför stora förhoppningar.

Investmentbolagen får därför räkna med att lösa kapitalanskaffningen på annat sätt än genom nyemissioner. Finansiellt samarbete med helägda, rörelsedrivande dotterbolag enligt ovan är *en* framkomlig väg. Men denna är främst gångbar vid förvärv av hela företag (som förutsätts generera högre vinster än lånekostnaden). Att finansiera förvärv av aktieposter på detta sätt är en betydligt mer riskabel affär.

Vid en omläggning av strategin mot en klart profilerad ägarroll i ett mindre antal företag kan investmentbolagen som regel avveckla betydande innehav av andra aktier. I Industrivärdens fall, skulle efter skatt, över 1 000 Mkr kunna frigöras för intressebolagens behov. Med oförändrade skatteregler kommer man dock så småningom till en valsituation, då man kan tvingas uppge vissa positioner för att kunna förse framgångsrika och växande företag med de kapitalresurser som utvecklingen kräver.

### *Ledningskapacitet och andra personella resurser*

Rollen som aktiv ägare i stora företag är krävande. För att framgångsrikt kunna fylla den måste investmentbolaget disponera över stora fonder av specialkunskaper på många områden, breda insikter över vida fält och företagsledningskompetens i största allmänhet. Sådana tillgångar representeras av duggliga människor.

Kompetenskraven gäller i första hand vd och hans närmaste medarbetare. Hur framstående dessa än är, torde dock kunskapsbasen vara i smalaste laget för ett initierat och kraftfullt agerande i ett antal stora intressebolag.

Investmentbolagen har i allmänhet satt en ära i att sköta sin verksamhet med liten apparat och låga kostnader. Antalet anställda har varit blygsamt, ofta bra ett tiotal. Administrationskostnaderna i t.ex. Industrivärden kan räknas i någon promille av det förvaltade kapitalet.

Kring de branscher och företag där man sedan länge är engagerad, samlas med tiden betydande kunskaper, särskilt när investmentbolaget varit representerat i styrelsen. Denna kunskapsbas är som regel tillräcklig för att kunna bedöma och ta ställning till företagsledningens förslag när verksamheten utvecklas normalt. Min egen erfarenhet är att den däremot är otillräcklig om investmentbolaget som ägare vill ta egna initiativ och inte bara bedöma företagsledningens.

Som särskilt otillräckliga upplevs management-resurserna när något intressebolag råkar i allvarlig kris. För sådana situationer kan man inte vara permanent bemannad, men då är det viktigt att ha ett bra kontaktnät med företagsledare "i disponibilitet" och andra konsulter. Professor Ulf af Trolle gjorde under många år Industrivärden ovärderliga tjänster i sådana sammanhang.

Jag är övertygad om att en kraftfullare ägarstyrning från investmentbolaget kräver utökade personella resurser. Hur dessa ska vara sammansatta är svårare att säga. Styrningen måste huvudsakligen ske genom styrelsearbete och detta är inte något som kan delegeras. Här är det endast styrelseledamotens personliga insats som gäller, ingen annan kan fullgöra uppgiften eller ta på sig hans/hennes ansvar. För investmentbolaget som ägare är det således av största betydelse att hitta de rätta styrelseledamöterna. Dessas kapacitet och möjlighet att agera effektivt kan sedan höjas genom en bra "stab" av experter och analytiker som kan berika styrelseledamoten med både fakta och idéer.

Om investmentbolaget har besatt ordförandeposten kan det vara bra om det företräds av ytterligare en styrelseledamot, som har tid att tränga på djupet och som kan fungera som en "djävulens advokat" mot både det ägda företaget och investmentbolagets egen ledning.

Investmentbolagets egen styrelse är en utomordentligt värdefull resurs. Här kan man samla den breda erfarenhet, det kontaktnät och den omvärldskunskap som är så viktig, inte minst för investmentbolagets strategiska framförhållning. Företagsledarkompetens av högsta klass kan och bör knytas till styrelsen för investmentbolag som vill utöva ett aktivt ägarskap.

Enligt min mening bör det dessutom vara ett krav att styrelseledamöterna har tid och möjlighet att representera investmentbolaget i intressebolagens styrelser. Ledamotskap i en investmentbolagsstyrelse blir därigenom rätt betungande och tidskrävande. Ett sådant uppdrag bör inte förenas med för många andra.

Det vore naivt att tro att intressebolagens företagsledningar skulle bli spontant förtjusta över ett ökat ägarengagemang från det investmentbolag, som de har i sin aktieägarkrets. Formerna liksom sättet för ett fördjupat samarbete är därför mycket viktiga. Styrelsearbetet och kontakterna mellan styrelseordföranden (om denne representerar investmentbolaget) och vd är de viktigaste formerna för ägarstyrningen. Vilka som representerar investmentbolaget i intressebolagens styrelser och hur dessa agerar där har en avgörande betydelse för hur ägarstyrningen fungerar.

## Vision eller verklighet?

Den vision jag tecknat med investmentbolag som i hög grad koncentrerat sig på ägarrollen, är det en önskedröm hos en avgången vd som aldrig riktigt hann in i det förlovade landet? Jag tror inte det; visionen har redan börjat få fasta konturer i verkligheten. Starka krafter verkar för en utveckling i denna riktning.

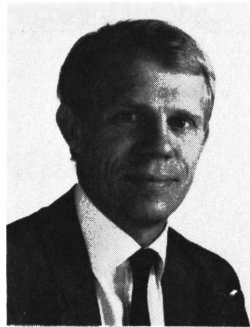
Behovet av kraftfulla ägare som vill ta ett långsiktigt ansvar är allmänt omvittnat. Det svenska samhället är – beklagligt nog – inte rätt miljö för att privata entreprenörer och kapitalister ska växa fram i den omfattning som skulle krävas för ett ägande av den klassiska modellen med företagsledare och dominerande ägare i samma person. Det uppstår ett vakuum på ägarsidan som måste fyllas. Ett investmentbolag som fullt ut satsar på att vara en långsiktig, industriellt inriktad ägare och som anpassar organisation och resurser till denna strategi, är ett mycket bra alternativ som det är svårt för andra institutionella ägare att överträffa.

Som förvaltare av aktieportföljer får investmentbolagen däremot svårt att hävda sig. Ren portföljförvaltning är inte ett tillräckligt motiv för investmentbolagens existens. Här finns det så många andra, fullgoda alternativ.

En övergång till en renodlad "ägarstrategi" måste givetvis motiveras för investmentbolagets aktieägare. De måste övertygas om att portföljen av intressebolag är intressant, att de ingående företagen har en utvecklingspotential som är bättre än för börsföretag i allmänhet och att investmentbolaget har förutsättningar att som tongivande ägare se till att företagens möjligheter tas till vara och potentialen förverkligas.

En sådan strategi, baserad på fantasi, kraft och skicklighet i ägarrollen, ställer stora krav. Men den skulle ge investmentbolagen en naturlig och betydelsefull plats i näringslivets framtida ägarbild. Investmentbolagen behövs.





*Claes Dahlbäck*

---

*Claes Dahlbäck är civilekonom och kom till Investor 1973. Sedan 1978 är han VD i företaget. Han är suppleant i Investors styrelse och har styrelseuppdrag bl a i ASEA, Astra, Electrolux, Swedish Match och Stockholms Optionsmarknad.*



# *Investor och Providentia som aktiva ägare*

## Aktivt ägande – vad är det?

Litet högtidligt beskrivs aktivt ägande på följande sätt i Investors årsredovisning 1986.

”Det aktiva ägandet, som är bolagets maxim, kännetecknas av ett starkt känt ansvar att verka för en långsiktig gynnsam utveckling för bolagen i Investors aktieportfölj. Denna medverkan sker genom ett aktivt styrelsearbete i de berörda företagen. Genom styrelsearbetet får Investor möjlighet att nära följa och medverka i bolagens utveckling. Samtidigt utgör styrelserepresentanterna genom erfarenhet och kompetens ett värdefullt stöd för företagsledningarna.

Det aktiva ägaransvaret innebär även deltagande i nyemissioner, rekonstruktioner och strukturaffärer.”

”En stark ägarposition i de berörda företagen är ofta en förutsättning för att kunna leva upp till ägaransvar. Historien visar även att en riktig ägarstruktur kan vara en stor betydelse för ett företags utveckling. Det finns bland våra storföretag många exempel på företag som idag är framgångsrika och väletablerade, t.ex. Astra, ASEA och Atlas Copco, vilka sannolikt ej skulle ha uppnått denna position utan en långsiktigt inriktad, kompetent och ansvarskännande ägare.”

Men hur fungerar det här i praktiken? Hur fattas besluten? Vem bestämmer egentligen? Hur sker kontakterna? Vad kan ägarna tillföra? Hur ser man på ägarna ute i företagen?

Jag skall här beskriva hur vi på Investor och Providentia arbetar i vardagslivet för att leva upp till vår roll som aktiva ägare.

## Om Investor och Providentia

Investor och Providentia är två av Sveriges äldsta börsnoterade investmentbolag. Investor bildades 1916 och Providentia 1946 genom att större aktieposter i industriföretag fördes över från Stockholms Enskilda Bank. Företagen var i Investors fall bl.a. Papyrus, Stora Kopparberg, Atlas Diesel (numera Atlas Copco), Separator (numera Alfa-Laval), SKF, Scania–Vabis (numera Saab-Scania), och i Providentias fall bl.a. Stora Kopparberg, SKF, Atlas Diesel och LM Ericsson.

Dessa bolag hade i flera fall startats eller rekonstruerats av familjen Wallenberg och Stockholms Enskilda Bank, vilka självklart kände ett ansvar för bolagens fortsatta utveckling. På det sättet blev det aktiva ägandet någonting naturligt för Investor och Providentia. Det är svårt att se var gränserna gick mellan familj, bank och investmentbolag – ägaransvaret kändes och utövades gemensamt.

Investor och Providentia levde således fram till början av 1970-talet i en nära symbios med Stockholms Enskilda Bank, familjen Wallenberg och de traditionella industribolagen i våra portföljer. Det fanns inga klara rågångar mellan investmentbolagen, banken eller industriföretagen – bolagens kassor förvaltades sålunda ofta av banken. Genom personalunioner, främst representerade av familjen Wallenberg i ledning och styrelse såväl i banken som i industriföretag och investmentbolag, utövades ägarrollen på ett mycket direkt sätt. Eftersom familjen varit grundare eller initiativtagare såväl till banken och investmentbolagen, som till många av industriföretagen, var detta naturligt. Det kunde gälla att skydda en betydande fordran för banken eller en stor riskkapitalsatsning från familjen eller investmentbolagen.

Till en början var familjens filosofi att man skulle sälja ut aktieinnehaven i industriföretagen när de kunde stå på egna ben. Så såldes exempelvis alla aktierna i ASEA ut på marknaden år 1911 när man väl efter oändliga mödor fått bolaget på fötter. Så småningom ändrade man dock inställning och började skaffa sig ägarkontroll över bolagen och representation i styrelserna. Huvudsyftet med detta var förmodligen att cementera en stabil kundgrupp åt banken. Det är mot denna bakgrund bildandet av Investor skall ses, annars hade banken nog inte behållit så stort ägarinflytande i Investor när bolaget bildades 1916. Man bör vidare minnas att såväl industriföretagens som bankens verksamhet var av väsentligt mind-

re omfattning då än idag, vilket möjliggjorde ett direkt engagemang från familjen i affärerna.

Alltsedan den stora bankfusionen mellan Stockolms Enskilda Bank och Skandinaviska Banken 1972 har Investor och Providentia fått ökade egna uppgifter som ägarrepresentanter. Bakgrunden till detta är att de svenska industriföretagens expansion och större komplexitet ställt ökade krav på ägarrollen. Samtidigt föredrog Skandinaviska Enskilda Banken efter bankfusionen att utvecklas mer åt affärsbankshållet och förlorade en del av Stockholms Enskilda Banks roll som merchantbank.

Dagens Investor och Providentia är två fristående, börsnoterade bolag med egna styrelser och verkställande ledningar. Bolagen har en gemensam administration och arbetar i nära kontakt med varandra. Investor och Providentia hade vid årsskiftet 1986/87 aktieportföljer med ett börsvärde av sammanlagt cirka 18 miljarder kronor. De största aktieinnehaven var:

| Bolag         | Börsvärde, totalt<br>i Investor och<br>Providentia, mkr | % av aktie-<br>kapitalet | % av<br>rösterna |
|---------------|---------------------------------------------------------|--------------------------|------------------|
| STORA         | 2762                                                    | 25,9                     | 25,9             |
| ASEA          | 2471                                                    | 12,0                     | 14,0             |
| Astra         | 1940                                                    | 13,7                     | 13,7             |
| Atlas Copco   | 989                                                     | 25,1                     | 25,1             |
| Saab-Scania   | 931                                                     | 6,7                      | 6,7              |
| Papyrus       | 896                                                     | 15,4                     | 15,4             |
| Swedish Match | 814                                                     | 20,6                     | 50,2             |
| SKF           | 810                                                     | 9,9                      | 21,8             |
| Skandia       | 805                                                     | 10,0                     | 10,0             |

## En aktiv ägarroll

Ett aktivt ägande bör syfta till att det enskilda företaget långsiktigt utvecklas på bästa tänkbara sätt. Ägarnas viktigaste uppgifter blir därför:

1. att utse effektiv styrelse och företagsledning;
2. att se till att bolaget är rätt finansierat inte minst med eget kapital;
3. att vara uthållig och beredd till ökade riskkapitalsatsningar t.ex. vid nyemissioner;

4. att kontinuerligt följa och stödja verksamheten – inte bara vid krissituationer;
5. att vid behov rekonstruera bolaget – sätta det på ny kurs, byta VD, styrelse;
6. att initiera och delta i nödvändiga strukturförändringar, såsom fusioner, företagsförvärv, utförsäljningar;
7. att se till att bolaget har en bra ägarstruktur, och undvika för bolaget skadliga markstrider.

