

SVENSKA AKTIER

i utlandet

FALLET PHARMACIA

Erik Hörnell

Henrik Didner

SNS Förlag

SVENSKA AKTIER I UTLANDET

Fallet Pharmacia

Erik Hörnell

Henrik Didner

SNS ägandeprogram

I SNS forskningsprogram "Ägandestrukturer, ägandefunktioner och företagsutveckling" studeras ägandets betydelse för företagets och näringslivets effektivitet och förnyelseförmåga. Ansvarig är docent Ingemund Hägg, SNS och Företagsekonomiska institutionen vid Uppsala Universitet.

Publikationer i ägandeprogrammet

- Hedlund, G., 1984, "Voice, exit och loyalty som mekanismer för ägarinflyande", *Institutet för internationellt företagande*, Handelshögskolan, Stockholm (stencil).
- Hedlund, G., Hägg, I., Hörnell, E. & Rydén, B., 1985, *Institutioner som aktieägare. Förvaltare? Industrialister? Klippare?*, Stockholm: SNS.
- Hägg, I. & Hörnell, E., 1985, En enkätstudie av 100 aktieägande institutioner, *Företagsekonomiska Institutionen*, Uppsala Universitet (stencil).
- Hedlund, G. & Hägg, I., 1986, "Korsäggande-, stabiliserings-, överlevnads- och kålsuparargumenten", *Företag och Samhälle* Nr 1.
- Hägg, I. & Hörnell, E., 1987, "Ägande och inflytande i Storbritanniens näringsliv", *SNS Occasional Paper* Nr 4, Rapport till ägarutredningen.
- Hägg, I., 1987, "Ägande och inflytande i Frankrikes näringsliv", *SNS Occasional Paper* Nr 5, Rapport till ägarutredningen.
- Glete, J., 1987, *Ägande och industriell omvandling - ägargrupper, skogsindustri, verkstadsindustri 1850 - 1950*, Stockholm: SNS.
- Hägg, I., (red.), 1987, *Att äga stora företag - några ägares erfarenheter*, medverkande: Claes Dahlbäck, Gustaf Douglas, Per Lindberg, Anders Wall, Jan Wallander och Sten Wikander, Stockholm: SNS.

Erik Hörnell och Henrik Didner

Svenska aktier i utlandet - Fallet Pharmacia.

1:a upplagan

1:a tryckningen

Omslag: Ingvar Bylund

ISBN 91-7150-343-9

© 1988 Erik Hörnell, Henrik Didner och SNS Förlag

Innehållsförteckning

Figurförteckning	4
Tabellförteckning	6
Förord	7
1. Inledning	9
2. Teoretiska utgångspunkter	16
3. Undersökningens uppläggning	22
4. Pharmacia före den första emissionen	25
5. Den första utlandsemissionen	34
6. Utvecklingen fram till och med den andra emissionen	51
7. Pharmacia efter den andra emissionen	58
8. Finansiella aspekter	64
9. Ägaraspekter	78
10. Utländska analytikers bevakning	94
11. Konklusioner	109
Appendix A	115
Käll- och litteraturförteckning	119

Figurförteckning

1.1. Pensionsfonders totala tillgångar i några länder 1985 (Mdr US \$)	10
1.2. Japanska privata pensionsfonders tillgångar (triljoner Yen)	10
1.3. Fördelningen av tillgångar hos japanska försäkringsbolag (%)	10
1.4. Export exklusive nyemissioner, nyemissioner riktade till utlandet respektive import av aktier till Sverige 1980 - 1987 (Mkr kr)	11
4.1. Pharmacias investeringar i Sverige och i utlandet 1977 - 1981 (Mkr)	28
4.2. Vinst och utdelning per Pharmaciaaktie 1977 - 1981 (kr)	28
4.3. Pharmacias soliditet 1973 - 1987	29
5.1. Novoaktiens kursutveckling 1974 - 1982 (Dkr)	36
5.2. Svenska börsföretags nyemissioner i Sverige och utlandet 1975 - 1985 (Mkr)	37
5.3. Totalt antal och förändringen av antal aktier under 1981 års emissioner (1000-tal aktier)	43
5.4. Bundna respektive fria aktiers antal och andel av aktiekapitalet under 1981 års emissioner	43
5.5. Olika aktieslags andel av totala röstvärdet före respektive efter 1981 års emissioner (%)	44
5.6. Olika aktieslags andel av aktiekapitalet före respektive efter 1981 års emissioner (%)	44
5.7. Aktiekapital plus bundna reserver före, under respektive efter 1981 års emissioner (Mkr)	46
6.1. Nyemissioner, internt genererade respektive använda medel 1976 - 1984 (Mkr)	53
6.2. FoU-kostnaders andel av totala kostnader respektive försäljning 1976 - 1987 (%)	54
6.3. Veckovisa aktiekurser för Pharmacia b-fria (kr), fria aktiers premi- um över bundna (%) och omsättning i tusental aktier 1981 - 1987	55
7.1. Andelen av Pharmacias försäljning i utlandet, Nordamerika respektive Japan 1976 - 1987 (%)	59
7.2. Pharmacias försäljning, resultat efter finansnetto och FoU-kostnader 1976 - 1987 (log-skala, Mkr)	62
7.3. Pharmacias soliditet 1973 - 1987	63

8.1. Sambandet mellan kvantitet och pris på den inhemska (S_d), respektive den utländska (S_f) kapitalmarknaden	73
9.1. Ägarkategorier med avseende på dominerande syfte med innehavet samt exit- och voicebenägenhet	82
10.1. Vinst per Pharmaciaaktie enligt olika definitioner 1978 - 1987	99
10.2. Vinst per aktie efter faktisk skatt i SEK respektive US \$ 1978 - 1987	100
10.3. Analytikers vinstprognos och faktiskt utfall 1981 - 1982 (V/A i kr)	103
10.4. Analytikers vinstprognos och faktiskt utfall 1983 - 1984 (V/A i kr)	104
10.5. Kursutvecklingen för Pharmacia b-bundna 1985 - 1988 relaterat till några händelser (1985-02-05 är index 100)	107

Appendix

A.1. Pharmacias styrelse 1976 - 1987	115
A.2. De fem största amerikanska ägarnas andel av utestående ADS 1981 - 1987 (%)	116
A.3. Antal utestående ADS i USA 1981 - 1987 (1000-tal)	116
A.4. Pharmacias b-aktiers andel av svenska börsens omsättning 1981 - 1987 (%)	117

Tabellförteckning

1.1. Relationen mellan börsvärdet i några länder vid utgången av 1986	13
4.1. Pharmacias försäljning 1976 uppdelad på dotterbolag och divisioner (%)	26
4.2. Pharmacias prognos respektive faktiskt utfall för investeringar några perioder mellan 1975 - 1980 (Mkr)	29
6.1. Försäljningsökningen för Pharmacias divisioner 1982 - 1983 uppdelad i komponenter	52
6.2. Pharmacias rörelseresultat och prishöjningars respektive valutaeffekters del av resultatet (Mkr)	52
8.1. Börsvärde i relation till justerat eget kapital vid 15 procents avkastningskrav	73
8.2. Sambandet avkastningskrav, förväntad vinst respektive aktiekurs	75
9.1. Pharmacias efter röstandel tio största ägare 1984 - 1987	85
9.2. Pharmacias efter röstandel åtta största ägare 1980 - 1983	85
9.3. Aktieinnehav för Pharmacias tio största amerikanska ägare 1984 - 1987 (1000-tal ADS)	87
9.4. Amerikanska institutioners innehav respektive förändring av innehav andra kvartalet 1987 (1000-tal ADS)	90
9.5. Totalt respektive utländskt deltagande vid Pharmacias bolagsstämmor 1981 - 1986	90
9.6. Antal besök på Pharmacia av institutioner, mäklare och affärspress 1984 - 1986	92

Förord

Föreliggande studie är en del i SNS forskningsprogram "Ägandestrukturer, ägandefunktioner och företagsutveckling". Studien påbörjades 1986 då de första kontakterna togs med Pharmacia, och huvuddelen av arbetet genomfördes under 1987.

Vi vill först tacka alla dem som på olika sätt bidragit med uppgifter till vår studie. Många har välvilligt ställt sin tid till förfogande för intervjuer och andra har hjälpt oss med skriftlig dokumentation. Ett särskilt tack till Pharmacias informationsavdelning och till Margareta Hjertberg, som med aldrig svikande vänlighet, varit oss behjälplig med olika praktiska problem.

Vi har haft förmånen att få diskutera tidigare versioner av manuskriptet i SNS ägarforskningsseminarium under Ingemund Häggs både inspirerande och pådrivande ledning, och i forskningsseminarium vid Institutet för Internationellt Företagande (IIB), Handelshögskolan i Stockholm, respektive vid företags-ekonomiska institutionen, Uppsala Universitet.

Studien har finansierats genom anslag från IIB och Salén-stiftelsen.

Uppsala i augusti 1988

Erik Hörnell Henrik Didner

1. INLEDNING

Den 26 oktober 1981 meddelade *Wall Street Journal* i en notis:

AB Fortia, the Swedish biotechnology and pharmaceutical company, filed with the Securities and Exchange Commission for the proposal of sale of 2.5 million American Depositary Receipts, representing 2.5 million of the company's nonrestricted Class B shares.¹

Det var första gången under efterkrigstiden som ett svenskt företag gjorde en s k riktad nyemission utomlands. Varför gjordes emissionen, hur gick det till och vad fick emissionen för betydelse för företaget? Det är frågor som vi skall försöka besvara i denna undersökning.

Även om några svenska företags aktier funnits noterade på vissa utländska aktiebörser sedan flera decennier tillbaka är det först under 1980-talet som utländska aktiemarknader och utländskt ägande av svenska börsföretag kommit att bli av betydelse.² Det finns flera förklaringar till att en internationalisering på ägarsidan inte blivit aktuell tidigare. Det var först 1979 som Riksbanken började underlätta för s k valutautlåningar³ att köpa aktier i svenska börsnoterade bolag.

Tidigare hade aktiehandeln över gränsen fått ske inom ramen för den s k *swüch*-valutan. För det andra var den internationella riskkapitalmarknaden av relativt liten omfattning fram till mitten på 1970-talet. Några av de allra största multinationella företagen i världen hade visserligen betydande omsättning av sina aktier på flera olika börser, men totalt sett var bilden att aktieinvestorer placerade företrädesvis i egna landets bolag.

Avskaffandet av den brittiska valutaregleringen och det stora utbudet av kapital från först OPEC-länderna och sedan Japan betydde sannolikt mycket för upp-

1 1973 bytte koncernen namn till Pharmacia, tidigare hette forskningsbolagen i Uppsala Pharmacia.

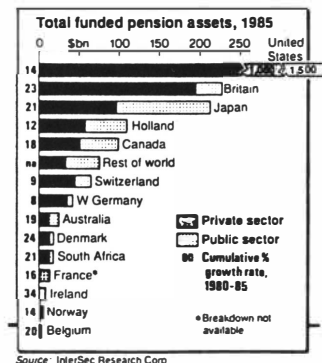
2 Den första utlandsemissionen gjorde Tändsticksbolaget redan 1922. Under 1920-talet var den svenska aktiemarknaden liten och de stora företagens möjligheter till anskaffning av riskkapital inom landet var begränsade liksom de var under andra halvan av 1970-talet.

3 Med valutautlåning menas fysisk person som inte har sin hemvist i Sverige, eller juridisk person vars styrelse inte har sitt säte i Sverige.

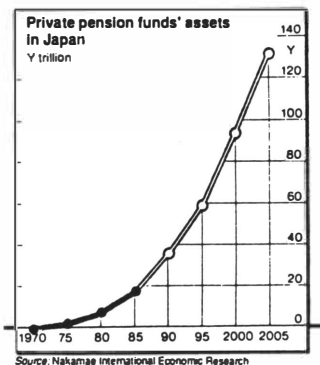
komsten av en mer internationell finansmarknad. Volymmässigt kom den att domineras av lån till länder med underskott i bytesbalansen. Intresset för internationella aktieplaceringar ökade emellertid också. En förklaring till detta var att den internationella långivningen blev mer riskfylld. De länder som ville låna fick allt svårare att klara återbetalningarna.

En annan anledning till uppgången i den internationella aktiehandeln var det kraftigt ökade sparandet via institutioner som pensionsfonder och försäkringsbolag i USA, England och Japan (se fig 1.1 och 1.2). Tillflödet av kapital till dessa institutioner var så stort att några började köpa utländska aktier för att uppnå högre avkastning eller bättre riskspridning (se fig 1.3). Aktiehandeln över

Figur 1.1. Pensionsfonders totala tillgångar i några länder 1985 (Mdr US \$)

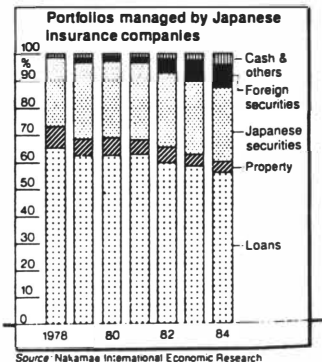


Figur 1.2. Japanska privata pensionsfonders tillgångar (triljoner Yen)



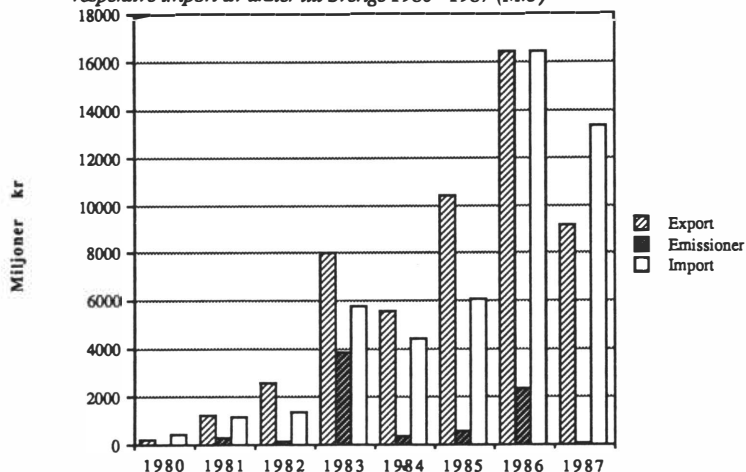
Källa: Economist 1986-11-08.

Figur 1.3. Fördelningen av tillgångar hos japanska försäkringsbolag (%)



gränserna har sedan dess ökat snabbt och mycket talar för en utveckling mot en mer global aktiemarknad. De tekniska framstegen på datorområdet har gjort det möjligt att länka och samordna börser i olika världsdelar så att handel i vissa företagsaktier pågår dygnet runt. En ytterligare viktig faktor är slutligen att många multinationella företag själva aktivt söker sprida sina aktier på de stora börserna runt om i världen.⁴

Figur 1.4. *Export exklusive nyemissioner, nyemissioner riktade till utlandet respektive import av aktier till Sverige 1980 - 1987 (Mkr)*



Källa: Riksbankens Årsbok 1982, 1985, 1987.

I Sverige infördes 1979, som nämnts, möjligheter för börsbolagen att ansöka hos Riksbanken om tillstånd för valutautlåningar att köpa ett visst antal av bolagets aktier utan *switch*-valuta. Dessa tillstånd gav upphov till det som i dagligt tal kallas "export av aktier" eller import när aktierna säljs tillbaka till Sverige. Ett viktigt motiv för denna lättnad i valutaregleringen var att aktieexporten skulle påverka landets betalningsbalans positivt.

Två år senare kom så den första riktade utlandsemissionen av nya aktier när Pharmacia emitterade 3 miljoner aktier i New York. Denna första emission följdes sedan av en andra emission i New York 1983 och flera andra svenska företag gjorde

⁴ Euromoney May 1985, s. 121.

också emissioner i New York eller London. I samband med emissionerna ansökte företagen om att få sina aktier noterade på någon av de lokala aktiebörserna, om så inte redan var fallet. Sådana ansökningar gjordes också av flera bolag utan att några nya aktier emitterades.