Det finns i Investors och Providentias historia många exempel på hur dessa uppgifter lösts. Jag vill särskilt nämna två av dem från senare år: Rekonstruktionen av Garphyttan och STORAs genomgripande strukturförändring genom köpen av Billerud och Papyrus.

## Rekonstruktionen av Garphyttan

Garphyttan var ett gammalt bruksföretag med stark inriktning på produkter till bilindustrin, främst ventilfjädertråd. I början av 1970-talet gjorde bolaget en medveten satsning på nya produkter för att minska beroendet av bilindustrin. Ett omfattande forsknings-, utvecklings- och investeringsprogram inleddes. Nya material av kompositkaraktär utvecklades, och en breddning av produktprogrammet till bl.a. gruvlinor och pianotråd skedde. Tillverkningen av den nya produkten suturtråd för medicinsk användning blev exempelvis så omfattande att det skulle behövts ett krig av första världskrigets storlek för att förbruka Garphyttans lager. Bolaget hade 850 anställda år 1975. Man hade investerat 70 mkr och därmed ökat bolagets produktionskapacitet med ca 50%. Samtidigt hade bolagets soliditet minskat från 48% till 22%.

Under tiden försumrades utvecklingen av bolagets "bread and butter"-affär, nämligen ventilfjädertråden, och bl.a. japanska konkurrenter tog marknadsandelar på Garphyttans traditionella marknader. Man fick samtidigt, oförskyllt, problem med leveranserna av valstråd från SKF, vilket i sin tur ledde till omfattande reklamationer från Garphyttans kunder.

Satsningen på de nya produkterna misslyckades. Brist på efterfrågan från marknaden – några egentliga marknadsundersökningar hade inte gjorts innan produkterna lanserades – samt lågkonjunktur medförde en serie förlustår för det tidigare så lönsamma bruks-

företaget. Den sammanlagda förlusten efter finansiella intäkter och kostnader under åren 1977–79 uppgick till drygt 30 mkr. Vid utgången av 1970 var bolagets aktiekapital på 25 mkr till större delen förbrukat. Balansräkningen visade ett återstående eget kapital på 10 mkr. Styrelsen och verkställande ledningen hade inte levt upp till sitt ansvar.

Marcus Wallenberg, som något år tidigare tillträtt som ordförande i Investor och Providentia, tog initiativet till ett omfattande rekonstruktionsarbete. Med ett imponerande engagemang ägnade han sig åt Garphyttan in i minsta detalj och – trots det bekymmersamma läget – med en smittande entusiasm. Per Lundberg och Bo Berggren som jourhavande styrelseledamöter fick i uppdrag att samordna rekonstruktionsarbetet, vilket innehöll alla klassiska ingredienser: Byte av vd (två gånger), inlåning av temporär redovisningshjälp (från STORA) för att ta fram ordentligt redovisnings- och kalkylunderlag, avveckling av bolagets svaga produkter, minskning av produktsortimentet, uppgörelse med SKF om full ersättning för bristande kvalitet på valstråden, hård press på långivarna – bland annat SE-Banken, Statens Industriverk, Investeringsbanken och SPP – som ledde till ränteeftergifter, amorteringsanstånd, friskrivning från leasingavtal m.m. Samtidigt förbereddes en nedsättning av bolagets aktiekapital från 25 mkr till 10 mkr kombinerat med en nyemission på 15 mkr med garanti från Investor och Providentia.

Alla bollarna hölls i luften samtidigt tills samtliga avtal var klara. Nyemissionen genomfördes hösten 1980, men snart därefter visade det sig att det resultat för 1980 som förutskickats i nyemissionsprospektet inte skulle uppnås. En negativ utveckling av konjunkturen, i kombination med att det åtgärdsprogram som tidigare beslutats inte hade genomförts med tillräcklig kraft, medförde en stark resultatförsämring under hösten. Läget för Garphyttan var återigen mycket kritiskt och nya åtgärder behövdes. En ny vd utsågs. Ytterligare produkter avvecklades och försäljning av tillgångar genomfördes. Antalet anställda, som minskats till 580 år 1980, minskades med ytterligare 180 personer under två år. Eftersom prognosen i prospektet varit missvisande förklarade sig Investor och Providentia beredda att till pari inlösa de nyemitterade aktier som tecknats av utomstående, och att dessutom ge en räntekompensation.

Åtgärdsprogrammet var verkningsfullt och 1982 visade Garp-hyttan åter positivt resultat (8,6 mkr). 1983 medförde en ytterliga-

re stark resultatuppgång (till 28,8 mkr) och utdelning kunde återupptas. Utvecklingen har härefter varit mycket positiv och ledde bland annat till att Garphyttan år 1984 kunde lägga ett bud på Incentiveföretaget Hesselman.

För Per Lundberg och mig blev Garphyttan ett vittnesbörd om dels hur snabbt ett "gammalt fint" företag kan deklinera dels hur mycket hårt och tufft arbete som krävs för att vända skutan rätt igen. Dessutom fick vi en lektion i rekonstruktionsteknik i den högre skolan.

## STORAS strukturaffärer

Under åren 1978–84 utvecklade Per Lundberg och jag mycket nära och förtroendefulla relationer till Incentives dåvarande vd, Bo Berggren. Efter den uppmärksammade uppgörelsen med Volvo våren 1984, beträffande aktieägandet av STORA och Atlas Copco och Bo Berggrens tillträde som ny vd i STORA, fortsatte våra nära kontakter. Under sommaren 1984 hade vi långa diskussioner om den i vårt tycke lämpligaste framtida strukturen för STORA liksom för svensk skogsindustri i allmänhet. Pusselbitarna i vår närhet var förutom STORA: Papyrus, Hylte, Nymölla, Ry, Oppboga. Det stod ganska snart klart för oss att ett samgående mellan STORA och Papyrus av många skäl vore lämpligt: finpappersstrukturen, kartongen, massaleveranser, skogstransporter, marknadsföring m.m. men tiden var av olika skäl ännu inte mogen.

På hösten 1984 fick STORA plötsligt möjlighet att förvärva Billerud på ett sätt som beskrivs närmare nedan (se sid. 83). Trots att vi tidigare diskuterat Billerud som ett intressant och riktigt förvärv för STORA, blev det nu mer fråga om att gripa ett tillfälle i flykten än en del i en långsiktig strukturplan. Den eventuella tvekan vissa av oss kände inför ett förvärv av Billerud berodde väl snarast på frågan om detta skulle försämra STORAs möjligheter att senare förvärva Papyrus. Vi bedömde dock att så inte var fallet. Samordningen mellan STORA och Billerud tog dock ansevärliga resurser i anspråk, inte minst från företagsledningens sida, och först under sommaren 1986 återupptog vi diskussionerna om ett eventuellt förvärv av Papyrus. Planerna diskuterades i en ytterst begränsad krets, och med jämna mellanrum under sommaren. Andra alternativ analyserades, men ett samgående med Papyrus, som ju under



mellantiden förvärvat Nymölla och Ry, var det självklara alternativet.

Så småningom hade frågan penetrerats färdigt och var mogen för beslut. Timingen var vidare lämplig med hänsyn till aktiekurser, förestående vd-skifte i Papyrus, slutförandet av Billerud-fusionen, STORAs genomförda kraftförsäljning och införandet av STORAs nya organisation. Förhandlingar inleddes med Ratos, som var den andre huvudägaren i Papyrus. Efter några intensiva förhandlingsdygn var affären "klar" och STORA lämnade ett uppköpserbjudande på Papyrus.

## Om styrelsens roll

Styrelsearbetet i ett modernt storföretag förutsätter ledamöter med stor erfarenhet och kompetens. Investör och Providentia har till sina styrelser lyckats knyta ett antal av Sveriges ledande företagsledare, vilka som styrelserepresentanter – i många fall som ordförande – "utnyttjas" i de industriföretag som återfinns i våra portföljer.

Det är naturligtvis inte korrekt utan snarare förmätet att hävda att exempelvis Curt Nicolín sitter som ordförande i ASEA på Investors och Providentias mandat. Verkligheten är mer komplicerad, och det är ofta svårt att veta vad som är "hönan eller ägget". Sitter exempelvis Hans Werthén i Investors och Providentias styrelser på grund av att han är ordförande i Electrolux eller är det tvärtom. Vad det handlar om är väl snarast att en kader av framstående företagsledare under decennier utvecklats i en viss industriell miljö med vissa grundläggande gemensamma värderingar.

Grundteser om långsiktighet, industriell inriktning, ansvarstagande, kompetens och kvalitet har utvecklats över tiden och utmejslats efter omgivningens ständigt föränderliga krav. Resultatet är den ägarfilosofi som idag präglar Investors och Providentias handlande. Genom att våra nuvarande styrelseledamöter som industriledare i årtionden arbetat med dessa värderingar – ofta med Jacob eller Marcus Wallenberg som "lärofader" – har de fått en gemensam grundsyn på hur företag skall skötas.

**Tabell 2. Styrelsesammansättning – styrelseledamöternas roll  
(Uppgifterna avser förhållandet andra halvåret 1987).**

---

*Investors styrelse*

Peter Wallenberg, ordförande  
Peder Bonde, vice ordförande

Bo Berggren  
Sten Gustafsson  
Lennart Johansson  
Curt Nicolin  
Sten Rudholm  
Hans Stahle  
Hans Werthén  
Claes Dahlbäck (suppleant)  
Jacob Wallenberg (suppleant)

*Providentias styrelse*

Peter Wallenberg, ordförande  
Peder Bonde, vice ordförande

Percy Barnevik  
Sten Gustafsson  
Curt Nicolin  
Hans Stahle  
Tom Wachtmeister  
Hans Werthén  
Per Lundberg (suppleant)  
Jacob Wallenberg (suppleant)

Styrelseledamöterna i Investor och Providentia har bland annat följande uppdrag i bolag, där Investor och Providentia direkt eller indirekt är dominerande aktieägare:

**Peter Wallenberg**

Ordförande i Atlas Copco, Papyrus, STORA,  
Förste vice ordförande i Skandinaviska Enskilda Banken  
Vice ordförande i ASEA, Electrolux, Ericsson, SKF  
Övriga styrelseuppdrag i bland annat Incentive, SILA,  
SAS

**Peder Bonde**

Ordförande i Bohusbanken  
Vice ordförande i Alfa-Laval, Billerud, Stockholm-Saltsjön,  
Skandia, Skandia International, STORA, Stora Cell  
Övriga styrelseuppdrag i bland annat Astra, Saab-Scania, SILA

**Percy Barnevik**

VD och styrelseledamot i ASEA  
Övriga styrelseuppdrag i bland annat Fläkt

**Bo Berggren**

VD och styrelseledamot i STORA  
Övriga styrelseuppdrag i Garphyttan Industrier, SKF Steel, SILA

- Sten Gustafsson  
Ordförande i Saab-Scania, Astra, Incentive  
Övriga styrelseuppdrag i bland annat Skandia, Skandinaviska  
Enskilda Banken, SILA
- Lennart Johansson  
Ordförande i SKF  
Vice ordförande i ESAB, Skandinaviska Enskilda Banken  
Övriga styrelseuppdrag i bland annat ASEA, Atlas Copco, STORA
- Curt Nicolin  
Ordförande i ASEA, ESAB, Fläkt, Swedish Match, SILA, SAS  
Övriga styrelseuppdrag i bland annat Incentive, Skandinaviska  
Enskilda Banken
- Sten Rudholm  
Styrelseuppdrag i Atlas Copco, Ericsson
- Hans Stahle  
Ordförande i Alfa-Laval  
Vice ordförande i Astra  
Övriga styrelseuppdrag i bland annat Incentive, Skandinaviska  
Enskilda Banken
- Tom Wachtmeister  
VD och styrelseledamot i Atlas Copco  
Övriga styrelseuppdrag i bland annat Saab-Scania,  
Skandinaviska Enskilda Banken
- Hans Werthén  
Ordförande i Electrolux, Ericsson, Stockholms Optionsmarknad  
Övriga styrelseuppdrag i bland annat Stockholm-Saltsjön
- Claes Dahlbäck  
VD och styrelsesuppleant i Investor  
Ordförande i Finans Vendor  
Styrelseuppdrag i bland annat AROS Fondkommission, ASEA,  
ASEA Kapitalförvaltning, Astra, Electrolux, Grycksbo, Papyrus,  
Stockholms Optionsmarknad, Swedish Match  
Medlem av STORAs Finanskommitté
- Per Lundberg  
VD och styrelsesuppleant i Providentia  
Ordförande i Stockholm-Saltsjön, LM Ericsson Finans  
Övriga styrelseuppdrag i bland annat Alfa-Laval, Atlas Copco,  
Billerud, Bohusbanken, Finans Vendor, Garphyttan Industrier,  
Stora Timber, Tour & Andersson
- Jacob Wallenberg  
Styrelseuppdrag i bland annat Atlas Copco, Kvarnsveden,  
Rikskuponger, Stockholm-Saltsjön, STORA  
Medlem av STORAs Finanskommitté
-

## Hur fungerar kommunikationerna?

Hur fungerar då kontakter, ordergång och inflytande i praktiken? Hur sker rapporteringen? Vilken roll spelar styrelser, presidier och arbetsutskott?

Kommunikationerna sker genom informella och täta kontakter, med Peter Wallenberg som en diskret spindel i nätet. Otaliga kontakttillfällen mellan "16-tagarna" i Investors och Providentias styrelser vid exempelvis sammanträden, konferenser, resor, luncher, middagar, liksom allsköns fritidssysselsättning (segling, jakt etc.), ger ständigt möjligheter att ta upp frågor, lämna information och fatta beslut. Kontaktmöjligheterna utnyttjas maximalt, och knappast ens den mest privata middag lämnas utan att man också försöker få ut något affärsmässigt matnyttigt av den. Med nutida möjligheter att använda telefon i bil och under flygresor kommer de sista döda punkterna i kommunikationssystemet att elimineras. PM och skrivna rapporter, budgetar och bokslut är naturligtvis också viktiga och förekommer kilovis i svällande portföljer. Förhoppningsvis minskar pappersmängden i betydelse efter hand, och redan ersätter exempelvis Reuter- och börsskärmar en del av pappersflödena vad gäller ren information.

## Hur fattas besluten?

Även när det gäller beslutsfattandet, blir det ofta en informell process, där Peter Wallenberg i slutfasen har det avgörande ordet och inte sällan inlägger sitt veto. I praktiken fattas de riktigt stora besluten, exempelvis vid företagsförvärv, sällan mer än formellt vid styrelsemötena. Besluten växer fram från en första preliminär presentation av ärendet, genom ett antal sittningar, samtal, utvärderingar, jämförelser och analyser.

Även om beslutsprocessen till viss del saknar formalism så blir den ett slags systematisk "brain storming", där ärendet ältas och bollas tills det är moget för beslut.

Exempel på ärenden under senare tid som just studsats fram och tillbaka mellan Peter Wallenberg, företagsledning, styrelseordförande och vissa tongivande styrelseledamöter, har varit STORAs köp av Papyrus, Electrolux' köp av White och Zanussi och ASEAs köp av Strömborgs.

## Ägarinflytande på lägre nivåer

Vid sidan av medverkan i huvudstyrelserna utnyttjas verkställande ledningarna i Investor och Providentia i en del fall för uppdrag i dotterbolags styrelser och finanskommittéer. Omfattningen av dessa tjänster varierar väsentligt mellan industribolagen och sammanhänger till en del med tradition, till en del med behovet av våra tjänster i företagen. Ofta blir den personliga kontakten mellan Investors och Providentias verkställande direktörer – respektive verkställande direktören eller finansdirektörer i industriföretagen – avgörande för "intimiteten" i kontakterna.

## Investors och Providentias organisation och funktion

Den snabba utvecklingen av kapitalmarknaderna med ett kraftigt ökat antal finansiella instrument och allt mer komplicerade konstruktioner – exempelvis i samband med företagsförvärv – ställer ökade krav på finansiell kompetens och kreativitet hos huvudaktieägarna. För att kunna motsvara dessa krav, liksom ökade uppgifter som ägare, har Investor och Providentia stärkt organisationen väsentligt under de senaste åren. Antalet anställda har exempelvis under de senaste fem åren ökat från 14 till 36 procent genom rekrytering av analytiker, aktietraders, arkivarie, ekonomipersonal m.fl.

Genom deltagande i fusioner och olika strukturaffärer har investmentbolagen byggt upp en god kompetens och erfarenhet inom "corporate finance". Till detta kommer den marknadskänsla bolagen fått genom sin aktiva trading på kapitalmarknaderna. Investor och Providentia har därigenom delvis kunnat överta den roll som Stockholms Enskilda Bank tidigare spelade när det gällde att initiera eller medverka i olika strukturaffärer. Ett exempel är STORAs förvärv av Billerud hösten 1984. Impulsen till affären kom genom att en mäklare erbjöd Investor och Providentia förvärv av en större aktiepost i Billerud. Uppslaget ledde till ett samtal mellan Peter Wallenberg och Anders Wall och utmynnade så småningom i en förhandling mellan STORA och Billeruds dominerande aktieägare Tresor, vilken resulterade i ett samgående mellan de två skogsbolagen.

I detta sammanhang kan det vara på sin plats att betona mäklarfirmornas viktiga roll. Den täta och nära kontakt med ledande mäklarfirmor som Investor och Providentia har genom dussintals dagliga affärstransaktioner ger många impulser till möjliga eller omöjliga strukturaffärer. Vi får ett värdefullt informationsflöde kring affärer, analyser, uttalanden, nyheter och rykten. Vi blir ett slags "sköljstuga" för en information, som vi efter utvärdering och sortering på lämpligt sätt vidarebefordrar till företagen.

Emellanåt finns det de som jämför Investor och Providentia med de stora japanska handelshusen, vilka genom aktivt ägande integrerar de mest väsensskilda verksamheter. Det är möjligt att jämförelsen har någon bäring, även om ledstjärnan för företagen där Investor och Providentia är huvudägare präglas av höggradig självständighet. Trots att konkurrens mellan industriföretagen därför blir naturlig och emellanåt uppmuntras, ankommer det på Peter Wallenberg att se till att man inte i onödan skär halsen av varandra genom exempelvis dubbelinvesteringar, liksom att lindra andra eventuella friktioner. På samma sätt blir det huvudägarens uppgift att finna och utveckla möjligheter till samarbete mellan företagen i vår närhet – men alltid på strängt affärsmässiga villkor.

Det är vidare väsentligt att förstå att skillnaderna vad gäller närheten mellan oss och de olika bolagen varierar i hög grad. Vissa s.k. Wallenbergsbolag är sålunda mindre intresserade av att ha närmare relationer än bolagsstämma och formella styrelsesammanträden med de stora ägarna. Andra uppskattar mycket de nära och täta relationerna med huvudägarna.

## Vår roll som kapitalförsörjare

Investmentbolagens roll vid beslut om nyemissioner är värd ett särskilt kapitel. Förutom att vid behov initiera och delta i beslut om kapitalförstärkningar, blir det vår uppgift att vara "bell cow" vid bolagens nyemissioner. Det skulle se underligt ut om huvudägaren inte deltog i emissionerna utan sålde teckningsrätterna helt eller delvis. Problemet är investmentbolagens välbekanta besvärliga "cash flow"-situation. Investmentbolagsrabatten – det vill säga skillnaden mellan börskurs och faktiskt substansvärde vilken sammanhänger med den latent reavinstskatten – gör det omöjligt för investmentbolag att göra nyemissioner, eftersom marknaden ome-

delbart skulle rabattera det investerade kapitalet. Samtidigt är investmentbolagen enligt gällande lagstiftning skyldiga att vidarutdela 80% av mottagna utdelningar. De återstående 20% av utdelningsintäkterna räcker inte för att delta fullt ut i de nyemissioner som görs av bolagen i våra aktieportföljer. Vi tvingas då ta upp lån eller göra utförsäljningar i portföljen.

Den otillfredsställande "cash-flow"-situationen har under senare tid föranlett oss, liksom många andra investmentbolag, att överväga en alternativ inriktning på verksamheten om inte beskattningsreglerna ändras.

Närbesläktad med ansvaret vid nyemissioner är vår uppgift när det gäller att satsa riskkapitalet i nya företag eller verksamheter. Traditionellt har Wallenberggruppen spelat en betydelsefull roll vid uppbyggnaden av svensk industri och har genom decennier visat framsynthet och kreativitet när det gällt att finna nya affärsidéer och utnyttja nya uppfinningar eller teknologier. Även om vår otillräckliga "cash-flow" utgör en besvärande begränsning när det gäller att satsa kapital i nya projekt, har Investor och Providentia deltagit i ett antal intressanta nystartade företag under de senaste åren. Bland annat var vi en av grundarna till Stockholms Optionsmarknad (OM).

Ofta hämtas, som i fallet med OM, impulser till nya projekt från utlandet, främst USA. Investor och Providentia har sedan slutet av 1930-talet haft en representation i New York med syfte att bland annat "plocka upp" nya affärsidéer, produkter och uppfinningar. Kontoret följer vidare konjunkturutvecklingen samt politiska och ekonomiska trender i USA. Av samma skäl har bolagen nyligen etablerat ett kontor i Hongkong.

## Exempel på deltagande i omstruktureringar

Av olika skäl har Per Lundberg och jag under det senare decenniet varit engagerade i ett stort antal företagsförvärv eller andra strukturaffärer. Exempel: Åhléns/NK, Tirfing/Ostasiat, Finans Skandic/Vendax, Alfa-Laval/Rotor, Incentive/HNJ-Intressenter, KemaNord/NitroNobel, rekonstruktionen av Garphyttan, Trygg-Hansa/Diligentia, Transatlantic/Broströms linjetrafik, Bofors/KemaNobel, STORA/Billerud, Papyrus/Nymölla, Garphyttan/Hes-

selman, STORA/Papyrus. Härtill kommer några "ofullbordade" affärer, t.ex. KemaNords försök 1976/77 att köpa Swedish Match.

För oss känns engagemang i strukturaffärer av detta slag mycket stimulerande. Det ger oss ett slags existensberättigande när vi nu på grund av investmentbolagsrabatten inte kan fullgöra vad som annars skulle kunnat vara en viktig uppgift, nämligen att förmedla riskkapital från exempelvis hushållen till industriella projekt. Vi erinrar oss med viss stolthet det väl fungerande stabsarbetet på kontoret dygnet om under slutskedet av förhandlingarna om STORAs förvärv av Papyrus. I varje vrå av kontoret satt någon och räknade, filade på kommunikéer, gjorde checklistor och annat arbete inför den slutgiltiga överenskommelsen och dess offentliggörande.

Även det vanliga deltagandet i styrelsearbetet i industriföretagen känns nyttigt för oss. Man får en känsla för det vardagliga slitet, även om man ibland känner sig som något av en gäst hos verkligheten. Säkert intressant blir uppdragen i de stora bolagens dotterbolagsstyrelser, t.ex. Grycksbo, som ger en direkt kontakt med den jordnära, industriella miljön. Skall staketet runt fabriken gå ända ned till älven eller sluta vid portvaktstugan? Behöver vi verkligen en ny arkskärmaskin?

## Utförsäljningar

De flesta av aktieinnehaven i våra portföljer är mycket gamla. Av de nuvarande 20 mer betydande aktieposterna i bolagets aktieportfölj har 15 funnits i portföljen i mer än 25 år, varav 9 kan härledas från bolagets grundande år 1916. Det hindrar inte att vi har en rätt omfattande omsättning i portföljerna. Under de senaste fem åren har vi exempelvis i genomsnitt köpt och sålt aktier motsvarande 12 % av portföljvärdet per år. Försäljningarna kan bero på att vi anser att man står inför en betydande allmän kursnedgång eller att en viss specifik aktie blivit ordentligt övervärderad. Fullständiga utförsäljningar sker emellertid endast undantagsvis och då oftast i samband med uppköpserbjudanden, vilka initierats av just Investor och Providentia.

Det mest uppmärksammade fallet under senare år var bolagets utförsäljning av KemaNobel till Bofors. Försäljningen motiverades huvudsakligen av vår tveksamhet till baskemins framtidsutsikter i



Sverige och föregicks av diskussion och funderingar under drygt två år.

## Hur stark ägarposition är nödvändig?

Eftersom en stark ägarposition ofta är en förutsättning för att utöva det aktiva ägandet, ser vi en uppgift i att försvara våra ägarpositioner mot alltför närgånget intresse från andra ägargrupperingar. Ett favoritämne för vissa mer eller mindre "konspiratoriskt" lagda skrivare på tidningarnas näringslivssidor är flitigt återkommande spekulationer i "attacker", corneraffärer och fientliga bud på företagen i våra portföljer. Verkligheten är oftast mindre spännande, även om vi naturligtvis emellanåt upplever att aktieposterna ackumuleras på ett besvärande sätt.

Erfarenheterna har visat oss att med vissa undantag är "dubbelkommando", dvs två dominerande huvudägare, en källa till bekymmer och leder till sämre utveckling för industriföretagen. I stället bekänner vi oss till tron att en stark, ansvarskännande och kompetent ägare är det mest gynnsamma för ett bolags utveckling. Vi har vidare svårt att tro på idén med tjänstemannastyrda, "ägarlösa" företag. Har vi något belägg för vår uppfattning? Stämmer det att bolag med en stark ägare utvecklas bättre än "ägarlösa"? Det är svårt att bevisa statistiskt och det finns många undantag inom båda ägartyperna. Om vi emellertid ser oss om bland de ledande svenska industriföretagen finner vi att många har en stark och dominerande ägare.

Uppfattningen om hur stor en ägarposition bör vara för att anses optimal varierar från företag till företag. Avgörande är dels företagets storlek, alltså totala marknadsvärdet, dels storleken av aktieinnehavet hos en eventuell medintressent.