Export av aktier, riktade nyemissioner till utlandet och noteringar utomlands innebär en internationalisering av ägande och riskkapitalförsörjning. Omfattningen kan mätas på olika sätt. För åren 1975 och 1979 uppskattades det utländska ägandet i svenska börsbolag till cirka 4 procent men steg sedan till ungefär 8 procent 1985.⁵ Denna ökning på cirka 4 procentenheter kan tyckas tämligen marginell. Räknat på ett börsvärde på drygt 500 mdr kr betyder det dock 20 mdr kr. Dessutom är ägandet koncentrerat till ett 20-tal bolag och i vissa av dessa är den utländska ägarandelen väsentligt högre.⁶

Figur 1.4 visar storleken på exporten av svenska aktier till utlandet under perioden 1981 - 1987. Som framgår av tabellen har det varit stora variationer mellan de olika åren. Vad som är förklaringen till detta är svårt att närmare ange. I finanspressen talas det om att "utlandets intresse" för svenska aktier varierar beroende på hur kursutvecklingen är i Stockholm. När de svenska aktierna allmänt sett stiger är utlandets intresse större än när börskurserna ligger stilla eller sjunker. Utlandets försäljningar av aktier tillbaka till Sverige har däremot inte uppvisat så stora fluktuationer mellan åren och sett över hela perioden 1981 - 1987 har den ackumulerade nettoexporten (inkl. emissioner) ökat till 16 153 Mkr.⁷

Utlandets betydelse för de svenska börsföretagens försörjning med riskkapital kan mätas genom storleken på de riktade emissioner som genomförts. Under perioden 1981 - 1987 har sålunda cirka 7 661 miljoner kronor tillförts de svenska bolagen från utlandet i form av nyemissioner. Det motsvarar cirka 54 procent av nyemissionsvolymen på den svenska aktiebörsen under samma tid.⁸

När vi talar om "utlandet" i samband med svensk export av aktier och utländskt ägande så avses i första hand USA och England och i någon mån Japan. Det är börserna i London, New York och Tokyo som är de viktiga, och det är pensionsfonder, försäkringsbolag och aktiefonder i dessa länder som är de stora ägarna av svenska aktier utomlands. Att det kommit att bli dessa tre länder som dominerar förklaras nog främst av att de både rymmer internationella finansmetropoler och

5 SOU 1982:28, s 17f, Hedlund(1985).

6 Ds I 1985:7, s. 16f.

7 Riksbankens Årsbok 1987 och 1986.

8 Riksbankens Årsbok 1987, 1986, Aktiv Placering: Företagsanalyser 1986, 1985, 1984.

har ett stort utbud av riskvilligt kapital genom ovan nämnda institutioner.

Under de senaste åren har intresset för den japanska aktiemarknaden ökat markant. I början av 1987 noterades AGA, Volvo och Pharmacia som första svenska bolag på Tokyo Stock Exchange. En viktig förklaringen till intresset för den japanska aktiemarknaden är det mycket stora utbudet av kapital från institutionellt håll. Det japanska pensionssparandet är mycket stort vilket förklaras med en hög sparkvot och en ojämn åldersfördelning. Andelen pensionärer beräknas öka från 18 procent 1985 till drygt 40 procent omkring år 2010.⁹ Det stora utbudet av kapital har tidigare till stor del kunnat investeras inom landet beroende på den snabba ekonomiska tillväxten. Under de senaste åren har dock tillväxten sjunkit något och därmed har investeringarnas ökningstakt också avtagit, men Japans bytesbalansöverskott har fortsatt att ligga på en hög nivå. "Överskottet" på kapital har bidragit till att driva upp kurserna på Tokyobörsen så att det genomsnittliga p/e-värdet ligger över 60.¹⁰ Den japanska aktiemarknaden har nu passerat den amerikanska om man räknar efter sammanlagt börsvärde (se tabell 1.1).

Tabell 1.1 *Relationen mellan börsvärdet i olika länder vid utgången av 1986.*

Sverige	1
Storbritannien	9
Japan	36
USA	45

Källa: *Financial Times* 1987-04-14 s. 24.

Den ökade spridning av svenska aktier till utlandet har inte bara finansiell och kommersiell betydelse för de berörda företagen. En internationalisering av försörjningen med riskkapital innebär självklart också att företagets ägarstruktur ändras. Den intressanta frågan är om detta i sin tur påverkar de berörda bolagen på något sätt. En uppfattning är därvid att det utländska ägandet medför att bolagens verksamhet kommer att få en grundligare och mer initierad genomlysning därför att utländska analytiker börjar intressera sig för de svenska börsföretagen. De stora svenska multinationella företagen kommer också mer att bedömas mot sina utländska konkurrenter i stället för mot övriga svenska företag.

⁹ *Financial Times* 1987-04-14, som refererar till OECD.

¹⁰ *Affärsvärlden* 1987 Nr 16/17 s. 138.

Denna ytterligare övervakning från aktiemarknadens sida skulle kunna främja företagets effektivitet och göra dem internationellt sett mer konkurrenskraftiga än vad de annars hade varit.

Det ökade utländska ägandet skulle också kunna medföra andra positiva effekter. Det har sålunda hävdats att en notering av aktierna på en lokal börs tjänar som en slags auktorisation och medför att bolaget blir mer uppmärksammat i landet i fråga. Därmed kan det bli lättare att rekrytera lokal arbetskraft och att knyta affärsmässiga kontakter.

Även om en internationalisering på ägarsidan kan medföra flera fördelar för berörda företag är företelesen ingalunda okontroversiell. Inom främst de socialistiska partierna och LO finns negativa och restriktiva inställningar till ett ökat utländskt ägande. I riksdagen väcktes en motion 1982/83 av Lennart Pettersson(s) m fl om utlänningars aktieförvärv i svenska företag. I ett betänkande med anledning av motionen yttrade fullmäktige i Sveriges Riksbank:

Enligt riksbanksfullmäktige synes det f n inte föreligga någon risk att utländska aktieägars rösteandel skulle bli dominerande i något betydande svenskt företag. Enligt fullmäktiges mening finns dock ett behov av att skapa ett bättre skydd mot utländskt ägande av svenska företag.¹¹

Riksdagen beslöt senare att 1982 års lag om utländska förvärv av svenska företag skulle ses över. Därför tillsattes våren 1984 en arbetsgrupp inom regeringskansliet för att utreda frågan om ett bättre skydd mot utländskt inflytande i svenska företag. Även om arbetsgruppens senare framlagda förslag inte kom att medföra någon skärpning av reglerna, utan i huvudsak överensstämde med det inom valuta-regleringen gällande tillståndsförfarandet vid försäljning av svenska aktier till utlänningar, är det intressant att notera att formuleringar som "skydd mot utländskt inflytande" förekommer i regeringens direktiv.

Den restriktiva inställningen till det ökade utländska ägandet kan ses som ett tecken på att regeringen tillmäter även ett minoritetsägande betydelse. Det är inte självklart att det behöver vara på det sättet. För det första är de utländska ägarnas andel av bolagens röster i de flesta fall begränsade till 20 procent och för det andra är de utlandsägda aktier spridda på många olika ägare.

En förklaring till att de utländska ägarna av svenska aktier ses som en homogen grupp kan vara det förhållandet att en stor del av aktierna ägs av institutioner som pensionsfonder, försäkringsbolag och aktiefonder. Dessa förväntas se sina aktieinnehav som enbart, tämligen kortfristiga, kapitalplaceringar. De antas

11 Ds I 1985:7, s. 6-7.

därför inte ha några ambitioner att agera i någon aktiv ägarroll. I USA har det under de senaste åren förekommit en debatt om det ökade institutionella ägandet menligt påverkar den amerikanska industrins konkurrenskraft på lång sikt. Farhågorna har gällt att bolagen kan få svårt att anskaffa nytt kapital i en besvärlig situation och att företagen drar sig för att göra större investeringar, som kan leda till att lönsamheten initialt försämras. Kritikerna har också pekat på att den instabila ägarstrukturen i många företag leder till att företagsledningarna på olika sätt söker skydda sig själva och avskärma sina företag från aktiemarknadens inflytande.

Denna korta exposé över aktiemarknadernas internationalisering antyder förhoppningsvis att det är fråga om en utveckling som ger upphov till flera intressanta frågor. När man står inför ett nytt och, som vi anser, tämligen outforskat område uppstår frågan hur man lämpligen griper sig an sitt ämnesområde. Vi bestämde oss för att börja med en praktikfallsstudie och valde därför att göra en analys av Pharmacias emissioner i New York. Att vi valde Pharmacia beror på att det var det första företag som emitterade aktier utomlands och att det dessutom är det enda som genomfört två större emissioner. Till detta kommer den för oss geografiska närheten till Pharmacias huvudkontor och inte minst viktigt att ledningen ställde sig positiv till att vi genomförde vår undersökning.

2. TEORETISKA UTGÅNGSPUNKTER

Vårt intresse för Pharmacias utlandsemissioner kan sammanfattas i fyra frågor:

- * Hur går en utlandsemission till? Vilka parter är inblandade, vilka avvägningar måste göras och vilka beslut måste fattas?
- * Påverkades Pharmacias verksamhetsinriktning, expansion med mera av de stora kapitaltillskotten?
- * Innebar nyemissionerna i utlandet finansiella fördelar genom att riskkapital kunde anskaffas till större belopp eller till lägre kostnad än om motsvarande emissioner gjorts i Sverige?
- * Skiljer sig de nya utländska ägarna från svenska ägare, tidigare och nuvarande, och om så är fallet: har den skillnaden haft någon betydelse för Pharmacias verksamhet efter emissionerna?

Den andra punkten kan behöva motiveras. Den första av Pharmacias två utlandsemissioner inbringade ett belopp som var drygt åtta gånger större än bolagets närmast föregående emission år 1977. Utlandsemissionen var också mycket stor sett i relation till Pharmacias investeringar under de närmast föregående åren. Det förhållande att kapitaltillskottet var relativt stort skulle i sig kunnat ha påverkat bl a företagsledningens benägenhet att investera och ta risker genom exempelvis intensivare forskningsverksamhet och ökade marknadsinvesteringar.

I detta kapitel kommer vi att översiktligt redovisa de olika teoretiska utgångspunkter vi haft vid genomförandet av praktikfallsstudien. En utförligare diskussion av de olika teorierna förs sedan som inledning till redovisningen av utlandsemissionernas effekter i kapitlen 8 - 9.

Av särskilt intresse för vår undersökning är en tidigare studie av det danska läkemedelsföretaget Novos emission 1979 i New York ("Novo-studien"). Novo emitterade konvertibla skuldebrev på *Eurobond*-marknaden i London 1978 och gjorde sedan, som första icke-amerikanska företag, en nyemission i New York

1981. Erfarenheterna från dessa emissioner har dokumenterats i en bok av Kåre Dullum och Arthur Stonehill. Dullum var tidigare vice VD och ekonomichef i Novo och deltog i planeringen och genomförandet av emissionerna. Studien är intressant för oss inte bara därför att Novofallet är en viktig utgångspunkt och referens för vår studie utan också därför att företagsledningen i Pharmacia före sitt första emissionsbeslut diskuterade med ledningen i Novo.

Novo introducerades på Köpenhamnsbörsen så sent som 1974. Företaget var sedan början på 1950-talet ägt av en stiftelse, som bildats av Novos grundare. Före introduktionen på börsen såldes en del av stiftelsens aktier ut och 1975 gjordes en riktad nyemission för att ytterligare vidga ägarkretsen och kapitalbasen.

Novos internationaliseringsstrategi av kapitalet innebar enligt Dullum & Stonehill två fördelar:

- (1) Ökad tillgång till kapital
- (2) Lägre kapitalkostnad.

Av den finansiella femårsplan som Novo gjorde 1977 framgick det att kapitalbehovet vida översteg det belopp som kunde genereras genom *cash flow*. Företagsledningen såg också att en fortsatt snabb expansion för Novo skulle kräva nytt riskkapital till ett större belopp än hela den årliga nyemissionsvolymen på Köpenhamnsbörsen. Alternativet att i stället slå av på expansionstakten för att klara finansieringsrestriktionen bedömdes av företagsledningen kunna leda till att utländska konkurrenter tog de marknader där Novo inte hunnit etablera sig. Vidare skulle Novos teknologiska tätposition hotas om den planerade nivån för forskning och utveckling inte skulle kunna hållas.

Finansieringsteori

Pharmacialedningens beslut att föreslå emissioner i utlandet motiverades i första hand med finansiella fördelar. Ett delsyfte i vår studie är att analysera dessa fördelar och också söka ange under vilka förutsättningar sådana fördelar kan uppkomma. Denna analys redovisas i kapitel 8. Med fördelar avser vi i första hand lägre kapitalkostnad och tillgång till kapital som annars inte hade varit tillgängligt. Nyare teoribildning om multinationella företags uppkomst fokuserar på förekomsten av marknadsimperfectioner. Genom att bedriva verksamhet i flera länder kan företag "internalisera" vissa marknadsimperfectioner, vilket gagnar både berörda företag och samhällsekonomin. En typ av marknadsimperfectioner

kan vara av finansiellt slag. På grund av institutionella förhållanden och ofullständig information kan både tillgången på kapital och priset på kapital variera mellan olika länder. Multinationella företag antas ha möjlighet att övervinna vissa av dessa hinder och skulle därigenom kunna finansiera sin verksamhet till lägre kostnader än enbart nationellt verksamma företag.

Då Pharmacias emissioner riktades till nya ägare kan frågan också ställas om emissionerna gagnade de gamla eller de nya ägarna. Det är givetvis inte oväsentligt för företagets fortsatta försörjning med utländskt riskkapital om utlandsemissioner innebär förmögenhetsomfördelning. Denna fråga har behandlats av bl a Swartz (1987).

Vår beskrivning av Pharmacias beslut om nyemissioner utgår från ett synsätt på finansieringsfrågorna som något skiljer sig ifrån den mikroteoretiskt baserade finansieringsteorin. Vårt valda synsätt bygger på främst Donaldson (1984). Den mikroteoretiskt baserade finansieringsteorin utgör dock sedan grunden för diskussionen i kapitel 8 av kapitalkostnader respektive tillgång till kapital hemma och utomlands.

Enligt vad som skulle kunna kallas nationalekonomisk eller mikroteoretisk finansieringsteori skall företagen bestämma sin investeringsbudget utifrån aktiemarknadens avkastningskrav. Företaget skall företa alla investeringar som förväntas ha en lönsamhet som överstiger marknadens avkastningskrav. Om företaget därefter har kapital disponibelt skall detta kapital antingen delas ut till aktieägarna eller investeras i andra företag, som kan förränta kapitalet enligt marknadens krav.¹ Enligt det mikroteoretiska synsättet bestäms således investeringsbudgetens storlek först och utdelningen till aktieägarna blir därefter en restpost.

De problem som främst diskuteras i den nationalekonomiska finansieringsteorin är aktiemarknadens avkastningskrav (kapitalkostnaden), avvägningen mellan andelen eget respektive främmande kapital samt hur stor del av vinsten som bör delas ut med hänsyn tagen till faktorer som skatter, finansieringskostnader vid nyemission och behovet av att övervaka företagsledningen ("agentkostnader"). Alla dessa problem analyseras i ett ägarperspektiv.

Företagsekonomisk finansieringsteori kallar vi den teori som har ett företagsledningsperspektiv.² Enligt denna teori utgör målet beträffande soliditeten den viktigaste restriktionen vid investerings- och finansieringsbeslut. För att soliditeten inte skall försämrats får företagen inte investera mer än vad summan av

1 Solomon, E., 1963, *The Theory of Financial Management*. Colombia University Press, New York.

2 Se exempelvis Donaldson (1984) och Johansson (1983).

internt genererade medel och proportionell upplåning tillåter. Hög lönsamheten blir därmed ett medel att uppnå snabb tillväxt.

Det empiriskt konstaterade investeringsbeteendet i företagen, som det redovisas i exempelvis Donaldson (1984), har beskrivits så att utdelningen till aktieägarna bestäms först och därefter kommer behållet överskott plus ytterligare upplåningsmöjligheter att bestämma den möjliga investeringsnivån.³ Detta investeringsbeteende har Findlay & Whitmore (1974) karaktäriserat som *managerial welfare maximization* (MWM) till skillnad mot den national-ekonomiska finansieringsteorin, som betecknas *share holder wealth maximization* (SWM). En skillnad mellan de två modellerna, SWM och MWM, är att olika mål styr investeringsbesluten. I SWM-modellen är företagets primära mål att maximera ägarnas förmögenhet, vilket är detsamma som företagets börsvärde och som i sin tur är ett uttryck för det diskonterade nuvärdet av bolagets framtida vinster. Donaldson fann däremot att de stora amerikanska företagen i hans undersökning styrdes av mål som var konsistenta med företagsledningarnas strävan efter företagets överlevnad, oberoende och självständighet när det gäller finansieringen av verksamheten. Findlay & Whitmore understryker starkt företagsledningens egenintressen för att förklara skillnaden mellan de två modellerna:

Although managers try to obtain benefits directly from the firm through salary increases, perquisites, and so forth, the potential for such benefits are limited. Since it is much easier to mask such activity behind a large or growing firm, most MWM advocates have assumed operationally that management strives to maximize sales or assets, the firm's rate of growth, or managerial utility. As a consequence, management is prepared to engage in submarginal investment so long as it contributes to the managerial objective irrespective of owner's interests. While there is no single MWM model, all of them share the implication of 'over investment'. Owners' interests are considered only when profitability or some other measure of equity value reaches a level of minimal acceptability.⁴

De två teoretiska synsätten, SWM och MWM, är, enligt vår uppfattning, inte helt oförenliga utan delvis överlappande varandra. Med MWM-modellen är det möjligt att analysera investerings- och finansieringsbeslut i det enskilda fallet, då "cost of change", bristande information och förekomsten personliga mål hos beslutsfattarna etc. kan vara realiteter. SWM-modellen är användbar på en högre beskrivningsnivå, exempelvis vid studier av kapitalfördelning mellan branscher, och i ett längre tidsperspektiv, då det är tillfyllest att diskutera förflyttningar mellan olika "jämviktslägen" i modellen.

3 Findlay, M. C. & Whitmore, G. A., 1974, "Beyond Shareholder Wealth Maximization".

4 Findlay & Whitmore (1974) s. 41.

Ytterligare en skillnad mellan de två modellerna gäller företagsledningens inställning till osäkerhet och risk. SWM-modellens beslutsfattare är mer riskbenägen än företagsledningen i MWM-modellen. I SWM-modellen kan aktieägarna diversifiera bort den sk företagsspecifika risken genom att placera kapital i flera olika företag. MWM-modellens företagsledare vill inte riskera att företaget går överstyr utan väljer därför säkrare men lägre avkastande investeringar eller försöker att diversifiera företagets verksamhet.

Teorier om ägarinflytande

När Pharmacia gjorde sin första utlandsemission fick den till följd att bolagets ägarstruktur förändrades. De utländska ägarnas andel av aktiekapitalet ökade från cirka 10 till 20 procent och efter emissionen 1983 ökade andelen ytterligare till omkring 25 procent. Genom att det var b-aktier, med en tiondels röst, som emitterades i utlandet kom den utländska andelen av bolagets röstvärde att blott öka från 3 - 4 procent till ungefär 8 respektive 10 procent efter de båda emissionerna. Denna förändring skulle kunna tänkas påverka Pharmacia under förutsättning att de utländska ägarna dels skiljer sig från de olika svenska ägarkategorierna, dels agerar på ett sätt som direkt eller indirekt påverkar företagsledningens agerande. Vi väljer att börja med den sistnämnda förutsättningen och ställer först frågan om och hur ägare kan påverka ägda företag i olika avseenden. Därefter diskuterar vi möjligheterna att definiera "utländska ägare" som en någorlunda homogen kategori av ägare.⁵

Även om ägande av företag varit föremål för många såväl teoretiska som empiriska studier går det inte att ange en allmänt omfattad "ägart teori". Det är snarare så att ägare och ägarfunktioner kommer in som en aspekt i flera olika teoribildningar. Vi kommer i kapitel 9 att utgå från några av de teoretiska analyser som tagit upp frågan om ägarfunktioner och ägarstrukturers betydelse i företag.⁶

Ett sätt att definiera ägarrollen är att utgå från uppfattningen att ägarna är den enda intressentgrupp i företaget som har ett sk öppet kontrakt. Med detta avses att ägarnas ersättning för det satsade kapitalet inte är preciserad i förväg på samma sätt som gäller för exempelvis långivare. Även övriga intressenter som anställda,

⁵ Pharmacias Årsredovisning 1981, 1983 och Harry Johansson i *Dagens Industri* 1981-08-11.

⁶ Se Berglöf (1986) kap. 2 för en komparativ studie av ägarrollen i olika företagsekonomiska teorier.

leverantörer och kunder har s k slutna kontrakt, som reglerar utbytet med företaget. Anledningen till att alla intressenter inte kan få ett slutet kontrakt är att resultatet av företagets verksamhet inte går att förutsäga med säkerhet. Därmed kan inte alla intressenter tillförsäkras en förutbestämd ersättning. Med utgångspunkt i förekomsten av osäkerhet går det sedan att härleda tre ägarroller, nämligen riskbärare, övervakare och entreprenör.

Ett försök att definiera olika ägarkategorier och diskutera hur de agerar återfinns i Hedlund (1984). Hedlunds diskussion är en tillämpning och utvidgning av Hirschman's (1970) analys av *voice* och *exit* som alternativa mekanismer för utövande av inflytande. Den utvecklade modellen användes i en studie av svenska aktieäggande institutioner i vilken en av författarna till föreliggande studie också deltog.⁷

Enligt Hirschman's modell kan ett företag eller organisation som börjar prestera sämre uppmärksammas på detta av sina intressenter på två sätt. Det ena innebär att kunder upphör med sina köp och att medlemmar utträder ur organisationen (*exit*). Den andra är att intressenterna står kvar i organisationen och i stället söker få en förbättring till stånd (*voice*). Utifrån dessa alternativa mekanismer för att påverka en organisation kan man sedan diskutera olika normativa hypoteser om när respektive mekanism är effektivast, vad som händer när någon mekanism saknas och vilka intressenter som väljer att använda respektive mekanism.

7 Hedlund m fl (1985)

3. UNDERSÖKNINGENS UPPLÄGGNING

Vår undersökning av Pharmacias utlandsemissioner kan karaktäriseras som en fallstudie. I detta kapitel börjar vi med att motivera vår användning av fallmetoden. Därefter diskuterar vi problemet att avgränsa "fallet" och slutligen tar vi upp tillvägagångssättet vid datainsamlingen.

Val av metod

Val av undersökningsmetod påverkas bland annat av vilket problem som skall studeras. En aspekt är därvid hur teoribildningen ser ut inom det område studien utförs. Enkelt uttryckt är utvecklad teoribildning en förutsättning för "verifierande" undersökningar i form av testning av hypoteser med större datamaterial. Är teorin däremot mindre precis och fullständig kan det vara mer givande att göra djupgående studier av enskilda fall i syfte att komma fram till hypoteser, som kan testas i en senare undersökning. Fallstudier är också lämpliga vid undersökningar av beslutsprocesser och förlopp som sträcker sig över en längre tidsperiod. Det är naturligt att teorier eller modeller som gäller beslutsprocesser och långa förlopp inte är så exakta, eftersom det är fråga om så många påverkande faktorer. Till detta kommer att faktorernas relevans och sambandens styrka, och till och med riktning, kan förändras över tiden.

Det var tre anledningar till att vi valde att göra vår undersökning i form av en fallstudie. För det första ansåg vi att det inte fanns tillräckligt dokumenterad kunskap om de institutionella förutsättningarna för utlandsemissioner och utländskt ägande. Vi behövde bland annat veta hur utlandsemissioner går till, vilka aktörer som är inblandade och vilka spelregler som gäller för det bolag som har stort inslag av utländskt ägande. Novo-studien gav inte besked i dessa frågor. En del uppgifter om svenska företags utlandsemissioner fanns i några artiklar och uppsatser, men de gav inte den mer fullständiga bild vi önskade.

En andra anledning till att vi såg en fallstudie som lämplig var att antalet företag som gjort utlandsemissioner var så litet att det hade varit omöjligt av statistiska

skäl att göra en hypotestestande undersökning. Alternativet hade då varit att i stället göra flera fallstudier och sammanställa dem. Vi ansåg det dock av tidskäll rimligast att börja med ett fall för att sedan ta ställning till om ytterligare fall bör studeras.

Det tredje skälet till att vi tycker en fallstudie är lämplig är att vi studerar ett fenomen med hjälp av flera teoriansatser. Som framgick av föregående kapitel är våra teoretiska utgångspunkter ägarteori och två slag av finansieringsteori. Den förstnämnda i form av Hirschman's *exit/voice* mekanismer vill vi karaktärisera som vag i den meningen att sambanden är tämligen allmänt formulerade och inte lätta att kvantifiera. Den nationalekonomiska finansieringsteorin är en teori för aktie-marknadens beteende, medan den företagsekonomiska utgår från företagsledningens handlande. Vi ansåg att båda teorierna behövdes för att analysera olika delar av vårt problemområde. I en fallstudie skulle det vara möjligt att se hur teorierna kompletterar varandra eller eventuellt motsäger varandra.

Avgränsning av fallet

Vårt övergripande forskningsproblem skulle kunna formuleras som finansiella och ägarmässiga konsekvenser av en internationaliserad riskkapitalmarknad. Aktieemissioner i utlandet kan ses som ett led i en internationalisering av företagets riskkapitalförsörjning. Det första steget i denna kan vara att företaget ansöker hos Riksbanken om tillstånd så att en del av bolagets aktier får säljas till utlänningar utan krav på *switch*-valuta. Nästa steg kan vara att bolaget söker om notering av aktierna på en utländsk fondbörs. I det tredje steget anskaffar företaget nytt riskkapital utomlands genom aktieförsäljning. Som ett sista steg kan man kanske se bolagets aktier spridda till flera länders aktiebörser och att pris-sättningen sker globalt. Vi tror att det tredje steget är den viktigaste delen i internationaliseringsprocessen. Genom att studera Pharmacia skulle vi därmed fånga in de väsentligaste konsekvenserna av denna process.

Även om Pharmacias erfarenheter är intressanta i sig, är det viktigt att diskutera i vad mån slutsatserna kan vara giltiga även för andra företag. Två förhållanden bör därvid beaktas. För det första att Pharmacias första emission skedde vid en, som det skulle visa sig, mycket gynnsam tidpunkt. Det var strax efter devalveringen 1981 och året efter kom den ännu större devalveringen, som var mycket gynnsam för Pharmacia. För det andra är Pharmacias inriktning på bioteknik viktig att komma ihåg. Det är inte troligt att emissionerna gått att genomföra på samma sätt om det varit ett företag verksamt i en annan bransch.

För att få en uppfattning om Pharmacia varit unikt i olika avseenden har vi också inhämtat vissa uppgifter om främst Ericssons och Gambros utlandsemissioner. Några av dem vi intervjuat har haft erfarenheter från både Pharmacias och något av de övriga två nämnda bolagens utlandsemissioner. Därmed har det varit möjligt att göra vissa jämförelser mellan Pharmacia och de övriga. Vid våra intervjuer med utländska analytiker har vi också frågat dem om andra svenska företag, för att få en uppfattning om det specifika i Pharmacias situation.

Datainsamling

Vårt empiriska material har inhämtats genom flera olika källor. För det första har vi gått igenom ett rikhaltigt pressmaterial. Det har skrivits mycket om Pharmacia och utlandsemissionerna ledde till omfattande publicitet. Vi har sålunda studerat Affärsvärlden från 1976 och framåt och Veckans affärer från 1980. Genom Pharmacia har vi också fått tillgång till pressklipp, både svenska och utländska, om företaget under åren 1980 - 1983. Detta material omfattar sex pärmar. Företagets årsredovisningar har gett ägaruppgifter, finansiell information samt vissa uppgifter om bakgrunden till emissionerna.

En viktig informationskälla har varit intervjuer med personer som på olika sätt varit involverade i besluten om emissionerna. Vi har också intervjuat en representant för en stor institution bland de svenska ägarna och utländska analytiker som följer Pharmacia. Intervjupersonerna och deras dåvarande befattningar redovisas i bilaga.

Vi har fått tillgång till uppgifter om deltagandet i bolagsstämmor från Pharmacia, vilket gjort det möjligt att studera de utländska ägarnas aktivitet i detta avseende. Uppgifterna om den utländska aktiemarknadens bevakning av Pharmacia är baserad på en genomgång av ett större antal rapporter om Pharmacia som amerikanska och engelska mäklarfirmer och investmentbanker gjort. Genom Pharmacias *investor relations* funktion i New York har vi också fått uppgifter om de största amerikanska ägarnas aktieinnehav under de senaste åren.

4. PHARMACIA FÖRE DEN FÖRSTA EMISSIONEN

Framväxten av ett internationellt läkemedelsföretag

Pharmacia grundades 1911 och var ursprungligen ett apotek i Stockholm. Det var då inte ovanligt att apoteken själva tillverkade en stor del av de preparat som såldes. Det var fråga om standardprodukter inom ramen för ett ganska begränsat läkemedelssortiment. I början av 1930-talet startade emellertid Pharmacia en egen forskningsavdelning och därmed skapades förutsättningar för ett läkemedelsföretag med egna originalprodukter.

Av stor betydelse för Pharmacias fortsatta utveckling blev beslutet att förvärva tillverkningsrätten till *sulfanilamid* från ett schweiziskt företag. Det ledde nämligen till att Pharmacia kom i kontakt med professor Nanna Svartz. Hon forskade kring reumatiska sjukdomar och sökte någon som hade kunskap om sulfapreparat. Denna kontakt resulterade i att Pharmacia år 1941 kunde lansera läkemedlet *Salazopyrin*. Produkten var ursprungligen avsedd för behandling av reumatiska sjukdomar, men ganska snart blev det primära användningsområdet i stället tarmsjukdomen *ulcerös colit*. *Salazopyrin* blev en stor framgång för Pharmacia och är ännu, drygt fyrtio år senare, en av företagets fem största produkter.

På 1940-talet inleddes den forskning och produktutveckling baserad på polysackaridteknologi som blev av avgörande betydelse för Pharmacias fortsatta utveckling. Även i detta fall var det universitetsforskare som tog kontakt med Pharmacia. Den första stora produkten, *Macrodex*, kom 1947 och var ett blodersättningsmedel baserat på dextran. Den vidare forskningen kring dextran gav sedan kontakt med ytterligare forskare och resulterade i nya produkter ("dextranträdet").

På 1950-talet provades dextran som separationsmedel. Det visade sig lyckosamt och 1958 lanserades *Sephadex* (SEparation PHarmacia DEXtran). Köparna av *Sephadex*, främst laboratorier, var intresserade av att köpa en totallösning på sina separationsproblem och det blev därför naturligt för Pharmacia att också leverera utrustning för separation.

Nästa stora genombrott kom på 1960-talet, då några forskare utvecklade en

allergidiagnostik, som byggde på bindning av specifika proteiner till tvärbundna polysackaridgeler. Med denna metod var det möjligt att spåra mycket små koncentrationer av ämnen.

Med tillkomsten av originalläkemedlen blev det möjligt för Pharmacia att sälja i utlandet. Det första dotterbolaget utomlands bildades i USA 1949. Den internationella expansionen kom dock inte att ta riktig fart förrän Gösta Virding tillträdde som VD i mitten på 1960-talet. Den tidigare ledningen hade varit mer inriktad på att utveckla Pharmacia som främst ett forskande och tillverkande läkemedelsföretag. Gösta Virding, som hade fått en del av sin utbildning i USA, var omkring 1970 inne på tankegångar om att få in utländska ägare i Pharmacia. Ett skäl till detta var att han ansåg det vara naturligt att ett internationellt företag också skulle ha en internationell ägarförankring. Ett annat skäl var att företagsledningen fruktade en socialisering av den svenska läkemedelsindustrin. Om Pharmacia var delvis ägt av amerikanska intressen skulle det vara svårare att förstatliga. Ett alternativ till att ta in utländska ägare i moderbolaget hade varit att sälja det amerikanska dotterbolaget till utländska intressen och skapa ett systerföretag. Ingen av dessa idéer realiserades dock.

Pharmacia börsintroducerades i Sverige 1969. Det skedde genom att de tidigare ägarna, där handelsbolaget Lundberg & Malmsten dominerade, sålde ut en del av sitt innehav till allmänheten. Bolagets vinster låg kring 20 mkr 1970 - 1973. "Övervinståret" 1974 steg vinsten med 50 procent och devalveringsåret 1977 kom nästa kraftiga vinstlyft upp till 55 mkr. I mitten av 1970-talet bestod Pharmacia, eller Fortia som moderbolaget då hette, av de i tabell 4.1. nämnda delarna.