Vår syn på denna fråga utvecklas väl i följande citat av Peter Wallenberg i ett genmäle till Sven-Ivan Sundqvist i Dagens Nyheter av den 12 maj 1985:

"Ett stort aktieäggande, d.v.s. "makt" enligt Sven-Ivan Sundqvist, leder inte nödvändigtvis till inflytande. Det är ju inte alla aktieägare som har intresse av eller kompetens att utnyttja sitt aktieäggande. De får då inget inflytande. Aktieäggandet innebär mycket mer än bara siffror och procenttal. Det handlar om ansvar, kompetens, långsiktighet och mycket annat.

Inflytandet får vidare inte bli ett självändamål utan ett medel att se till att företagen utvecklas enligt den filosofi och de idéer för företagsamhet som aktieägaren har. Det faktum att man har ett inflytande över ett bolag innebär ju inte att man har något annat än bolagets bästa för ögonen.

Man får i debatten ett intryck av att det är ett privilegium att ha ekonomisk "makt". Men det finns sannerligen en annan verklighet. Med ett stort aktieäggande följer ett ägaransvar som inte känner någon arbetstidsreglering, utan kräver ett engagemang dygnet runt, år efter år.

Vad det gäller aktieägarens roll, liksom styrelsens och företagsledningens, finns den noggrant definierad i aktiebolagslagen. Det är inte en tillfällighet att vi har en viss balans mellan aktieägare, företagsledning och anställda. Den bygger på erfarenheter från företagande under många hundra år och syftar till att skapa så effektiva företag som möjligt.

Aktieägarens "makt" och inflytande blir alltså en del i en naturlig arbetsfördelning. Balansen är självjusterande. Sköts företaget dåligt, går aktiekursen ner, nya ägare kommer kanske till och byter ut styrelse och företagsledning. Ruckar man däremot balansen som t.ex. för statsägda företag där vinstkriteriet ofta tvingas komma först i andra hand, får man kanske inte den här självjusteringen."

## Who are you?

Leder då inte denna ibland självpåtagna roll att blanda sig i företagets skötsel till frågan "who are you?" Varför lägger ni er i hur företaget sköts? Vad har ni för kompetens?

Skickligheten och kunnandet hos våra "16-taggare", vilkas sammanlagda erfarenhet av industriellt företagande uppgår till över 300 år, är obestriddig.

Verkställande direktörerna i Investor och Providentia har båda en finansiell bakgrund och saknar erfarenhet från industriell verksamhet. Vi har i gengäld skolats tidigt, främst av Marcus och Peter Wallenberg, i den anda och enligt den filosofi som förut beskrivits.

En illustration till detta är vad jag brukar kalla "MWs katekes". Marcus Wallenberg var under sin tid som ordförande i Investor och Providentia generös med att "utbilda" sina verkställande direktörer, liksom sina underordnade i alla sammanhang. Detta skedde

emellanåt genom hård kritik och svidande utskällningar. Dessa hade – förstod vi senare – ofta till syfte att inpränta ett visst beteende och har lett till ett nästan reflexmässigt agerande i olika affärssituationer eller förhandlingar.

De viktigaste råden och instruktionerna som MW under åren inpräntade skrev jag efter MWs bortgång ned. "MWs katekes" omfattar ett 60-tal olika råd för de mest skiftande situationer. Några exempel:

- Vid bedömning av bolag, se först och främst på företagsledningen.
- Vid bedömning av folk, se dem "in action", exempelvis vid en föredragning av något slag.
- Ordförandens viktigaste uppgift är att få fram beslut. Tänka finns det många som kan, men att orka fatta beslut och genomföra dessa är det färre som klarar.
- När det gäller investeringsprogram, se till att de inte överskrids. Kräv ständiga rapporter om läget visavi investeringsbudgeten.
- Använd mäklare till affärer. Försök inte sälja eller köpa stora poster själv för att spara courtage.

Peter Wallenberg har fortsatt "utbildningen" men med en annan stil. Råden, främst jordnära industriella tips, baserade på hans egen mångåriga erfarenhet från industrin, gnuggas ständigt in. "Titta hur tjockt dammlagret är på vevaxlarna som ligger längst in på hyllorna, så ser ni hur ofta lagret omsätts."

Dessutom har Peter Wallenberg med sitt stora affärsintresse "jag är egentligen en gammal krängare" – uppmuntrat till en kraftigt ökad trading, väsentlig för marknadskänsla och marknads-kontakter.

Bolagens arbetande vice ordförande Peder Bonde har förnämliga talanger som diplomat, problemlösare och förhandlare. Med sin finansiella kunskap och mångåriga erfarenhet i bankvärlden är han ett värdefullt komplement till industrimännen i investmentbolagens styrelse.

Tillsammans bildar Peter Wallenberg, Peder Bonde, Per Lundberg och jag ett slags ledningsgrupp, där vi på ett informellt men smidigt och effektivt sätt ständigt håller varandra informerade om vad som händer i bolagen och bevakar att beslut fattas i viktiga frågor.

## Slutord

Naturligtvis är inte det slags aktiva aktieägende som Investor och Providentia bekänner sig till det allena saliggörande. Det behövs många typer av ägande. Vitaliteten från klipparna och omstrukturerarna är viktig. Man behöver lättfoheten hos avkastningsmaximerarna. Men, som framgår av boken "Institutioner som aktieägare" (SNS, 1985), är bristen i Sverige störst på aktiva, långsiktiga, ansvarskönnande ägare av det slag Investor och Providentia representerar. Jag har här försökt beskriva hur ett sådant ägande kan fungera i praktiken.



*Gustaf Douglas*

---

*Gustaf Douglas är MBA från Harvard Business School. Han äger del i och driver Förvaltnings AB Wasatornet. Han är styrelseordförande i Hevea och Securitas, vice ordförande i Almedahl-gruppen, Boliden, Piren och Trelleborg.*



## *Personliga synpunkter på ägande – erfarenheter från Boliden*

Boliden hade vid slutet av 70-talet problem med lönsamhet och miljö. Genom stora insatser lyckades man möta de skärpta miljökraven. Gynnsamma konjunkturer och devalveringar förbättrade företagets lönsamhet. Insatser gjordes för att sänka kostnader, öka produktiviteten och utveckla strategisk metallhandel. En aktieportfölj byggdes upp med den successivt förbättrade resultatnivån.

Samtidigt hade det ganska löst markerade ägandet kommit att gå övertill en "flytande" situation. STC och Beijergruppen ersattes av Volvo i samband med fusionen mellan Volvo och Beijer. Marcus Wallenberg tog över när Volvo sålde ut. Hans instrument blev kvintetten Atlas Copco, Electrolux, Investor och Providentia. Någon entusiastisk ägarkrets var det knappast tal om, och efter Wallenbergs död började ägandet upplösas med Electrolux försäljning av sin post.

Bo Sandells Skrinet började samla på sig aktier och Boliden hade till slut två relativt jämstora ägare. Wallenberggruppen satt dock inne i företaget genom styrelserepresentation, Sandell var fortfarande utanför något som liknade direkt inflytande. Gemensamt för bägge ägargrupperna var tveksamhet om det var någon mening att "ta hand om" Boliden.

Det fanns emellertid mycket i Boliden som kunde locka en ny ägare – utanför sin industriella verksamhet var koncernen mycket rik på tillgångar i form av börsaktier och kraft. Antalet stora företag som var "öppna" för övertagande var mycket litet, vilket gjorde att många räknade och funderade.

För egen del tänkte jag ungefär så här. Boliden är ett av Sveriges större företag, visserligen inte så lönsamt men med solida kunskaper i sin organisation. Man hade löst en rad svåra problem vid Rönnskär. Boliden hade byggt upp mycket stora finansiella resur-

ser. Till skillnad från de flesta företag med strukturproblem hade man därför råd att på egen hand lösa sina problem.

Via kontrollen över Skrinet, som kontrollerade ca 17% av Boliden, och en uppgörelse med Wallenberg-gruppen, som kontrollerade ca 18% av Boliden hade min grupp (se nedan) i formell mening uppnått positionen som huvudägare våren 1985. Nu skulle det långsiktiga arbetet med Boliden börja. Vad som i stället började var ett långt och svårt äventyr, som genom lyckliga omständigheter ser ut att sluta väl för huvuddelen av de berörda – anställda och ägare. Turerna kring Boliden inrymmer många lärdomar i ägandet och dess förutsättningar.

Intressanta aspekter är:

- Bolidens ledning i relation till ägare.
- Företags- och ägarstruktur.
- Ägandets legitimitet och bas.
- Bolidens verkliga industriella situation.

Vem som än inträtt som huvudägare i Boliden 1985 hade haft att beakta den tidigare ägarkarusellen som en starkt försvårande omständighet. Sedan 1978 hade Boliden haft ett flertal olika huvudägare: några investmentbolag, STC, Volvo, Wallenbergsfären, Skrinet. Våren 1985 hade jag genom Forsinvest, Herakles (f.d. Skrinet) och Hevea formellt nått positionen som huvudägare i Boliden (med drygt 35% av rösterna) och blev jämte Gunnar Ekdahl styrelsemedlem. På vårt initiativ invaldes dessutom två erfarna, självständiga industrimän, nämligen Sven Borelius, Euroc, och Karl-Erik Sahlberg, Perstorp.

Ägarskiftet i Boliden hade kommit att förknippas med osäkerhet och dystra förningar om snar vidareförsäljning så snart den nye ägaren satt sig in i Bolidens situation. Varken Custos, Volvo eller Wallenbergs – traditionellt förknippade med stabilt ägande – hade stannat. Tvärtom hade man snabbt flytt fältet. Vem kunde Bolidens ledning och anställda egentligen lita på, när inte ens dessa ägare ville vara långsiktiga? Kort sagt var vd John Dahlfors luttrad och naturligtvis inte beredd att snabbt "falla in i ledet" gentemot en ny ägare. Därvidlag hade han stöd från sina medarbetare, facket och styrelsens ordförande. Till en avvaktande inställning kom dessutom ett mått av självkänsla efter att man som ledningen tyckte, hade gjort krisföretaget Boliden till ett rätt bra företag. Dessa insatser



hade gjorts snarare trots än i samverkan med ägare som i stort sett lämnat ledningen att sköta Boliden efter eget huvud. Om en ägartradition skulle byggas upp var detta en fråga om en helt ny kultur eller om en under lång tid pågående process.

Ägarrollen saknade således legitimitet och positiva förtecken i Boliden. I mitt fall blev inte saken bättre av att engagemanget i Boliden ifrågasattes av en stark aktieägare i Herakles, nämligen Proventus, som hade 20% av rösterna men hela 30% av aktiekapitalet. Under huvuddelen av 1985 pågick en tvekamp om Herakles. Den grupp jag företrädde (med 35% av rösterna men endast 12% av aktiekapitalet) ville göra Herakles till ett investmentbolag med ägarpositioner i främst Boliden, Trelleborg och Securitas, medan Proventus ville se företaget som en bas för ägande av främst Göta-banken och andra finansiella institutioner. En sådan ägarstrid i offentligt ljus omöjliggjorde varje trovärdig ägarinsats i Boliden.

Som huvudägare i Boliden såg jag alltmer dystert på företagets situation under sommaren och hösten 1985. Boliden var i en allvarlig situation, vilket många också insåg i ledning och styrelse. Styrelsearbetet var emellertid inriktat på andra förhållanden. Ledningen hade arbetat fram ett visionsprogram för Boliden år 2001 och drev samtidigt ett diversifieringsprogram. Först i början av 1986 kom åtgärdsplaner på styrelsens bord. Då hade Boliden lagt ett bud på Ahlsell, vilket i varje fall för styrelsen markerade diversifieringens prioritering över omedelbara åtgärder i företagets basverksamhet. Ännu i april 1986 fördes diversifieringsprogram fram. Men då hade också diskussioner kring handlings- och åtgärdsprogram kommit igång på styrelsenivå.

Ägandet i Boliden hade inte i Bolidens situation hösten 1985 den nödvändiga finansiella stabiliteten, och det framstod som angeläget för såväl företagsledningen som mig att skapa rådrum. I en pressad ekonomisk situation finns inga bra lösningar. Detta var bakgrunden till det korsäggande avseende Forsinvest i vilket Boliden inträdde i november 1985. När sedan Trelleborg i april 1986 inträdde som huvudägare skedde detta med John Dahlfors och min gemensamma medverkan. För mina medarbetare och mig var detta en utmärkt lösning, eftersom vi som stora ägare i Trelleborg inte "övergav" vårt engagemang och såg stora möjligheter i den nya kombinationen. Krisläget i förening med ett entydigt, oomstritt och finansiellt stabilt ägande skapade i sig nya förutsättningar för handling.

Trelleborg tog direkt efter bolagsstämman 1986 över Boliden

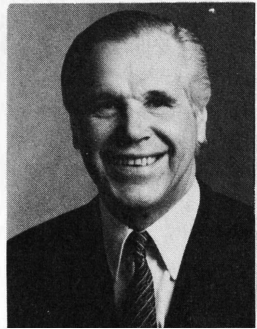
och drev från första stund "sin" linje genom nye ordföranden Rune Andersson och vd Kjell Nilsson. Det tidigare diskuterade åtgärdsprogrammet preciserades, utvidgades och genomfördes.

Det blev inte mycket utrymme för utredningar och diskussioner. På de flesta områden åstadkoms snabba och betydande förändringar. Den gamla företagsledningen och centrala staber byttes i huvudsak ut såväl i Boliden som i Ahlsell och bantades kraftigt under sommaren och hösten 1986. Ett helt nytt arbetssätt gjorde sitt intåg.

I dagens läge är steget inte långt till att hela den nya koncernen, bestående av Trelleborg och Boliden-Ahlsell, har en enda företagskultur. Det är min övertygelse att i den situation som rådde hade inget annat tillvägagångssätt kunnat rädda så stora delar av Boliden och Ahlsell.

Man kan göra flera intressanta observationer om ägarrollen och dess förutsättningar redan av denna korta beskrivning.

1. Ägarrollen är i sig långt ifrån entydig och vilar på traditioner som är speciella i varje företag.
2. Ägarrollen är inte enbart en kvantitativ funktion av röster på bolagsstämman. Den bygger på accept från samhället, ledning och fack.
3. Accept av en ägarroll är en trovärdighetsfråga som antingen växer fram under många års arbete i och med ett företag eller förutsätter exceptionell trovärdighet och kraft uppbyggd på "referensjobb", det vill säga dokumenterad förmåga att uthålligt driva industriell verksamhet.
4. Relationen mellan ägare och företagsledning är komplicerad. Det är en fördel om man har ett sedan länge etablerat mönster för denna relation.
5. Just därför att tillvaron är komplicerad, måste relationen ägare – företagsledning/företag hela tiden bearbetas genom dagligt samarbete och genom öppna samtal även där det finns meningsskiljaktigheter.
6. Ägarrollen måste vara personlig, helst i form av en eller ett par personer, och vara tydlig. Detta är ett påtagligt problem för institutionsägande likaväl som i en successions-situation.



*Anders Wall*

---

*Anders Wall var VD i Beijerinvest AB 1964–1981, styrelseordförande i Volvo 1981–1983 och är sedan 1983 styrelseordförande och koncernchef i Investment AB Beijer och arbetande styrelseordförande i Investment AB Argentus. Han är ordförande bla i Kebo AB, 3M Svenska AB, Anders Walls Stiftelser, Kjell och Märta Beijers Stiftelse, vice ordförande bla i Skandia och Skandia International samt Munksjö. Han har styrelseuppdrag bla i Handelsbanken och Industrivärden.*



# *Finansmannens betydelse för industriell utveckling*

Mitt engagemang i Uddeholm belyser flera principiella frågor om ägarrollen. Argentus-Beijer-affären är också ett viktigt exempel på mitt sätt att aktivt anpassa min verksamhet till förändrade yttre betingelser. Jag visar hur jag tolkar den s.k. Wall-sfären. Sfarbegreppet behandlas ofta på ett ytligt sätt i massmedia. Slutligen tar jag upp hur jag ser på chefers och andra medarbetares ägarengagemang i de företag där de arbetar – det som ibland kallas för pilot-skolan.

## Att bidra till industriell utveckling: exemplet Uddeholm

AB Tresor, i vilket jag hade 11% och där jag tillsammans med några vänner var en av huvudägarna, köpte in sig i Uddeholm 1983. Uddeholm hade då i flera år redovisat förlust. 2500 miljoner kronor hade under några få år tillåtits rinna ut ur moderbolaget. Företaget var ingen stark och livskraftig stålkoncern. Man hade inte heller lyckats ta sig ur de ytterst optimistiska investeringsplaner som lades fast under 1970-talet. Tresors engagemang i Uddeholm baserades till en början på vår bedömning att bolaget var undervärderat av börsen och att man kunde skönja en ny industristruktur inom stålet och skogen.

Uddeholm, som ursprungligen hade grundats av göteborgska finansfamiljer, hade som börsbolag en mycket spridd och splittrad ägarbild. Det betydde att styrelsen i Uddeholm inte hade en stark ägargrupp i ryggen som kunde ge styrelsen stöd och beslutskraft. Det är min klara erfarenhet att utan en stark ägare eller ägargrupp kan de stora bolagen inte fungera effektivt. Inga andra intressenter eller parter i samhället än bolagens ägare kan backa upp en styrelse

på det sätt som behövs i svåra situationer. Förutom beslutskraft behövdes i Uddeholm branschkunskande, något som vi själva inte hade. För att tillföra sådant kunskande knöt vi dåvarande LKAB-ordföranden och tidigare vd i SSAB, Björn Wahlström, till oss. Han gick in i Uddeholms styrelse och blev senare också bolagets styrelseordförande. Vd i Tresor blev Sven-Åke Johansson, tidigare vvd i SSAB. Han blev också Uddeholms vd.

Mitt engagemang i Uddeholm innebar klara risker. Jag valde att inte ta risker för Beijers aktieägare utan begränsade insatsen till privata pengar genom Tresor. Mitt och mina medfinansiärers bidrag till Uddeholms industriella, långsiktiga utveckling var i övrigt att se till att företaget fick en stark ledning med industriell kompetens. Jag är inte industriman själv men har över åren systematiskt format ett nätverk av kunnigt industrifolk. Björn Wahlström ställde välvilligt upp med sin erfarenhet. Det var ett rikstagande också för honom – Uddeholmssatsningen kunde ju misslyckas.

Vi kunde snabbt skapa förutsättningar för en långsiktig lösning genom att huvudansvaret för den rostfria delen i Nyby och Degerfors övertogs av Avesta Jernverk. Billerudschefen Gunnar Engman, en erkänt erfaren industriman, blev senare chef för Avesta, som nu efter en sanering visar mycket bra resultat. Uddeholmsledningen kunde i stället koncentrera sig på verktygsstålet i Hagfors, som därigenom fick rimliga förutsättningar att utvecklas. Svensk specialstålstillverkning samlades under en hatt och en viktig strukturlösning för en betydelsefull del i svensk industri hade genomförts.

Billerud kontrollerades av Uddeholm (49% av aktiekapitalet). Inom Billerud genomfördes under Gunnar Engmans ledning på några få år en omfattande rationalisering, och grunden lades till en effektiv skogsindustri. Idéerna var många om hur den känsliga relationen mellan den svaga men dominerande ägaren Uddeholm och den alltmer framgångsrika skogskoncernen Billerud med stora investeringsbehov skulle lösas. Billerud var en viktig kugge i den framtida svenska skogsindustristrukturen. Det var därför inte märkligt att vi i början av september 1984 fick ett bud från Wallenberg-dominerade STORA att förvärva hela Billerud. Vid samtal med Peter Wallenberg hade jag förstått att intresse förelåg från den nya STORA-ledningens sida. Det är i första hand storskalighet som avgör den långsiktiga utvecklingen inom skogsindustrin, och sammanslagningen med STORA var nödvändig för att säkerställa Billeruds kapitalresurser och framtida konkurrenskraft. Idag torde man i

Värmland ha anledning att vara nöjd. Ett bra bevis är de nu beslutade stora miljardinvesteringarna i Gruvön, som under inga förhållanden hade kunnat göras av Billerud med Uddeholm som huvudägare.

Uddeholms resurser – förstärkta med pengar från försäljningen av Billerud – kunde nu användas för fortsatt satsning på kraft och verktygsstålet i Hagfors.

När AGA, som redan ägde 25% av Tresor slutligen förvärvade samtliga aktier i Uddeholm, fick bolaget en industriellt kompetent ägare. Jag har i Värmland kritiserats för att ha gått in i Uddeholm med uttalat långsiktiga ambitioner men sedan svikit mitt ansvar när jag gått ur efter två år. Låt mig då framhålla att jag som en av huvudägarna lyckades åstadkomma betingelser för en långsiktig, industriellt positiv utveckling i Värmland för såväl stålet som skogen. Det finns i dagens näringsliv ägare som tagit långsiktigheten alltför mycket på orden och därmed försatt sig själva, sina företag och anställda i svåra situationer. De har blivit alltför kära i sina tillgångar. En sådan långsiktighet skulle jag vilja beteckna som ansvarslös. Jag har medverkat till ägarförhållanden som förstår att stödja en långsiktig men sund industriell utveckling, precis som nu skett i Uddeholm-Avesta och Billerud. Jag känner rentav en viss stolthet när jag nu några år i efterhand ser resultatet jämfört med situationen vid vårt inträde i Uddeholm.

## Argentus-Beijer-affären

Jag har personligen i hög grad medverkat till tillkomsten av både Argentus och Beijer, två investmentbolag som med åren fått en likartad struktur och affärsinriktning.

Investmentbolagens ställning på aktiemarknaden har successivt försämrats. Under senare tid har vi i Beijer därför beslutat öka andelen helägda rörelsedrivande bolag – jag tänker då bland annat på erbjudanden till aktieägarna i Kebo och i det i USA börsnoterade Calmar. Genom ett samgående mellan Argentus och Beijer sker en kraftsamling, och ett nytt slagkraftigt Beijer skapas med en ökad inriktning på helägda rörelsedrivande bolag inom tre affärsområden: finans, handel och industri. Enbart handels- och industrirörelsen i det nya Beijer omsätter i nuläget 4 000 mkr med 4 000 anställda i mer än femton länder.

Statusen som investmentbolag upphör och vi har således funnit

en konstruktiv lösning på investmentbolagens problem. Bland annat kan nu Beijer göra nyemissioner, vilket var omöjligt med 30–35% investmentbolagsrabatt. Vi får en helt annan handlingsfrihet än förut.

## Wall-sfären

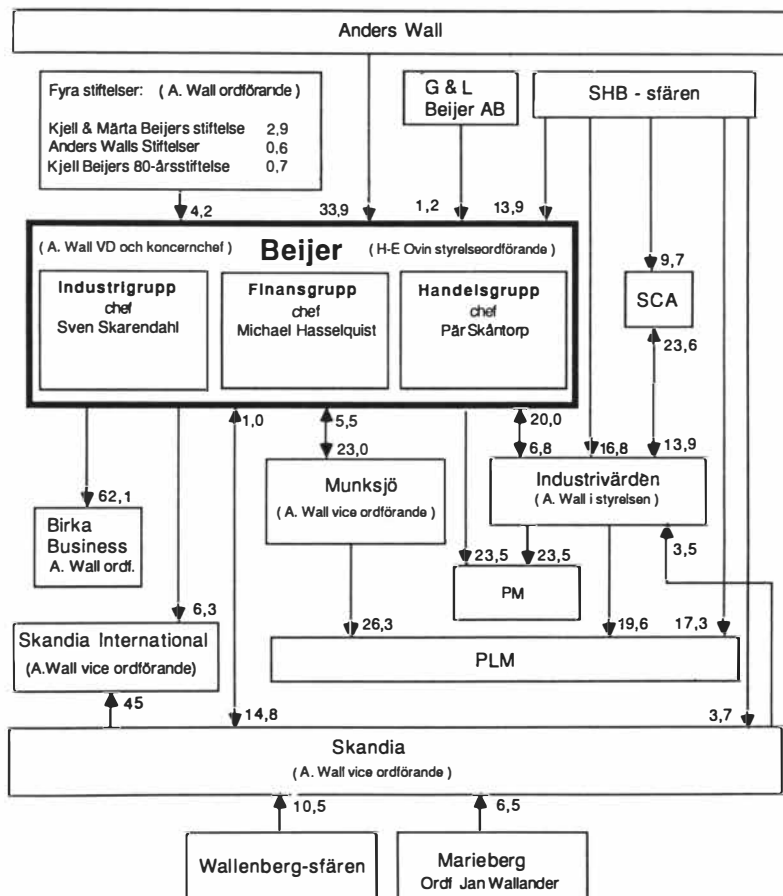
Wall-sfären är den rubrik som Dagens Nyheters börskommentator Sven-Ivan Sundqvist satt på figuren på nästa sida även om diagrammet inte är helt aktuellt nu längre i sina detaljer. Men det handlar i vår verksamhet inte bara om kapitalandelar och röstandelar, som Sundqvist anger. Det handlar om tillhörighet och gemenskap, om nätverk av människor som känner att de medverkar i något progressivt. Wall-sfären är kanske en rättvisande beteckning – och det vore oriktigt av mig att förneka att det är personen Anders Wall som är initiativtagare och följaktligen centrum i sfären. Genom Beijerinvests goda resultat under 1970-talet möjliggjordes skapandet av Beijerstiftelsen, vars kapital nu 10-dubblats och vars avkastning går till vetenskaplig forskning. Vi har även på det vetenskapliga området en viss funktion inom vår intressegemenskap.

Wall-sfären har knytningar till Svenska Handelsbank-sfären. Jag sitter själv i centralstyrelsen i banken och även i investmentbolaget Industrivärden och det finns mycket nära personrelationer. Bankrelationen började när dåvarande Beijer förvärvade Pribo år 1974. Banken stödde aktivt mitt förslag till förvärv av Pribo, och vänskapliga personalrelationer har sedan utvecklats med Tore Browaldh, Jan Wallander, Jan Ekman, Tom Hedelius, Per Lindberg och Kjell Brändström. De nära relationerna med Svenska Handelsbanken har bidragit till olika finansiella innovationer, som vi samverkat till. Det gäller exempelvis *konvertibla skuldebrev* som Beijer i samarbete med Svenska Handelsbanken var först i Sverige att introducera. Vidare var vi först med så kallad *avknoppning*, då fastighetsbolaget Pilen introducerades på börsen och senare *konvertibla vinstandelsbevis* (KVB). Vi har även gett banken intressanta affärer, till exempel ett antal börsintroduktioner samt förvärv av det amerikanska börsbolaget Calmar och nu senast den stora Argentus-Beijer-affären 1987.