Tabell 4.1. *Pharmacias försäljning 1976 uppdelad på dotterbolag och divisioner (%)*

Pharmacia-bolagen	64
med divisionerna:	
- läkemedel	42
- diagnostika	12
- separation	10
Försäljnings- och agenturbolag	36
- Meda-bolagen	7
- Famaco AB	2
- Consiva-bolagen	27

Källa: Pharmacias årsredovisning 1976.

Meda-bolagen marknadsförde produkter inom området läkemedel, diagnostika, sjukvårdsartiklar och biokemiska produkter. Famaco var ett bolag som sålde läkemedel och sjukvårdsartiklar i Sverige. Consiva-bolagen hade ingen koppling till Pharmacias verksamhetsområden utan var en agentur med försäljning av produkter inom områden som storkök, dagligvaror samt hem- och trädgårdsprodukter. Det stora inslaget av handelsverksamhet hade sin grund i att den störste ägaren var handelsbolaget Lundberg & Malmsten i Göteborg. Det var emellertid Pharmacia-bolagen som stod för lönsamhet och expansion i Fortiakoncernen och så småningom kom övriga verksamhetsgrenar att avyttras. Även om Pharmacia-bolagen sammantagna visade god lönsamhet var resultatnivån väldigt olika inom de tre divisionerna. Läkemedelsdivisionen hade sålunda en otillräcklig lönsamhet, medan separations- och speciellt diagnostikadivisionen var mycket lönsamma. Företagsledningen var mycket optimistisk beträffande dessa båda divisioners framtid. I årsredovisningen för 1977 står sålunda att "tillgången på projekt och idéer inom separation för närvarande är mycket god", och diagnostikadivisionens lönsamhet uppgavs vara "avsevärt högre än för Pharmacia-bolagen som helhet". Diagnostikadivisionens försäljning ökade vissa år med över 50 procent. Den snabba expansionen krävde fortlöpande stora investeringar och sådana företogs också.

Investeringarna 1977 - 1981

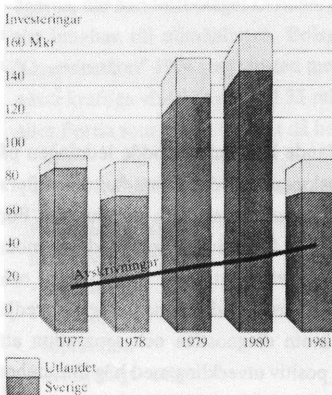
Trots läkemedelsdivisionens otillfredsställande lönsamhet trodde ledningen på det riktiga i fortsatta satsningar inom divisionen. För det första fanns det flera intressanta projekt under utveckling och några befanns sig nära introduktion. För det andra fanns det ett samband mellan den forskningen som bedrevs inom företagets tre divisioner. Historien hade ju visat att både diagnostika- och separationsdivisionerna hade utvecklats ur läkemedelsdivisionen. För det tredje betydde den mycket goda utvecklingen inom diagnostika och separation att Pharmacia totalt sett ändå hade en mycket positiv utveckling med hög lönsamhet och god soliditet. I ett obligationsprospekt från februari 1976 angavs att: "under perioden 1975 - 1977 förutses en mycket snabb försäljningsökning". Det fanns därför ingen press på ledningen att vidta några mera dramatiska åtgärder beträffande läkemedelsverksamheten. VD räknade dock i sin femårsplan för 1976 - 1980 med att diversifieringen bort från läkemedel skulle gå ännu snabbare än tidigare beräknats. Han förutspådde också en årlig tillväxt av försäljning och resultat för Pharmacia på 25 procent fram till 1980. Det fanns således god grund

för ledningens beslut att satsa på ett stort investeringsprogram för de kommande åren. Devalveringarna 1977 förbättrade Pharmacias resultat, vilket bidrog till att benägenheten att investera förstärktes.

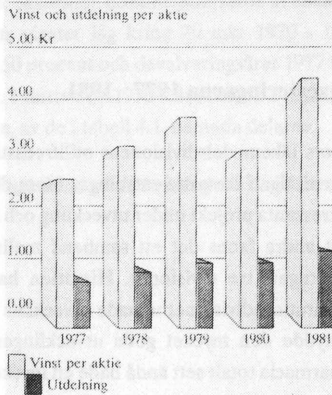
Genom den goda lönsamheten hade Pharmacia kunnat finansiera en stor del av sina investeringar med internt genererade medel. Åren 1976 - 1978 fick bolaget fyra större externa kapitaltillskott. Först såldes ICI-Pharmacia, som var ICI:s¹ försäljningskanal i Norden, för cirka 30 mkr. 1976 upptog Pharmacia ett obligationslån, som också inbringade 30 mkr. Året därpå gjorde bolaget sin första nyemission på börsen och fick därigenom 50 mkr i nytt riskkapital. Ett ytterligare obligationslån, denna gång på 50 mkr, upptogs sedan i slutet av 1978.

Under åren 1977 - 1980 genomförde Pharmacia ett investeringsprogram som uppgick till närmare 500 mkr om man räknar enbart anläggningstillgångar (se figur 4.1.). Dessa stora investeringar var den finansiella bakgrunden till de nyemissioner som bolaget gjorde 1981. Investeringarna visade sig inte kunna finansieras inom ramen för bibehållen soliditet. Det egna kapitalets andel sjönk från 41 procent 1977 till 33 procent 1980 (se figur 4.3.).

Figur 4.1. Pharmacias investeringar i Sverige och i utlandet 1977- 1981 (Mkr)



Figur 4.2. Vinst och utdelning per Pharmaciaaktie 1977 - 1981 (kr)

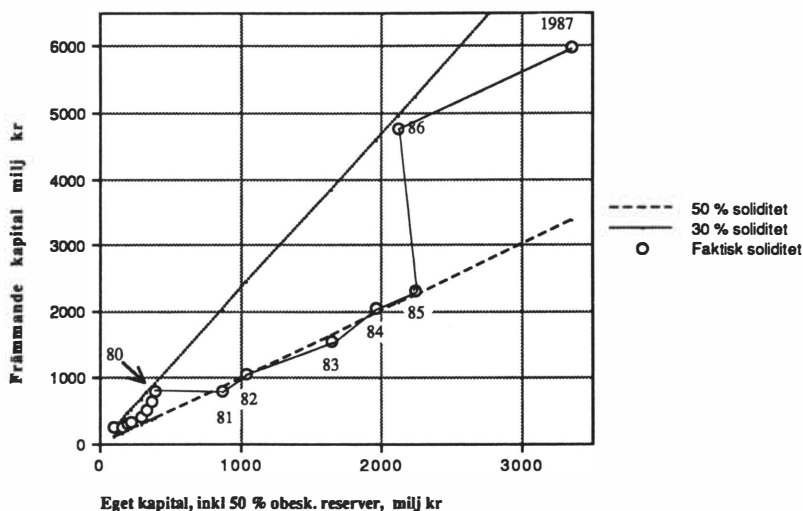


Källa: Pharmacias årsredovisning 1981.

1 Imperial Chemical Industries PLC, ett av världens största kemi koncerner.

Vår uppfattning är att ledningen inte förutsett att soliditetsutvecklingen skulle bli så negativ och vi skall kortfattat redovisa varför det kan ha varit så. För det första tycks investeringarna ha blivit större och dyrare än vad ledningen hade planerat. Det kan utläsas ur tabell 4.1., som visar investeringsprognoser för tre år framåt vid olika tillfällen respektive det faktiska storleken på de genomförda investeringarna.

Figur 4.3. *Pharmacias soliditet 1973 - 1987.*



^a Eget kapital definieras här som redovisat eget kapital plus hälften av obeskattade reserver.

Källa: Årsredovisningar 1973 - 1987.

Tabell 4.1. *Pharmacias prognos respektive faktiska utfall för investeringar några perioder mellan 1975 - 1980 (Mkr).*

Prognostidpunkt	Prognosperiod	Prognos	Utfall
Feb 1976	1975 - 1977	160	189
Sep 1977	1977 - 1979	225	331
Nov 1978	1978 - 1980	325	390

Källor: Obligationsprospekten 1976 och 1978, nyemissionsprospektet 1977 och årsredovisningar 1976 - 1980.

Av figur 4.1. framgick att investeringarna ökade kraftigt från 1978 till 1979. Detta kan sättas i samband med att resultatet förbättrades 1978 med närmare 50 procent till 81 mkr. Därefter planade resultatet ut och de följande två åren blev det 88 respektive 77 mkr. Detta utfall var sämre än vad som angivits i ledningens prognoser. En förklaring till att resultatförbättringen avstannade var att det blev problem och förseningar vid lanseringen av den nya produkten *Debrisan*. Gösta Virding hade vid bolagsstämman 1976 sagt att det största hotet mot Pharmacia de närmaste åren var att lanseringen av pågående projekt skulle försenas. I årsredovisningen för 1977 angavs att

Lanseringen av Debrisan i USA, Kanada och Storbritannien ägde rum i november, vilket var senare än planerat.

Lanseringen av Debrisan försenades också på andra marknader och produkten kom inte att uppnå så stor försäljning som man räknat med i företaget. Försäljningsstrategin för Debrisan ändrades sedan 1980. Marknadsföringen av produkten på vissa stora utlandsmarknader överläts då på utländska företag med väl utbyggd försäljningsorganisation. Syftet har uppgetts vara att den egna försäljningsorganisationen i stället skulle användas för lansering av *Healon*.

Dollarkursen förändrades 1977 - 1980 till Pharmacias nackdel. Från slutet av 1977 till slutet av 1980 sjönk dollarn med 20 procent i förhållande till den svenska kronan.² På marginalen var detta mycket kännbart för Pharmacia, som då hade nästan all tillverkning i Sverige och en fjärdedel av sin försäljning i USA.

Den svenska industrins kostnadsläge relativt utlandet försämrades i slutet av 1970-talet och effekterna av devalveringarna 1977 gick förlorade. Vidare steg räntenivån mot slutet av 1970-talet. Detta i kombination med ökad upplåning ledde till att Pharmacias finansnetto försämrades från minus 7.5 mkr 1976 till minus 33,8 mkr 1980. Räntetäckningsgraden sjönk under samma period från 4.5 till 3.1.³

Sammantaget kan vi konstatera att investeringsbeloppen blev något större än planerat samtidigt som resultatutvecklingen blev sämre än vad ledningen räknat med. Det hade naturligtvis varit möjligt att dra ner på investeringsverksamheten redan 1979 eller 1980 och det övervägdes nog också. I årsredovisningen för 1980 stod det:

2 Pharmacias amerikanska emissionsprospekt 1981-11-19 s. 10.

3 Resultat efter finansnetto plus räntekostnader, dividerat med räntekostnader.

Styrelsen har emellertid bedömt det vara i koncernens långsiktiga intresse att fullfölja dessa satsningar. Investeringarna har skapat förutsättningar för en successiv lönsamhetsförbättring och får positiv effekt på resultatet redan 1981.

För att kanske lugna dem som oroades över soliditetsutvecklingen tillfogades dock att "under perioden 1981 - 1983 beräknas investeringarna ligga på en lägre nivå än under de senaste åren".

Den stagnerande resultatutvecklingen 1979 och den därmed följande soliditetsförsämringen gjorde att Gösta Viriding övervägde att föreslå en nyemission. Förutsättningarna på aktiemarknaden var dock inte speciellt goda. Pharmacias aktiekurs sjönk ganska kraftigt från början av 1979 fram till hösten 1980. Till detta kom att aktiemarknaden allmänt sett var svag och att nyemissionsvolymen var mycket låg. Detta problem diskuterades i kapitalmarknadsutredningens betänkande som kom 1978.⁴ Utredningen gjorde beräkningar över "vilka krav på nyemissioner som ställs vid olika räntabilitetsantaganden" för att industriföretagen skulle ha oförändrad soliditet med de investeringsprognoser som gällde för år 1980. Soliditetsrestriktionen var central, då industrins soliditet hade sjunkit markant sedan 1965. Den genomsnittliga nyemissionsprocenten för svenska industriföretag hade varit knappt 0,5 under perioden 1965 - 1973.⁵ Den reala avkastningen på eget kapital efter skatt var under samma period cirka 3 procent. Mot bakgrund av dessa historiska data ställde kapitalmarknadsutredningen frågan om det är sannolikt att en ökning av den reala avkastningen med cirka 2 procentenheter ger ett åttafaldigande av nyemissionsprocenten. Det var nämligen vad som krävdes för att investeringsprognosen skulle kunna infrias med bibehållen soliditet och oförändrad löneandel.

Slutsatsen av dessa mycket förenklade kalkylmässiga samband är att om inte utbudselasticiteten för riskvilligt kapital är mycket högså måste den reala räntabiliteten på eget kapital höjas kraftigt jämfört med den genomsnittliga nivån sedan mitten av 1960-talet. Annars kommer inte nyemissionsmedlen att räcka till för att de kalkylerade investeringarna skall kunna genomföras utan att soliditeten sjunker under den kritiska nivå som beräknats i huvudkalkylen.⁶

En ytterligare omständighet som talade mot en nyemission var att huvudägaren inte hade finansiella resurser att bidra med. Detta förhållande och den låga nyemissionsaktiviteten på aktiemarknaden medförde att ledningen lät frågan om riskkapitaltillskott bero tills vidare.

4 Kapitalmarknaden i svensk ekonomi *SOU 1978:13*.

5 Nyemissioner i procent av eget kapital.

6 *SOU 1978:13* s. 126.

Ny företagsledning

Våren 1980 avgick Gösta Virlding med pension. Han efterträddes av Gunnar Wessman, som då var VD i Uddeholm. Gunnar Wessman var inte obekant med Pharmacia, då han suttit i bolagets styrelse sedan 1973. Wessman hade tidigare varit VD för Uddeholm och Perstorp. I detta sammanhang kan det vara av intresse att nämna att Uddeholm under Wessmans tid genomförde en stor nyemission (143 mkr) 1976 i samband med ett stort investeringsprogram.

När Wessman tillträdde var Pharmacias soliditet låg, men den var dock ingalunda katastrofal. Jämför vi med övriga större börsföretag var den inte alls anmärkningsvärt dålig. I en analys av "Sveriges framtidsföretag" i Veckans affärer i början av 1981 angavs Pharmacias soliditet till 36 procent mot 32 procent som genomsnitt för de tio "framtidsföretagen".⁷ Även om den finansiella stadgan inte var så bra hade Pharmacia å andra sidan anläggningsskapacitet för en snabb expansion. Bland forskningsprojekten stod *Healon* inför introduktion och även om den blivande försäljningssuccén inte förutsågs var optimismen ändå stor.

Kombinationen av goda utsikter för försäljningen och det dåliga finansnettot gjorde att Gunnar Wessman sökte förbättra likviditet och *cash flow*. Likviditeten hade sjunkit från 32 mkr 1979 till 20 mkr 1980. Wessman övervägde också hur finansieringen av de projekt som Pharmacia arbetade med skulle säkras. Ett förslag var därvid att avknoppa forskningsprojekt och finansiera dem direkt med s k venture capital.

Ägarsituationen

Störste ägare i Pharmacia var under 1970-talet handelsbolaget Lundberg & Malmsten i Göteborg. Styrelseordförande och ägarnas "starke man" var Arne Lundberg fram till sin bortgång 1973. Handelsbolaget hade före 1977 års emissioner cirka 52 procent av rösterna och cirka 18 procent av aktierna i bolaget. Ägarna fanns representerade i Pharmacias styrelse av Erik Malmsten och advokat Kurt Mark, som var ordförande. Handelsbolaget hade mycket begränsade finan-

⁷ Veckans affärer 1981-01-09. Uppgifterna baseras på data från årsredovisningarna 1979. Pharmacias soliditet försämrades under 1980, men det gällde också börsföretagen i genomsnitt.

siella resurser, då dess tillgångar huvudsakligen bestod av Pharmaciaaktier. I 1977 års nyemission tecknade sålunda Lundberg & Malmsten inte några nya aktier.⁸

Även om både Arne Lundberg och sedan Kurt Mark, enligt samstämmiga uppgifter vi fått, var aktiva på ordförandeposten och nära följde bolagets verksamhet hade ändå företagsledningen under Gösta Virding en stark och självständig ställning. Det var VD och inte ägarna som under 1970-talet förde diskussioner och förhandlingar om flera stora företagsköp, som dock inte blev av. "Vi är inte intresserade av att köpa Kabi eller sälja Pharmacia", yttrade bland annat Gösta Virding i en tidningsintervju.⁹ Ledningens starka position var naturligtvis främst betingad av att Pharmacia hade haft en mycket god resultatutveckling och kunde finansiera sin expansion med internt genererade medel och även kontinuerligt höja utdelningen. Det fanns därför ingen direkt anledning för ägare och styrelse att utöva något inflytande på bolagets skötsel. Den enda fråga som kan ha varit kontroversiell var läkemedelsdivisionens dåliga lönsamhet, men så vitt vi erfarit restes aldrig några krav från ägarhåll om nedskärning eller avveckling.