Det finns samband mellan Wall-sfären och SHB-sfären. Man kan säga att jag "syns" i SHB-sfären och att SHB "syns" i Wall-sfären. Vi är öppna i våra relationer och vårt samarbete fungerar bra.



Figur 1. Wall-sfären (siffrorna i figuren anger röstprocent).



Källa: Sven-Ivan Sundqvist, "Ägarna och Makten i Sveriges Börsföretag", Uppdaterat per 870518

Skall jag sammanfatta hur jag ser på Wall-sfären, så är den framförallt ett centrum för finansiell styrka och kreativitet. Sfären hålls samman av betydligt mer än de pilar med röst- och kapitalandelar som diagrammet anger. Jag har förmånen att samarbeta med skickliga, duktiga personer, som gjort och gör fina arbetsinsatser i

sfärens företag. Idag behöver jag assistans av en yngre generation ledare/chefer, som skall se till att vi även framöver får ett team av skickliga ledare i våra olika företag.

Styrelsearbetet är viktigt i sfären. Vi måste se till att styrelserna får in fackkunniga personer; personer som kan industri, finans och juridik. Självt har jag titeln och rollen som koncernchef, kombinerad med ordförandeskapet. Koncernchef är dock något som formellt inte förekommer i svensk aktiebolagslag. Det är alltid styrelsen som har det slutliga ansvaret inför aktieägarna. För att visa min tilltro till det nya Beijer åtar jag mig rollen som vd i moderbolaget och den därmed förenade titeln koncernchef. Jag ser det viktigt att styrelseledamöterna tar en reell och aktiv roll i styrelsearbetet. Mångsyssleriet med styrelseuppdrag måste minska – styrelseledamöter måste koncentrera sig på färre uppdrag i styrelser än vad som är vanligt idag. Med det ansvar som idag åvilar en styrelseledamot är det omöjligt även för en mycket arbetsam och kompetent person att satsa för fullt i ett stort antal styrelser.

## Pilotskolan

Jag är stark anhängare av den så kallade pilotskolan och har försökt införa ägareengagemang i de bolag där jag varit verksam. Man kan säga att de tantiemsystem som länge varit vanliga i handelsföretag där vinsten direkt påverkas av enskilda individer är en föregångare till pilottanken i industrin. Som ordförande i Sonessons styrelse ansåg jag att det var rätt med den uppläggning som gjordes i det som kallats Leo-affären. Då fanns ännu inga regler och normer för storlek på enskilda personers kapitalinsatser. Det är bra att det nu skapats riktlinjer för hur riktade emissioner skall hanteras och att dessa skall fastställas av bolagsstämman. Jag vill dock understryka att Sonessons aktieägare under en period av mindre än två år, på grund av Leo-förvärvet, ökade sin sammanlagda förmögenhet med inte mindre än närmare 3 miljarder kronor och att endast ca 1 % av denna förmögenhetstillväxt tillföll ett antal mycket dugliga företagsledare i Leo- och Sonesson-koncernen. Detta faktum kom inte fram i den något upphetsade debatten i massmedia.

Det är utmärkt att många företag nu går ut med konvertibla förlagslån till sina anställda. Det är en tillämpning av pilotskolan som hos de anställda skapar engagemang, där man gemensamt gläds åt framgångar och kämpar för att bemästra problem och

undvika missgrepp. Det är även ur aktieägarnas synvinkel viktigt att de anställda får möjlighet att bli delaktiga i den egna arbetsplatsens förmögenhetstillväxt. Men man måste informera grundligt om vad aktieäggande innebär – med sina risker och sina möjligheter.

Det måste dock vara fråga om att satsa egna pengar. Att skaffa optioner är därför, enligt min mening, inte ett helhjärtat utslag av pilotskolan. Då satsar man ju till en början inte något egentligt kapital. Det är en helt annan sak med aktier och konvertibler. Jag har glatt mig genom åren att se många av mina tidigare medarbetare bli förmögna och mycket framgångsrika. Pilotskolan *kan* ha bidragit – jag tror det. Det huvudargument mot pilotskolan som ibland framförs att de berörda tänker mer på sig själva än på företaget – stämmer inte med min erfarenhet.

Det finns ingen standardmodell för pilotskolan. Olika lösningar får väljas alltefter omständigheterna, exempelvis om det är fråga om industriell eller finansiell verksamhet.

Det är angeläget med ett ekonomiskt engagemang både i moderbolaget och i det dotterbolag där vederbörande arbetar. På så sätt uppkommer lojalitet mot såväl den närliggande verksamheten som koncerngemenskapen. Personrelationer får dock inte leda till att det bildas "ledargång för inbördes beundran". Min erfarenhet är att personer som inte lever upp till förväntningarna känner gruppens tryck, bättrar sig eller lämnar. Det är viktigt att det finns en sådan "självsanering". De numera öppnare, mer kritiskt granskande bolagsstämmorna minskar också riskerna att det uppstår slutna ledargång som glömmar bort att det finns andra som också är ägare till företaget än "gänget" självt.

## Privatpersoner behövs som ägare även i de stora bolagen

Det personliga ägandet i mindre företag är det knappast någon som ifrågasätter idag. Däremot betraktas privata storägare i de stora bolagen med skepsis av många. Det har alltid funnits plast för och behov av privatkapitalister som vågat satsa sina pengar och sin initiativkraft för svensk industriell utveckling. Alla stora ägare behöver dock inte vara fysiska personer. En blandning av olika slag av ägare – privatpersoner och institutioner – som ser utvecklingen på olika sätt kan vara bra. Det förutsätts att de får konkurrera på någorlunda lika villkor – vilket de tyvärr inte kan göra idag.





*Sten Wikander*

---

*Sten Wikander är civilekonom och var direktör och senare vice VD i Svenska Handelsbanken 1964–1970, finansdirektör i Volvo 1970–1972, VD i Custodia 1972–1974, direktör i Gränges 1975–1979. Han är sedan 1979 VD i Fjärde AP-fonden.*



## *Fjärde AP-fondens ägarinflytande*

### Bakgrund

Om man skall kunna ge en meningsfull beskrivning av Fjärde AP-fondens ägarroll måste man också säga något om motiven bakom fondens tillkomst 1974, om dess organisation och om den utveckling som skett sedan dess.

Tanken att Allmänna Pensionsfonden skulle få rätt att placera medel i aktier väcktes i en LO-skrivelse till regeringen 1971. Ett av huvudargumenten var en önskan att öka samhällets och löntagarnas inflytande inom näringslivet. Skrivelsen remitterades till 1968 års kapitalmarknadsutredning, som i ett delbetänkande 1972 föreslog inrättandet av en fjärde AP-fond. Kapitalmarknadsutredningens förslag grundades helt på överväganden om näringslivets finansiella betingelser och effekterna på aktiemarknaden och tog inte ställning till frågan om ett ökat samhälls- och löntagarinflytande i företagen.

Inte heller i regeringens proposition 1973 – signerad Gunnar Sträng – finns några närmare uttalanden om ägarrollen. Följande citat ger en ganska god bild av den "anda" som präglade propositionen:

"Olika uppfattningar kan sålunda anföras i frågan om grunden för AP-fondens nya verksamhet. Använder AP-fonden medel för tillskott av riskvilligt ägarkapital till företagen följer därav att fonden genom aktieförvärven blir delägare i företagen. Genom sina representanter i fondens ledning får samhället och löntagarna på detta sätt del av ägarinflytandet över företagen."

Fjärde AP-fondens styrelse utses av regeringen för tre år i taget. Av de numera fjorton ledamöterna – med lika många personliga suppleanter – utses ordföranden och vice ordföranden utan särskilt förslag, två efter förslag av sammanslutningar som företräder kommunerna, tre efter förslag av rikssammanslutningar av arbetsgivare,

fem efter förslag av rikssammanslutningar av arbetstagare och två efter förslag av rikssammanslutningar inom Kooperationen. En förteckning över de nuvarande styrelseledamöterna med mandattid till april 1988 återges här.

*Tabell 1. Fjärde AP-fondens styrelse 1987.*

| <i>Ledamöter</i>                                 | <i>Suppleanter</i>                       |
|--------------------------------------------------|------------------------------------------|
| Sören Mannheimer,<br>kommunalråd, ordförande     | Erik Åsbrink, statssekreterare           |
| Laila Freivalds,<br>generaldir., vice ordförande | Aina Westin, riksdagsledamot             |
| Lars Eric Ericsson,<br>förbundsordförande        | Ingegerd Karlsson,<br>kommunalråd        |
| Gun Hellsvik, kommunalråd                        | Perolof Holst, kommunalråd               |
| Hans Werthén, tekn dr                            | Marcus Storch, direktör                  |
| Nils Landqvist, docent                           | Lars Nabseth, professor                  |
| Ingemar Essén, direktör                          | Christopher Friis,<br>administrativ chef |
| Gustav Persson, direktör                         | Arne Rosengren, finansdirektör           |
| Thorsten Andersson,<br>direktör                  | Bertil Svensson, direktör                |
| Stig Malm, LOs ordförande                        | Uno Ekberg,<br>förbundsordförande        |
| Dan Andersson, ekonom                            | Bertil Jonsson,<br>förbundsordförande    |
| Lage Andréasson,<br>förbundsordförande           | Hans Olsson, utredningschef              |
| Kurt Lanneberg, ekonomichef                      | Jaan Kolk, sekreterare                   |
| Hans Hellers,<br>förbundsordförande              | Tobias Lund, direktör                    |

Under riksdagsbehandlingen av propositionen om Fjärde AP-fonden föreslog centerpartiet i en partimotion att fondens rösträtt vid bolagsstämmor delvis skulle kunna överlåtas till representanter för de anställda i företagen. Näringsutskottet tog fasta på detta förslag, och riksdagen beslöt om en ändring i aktiebolagslagen som var nödvändig för att fonden skulle kunna dela upp rösträtten för sina aktier. Fondstyrelsen har sedan 1975 ("bolagsstämmoåret" för fondens första verksamhetsår, 1974) för ett år i taget beslutat om överlåtelse av en del av sin rösträtt i ett 15–20-tal företag.

Det är att märka att ändringen i aktiebolagslagen endast innebar en ändrad teknik för utövande av en ägarroll. Frågan vilken ägarroll man skulle spela berördes inte.

När fonden bildades fanns i reglementet ingen begränsning av den andel i ett företag, som fonden kunde förvärva. Från och med



1980 infördes regeln att fonden inte får innehå mer än 10% av rösträtten i ett börsnoterat företag (regeln är alltså en motsvarighet till 5%-gränsen för försäkringsbolag). Den nya bestämmelsen hade dock ingen större praktisk betydelse utan kom närmast att fungera ungefär på samma sätt som hastighetsbegränsningen på våra vägar – även om gränserna inte fanns skulle flertalet knappast köra fortare utan anpassa hastigheten till vägförhållandena och trafiken. I några få fall hade fonden dessförinnan en något högre röstandel än 10%, men man hade aldrig strävat efter att skaffa de 20–30-procentiga "kontrollposter", som inte är ovanliga i investmentbolagen.

En faktor som sannolikt haft stor betydelse för fondens sätt att agera är dess finansiering. Fondmedlen har inte uppkommit genom någon särskild skatt eller genom en höjning av ATP-avgiften utan genom att en mindre del av de pengar som samlats upp i Första-Tredje AP-fonderna (i själva verket mindre än 1 procent) "länkats av" till placeringar i aktier. Om Fjärde AP-fonden inte funnits skulle med andra ord dessa pengar ha placerats i första hand i obligationer. Inte heller har fonden någon automatisk medelstillförsel. För att Fjärde AP-fonden skall få ytterligare pengar måste fondstyrelsen skriva till regeringen, som sedan kan föreslå riksdagen att höja gränsen för det belopp som får föras över till Fjärde fondstyrelsens förvaltning. Så har skett vid fem tillfällen under fondens historia, under skiftande politiska majoriteter. På så sätt har fondens verksamhet blivit föremål för en kontinuerlig omprövning.

I mitten av 1970-talet var den svenska aktiemarknaden i fråga om börsvärde, omsättning, nyemissionsvolym, nyintroduktioner, antal aktörer på marknaden etc mycket blygsam. Med den miljard som ställdes till fondens förfogande åren 1974–77 kom fonden att utgöra en inte obetydlig faktor på denna marknad. Under några år var fondens nettoplaceringar i aktier lika stora som (eller till och med större än) hos samtliga försäkringsbolag sammantagna. Fonden är alltså – med ett fondkapital på 13–14 miljarder – en av de största aktieförvaltande institutionerna i Sverige, men dess relativa roll har reducerats betydligt. Fondens "marknadsandel" är under 3%.

Även om grundprincipen om avkastningsmaximering implicit gällt och tillämpats hela tiden, har reglementet inte förrän de senaste åren innehållit något operativt ekonomiskt mål för verksamheten. Från och med 1979 – i samband med att fonden blev skattefri – införde riksdagen ett utdelningskrav som påminde om

den regel som gäller för investmentbolag, nämligen att 80% av rörelseöverskottet, d.v.s. utdelningar och räntor, skulle betalas till Första-Tredje AP-fonderna som bidrag till pensionsutbetalningarna. Från och med 1984 stipulerar reglementet att fonden dels skall bibehålla realvärdet på de pengar den tilldelats, dels ska betala en utdelning till Första-Tredje AP-fonderna på 3% per år på detta realvärde.