Islutet av 1970-talet delades sedan Lundberg & Malmstens aktier upp i två delar. En del blev kvar i handelsbolaget, medan den andra delen överfördes till en forskningsstiftelse. Det hade sedan länge stått klart att ägarfrågan i Pharmacia skulle ställas på sin spets vid kommande arvskiften. Gösta Virding hade därför sonderat möjligheterna till ett samgående mellan Pharmacia och Astra. En sådan fusion skulle ha kunnat vara rörelsemässigt fördelaktig, då de båda bolagen hade kompletterande sortiment och samtidigt hade ägarfrågan kunnat få en lösning. Kontakterna med Astra resulterade dock inte i något. I stället löstes ägarfrågan så småningom genom att Volvo gick in och köpte handelsbolagets aktier 1984.

Sammanfattningsvis var Pharmacia 1980/81 ett företag med stort negativt finansnetto men samtidigt med en stor, delvis outnyttjad kapacitet på tillverkningsidan och med många lovande forskningsprojekt. En fortsatt satsning på forskningssidan skulle innebära stora årliga kostnader och en expansion av utlandsförsäljningen skulle kräva stora marknadsinvesteringar. Lönsamheten var inte dålig men heller inte lysande och möjligheterna att internt generera medel för de fortsatta satsningarna var därför begränsade. Detta var situationen i ett nötskal när den nya företagsledningen hade tillträtt våren 1980.

8 Enligt ägaruppgifter per den 25 februari 1977 respektive 25 augusti 1978, i nyemissions- respektive obligationsprospektet, har Lundberg & Malmstens aktieinnehav endast ökat i enlighet med fondemissionens villkor.

9 Affärsvärlden nr 9, 1977, s. 31.

5. DEN FÖRSTA UTLANDSEMISSIONEN

Teoretiska utgångspunkter.

Donaldson (1984) undersökte investerings- och finansieringsbeslut i tolv stora amerikanska företag i sk mogna branscher under 1970-talet. Studien visade att företagens viktigaste mål var att bibehålla och om möjligt utöka sina marknadsandelar. Denna målinriktning innebar att investeringsförslag inte i första hand värderades utifrån förväntad avkastning på kort sikt. Investeringsavkastning beräknades visserligen med gängse kalkylmodeller, men den förväntade lönsamheten var bara en del i beslutsunderlaget. Den primära bedömningen avsåg i stället hur angelägen investeringen var för att företaget skulle uppnå sina mål beträffande marknadsandel och tillväxt. Investeringar som innebar att företaget skulle ge sig in på nya produktmarknader prioriterades lägre än investeringar inom befintliga verksamheter. Likaså fann Donaldson att företagsledningarna var mycket obenäga att överge någon del av verksamheten, exempelvis att skära ned antalet produktgrupper. Denna starka ambition att bibehålla existerande marknadsandelar var grundad på bland annat erfarenheter av hur svårt det är att bygga upp en position på en ny produktmarknad. Med hänsyn till förekomsten av "*cost of change*" behöver företagsledningens investeringsstrategi inte vara orationell.

I de stora amerikanska företagen var målet beträffande soliditeten den viktigaste restriktionen vid investerings- och finansieringsbeslut. För att soliditeten inte skulle försämrats kunde företagen inte investera mer än vad kombinationen av internt genererade medel och proportionell upplåning tillät. Lönsamheten var därmed ett medel att uppnå snabb tillväxt.

Utmärkande för de amerikanska företagen var att de hade en mycket försiktig attityd till skuldsättning. Vidare undvek företagsledningarna att göra nyemissioner av aktier. En anledning till detta var att företagsledningarna ansåg att det egna företagets aktier var undervärderade, oavsett om företaget gick bra eller dåligt. Ledningen hade därmed ständigt en anledning till att vänta med en emission till "nästa år", då aktiekursen borde ha stigit. Den andra anledningen var att aktiemarknaden kunde uppfatta en nyemission av ett företag i en mogen bransch som ett tecken på dålig planering eller skötsel av företaget. En effektiv

företagsledning i denna typ av företag skall inte behöva be aktiemarknaden om nytt riskkapital. Om man, som Donaldson, antar att företagets försäljning växer proportionellt ungefär lika mycket som företagets balansräkningar kommer självfinansieringen att ha stor betydelse för hur snabbt ett företag kan växa. Under en begränsad period kan företaget kanske växa snabbare än ökningen i det egna kapitalet, men det sker till priset av försämrad soliditet eller sänkt utdelning. En tredje, mer positiv möjlighet att växa snabbare går via ökad kapitalomsättnings-hastighet. Sett över några års sikt råder det dock ett nära samband mellan självfinansieringens storlek och företagets omsättningsökning. Detta samband kan förväntas vara starkast i sk mogna branscher med inte alltför hög tillväxt. I tillväxtbranscher krävs det antingen mycket hög lönsamhet eller tillskott av nytt riskkapital från ägarna för att företagen inte skall få försämrad soliditet.

Donaldson's beskrivning av de amerikanska företagens investeringsbeteende är konsistent med undersökningar som gjorts i Sverige av företags investeringskalkylering. Undersökningarna har funnit att investeringarnas förväntade lönsamhet inte är det enda eller ens primära kriteriet vid investeringsbeslut. Det är flera andra hänsyn som spelar in. Dessutom gäller för främst större investeringar att processen före ett beslut ofta är komplicerad och utdragen i tiden och att det slutliga beslutet växer fram som en följd av successiva bindningar (commitments). Betoningen av internt genererade medel som restriktion för expansion och nyinvesteringar stämmer även med den analys som vissa börsbolag ger i sina årsredovisningar, se t ex PLM 1976, Boliden 1980, SCA 1984 och STORA 1985. Enskilda företags investeringsbeteende kan därför vara svårt att beskriva och analysera med utgångspunkt i den mikroteoretiskt grundade investerings- och finansieringsteorin.

Motiven

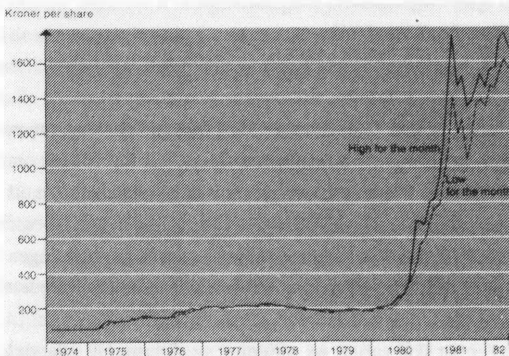
Vid en extra bolagsstämma i början av september 1981 bemyndigade stämman styrelsen att längst intill nästa ordinarie bolagsstämma våren 1982 fatta beslut om en nyemission av högst 3 miljoner fria b-aktier att placeras i USA. Det var inte ett snabbt påkommet, självklart beslut utan det hade föregåtts av en beslutsprocess som gick mer än ett år tillbaka i tiden. Som tidigare nämnts hade företagsledningen redan i början av 1970-talet varit inne på tanken att sprida ägandet till utlandet. Ett av skälen till detta hade varit rädslan för socialisering av den svenska läkemedelsindustrin. Ett annat skäl var att en spridning av aktierna till utlandet skulle öka Pharmacias möjligheter att förvärva utländska företag med betalning i form av Pharmaciaaktier. Det fanns därför, tror vi, en "mental beredskap" när

planerna på en utlandsemission av flera olika skäl började ta form i början av 1980.

Att ett förslag om en utlandsemission inte väcktes tidigare kan nog främst förklaras med att utlandets intresse för svenska aktier var så svagt. Den utländska finansmarknad som då var mest aktuell för svenska företag var London. I slutet av 1970-talet fanns visserligen några svenska företags aktier noterade i London men handeln var mycket måttlig. Pharmacias engelska bankkontakt, Hambros, menade att en eventuell emission i London skulle leda till att de nyemitterade aktierna förr eller senare såldes tillbaka till Sverige, vilket skulle pressa aktiekursen. Även en av Pharmacias svenska bankkontakter, SE-banken, menade att det inte var möjligt att vid den tiden skapa en varaktig marknad för svenska aktier utomlands. Någon gång i början av 1980 tog Pharmacias dåvarande ekonomichef Harry Johansson vid informella kontakter med amerikanska investerare och mäklare upp frågan om det vore möjligt att i New York introducera "högkvalitetsaktier" från Europa. Hans propå möttes emellertid av skratt och ansågs orimlig.

Utlandets, främst Storbritanniens, intresse för utländska aktier hade emellertid börjat öka mot slutet av 1970-talet. En viktig anledning till detta var att den engelska mäklarfirman Grievson Grant & Co hade "upptäckt" Novo 1977. Den engelska firman hade gjort en företagsanalys och rekommenderat aktieköp i Novo. Den lyckade lanseringen av Novoaktien och den följande kursstegringen visade vilken potential som kunde finnas i undervärderade utländska aktier (se figur 5.1.). En viktig orsak till intresset för Novo och sedemera också för Pharmacia var, som vi senare återkommer till, det allmänt uppvaknade intresset för bioteknik.

Figur 5.1. *Novoaktiens kursutvecklingen 1974 - 1982 (DKr)*

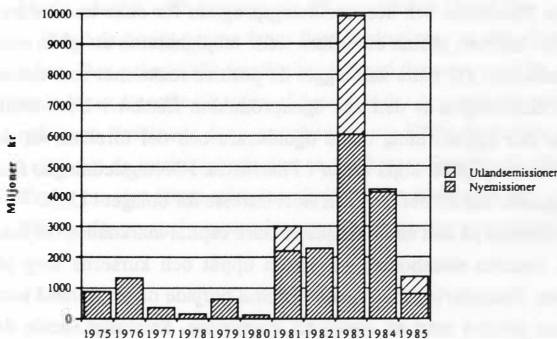


Källa: Stonehill & Dullum (1982).

Pharmacialedningen började att märka ett ökat utländskt intresse för bolaget och dess aktier i slutet av 1970-talet. Företaget fick besök av utländska analytiker redan 1978. Amerikanska och engelska institutioner började köpa fria aktier via mäklare i London under 1979. Detta fick till följd att kursen på de fria aktierna steg över de bundna aktiernas kurs.¹ Detta blev påtagligt uppmärksammat under 1980, då de anställda i Pharmacia erbjöds att låna pengar till köp av aktier i bolaget. Många önskade erhålla fria aktier och det visade sig bli svårt att senare köpa in dessa då den stora efterfrågan drivit upp kursen ytterligare.

Som redan diskuterats i föregående kapitel var den svenska aktiemarknaden allmänt sett mycket svag och nyemissionsvolymerna var mycket små (se figur 5.2). Dessutom gällde att huvudägarnas möjligheter att delta i någon större nyemission var utesluten. Dessa omständigheter hade fått den tidigare ledningen att skjuta på frågan om anskaffning av ytterligare riskkapital. Den nya ledningen blev tämligen snart av den uppfattningen att det var i utlandet det nya riskkapitalet skulle anskaffas. En viktig förklaring, kanske den viktigaste, till intresset för en emission i utlandet var det förhållandet att de fria aktierna noterades så mycket högre än de bundna. Då emissionskursen vid emission i utlandet sätts nära gällande börskurs skulle en försäljning av nya fria aktier inbringa ett större belopp än vad en emission av samma antal aktier skulle ge i Sverige. Utlandsemissionen skulle därmed bli "billigare" för företaget; samma utdelning betalades ju på bundna som fria aktier, men emissionskursen på fria kunde sättas högre.

Figur 5.2. Svenska börsföretags nyemissioner i Sverige och utlandet (Mkr)



Källa: Aktiv Placering: Företagsanalyser 1983, 1984, 1985 och 1986, SOU 1981:44.

1 De fria aktierna hade ej en separat börsnotering, men noterades inofficiellt bland börsmäklarna.

Under hösten 1980 besökte Harry Johansson det danska läkemedelsföretaget Novo och sammanträffade med Kåre Dullum, som var vice VD och economichef. Dullums person och hans argumentering för att företag av Novos typ bör ha en soliditet runt 50 procent samt Novos framgångsrika emission gjorde starkt intryck på Harry Johansson, som blev övertygad om att det också vore bra för Pharmacia att göra en utlandsemission.

Harry Johansson skrev en promemoria, som diskuterades i företagsledningen, i vilken han skissade på en möjlig emission i London. Skälet till att London föreslog var dels de amerikanska institutionernas ovan nämnda negativa reaktion, dels att detta förordades av Björn Carlsson på Aktiv Placering, som var rådgivare åt Pharmacia och som deltog i arbetet med 1977 års emissioner. Londonemissionen skulle tillgå så att Pharmacia först skulle göra en nyemission i Sverige till strax under börskurs. Teckningsrätterna skulle då betinga ett lågt värde. Ett antal av de större ägarna skulle sedan sälja sina teckningsrätter till utländska investerare, som därigenom skulle teckna merparten av det nya aktiekapitalet. Storleken på emissionen skulle vara ungefär 100 milj kr.

Ungefär samtidigt med diskussionerna om Londonemissionen övervägde den nya företagsledningen ett annat sätt att finansiera den fortsatta forskningsverksamheten. Ledningen ville undersöka möjligheterna att finansiera via den amerikanska *venture capital* marknaden. Det skulle kunna ske genom att vissa forskningsprojekt organiserades i separata bolag i vilka amerikanska intressen kunde gå in som delägare. Hösten 1980 reste därför Gunnar Wessman och vice VD Carl-Eric Sjöberg till USA för att undersöka marknaden för *venture capital* och presenterade Pharmacia och dess forskningsprogram för olika investerare. Dessa visade stort intresse, nästan entusiasm inför möjligheterna att gå in som finansiärer i Pharmacia. Till detta kan läggas de positiva reaktioner som mötte Pharmacia efter lanseringen av den nya ögonprodukten *Healon* i USA 1980. Produkten rönt stor uppskattning bland ögonläkare och det förekom att de frågade om det var möjligt att köpa aktier i Pharmacia. Företagsledningen fick således tydliga signaler om att det fanns ett stort intresse för bolaget i USA.

Under sonderingarna på den amerikanska *venture capital* marknaden började emellertid den svenska aktiebörsen att vända uppåt och kurserna steg på Pharmacias aktier. Finansiering med *venture capital* började då att framstå som mindre intressant jämfört med en eventuell nyemission. Samtidigt ökade de utländska investerarnas köp av svenska bolags aktier och bland dessa ansågs Pharmacia som särskilt intressant. Utländska mäklare började ringa till Pharmacia och de ville bli uppsatta på "telexlistan" för att ta del av företagets informationsgivning. På Stockholmsbörsen började Pharmacias fria B-aktier att noteras från

och med januari 1981.

Inofficiell handel med aktier i Pharmacia började förekomma i London på våren 1981. Planerna på en emission i London hade emellertid redan kommit att överges inom företagsledningen. Pharmacias bankkontakt i London menade att det vore fördelaktigare att göra emissionen i USA på grund av det enorma intresse som där fanns för investeringar i bioteknikföretag. Gunnar Wessman var också starkt övertygad om att det vore mycket fördelaktigare att göra emissionen i USA.

Att genomföra en nyemission i USA för ett relativt litet svenskt företag skulle bli en stor och inte okomplicerad procedur. Vid den tidpunkten hade inget svenskt bolag och endast två andra utländska företag gjort nyemissioner i New York. En riktad nyemission är heller ingen okontroversiell fråga, eftersom den påverkar de befintliga ägarnas röstandel och förmögenhet. Huvudägarens representant, styrelseordföranden Kurt Mark, intog till att börja med också en avvaktande attityd, innan han beslöt sig för att stödja förslaget. Beslutssituationen för huvudägaren var starkt förenklat att välja mellan att å ena sidan behålla sin ägarandel, vilket skulle medföra att bolagets tillväxttakt måste minska och å den andra sidan att släppa in nya ägare för att möjliggöra fortsatt snabb expansion av verksamheten. Huvudägaren beslöt att gå på den senare linjen. Vi har inte fått den uppfattningen att detta var ett svårt beslut att ta. Det fanns ingen i ägarfamiljerna som önskade utöva den kontroll som Arne Lundberg hade gjort fram till sin bortgång 1973. Intressant att nämna i sammanhanget är att Kurt Mark också var styrelseordförande i Svenska Kodak och hade goda kontakter med personer i den amerikanska bankvärlden. Vi föreställer oss att detta kan ha bidragit till Kurt Marks positiva ställningstagande till en emission i just USA.