Det är alltså det långsiktiga avkastningsintresset som är det primära målet för fondens verksamhet. Under detta huvudmål har fonden vissa delmål. I sin egenskap av samhällelig institution vill fonden bidra till den fortgående uppbyggnaden av ett produktivt näringsliv. I själva verket är detta en förutsättning för långsiktigt lönsamma placeringar. Det betyder inte att fonden bedriver närings- eller regionalpolitik, men det betyder att fonden – inom ramen för sitt avkastningsmål – prioriterar i vid mening produktiva företag framför finansiella eller förvaltande. Detta synsätt i fråga om placeringarna har också påverkat utövandet av ägarrollen.

På några punkter skiljer sig fonden från de större investmentbolagen och försäkringsbolagen. Fonden har visserligen liksom investmentbolagen "strategiska" placeringar, men det är placeringar som är strategiska i den meningen att de genom sin storlek är avgörande för det ekonomiska utfallet av verksamheten. Fondens fem största engagemang svarar för över 40% av portföljvärdet, de femton största för 75%.

*Tabell 2. Några uppgifter om Fjärde AP-fondens engagemang vid slutet av 1986.*

| De fem största engagemangen<br>(rangordning 1985<br>inom parentes) |           | Engagemangen storleksfördelade |                  |                  |     |
|--------------------------------------------------------------------|-----------|--------------------------------|------------------|------------------|-----|
|                                                                    |           | Engagemang,<br>mkr             | Antal<br>företag | Totalt<br>belopp | Pro |
| 1 (1) Astra                                                        | 1 187 mkr | >250                           | 15               | 8 442            | 75  |
| 2 (3) Electrolux                                                   | 950 mkr   | 100≤250                        | 9                | 1 603            | 14  |
| 3 (4) ASEA                                                         | 940 mkr   | 50≤100                         | 8                | 632              | 5   |
| 4 (2) Volvo                                                        | 864 mkr   | 10≤ 50                         | 19               | 485              | 4   |
| 5 (6) SCA                                                          | 751 mkr   | 5≤ 10                          | 6                | 40               | (   |
|                                                                    | 4 692 mkr | < 5                            | 5                | 15               | (   |
|                                                                    |           |                                | 62               | 11 218           | 100 |

Några placeringar som är strategiska i betydelsen att de utgör en del i en fast ägargruppering har fonden inte. Till skillnad mot de större försäkringsbolagen har fonden inga andra affärsförbindelser med företagen än sina aktieplaceringar och behöver därför inte ta speciella hänsyn i sin verksamhet.

Innan jag kommer in på ägarrollen skall jag också säga något om hur styrelsen och fondkansliet fungerar rent praktiskt. Som framgått av det föregående är styrelsen stor, och suppleanterna kallas regelmässigt till de normalt fem sammanträdena per år. En så stor församling med relativt låg sammanträdesfrekvens lämpar sig inte för att fatta placeringsbeslut. Styrelsen diskuterar därför strategier och policies och får en rapportering av gjorda affärer, utformad på ett sådant sätt att den löpande verksamheten kan "stämmas av" mot dessa. Ansvar för den löpande verksamheten är verkställande direktörens. Han har till sitt förfogande för rådgivning i större eller principiellt viktiga frågor ett arbetsutskott (ordföranden, vice ordföranden samt för närvarande direktör Hans Werthén och LO-ekonomen Dan Andersson). Självfallet kan styrelsen när den vill fatta de beslut den önskar. Individuella placeringar kan någon gång bli föremål för diskussion (alltså inte rapportering i efterhand) i styrelsen, men det är då oftast frågor som råkar vara aktuella i samband med ett sammanträde och som har sådant intresse att de motiverar en styrelsebehandling. Verkställande direktörens kontakter med ordföranden mellan styrelsesammanträdena påminner om motsvarande kontakter i ett företag.

Styrelseledamöternas kompetens i aktie- och kapitalmarknadsfrågor är naturligtvis med hänsyn till nomineringssättet varierande. Tack vare den relativt långa mandatperioden (tre år, ofta med omval) och uppläggningsen av styrelsesammanträdena får emellertid också den som från början saknar erfarenhet av aktiemarknaden efter hand kunskaper på området, såväl teoretiska som praktiska.

Fondens kansli består av åtta personer (vd, en medarbetare med löpande ansvar för portföljförvaltningen, tre analytiker som biträder denne, samt en kamrer jämte två medarbetare med ansvar för administrationen). Jag själv och de personer som sysslar med placeringarna har förhållandevis täta kontakter med företagen (verkställande ledningen, finans- eller ekonomifunktionen, dotterbolagschefer etc., ibland fackliga företrädare) och gör åtskilliga företagsbesök varje år. I första hand gäller detta de företag som fonden är engagerad i, men potentiella engagemang föranleder besök också

hos andra företag. Dokumentationen hos fonden om noterade företag är omfattande.

Under årens lopp har ett mycket stort kontaktnät med olika företrädare för näringslivet, kapitalmarknaden, fackföreningsrörelsen och förvaltningen byggts upp. Helt naturligt är det framför allt verkställande direktören och hans närmaste man som svarar för kontakterna, men ordförandens – och vissa styrelseledamöters – förbindelser är viktiga. Fondens personkontakter är av väsentlig betydelse, inte minst i ägarfrågor.

## Ägarrollen

När man skall beskriva fondens ägarroll ligger det nära till hands att anknyta till SNS-studien "Institutioner som aktieägare" (Hedlund m.fl 1985). Rent principiellt tillhör naturligtvis fonden den stora gruppen försäkringsbolag, pensionsfonder, placerande investmentbolag etc, som karakteriseras av ett relativt högt exitbeteende och ett relativt lågt voicebeteende. Men om man i det schema som Hedlund m.fl. valt för att illustrera olika ägarkategoriernas beteende lägger in en "tyngdpunkt" för denna grupp kan man konstatera att Fjärde AP-fonden generellt sett är mindre exitbenägen och mer voicebenägen än andra institutioner i gruppen. Anledningarna till denna skillnad är bland annat:

*att* fonden på grund av storleken av dess engagemang (som är en följd dels av fondens storlek, dels av den relativa koncentrationen av portföljen) är marknadsmässigt "låst" på ett sätt som minskar exitmöjligheterna;

*att* fondens karaktär av samhällelig institution (och dess renommé) i många fall medför att en försäljning av aktierna genom effekterna på andra aktieägare skulle vara ägnad att skada företaget; och

*att* fonden som "seriös" aktieägare har ett speciellt ("socialt", "etiskt", företagsekonomiskt och marknadsmässigt) ansvar att ta hänsyn till.

Man skulle kanske kunna uttrycka saken så, att fonden inte har samma frihetsgrader som andra kapitalförvaltande institutioner och att den därför måste spela en starkare voice-roll än dessa.

Det bör tilläggas att denna slutsats beträffande Fjärde AP-fondens ägarroll ingalunda är självklar för en institution av detta slag. Sålunda spelar exempelvis det danska ATP-systemet en renodlad exit-roll och deltar inte ens i bolagsstämmorna i sina portföljforetag. Å andra sidan utövar de finska arbetspensionsbolagen en ägarroll som närmast påminner om de svenska bankanknutna invest-  
mentbolagens.

När det gäller att formulera policyregler för ägarrollen är detta betydligt svårare än placeringsstrategier. Det finns inga generella normer, nyckeltal eller tumregler att ta till. Varje fall av utövande av ägarinflytande är i sig unikt. Inte desto mindre måste man ha en grundfilosofi, och styrelsen för Fjärde AP-fonden har för några år sedan i en promemoria till sitt protokoll uttryckt denna på följande sätt:

"Med den tilltagande institutionaliseringen av aktiemarknaden och tillskapandet av nya (och ibland snabbt skiftande) makt- och inflytandeblock i näringslivet har frågan om de aktieförvaltande institutionernas ägarroll aktualiserats. Fjärde AP-fonden har i egenskap av betydande aktieägare i ett stort antal börsbolag både rättighet och skyldighet att på de vägar som står en aktieägare till buds utöva ett ägarinflytande i företagen. Å ena sidan är det helt klart att fonden inte skall åta sig ett företagansvar. Fonden saknar både kompetens och resurser för en sådan roll, och den stämmer inte överens med fondens uppgift som aktieförvaltande institution. Å andra sidan kan fonden inte spela en helt passiv roll och reagera enbart genom att sälja ut sitt aktieinnehav. Redan storleken av fondens engagemang i många företag (absolut och/eller relativt sett) innebär en betydande inskränkning i fondens handlingsfrihet. Fondens karaktär av samhällelig institution (och dess renommé) skulle vidare i många fall kunna medföra att en försäljning av aktierna genom effekterna på andra aktieägars agerande skulle vara ägnad att skada företaget.

Styrelsen har diskuterat fondens ägarroll mot bakgrunden av sitt förvaltningsuppdrag och fondens position på kapitalmarknaden. Sammanfattningsvis anser styrelsen att fonden skall utöva sitt ägarinflytande i företagen så att den inom ramen för fondens långsiktiga avkastningsintresse – som är det primära målet för fondens verksamhet – gagnar dels det berörda företaget, dels en väl fungerande aktiemarknad och därmed också samhällsintresset."

Det är med nödvändighet fråga om ganska generella formuleringar, men jag ska försöka belysa hur dessa principer omsatts i verkligheten.

Först dock några ord om "de vägar som står en aktieägare till buds" (d.v.s. tekniken för utövande av en ägarroll). Dessa vägar är för en stor aktieägare betydligt fler än för den mindre aktieägaren:

- (1) Formellt – enligt aktiebolagslagen – finns bara en väg att utöva ägarinflytande, nämligen på bolagsstämma, med de beslutsregler som gäller för olika typer av ärenden.
- (2) En stor aktieägare har i realiteten möjlighet att med utsikt att bli uppmärksammas, när som helst framföra åsikter, synpunkter och önskemål till styrelsens ordförande, styrelsen, företagsledningen eller revisorerna.
- (3) Vissa stora aktieägare har "styrelserepresentanter", som företräder ägarens intressen.
- (4) Ibland förekommer det att några större aktieägare bildar en informell "ägargrupp" som genom inflytande på styrelsen påverkar bolaget i en viss fråga.
- (5) En stor aktieägare kan (exempelvis via massmedia) söka skapa en opinion i en fråga som berör ett bolag och kan då i kraft av sin allmänna "standing" utöva inflytande på bolaget.

Fonden har utnyttjat samtliga dessa vägar för att utöva ägarinflytande. En av dem, "styrelserepresentanter", kräver en särskild kommentar.

Aktiebolagslagen förutsätter att en styrelseledamot som väljs på bolagsstämma representerar alla aktieägare, inte någon enstaka ägare eller grupp av ägare. Det är väl knappast någon överdrift att påstå att denna grundprincip i många fall åsidosatts, särskilt i bolag där styrelserepresentanten företräder ett stort och mycket långsiktigt engagemang. Försvaret för att en styrelseledamot agerar som företrädare för en viss aktieägare (självfallet utan att därför ha rätt att missgynna andra aktieägare) kan sägas vara att denna aktieägare är beredd att stå kvar i bolaget även om utvecklingen är ogynnsam. Eftersom det här är fråga om ett klart voicebeteende är styrelserepresentation i denna mening främmande för fonden. Det innebär emellertid inte att fonden skulle vara ointresserad av styrelsemedverkan i företag där den har ett betydande intresse.

Förutom att fonden (vanligen via sin styrelseordförande, ibland genom verkställande direktören) inte sällan deltar i den typ av samråd mellan större aktieägare beträffande styrelsens sammansättning som brukar äga rum inför bolagsstämmor, har fonden under årens lopp medverkat till att nominera styrelseledamöter i ca femton företag. Exempel på nu aktuella företag och personer är ABV (direktör Karl-Erik Önneshj, f.d. styrelsesuppleant i fonden), AGA (direktör Krister Wickman, 1–3 AP-fonderna), Astra (generaldirektör Tony Hagström), Incentive (direktör Karl-Axel Linderoth, SPP), Pharmacia (ekonomichef Kurt Lanneberg, styrelseledamot i fonden), Trelleborg (direktör Jan Odhnoff, Arbestlivscentrum) och Volvo (kommunalrådet Sören Mannheimer, fondstyrelsens ordförande). Polycyn har väl växlat något, men fondstyrelsen anser det rimligt att verka för styrelserepresentation i vissa av de företag där fonden absolut och/eller relativt sett har ett betydande engagemang och även att fondstyrelsen medverkar till att utse sådana styrelserepresentanter i företagen som äger särskild kännedom om fondens uppgifter och värderingar. Ett skäl till viss restriktivitet i fråga om styrelserepresentation är att denna inte får innebära en ytterligare begränsning av fondens möjligheter att avveckla en placering.

Så till de praktiska illustrationerna av andra former för utövande av ägarrollen. Eftersom utvecklingen av ägarbeteendet är en historisk process, som i hög grad påverkats av utvecklingen i samhället och på aktiemarknaden, ter det sig naturligt att i huvudsak ta exemplen i kronologisk ordning.