Bland de övriga ägarna fanns flera institutioner av vilka Fjärde AP-fonden var störst. Den principiella inställningen bland dessa var, och är, alltså att riktade emissioner, framför allt större sådana, inte är i de gamla ägarnas intresse. Den som tydligaste förfäktade denna uppfattning var SPP:s dåvarande vice VD Nils-Axel Frisk. Att de institutionella ägarna ändå inte motsatte sig Pharmacialedningens förslag om den första utlandsemissionen har förklarats med två omständigheter. För det första ansåg institutionerna att en mycket stor emission i Sverige skulle

kunna få negativ effekt på aktiemarknaden genom att så mycket "likviditet" sögs upp. För det andra var institutionerna positivt inställda till en utveckling mot utländsk notering av svenska börsbolag. Sammantaget betydde detta att institutionerna inte motsatte sig förslaget om en riktad emission.

Företagsledningens arbete med att lägga fram ett förslag om utlandsemission pågick under slutet av 1980 och våren 1981. I detta arbete deltog också Handelsbanken.² Konkret resulterade arbetet i att ledningen i mars 1981 i samband med bokslutskommunikén meddelade att den skulle föreslå bolagsstämman att ansöka hos regeringen om att få ändra bolagsordningen beträffande utlånningsförbehållet. Enligt det sistnämnda fick utlåningar äga aktier motsvarande högst 20 procent av rösterna eller 40 procent av aktiekapitalet.³ De fria aktiernas röstandel var 19 procent och därför skulle gränsen för högsta röstandel behöva höjas om en emission av fria aktier skulle kunna genomföras. Ett sätt att möjliggöra en emission inom den dåvarande ramen hade annars varit att byta svenska ägares fria aktier till bundna. Så vitt vi kunnat utröna övervägdes dock inte detta. I augusti kom sedan regeringens besked som innebar att utlånningsförbehållet fick tas bort ur bolagsordningen och att fria aktiers röstandel fick uppgå till högst 28 procent. För aktiekapitalandelen gällde oförändrat 40 procent.

I maj kom meddelandet om att ledningen skulle föreslå en nyemission om 500.000 fria aktier, dvs 1:5. Denna emission skulle inbringa 100 miljoner kr. Anledningen till att fria aktiers skulle emitteras uppgavs vara att det stora utländska intresset lett till att de fria aktierna hade en betydande överkurs. Den uppgick i maj 1981 till cirka 50 procent. Tidpunkten för emissionen fastställdes dock inte. "Företagets resultatutveckling och börsutvecklingen bestämmer tidpunkten för emissionen" uttalade Gunnar Wessman i en tidningsintervju.⁴

Företagsledningen bestämde sig på försommaren för att söka genomföra en emission i USA under hösten 1981. Det skulle bli en riktad emission, dvs de befintliga ägarna skulle inte ha företrädesrätt vid aktieteckningen, och emis-

2 Pharmacia valde således Handelsbanken i detta fall. I pressen angavs två förklaringar till detta. För det första att Gunnar Wessman innan han kom till Pharmacia hade goda kontakter med Handelsbanken. För det andra att Pharmacialedningen var missnöjd med att SE-banken skapat en aktiefond i Sverige som gjorde det möjligt för utlåningar att indirekt köpa bundna Pharmaciaaktier. Vi har dock inte gått in på detta, då det inte har någon betydelse för denna studies syfte.

3 För en redogörelse av bestämmelserna rörande utländskt aktieäggande i svenska aktiebolag, se Ds I 1985:7 "Utländskt inflytande i svenska företag".

4 DN 1981-05-16.

sionskursen skulle sättas till då gällande börskurs. Den fortsatta planeringen av emissionen hade att lösa tre huvudproblem. Det första gällde hur emissionsvillkoren skulle utformas rent tekniskt med hänsyn tagen till institutionella krav och marknadsförhållanden. Det andra var uppläggnings- och informations- och ansökningsförfarandet. Det tredje gällde det praktiska genomförandet av emissionen, dvs att sälja aktierna till olika investerare.

För att kunna planera och genomföra emissionen var det nödvändigt att välja en lokal samarbetspartner eller *managing underwriter*, som fungerar som emissionsbank. Denna säljer aktierna till *underwriters*, som i sin tur säljer aktierna till de institutioner och privatpersoner som blir ägare av de nya aktierna. Emissionsbanken har även viktiga funktioner som juridisk rådgivare och fungerar också som informationskanal mellan det emitterande bolaget och aktiemarknaden.

I början av juli 1981 tog företagsledningen kontakt med fyra investmentbanker i USA och bad om råd och synpunkter på hur Pharmacia skulle kunna genomföra en emission i USA. Med tanke på att Pharmacia var ett förhållandevis okänt företag i USA var företagsledningen inställd på att välja en renommerad investmentbank för introduktionen på den amerikanska aktiemarknaden. Då emissionsbanken också *de facto* fungerar som en garant för informationen om bolaget, var det viktigt att den lokala samarbetspartnern hade duktiga företagsanalytiker för läkemedelsbranschen. Ett ytterligare önskemålet beträffande samarbetspartnern var att det skulle vara en firma som var tillräckligt stor för att garantera att aktierna verkligen blev placerade men ändå inte för stor med tanke på att emissionsbeloppet skulle vara relativt litet i förhållande till marknadens storlek. Om emissionen gick via en mycket stor firma med många *underwriters* fanns risken att emissionen skulle delas upp i alltför många mycket små poster. Företagsledningen såg gärna att en del av emissionen placerades på "fasta händer" och eftersträvade därför att ett antal relativt stora poster hamnade hos ett mindre antal institutionella köpare.

Företagsledningen i Pharmacia fann efter de preliminära kontakterna med de fyra investmentbankerna att den som bäst svarade mot önskemålen var Morgan Stanley. Ralph Hammar, som tillträdde som ny ekonomichef i början av 1981, motiverade valet av Morgan Stanley med att:

"... de kunde ställa upp med ett ungt talangfullt team som passade bra ihop med vårt eget. Kynnets kemi stämde bra överens. Morgan Stanley åtnjuter det högsta anseende i USA och det var ett beslut som Fortia hade mycket glädje av. Morgan Stanley var utan tvekan en starkt bidragande orsak till den lyckosamma utgången av USA-emissionen".⁵

Emissionsvillkoren

Bolagsstämman i maj hade bemyndigat styrelsen att genomföra en nyemission om 500.000 fria aktier. Det var emellertid av flera skäl inte möjligt att genomföra en emission med detta antal aktier i USA. Det första problemet gällde den höga kursen på Pharmaciaaktien. Den dåvarande kursen, cirka 550 kr, motsvarade cirka 100 dollar, vilket bedömdes vara för högt. En kurs på mellan 20 och 30 dollar skulle passa amerikanska förhållanden bättre. För att värdet per aktie skulle bli lägre måste antalet aktier öka. Detta ordnades genom en s k split, varvid varje gammal aktie byttes mot fem nya. Därefter genomfördes tre mindre emissioner (*pro rata*), i vilka de gamla ägarna hade företrädesrätt:

- * En fondemission 1:10
- * En nyemission 1:10, där bundna aktier tecknades för 50 kr och fria för 65 kr
- * En nyemission 1:10, där bara fria aktier tecknades för 65 kr, dvs även innehavare av bundna aktier tecknade nya fria.

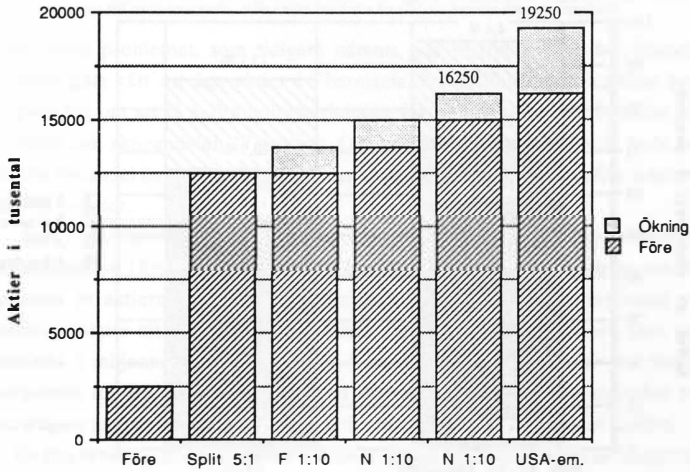
Pro rata emissionerna hade även delsyftet att minska fria aktiers röstandel, vilket skede genom att några ägare till a-fria accepterade att teckna b-fria. Dessa tre emissioner räknades på antalet aktier efter split. Aktieuppdelningen och de följande emissionerna innebar att antalet aktier ökade från 2.5 miljoner till 16.25 miljoner (se figur 5.3). USA-emissionen skulle sedan omfatta ytterligare 3 miljoner aktier, så att det totala antalet aktier slutligen skulle bli 19.25 miljoner. Den förväntade stora ökning i antalet utelöpande Pharmaciaaktier gav, enligt uppgifter som återgavs i Veckans affärer, upphov till "oro på börsgolvet".⁶ Farhågorna gällde att aktierna skulle drabbas av "volymsjuka", dvs det skulle finnas för många Pharmaciaaktier på marknaden. Gunnar Wessman bemötte emellertid denna åsikt i en tidningsintervju:

Experter talar om att 19,25 miljoner aktier skulle ge Pharmacia 'volymsjuka'. Det påståendet avfärdar jag helt. USA-emissionen om 3 miljoner aktier anser jag pytteliten.

⁵ Hammar (1982).

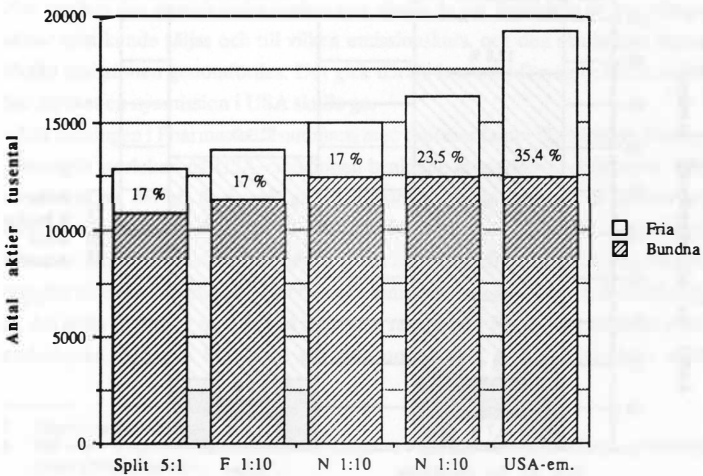
⁶ Veckans Affärer 1981-08-27.

Figur 5.3. *Totalt antal och förändringen av antal aktier under 1981 års emissioner (1000-tal aktier)*



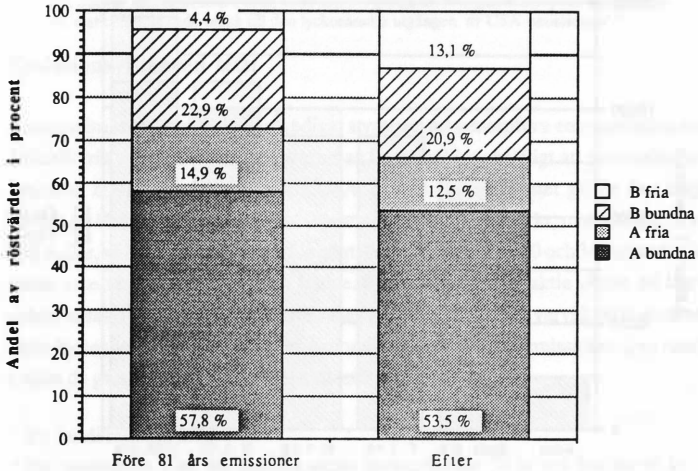
Källa: Pharmacias årsredovisningar 1980 - 1982.

Figur 5.4. *Bundna respektive fria aktiers antal och andel av aktiekapitalet under 1981 års emissioner*



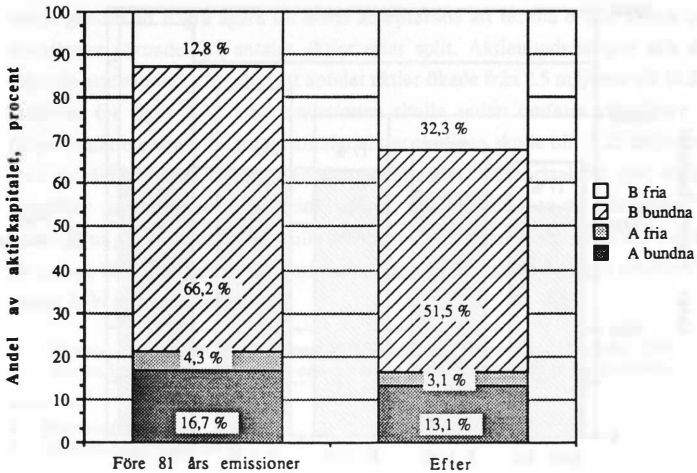
Källa: Pharmacias årsredovisningar 1980 - 1982.

Figur 5.5. Olika aktieslags andel av totala röstvärdet före respektive efter 1981 års emissioner (%)



Källa: Pharmacias årsredovisningar 1980 - 1982.

Figur 5.6. Olika aktieslags andel av aktiekapitalet före respektive efter 1981 års emissioner (%)



Källa: Pharmacias årsredovisningar 1980 - 1982.

Läkemedelsföretag, läkarorganisationer, vetenskapliga fonder och institutioner m fl kommer att stå i kö som köpare av serie B. I Amerika är kapitalmarknaden enorm efter svenska förhållanden. Pharmaciaaktiens kommande nominella värde på 10 kr skall stimulera till aktiesparande. Alla i vårt land ska ha råd att inneha Pharmaciaaktier.⁷

Det andra problemet, som tidigare nämnts, var restriktionerna beträffande utlånningsrätt att äga aktier i Pharmacia. Innan Pharmacia ansökte hos regeringen om att få ändra bolagsordningen var de fria aktiernas röstandel 19 procent och aktieandelen 17 procent. Orsaken till att de fria aktierna hade en större röstandel än aktieandel var att det fanns en större proportion fria a-aktier än fria b-aktier.

Som redan nämnts innebar regeringens upphävande av utlånningsförbehållet att utlåningar i fortsättningen skulle få äga högst 28 procent av röstvärdet och 40 procent av aktierna. Efter USA-emissionen kom de fria aktiernas andel av samtliga aktier att uppgå till 35.4 procent (se figur 5.4). Emissionen kom att omfatta 3 miljoner nya b-fria och tog i anspråk två tredjedelar av det ökade utrymmet för fria aktier. Det återstod därmed ett utrymme för emission av ytterligare knappt 1.5 miljoner b-fria aktier innan taket vid 40 procent nåddes.

De fria aktiernas andel av rösterna kom att uppgå till 25.65 procent av röstetalet (se figur 5.5.). Denna andel förefaller ligga närmare den stipulerade övre gränsen men genom att b-aktier bara har en tiondels röst var det i stället gränsen för utlånningsrätt aktieandel som skulle utgöra restriktionen vid en ytterligare emission.

Pro rata emissionerna skulle ge bolaget nästan 150 miljoner kr (se figur 5.7.). Hur mycket den amerikanska emissionen skulle ge var beroende av hur många aktier som kunde säljas och till vilken emissionskurs, och den skulle inte sättas förrän emissionen genomfördes. Det gick därför inte att i förväg beräkna exakt hur mycket en nyemission i USA skulle ge.