Några spekulativt lagda privatpersoner hade bildat ett bolag (Trendinvest) som 1976 systematiskt byggde upp ett större aktieinnehav i Fagerstagenom att aktivt marknadsföra sig, bland annat hos förmögna privatpersoner. Syftet med aktionen var oklart, men följden blev en kraftig kursuppgång för Fagerstaaktien. Möjligen kan Trendinvests mål ha varit begränsat till att göra en gynnsam kursprognos självförverkligande, men det fanns anledning anta att intresset för Fagersta, när man fått en ägarandel som möjliggjorde ett inflytande i bolaget, inte var ägnat att främja bolagets utveckling. Man skulle kunna tänka sig att mer intressanta delar av verksamheten, som exempelvis hårdmetallrörelsen och innehavet av Krängedeaktier, såldes av. Fondstyrelsen bedömde – som det senare kom att visa sig felaktigt – att Fagerstaaktien kunde vara en intressant placering och köpte av den dåvarande huvudaktieägaren,

Industrivärden, teckningsrätter i en större nyemission. Industrivärden hade vid den aktuella tidpunkten inte resurser att teckna sin andel i emissionen. Genom emissionen kom Trendinvests andel i Fagersta att spädas ut och fonden blev den näst största ägaren i bolaget. Fonden träffade då också överenskommelse om styrelse-representation (generaldirektör Tony Hagström, som hade stor erfarenhet av stålbranschen).

Fagerstafallet var ett tidigt exempel på utövande av ägarinflytande från fondens sida. Fagersta blev några år senare, då ägarstrider skakade bolaget, ett av de få exemplen på företag där fonden inte alls lyckats göra sina ägarsynpunkter gällande utan fann för gott att sälja ut hela sitt innehav, d.v.s. tillämpa ett renodlat exitbeteende.

Våren 1979 pågick debatten om den s.k. Volvo-Norgeaffären. Volvoledningen önskade släppa in norska staten som delägare i Volvo mot att Volvo fick del i oljefyndigheter i Nordsjön. Det preliminära avtalet, som förankrats på regeringsnivå i bägge länder, förutsatte också överflyttning av viss tillverkning från Sverige till Norge och syftade till ett vidgat industriellt samarbete. Genom att avtalet hade inte enbart företagsekonomiska aspekter utan i hög grad gällde svensk – och norsk – industripolitik, kom debatten att bli mycket intensiv och föranleder en omfattande publicitet. Diskussionen kom dels att gälla de ekonomiska villkoren för affären (där många aktieägare hävdade att Volvo "sålde sig för billigt"), dels de långsiktiga fördelarna för Volvo (och näringslivet i allmänhet) av ett närmare svenskt-norskt samarbete. Fonden hade då (och har alltså) ca 6% av rösträtten i Volvo och var därmed den röstmässigt största aktieägaren i bolaget. Fondens ställningstagande var därför betydelsefullt. Fondens dåvarande verkställande direktör Lennart Dahlström och några styrelseledamöter var emot affären på ekonomiska grunder, men fondstyrelsen fattade ett majoritetsbeslut att stödja Volvostyrelsens förslag. Detta beslut offentliggjordes också. Det kom emellertid aldrig att få någon praktisk betydelse, eftersom den extra bolagsstämma i Volvo som skulle behandla frågan inställdes sedan Volvostyrelsen funnit att den inte skulle få erforderlig majoritet.

Ett par år senare önskade Volvo gå samman med Beijerinvest. Beijerinvest innehöll en betydande portfölj av börsaktier och i planerna för samgåendet ingick också tanken på att omvandla Volvo till ett investmentbolag. Fondstyrelsen ansåg dels att Volvo borde bibehålla sin verksamhetsinriktning, dels att en sådan änd-



ring skulle medföra svårigheter att vända sig till marknaden med nyemissioner. Vid den extra bolagsstämma i Volvo som beslöt om samgående uppträdde jag som fondens representant och talade emot investmentbolagsidén. Jag vann föga förståelse för våra synpunkter, men Volvo frångick senare tanken.

Bahco hade i början av 1980-talet – som ett resultat av en alltför snabb expansion genom företagsförvärv i kombination med vikan- de lönsamhet – råkat i svårigheter. 1982 blev läget kritiskt, och huvudägaren Promotion beslöt då tillsammans med de två närmast största aktieägarna – det finska bolaget Partek och Fjärde AP-fonden – att genomföra ett rekonstruktionsprogram (dessa tre ägare representerade tillsammans inemot 70% av ägandet i bolaget). Fonden bedömde att det låg i dess intresse att medverka i ett sådant program och ett mycket nära samarbete inleddes. Ägarna initierade och följde kontinuerligt en kraftfull konsultinsats, skaffade en ny verkställande direktör och möjliggjorde en nyemission 1:1 i ett läge då företaget ingalunda var utom fara. Åtgärdsprogrammet blev framgångsrikt. Bahco återhämtade sig resultatmässigt, och från ett bottenläge kring 75–80 kronor före nyemissionen steg kursen till nivån 250 kronor (efter emission) 1984. Man kan naturligtvis diskutera formerna för en ägarinsats från fondens sida (och i detta fall var det ett utpräglat voicebeteende), men det framstår som helt klart att fonden handlade i överensstämmelse med sina grundprinciper.

Bahco bestod av några större delar (de viktigaste var Verktyg, Ventilation och Mecman) som hade mycket ringa samband med varandra.<sup>1</sup> När Promotion 1986 fann att man önskade integrera Bahco med Promotion och driva dessa verksamheter direkt, beslöt man rikta ett uppköpserbjudande till marknaden. Beslutet var delvis föranlett av att Partek av olika skäl önskade dra sig ur sitt engagemang. Fonden representerade drygt 9% av ägandet i Bahco, och dess ställningstagande hade därför betydelse för om Promotion skulle komma över 90%-gränsen. Fondens kansli värderade budet, både i ekonomiska termer och i fråga om dess industriella konsekvenser och beslöt att acceptera det. Detta beslut kunde meddelas övriga aktieägare redan i uppköpserbjudandet. Från fackligt håll

<sup>1</sup> *Bahco Ventilation såldes i juni 1987 till Fläkt AB.*

riktades viss kritik mot fonden, som ansågs ha svikit sitt långsiktiga ägaransvar.

Hösten 1983 hade Skanska (dåvarande Skånska Cementgjuteriet) blivit relativt stor aktieägare i Sandvik. Utvecklingen i bolaget var ogynnsam, bland annat drabbades bolaget av betydande förluster på terminsaffärer i valutor. Cementgjuteriet kände oro över Sandviks situation och var inte övertygat om den dåvarande huvudaktieägarens och styrelsens förmåga att bemästra denna (synpunkter som för övrigt delades av fonden). Cementgjuteriet tog kontakt med mig och redogjorde för sina planer beträffande Sandvik, som man avsåg att genomföra genom att kalla till en extra bolagsstämma och förändra styrelsens sammansättning. Fonden hade via sina A-aktier ca 6% av rösterna i Sandvik, och denna post hade stor betydelse för frågan om Cementgjuteriet skulle kunna genomföra sina planer. Cementgjuteriet var berett att betala ett bra pris för A-aktierna, och en överenskommelse träffades med fonden om att Cementgjuteriet skulle förvärva dessa aktier. Jag bedömde att de planerade åtgärderna var till gagn för Sandvik. Fonden hade ingen önskan att lämna Sandvik, men det föreföll sannolikt att fonden skulle få möjlighet att senare i marknaden återköpa samma antal A-aktier som man sålt, och på en lägre kursnivå. När de planerade åtgärderna var genomförda kunde man vänta sig att den tidigare huvudaktieägaren skulle vara intresserad av att sälja aktier. Redan innan årets slut hade fonden byggt upp sitt aktieinnehav igen. Fonden har i dag ett något större engagemang än före den s.k. midnattsraiden och är därmed en av de största aktieägarna i bolaget.

Det ligger i sakens natur att en aktion av detta slag måste genomföras mycket snabbt om man skall ha utsikt till framgång. Tidsutrymmet var så knappt att de internkontakter vd-fondstyrelsens arbetsutskott som är normala vid en så stor affär (det rörde sig om ca 250 Mkr) inte hann tas. Än mindre var det naturligtvis möjligt att ta några externa kontakter. Fonden fick uppbära en del kritik för sitt agerande – inte oväntat från den tidigare huvudaktieägaren men också från fackligt håll.

Den starka kursuppgång på aktiemarknaden som inleddes hösten 1980 fortsatte obruten in i 1984. Samtidigt mångdubblades börsomsättningen. I ett sådant börs klimat skapades möjligheter för ett betydande antal mycket stora aktieaffärer, som påverkade ägarstrukturen i svenskt näringsliv. I många fall togs marknadens resur-

ser i anspråk för finansieringsoperationer som i huvudsak syftade till att åstadkomma förändringar av inflytandet i börsföretagen. Ett framträdande drag i marknadsbilden – särskilt 1983 och 1984 – var emissioner och nyintroduktioner som ledde till ett ökat korsägande företagen emellan. Fonden fann denna utveckling oroväckande. Man kan visserligen ha olika uppfattningar om den optimala ägarstrukturen i börsföretagen (om en sådan överhuvudtaget finns) och om hur ägarrollen bör utövas. Men att det finns en ägarroll är klart, lika väl som det finns en styrelseroll och en roll för den verkställande ledningen. Jag försökte i intervjuer i massmedia, i föredrag och debatter och genom direkta hänvändelser till berörda företag inom fondens intressekrets påverka attityderna till korsägandet. Fondens självständighet och avsaknaden av bindningar till olika intressegrupper i näringslivet gjorde det möjligt för fonden att inta en uttalad ståndpunkt.

Ett av de mest framträdande exemplen på utvecklat korsägande gällde ABV, ett företag i vilket fonden länge varit relativt stor ägare. Sedan flera år fanns ett "enkelt" korsägande mellan ABV och investmentbolaget Företagsfinans. 1983 beslöt styrelserna i ABV och Företagsfinans att bilda ytterligare ett bolag, Balkeninvest, och skapade på så sätt en företagstriangel baserad på principen att två bolag i triangeln alltid hade majoritet i det tredje. På den extra bolagsstämma i ABV hösten 1983 där man fattade beslut om ABV:s medverkan till bildandet av Balkeninvest talade jag mot förslaget. Styrelsen för ABV förband sig då att verka för en upplösning av korsägandet – sannolikt var det fråga om en läpparnas beaktelse. Balkeninvest blev ett ekonomiskt misslyckande. Sedan Pronator 1985 förvärvat Balkeninvest (med ABV- och Företagsfinansaktier), och efter en rad turer kring en annan större aktiepost i Företagsfinans, kunde fonden och några försäkringsbolag förvärva så många aktier i Företagsfinans att man tillsammans med Pronator/Balkeninvest hade en klar röstmajoritet. Nästa steg, 1986, blev ett uppköpsbud från Pronator på Företagsfinans, efter vilket Pronator, fonden och försäkringsbolagen fick röstmajoritet i ABV. Korsägandet var därmed upplöst, och ABV-fallet kan sägas vara en tillämpning i praktiken av den åsikt fonden förfäktar i fråga om korsägandet. Också här var det fråga om ett handlande som gynnade fondens intressen. Den nya ägarfördelningen möjliggjorde förändringar i styrelsen i ABV, byte av företagsledning och en rad åtgärder i företaget (de senare punkterna blev självfallet uppgifter

för den nya styrelsen och inte för ägarna). Bolaget hade fått bättre utvecklingsmöjligheter och aktiekursen steg betydligt kraftigare än för andra bygg- och fastighetsbolag.

Om man så vill kan man också räkna fondens köp (tillsammans med några andra institutioner) av aktier i SSAB 1986/87 till kategorin utövande av ägarinflytande. Fonden erbjöds av industridepartementet att på villkor som den bedömde som intressanta köpa aktier i bolaget. Syftena med aktieförvärvet var också att skapa gynnsammare förutsättningar än om staten varit ensamägare att åstadkomma de förändringar som måste genomföras i bolaget och att öka dess trovärdighet på den internationella stålmarknaden, där misstankarna om dolda subventioner till statsägda företag kunde skada bolaget.

Som framgått av de återgivna exemplen är en grundläggande förutsättning för fondens agerande att utövandet av ägarinflytandet är ägnat att gynna fondens långsiktiga avkastningsintresse. Fonden kan aldrig handla på ett sätt som strider mot detta intresse, hur välmotiverat ett visst handlingssätt än skulle vara av andra skäl.

De exempel på utövande av en ägarroll jag nämnt är sådana som bjudit på viss dramatik eller eljest blivit uppmärksammade. De är naturligtvis inte de enda fall där fonden funnit sig föranlåten (eller tvingats) att agera, ofta i det tysta och i mindre dramatiska termer. Man kan kanske hävda att sådana fall i aktieägardemokratins intresse borde behandlas öppet, exempelvis på bolagsstämmor. Det går nu inte av flera skäl. Den "tysta diplomatin" ställer höga etiska och moraliska krav på sina utövare, inte minst just på grund av att den knappast låter sig "kontrolleras".







Hur ser några av 1980-talets ägare av stora svenska företag på sin ägarroll? Vilka är deras erfarenheter av att äga? Vilket inflytande har de vid kriser, i samband med VD-skiften, vid strukturförändringar – och under mer "normala" utvecklingsförlopp i de ägda företagen? Vad gör de egentligen när de äger?

*Att äga stora företag* ger ägares perspektiv på ägandets betydelse i och för stora svenska industriföretag. Det har blivit ett antal personligt färgade inlägg av värde för alla med intresse av de stora företagens utveckling.