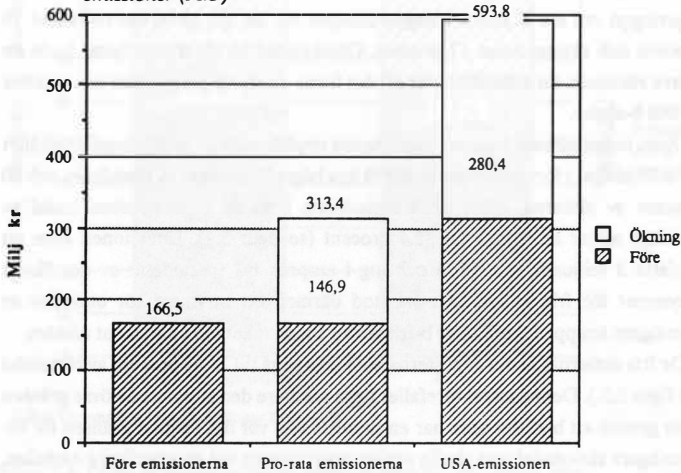
När ledningen i Pharmacia tillsammans med representanter för Morgan Stanley övervägde storleken på USA-emissionen beaktade man främst två faktorer. För det första var det ett önskemål att nyemissionen skulle inbringa så mycket att företagets soliditet skulle stiga till omkring 50 procent. Utifrån 1981 års bokslut kan man teoretiskt beräkna att denna gräns hade uppnåtts om USA-emissionen uppgått till cirka 230 milj kr.⁸ Det faktiska emissionsbeloppet blev sedan 280 milj kr, dvs cirka 50 milj kr mer än vad som hade resulterat i 50 procent soliditet efter emissionen. Morgan Stanley å sin sida undersökte genom kontakter med

7 Expressen 1981-09-13.

8 $586 + x = 0.5(1400 + x)$, där 586 och 1400 är justerat eget kapital respektive balansomslutning innan USA-emissionen.

institutioner och investmentbanker vad marknaden "tålde", dvs hur mycket aktiemarknaden kunde vara beredd att investera i nya Pharmaciaaktier.

Figur 5.7. Aktiekapital plus bundna reserver före, under respektive efter 1981 års emissioner (Mkr)



Källa: Pharmacias årsredovisning 1981.

Ytterligare en faktor att beakta vid bestämning av emissionens storlek var restriktionen beträffande utländskt ägande i bolaget. Ledningen såg gärna att det skulle finnas ett utrymme efter emissionen så att det skulle vara möjligt att göra eventuella företagsförvärv i utlandet med likvid i nyemitterade aktier. Som ovan nämnts fanns det möjlighet att emittera maximalt 4,5 milj b-fria efter *pro rata* emissionerna. Med en emissionskurs på 50 kr per aktie skulle hela detta fria utrymme krävas för att komma upp till ett totalbelopp på 230 milj kr som var soliditetsmålet. Med en försäljningskurs på 100 kr hade det å andra sidan räckt att emittera cirka 2,3 milj aktier. I början på hösten noterades Pharmacias fria b-aktier runt 90 kr, vilket betydde att hela utrymmet för nya fria aktier inte skulle behövas i anspråk.

Styrelsens förslag om emissionen i USA och de föregående *pro rata* emissionerna offentliggjordes den 21 augusti 1981. En extra bolagsstämma den 8 september fattade sedan det formella beslutet. Avstämningsdag för *pro rata* emissionerna bestämdes till den 2 oktober och teckningen skulle ske under perioden 19 oktober - 13 november.

Informations- och ansökningsförfarandet

Ett företag som vill emittera nya aktier måste lämna en hel del information till aktiemarknaden både före och efter emissionen. Dessutom ställs vissa formkrav på själva emissionsproceduren. Svenska företag som emitterar i USA möter ett nytt regelsystem och även andra krav på informationsgivningen. Vi skall översiktligt redovisa de problem och erfarenheter som Pharmacia gjorde i samband med den första emissionen. Informationsgivningen efter emissionen och då främst årsredovisningens anpassning tas upp i ett senare kapitel.

Före emissionen gav Pharmacia aktiemarknaden information genom dels ett obligatoriskt emissionsprospekt, dels så kallade *road shows*, som är muntliga presentationer av företaget för analytiker och presumtiva investerare. Ett emissionsprospekt bör, som framgår av namnet, helst innehålla alla uppgifter som en investerare behöver ha som underlag för sitt beslut att satsa kapital i bolaget. I USA ställs mycket höga krav på emissionsprospekt. Ett fel i ett prospekt kan föranleda en missnöjd aktieägare att gå till domstol och kräva ekonomisk ersättning i händelse av kursnedgång. En amerikansk analytiker arbetade tillsammans med Pharmacias personal i Uppsala med att utforma prospektet. När det var färdigt blev dåvarande ekonomichefen lätt förfärad, därför att innehållet var så formellt och högrärande. De amerikanska experterna försäkrade emellertid att "det skulle vara så" för att inte företaget skulle riskera framtida skadeståndsanspråk.

En del av informationen i det amerikanska emissionsprospektet motsvarade uppgifter som återfanns i den svenska årsredovisning. Uppgifterna rörande bland annat eget kapital och nettovinst måste dock presenteras enligt amerikanska redovisningsnormer och det visade sig kräva mycket arbete. Det blev bland annat nödvändigt att samla in vissa redovisningsdata från de olika dotterbolagen. Arbetet med att sammanställa redovisningsuppgifterna för prospektet utfördes av en grupp under ledning av auktoriserade revisorn Sigvard Heurlin. I gruppen deltog personal från Pharmacias amerikanska revisionsfirma Coopers & Lybrand.

Det preliminära prospektet registrerades den 25 oktober 1981 hos *Securities and Exchange Commission* (SEC), som är den ansvariga myndigheten för aktiehandel i USA. Prospektet var preliminärt så till vida att emissionskursen inte var fastställd, vilket ju inte skulle göras förrän precis före emissionen. Sedan det preliminära prospektet var registrerat och offentligt reste företagsledningen över till USA på en informationsturné. Den pågick under tiden 12 - 18 november. Enligt uppgift var ledningens presentation av Pharmacia mycket skickligt framförd och analytiker och andra åhörare fick en mycket positivt intryck av företaget. Det är svårt

att närmare precisera hur stor betydelse själva presentation har i jämförelse med de fakta som förmedlas. Vi har från olika utländska analytiker fått bekräftat att det personliga intryck som ledningen ger spelar en stor roll vid bedömning av företagsledningens skicklighet och även påverkar tilltron till de prognoser som företaget ger.

Genomförandet av emissionen

Proceduren vid en riktad emission i USA är tämligen komplicerad i jämförelse med vad som gäller vid emissioner med företrädesrätt i Sverige. Något förenklat kan man beskriva emissionsbanken Morgan Stanley (*managing underwriter*) som en "grossist", som i sin tur försökte få "detaljister", *underwriters*, att finna köpare till de nya aktierna. *Underwriters* är mäklarfirmer eller sk investmentbanker. De köper visserligen i fast räkning men försöker alltid se till att de i sin tur har hågade investerare, som slutligen blir de nya aktieägarna. Det rör sig således om ett förfarande i två steg, där "grossisten" först kontakter "detaljister" som i sin tur sonderar bland presumtiva investerare. Dessa sonderingar började ungefär tre veckor före emissionen.

Något som ytterligare komplicerar bilden av försäljning av nya aktier är att priset på aktien inte är fastställt när emissionsbanken inleder sina sonderingar, aktiekursen fluktuerar ju hela tiden på börsen. *Underwriters* köper aktierna med en viss rabatt jämfört med den vid emissionstillfället rådande kursen. Deras ersättning blir då skillnaden mellan vad de betalar för aktierna och vad de kan få betalt från sina kunder, som i princip borde vara rådande marknadskurs. Med ledning av rådande kurs vet emellertid de inblandade på ett ungefär vad emissionskursen kan komma att bli. På grundval av detta gör *underwriters* en preliminär intresseanmälan till emissionsbanken med uppgift om hur många aktier som de är villiga att köpa, givet en viss rabatt till marknadskursen. Med ledning av dessa uppgifter kan emissionsbanken se hur många aktier som totalt kan säljas vid olika rabatter till rådande aktiekurs. På emissionsdagen fastställs emissionskursen och emissionsbanken kontakter åter *underwriters*, som då definitivt bestämmer hur många aktier de vill köpa.

Beslutet om emissionskurs och antal aktier åvilade både Pharmacia och Morgan Stanley. Att Pharmacia formellt måste godkänna beslutet var självklart. För Morgan Stanley var beslutet också viktigt därför att firman garanterade emissionen, när väl villkoren var fastställda. Det betydde att Pharmacia skulle få sitt kapital oavsett om Morgan Stanley lyckades sälja aktierna vidare eller ej. I

praktiken kom emissionsbankens ord att väga tungt. Firman hade god erfarenhet av att bedöma vad som var lämplig volym och rabatt i förhållande till gällande dagskurs.

Datum för emissionen bestämdes till den 19 november 1981. Börsen i New York hade tidigare under hösten varit "håglös". I oktober noterades lägsta kursnivån på 16 månader. Därefter skedde en viss återhämtning, och emissionsbanken ansåg att emissionen skulle kunna genomföras framgångsrikt. Dagen före, den 18 november, var den sista noterade säljkursen på Pharmacia b-fria 103 kr, vilket motsvarade 18.72 dollar. Emissionskursen bestämdes då till 18.25 dollar, dvs 2.5 procent under Stockholms kursen. Antalet aktier som skulle säljas sattes till 2.75 miljoner, med tillägget att Morgan Stanley och *underwriters* inom 30 dagar kunde köpa ytterligare 250.000 aktier till emissionskursen (se vidare under kostnaden för nyemissionen).

När pris och kvantitet var bestämda gällde det för emissionsbanken att handla omedelbart. Från firman tog man genast kontakt med de *underwriters* som tidigare anmält sitt intresse och bad om besked om hur många aktier var och en önskade teckna till den fastställda kursen. Denna rundringning till *underwriters* måste ske snabbt och vara klar innan Stockholmsbörsen öppnade igen. I annat fall skulle det kunnat inträffa att Morgan Stanley inte kunnat placera alla aktier därför att kursen i Stockholm sjunkit. En emissionsbank som blir sittande med aktier riskerar stora förluster om kursnedgången fortsätter.

Kostnaden för nyemissionen

Det förhållandet att emissionsbanken löper en risk att bli sittande med osålda aktier därför att emissionen garanterats avspeglas i de ekonomiska villkoren mellan banken och det emitterande företaget. Då det var Pharmacias första emission i USA och då bolaget dessutom inte var noterat i USA fick emissionsbanken räkna med relativt omfattande arbete med prospektet och informationen till aktiemarknaden. Av det totala belopp som de nya ägarna betalade för sina aktier fick Pharmacia cirka 93 procent, dvs cirka 7 procent gick i provision till emissionsbanken och *underwriters*. Som tidigare nämnts låg emissionskursen cirka 2.5 procent under dagskursen, så sett ur de gamla ägarnas perspektiv fick bolaget in ungefär 90 procent av gällande kurs på de fria aktierna.

Förutom den direkta provisionen hade Morgan Stanley och vissa *underwriters*, som redan nämnts, ett avtal om att få köpa ytterligare 250.000 aktier till emissionskursen. Denna form av "morot", som ges till emissionsbanker och

underwriters, kallas *green shoe* och är vanligt förekommande. Om emissionen blir lyckad och aktierna därefter stiger kan emissionsbanken göra en ytterligare förtjänst på kursstegringen och provisionen på de sålda aktierna. Efter Pharmacias emission utnyttjade garanterna sin möjlighet att köpa ytterligare 250.000 aktier och det totala antalet nya aktier i USA-emissionen blev därför 3 miljoner.

Utvecklingen närmast efter emissionen

Direkt efter emissionen sjönk den fria aktien något, men endast marginellt. Kursutvecklingen var fram till april - maj 1982 tämligen lugn utan någon kursuppgång. Därefter steg kursen fram till sommaren 1983. Efter nyemissionen gällde att någon rapportering från Pharmacia till aktiemarknaden fick inte förekomma under de första 90 dagarna. Skälet till detta är att ny information som kan påverka marknadens prissättning inte får ges innan emissionen är ordentligt genomförd och handeln har hunnit komma igång.

6. UTVECKLINGEN TILL OCH MED DEN ANDRA EMISSIONEN

Efter emissionerna 1981 hade Pharmacia en stark finansiell ställning. Soliditeten var över 50 procent och de likvida medlens andel av balansomslutningen var 20 procent. Företagsledningen var också fylld av tillförsikt och såg ökade möjligheter att realisera de många lovande forskningsprojekt som stod på kö för finansiering. I årsredovisningen för 1981 skrev dåvarande ekonomidirektören Ralph Hammar:

Fortia hade ett gott utgångsläge för en långsiktig finansiering: anläggningar för fortsatt expansion och en stor portfölj med intressanta forskningsprojekt med en god balans mellan lång- och kortfristiga projekt.

VD Gunnar Wessman framhöll att "det kapital emissionerna tillfört oss ökar våra handlingsmöjligheter liksom takten i utvecklingsarbetet".¹ Denna positiva inställning delades, minst sagt, av aktiemarknaden. Under de två år som följde 1981 års emissioner hade aktierna i Pharmacia en fantastisk kursuppgång och värdet på de fria aktierna steg ca 460 procent.² Även om den genomsnittliga kursnivån på börsen steg mycket under denna period framstår ändå utvecklingen för Pharmacia som anmärkningsvärd. I detta kapitel skall vi först redovisa Pharmacias resultatutveckling och sedan diskutera hur kapitaltillskotten 1981 kan ha påverkat främst företagets expansion på USA-marknaden och satsning på forskning och utveckling. Vi följer utvecklingen fram till hösten 1983 och beskriver sedan kortfattat den andra utlandsemission som då genomfördes.

Finansiell ställning och resultatutveckling

Det stora tillskottet av eget kapital genom 1981 års emissioner fick omgående en positiv effekt på Pharmacias resultaträkning. Som redan förutskickats i emissions-

¹ Pharmacias årsredovisning 1981 s. 2.

² Emissionskursen november 1981 var ca 40 kr, emissionskursen 1983 var ca 227 kr, bägge kurserna omräknade för emissioner.

prospektet användes en del av det nya kapitalet för amortering av skulder. Återstoden av emissionsbeloppet placerades till att börja med i likvida tillgångar. Från ett negativt finansnetto på 30 mkr 1980, förbättrades detta successivt och uppgick 1983 till + 30 mkr, dvs en förbättring med 60 mkr på tre år.

Under åren 1981 till 1983 ökade Pharmacias försäljning kraftigt och vinsten än mer. I genomsnitt för dessa tre år steg vinsten efter finansnetto med nästan 90 procent per år, vilket kan jämföras med en genomsnittlig vinsttillväxt på 15 procent de fem föregående åren. I årsredovisningen 1983 redovisar Pharmacia följande tabell, som delar upp försäljningsökningarna 1982 - 1983 i olika komponenter.

Tabell 6.1. *Försäljningsökningen för Pharmacia-divisionerna 1982 och 1983 uppdelad i komponenter*

Komponent	1982	1983
Volymökning och nya produkter	15%	21%
Produkter genom företagsförvärv	-	5%
Prishöjningar	8%	8%
Valutaeffekter	12%	15%

Källa: Pharmacias Årsredovisning 1983.

Om dessa ökning av försäljningsintäkterna i stället relateras till resultatet efter finansnetto framstår deras betydelse mycket tydligare (se tabell 6.2.). Pharmacias ekonomichef har dock i tidningsintervju anmärkt på detta sätt att låta en devalvering "rinna rakt igenom resultaträkningen". En dollaruppgång kan nämligen också leda till att kostnadssidan ökar.

Tabell 6.2. *Pharmacias rörelseresultat och prishöjningars respektive valutaeffekters del av resultatökningen 1982 - 1985. Mkr.*

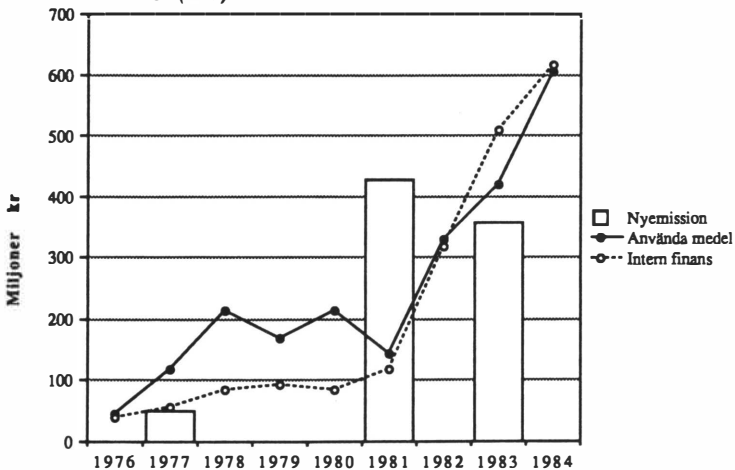
	1982	1983	1984	1985
Rörelseresultat	276	480	571	684
Prishöjningars del	115	149	93	57
Valutaeffekters del	173	279	46	57

Källa: Pharmacias Årsredovisningar 1982 - 1985.

Expansion i USA och flera företagsförvärv

Healon blev snabbt en storsäljare på den amerikanska marknaden.³ Till att börja med var *Healon* bara registrerat i USA och först 1983 registrerades produkten i några europeiska länder. Framgången för *Healon* i USA var en bidragande orsak till att Pharmacia ökade sina satsningar där. Antal anställda i USA ökade under 1981 - 1983 snabbare än för koncernen i övrigt. Företaget började bygga ett nytt huvudkontor i USA 1982, och det blev färdigställt året därpå. För att öka försäljningen av allergiprodukter i USA byggde företaget upp några sk allergicentra. Tanken bakom detta var att läkare skulle köpa Pharmacias allergitester och sedan använda sig av dessa allergicentra för analys av patientprover.

Figur 6.1. Nyemissioner, internt genererade respektive använda medel
1976 - 1984 (Mkr)



Källa: Pharmacias årsredovisningar 1976 - 1986.

1981 köpte Pharmacia rättigheter och *know-how* i Nu Tech Medical Systems Inc. I december samma år träffade Pharmacia ett avtal med Kabi-Vitrum som innebar att Pharmacia fick försäljningsrätten för samtliga Kabi-Vitrums produkter, utom

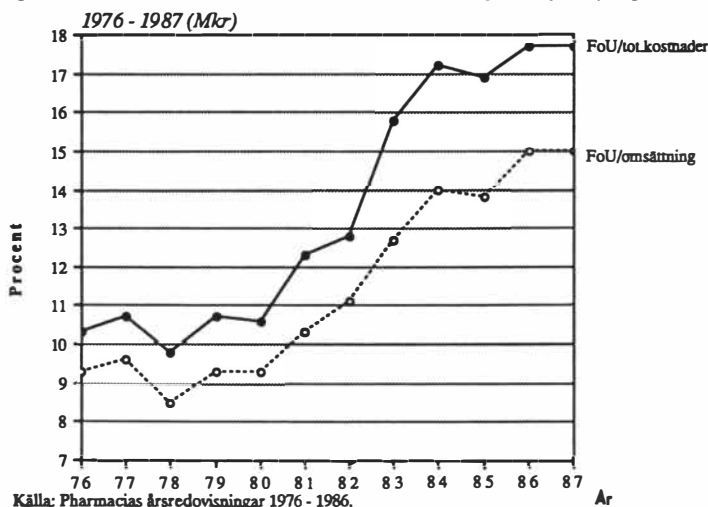
3 I en analys av Affärsvärlden i nr 19/1985 uppskattades det att Healon 1984 svarade för 30-40 procent av koncernens vinst. Enligt uppgift vi fått från Pharmacia är det dock en överskattning.

vätskeprodukter, i USA och Kanada. Året därpå förvärvades Vespa Inc., som skulle stärka Pharmacias allergidel, och tillgångar och *know-how* i företaget P.L. Biochemical Inc. I Europa köptes en del av företaget Medical Workshop.⁴ Under 1982 betalade Pharmacia totalt 111 mkr i samband med förvärv.⁵ Pharmacia hade tidigare inte betalat mer än några tiotal miljoner kronor vid företagsförvärv.

Ökade satsningar på FoU

I Pharmacias prospekt före 1981 års emissioner framhölls att bolaget hade ett lovande forskningsprogram och underförstått var att detta skulle kunna realiseras snabbare och i större omfattning efter ett kapitallänskott. Efter 1980 ökade FoU-kostnaderna, men ser man till kostnadernas andel av försäljningen verkar inte ökningen så stor. Det beror dock på att försäljningsintäkterna steg kraftigt under åren 1981 - 1983. Forskningskostnadernas ökning framgår tydligare om de i stället relateras till de totala kostnaderna (se figur 6.2.).

Figur 6.2. FoU-kostnaders andel av totala kostnaderna respektive försäljning



4 Pharmacias ägande ökade successivt under de följande åren och 1984 blev bolaget helägt.

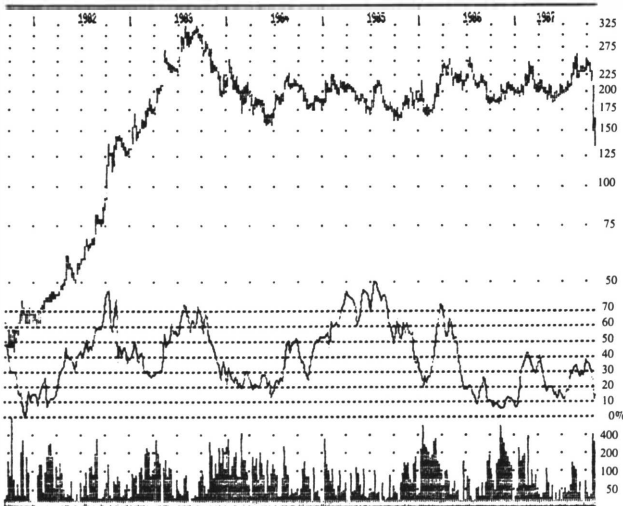
5 Pharmacias årsredovisning 1982 s. 13.

I årsredovisningarna 1981 - 1983 meddelades att Pharmacia ingått cirka 10 avtal om forskningssamarbete med universitet eller andra företag, vilket var en markant ökning jämfört med tidigare år. Försäljningen av handelsföretaget Consiva i början av 1983 bidrog också till att Pharmacia fick en mer markerad forskningsprofil.

Emissionen 1983

Som redan framhållits hade Pharmaciaaktien en enastående kursuppgång under åren 1981 - 1983 och blev sk favorit på börserna i New York och Stockholm. Förväntningarna på bolaget var mycket höga och till detta bidrog bland annat de många lanseringar av nya produkter som väntades. Chefen för Pharmacias USA-bolag yttrade i en tidningsintervju i maj 1983 att: "Ja, jag är fullständigt säker på att vi fått fram ett nytt *Healon*".⁶ En börskommentator i Dagens Industri nämner

Figur 6.3. Veckovisa aktiekurser för Pharmacia b-fria (kr), fria aktiers premium över bundna (%) och omsättningen i tusental aktier 1981 - 1987



Källa: Egna sammanställningar.

6 Arbetet 4 maj 1983.

i en artikel den 12 april 1983 ett antal nya produkter som snart skulle bli "jättesäljare", och "lanseras i stor skala", samt att "cellgifttillverkare från hela världen står på kö hos Pharmacia för att få del av [forsknings] resultaten".

Pharmacias finansiella ställning var efter de närmast föregående årens goda lönsambet mycket bra trots bolagets satsningar på FoU och företagsköp. Vid årsskiftet 1982/83 uppgick soliditeten till 50 procent och de likvida medlen utgjorde nästan 18 procent av balansomslutningen. Det kom därför förmodligen något överraskande för aktiemarknaden våren 1983 att Pharmacia planerade för en nyemission. På bolagsstämman 6 maj 1983 fick styrelsen fullmakt för att under året kunna göra en riktad emission av högst 2 milj aktier. Motivet angavs i *Wall Street Journal* den 5 september 1983 vara att öka bolagets finansiella styrka så att det kunde genomföra de pågående intressanta projekten.

I början av augusti bestämde företagsledningen sig för att låta genomföra emissionen. Före beslutet hade det rått delade meningar i direktionen om det lämpliga i att företa ytterligare en emission vid denna tidpunkt. Ekonomichefen Ralph Hammar var skeptisk till förslaget. Ett argument mot var att det inte behövdes mer kapital då. En utlandsemission skulle vidare öka utbudet av fria aktier, vilket kunde pressa kursen. Slutligen skulle en emission förbruka det "sista" utrymmet av fria aktier, d v s upp till 40 procent av aktiekapitalet. Därmed skulle det inte bli möjligt att köpa utländska bolag med likvid i nyemitterade fria aktier i Pharmacia. De som argumenterade för ytterligare en riktad emission menade bland annat att "det vore fel mot bolaget" att inte genomföra emissionen med hänvisning till den höga kursen.

I augusti 1983 kommenterade en analytikerrapport den förväntade nyemissionen. Rapporten menade att bolagsstämmans beslut i maj skulle ses som en beredskap för ett större företagsköp i USA. När sedan beslutet om försäljning av nya aktier offentliggjordes i början av september var kommentarerna från investerarkretsar återhållsamma. *Wall Street Journal* nämnde emissionsplanerna i en kort notis den 5 september. *Financial Times* skrev den 12 september:

This strong push [emissionen] for growth has scared more than a few observers in the industry who say Wessman could be gunning for a fall.

I samma artikel uttalade sig en europeisk *merchant banker*:

They are overrated. It's not that Pharmacia as a company has changed, it's the image which has changed and that image has influenced the market.

Bland svenska kommentatorer har Affärsvärlden hittills under 1980-talet varit nästan de enda som haft en försiktigt ifrågasättande attityd till Pharmacia. I en analys av bolaget i början av hösten 1983 skrev tidningen att den största delen av

resultatförbättringarna sedan 1980 kommit från ränteintäkter av 1981 års emission och genom devalveringarna 1981 och 1982. Tidningen avslutar med att "aktien får betraktas som spekulativ".⁷

Då Pharmacia två år tidigare genomfört en emission i USA och hade en etablerad kontakt med en investmentbank, Morgan Stanley, var det enklare att planera och genomföra den andra emissionen.⁸ Novo hade på mycket kort tid fått tillstånd att göra en andra emission i USA och Pharmacia räknade därför med att kunna genomföra sin på bara tre veckor. Av olika anledningar drog proceduren emellertid ut på tiden. För det första ansåg företagsledningen det nödvändigt att kalla in en extra bolagsstämma för att godkänna emissionsförslaget. Under tiden växte kön av ansökningar om emissioner hos den amerikanska myndigheten (SEC). Det var bland andra många fler företag än Pharmacia inom bioteknikområdet som önskade göra emissioner. Bioteknikaktier hade sedan sommaren dock mist en del av sin popularitet på Wall Street, och många företag hade fått se sina aktiekurser dala en hel del. I Sverige kom under denna period besluten om löntagarfonder och omsättningsskatt på aktiehandeln, vilket bidrog till att temporärt dämpa det utländska intresset för svenska aktier.

Dagarna innan emissionen skulle ske dök ytterligare ett problem upp för Pharmacia. Bokslutet för det tredje kvartalet blev nämligen klart, och det visade att resultatet var betydligt sämre än väntat. Efter en kort intern diskussion var ledningen enig: resultatet måste offentliggöras innan emissionen genomförs, annars riskerar företaget att tappa investerarnas förtroende för lång tid framåt.

Publiceringen av 9-månadersrapporten orsakade direkt ett kursfall på 10 procent för Pharmacias aktier. Det blev därmed nödvändigt att sätta emissionskursen lägre än vad man preliminärt bestämt. I stort sett samma *underwriters* som tecknade aktier i den första emissionen tecknade också de 1.1 miljoner aktier, motsvarande 2.2 miljoner ADR, som i den andra emissionen såldes till kursen 340 kr.⁹ Denna kurs var cirka 25 procent lägre än toppnoteringen tidigare under sommaren. Pharmacia gick därmed "miste" om 100-150 miljoner jämfört med om emissionen hade skett till toppkurs. Pharmacia erhöll före den andra utlands-emissionen Riksbankens tillstånd att hålla likviden utomlands upp till 12 månader innan företaget enligt svensk valutalagstiftning blev tvunget att remittera kapitalet till Sverige.

7 Affärsvärlden 32/33 1983.

8 1983 var emissionskostnaderna bara ca 4.6 procent av emissionskursen, jämfört med ca 7.0 1981.

9 Omräknat för emissioner sedan 1983 motsvarar det 1988 1.65 milj. aktier till kursen 227 kr.

7. PHARMACIA EFTER DEN ANDRA EMISSIONEN

Genom den andra utlandsemissionen fick Pharmacia en mycket stark finansiell ställning och frågan var hur denna styrkeposition skulle utnyttjas. Vi kommer i detta kapitel att översiktligt redovisa Pharmacias utveckling efter den andra utlandsemissionen med avseende på internationalisering, forskningsverksamhet, försäljning och resultat.

Fortsatt internationalisering

Pharmacia har tillsammans med Atlas Copco och SKF den högsta andelen utlandsförsäljning av de stora svenska multinationella företagen. Redan 1983 härrörde cirka 90 procent av Pharmacias försäljningsintäkter från utländska marknader. Denna andel var sedan i stort sett oförändrad fram till köpet av LEO.¹ Som tidigare framhållits steg Pharmacias försäljning särskilt starkt i USA åren närmast efter den första emissionen. Även under 1984 ökade försäljningen i USA mer än för koncernen i genomsnitt och nådde då en andel på drygt 40 procent (se figur 7.1). Denna andel har sedan dess sjunkit något, vilket sammanhänger med dollarns nedgång.

Den nu snabbast växande utlandsmarknaden för Pharmacia är Japan. I detta land är konsumtionen av läkemedel mycket hög, och Pharmacia har under de senaste fem åren gjort stora ansträngningar på denna marknad. Företaget har bland annat byggt ett laboratorium utanför Tokyo som blev klart 1985. Antalet anställda i företagets dotterbolag i Japan var 1986 nästan 100 personer, vilket är mer än en fördubbling jämfört med 1983. Företagsledningen har också i uttalanden framhållit det positiva i att Pharmacia haft en ökad fakturering i japanska yen, som haft en stark utveckling gentemot kronan, vilket kunnat

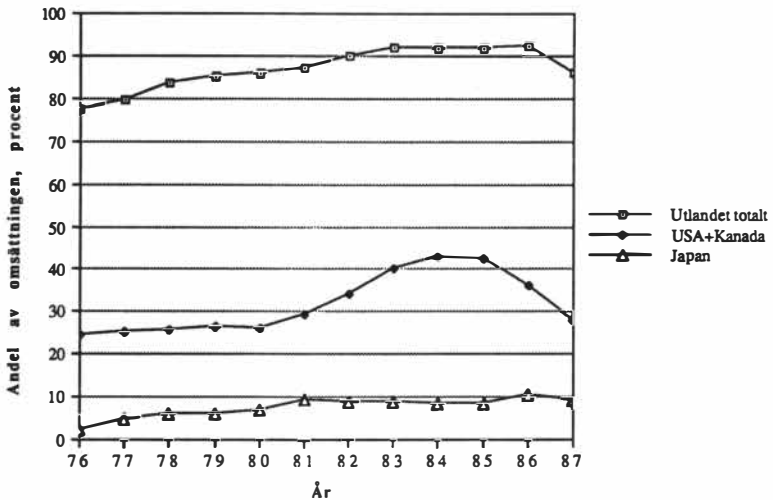
1 LEO, som är ett renodlat läkemedelsbolag, hade 1986 cirka hälften av sin försäljning i Sverige.

balansera de minskade försäljningsintäkterna i USA genom dollarns nedgång.

Dagens Nyheter skrev 22 november 1983 om Pharmacias satsning i Japan:

"(Pharmacia) förväntar sig att försäljningen av läkemedel skall stiga från 10 mkr idag till 200 mkr om tre år. (...) Dextran och Salazopyrin är redan godkända, men Debrisan har förhalats av japanerna - i sju år har Pharmacia försökt få försäljningslicens i Japan."²

Figur 7.1 Andelen av Pharmacias försäljning i utlandet, Nordamerika respektive Japan 1976 - 1987 (%)



Källa: Pharmacias årsredovisningar 1976 - 1987

I september 1986 introducerade Pharmacia *Healon* i Japan. *Healon* har där haft en stark försäljningsutveckling enligt uppgifter i årsredovisningen 1986 och i andra kvartalsrapporten 1987. I slutet av februari 1987 introducerade företaget sina aktier på börsen i Tokyo. Introduktionen skedde genom att Pharmacias bank- och mäklarkontakter först på marknaden köpte upp cirka en halv miljon fria b-aktier, som sedan såldes till japanska investerare. Företagsledningen motiverar listningen med att den skall stödja företagets ökade marknadssatsningar i Japan.³

² *Debrisan* blev godkänt som "medical device" i Japan 1985.

³ UNT 87-02-25.

Investeringar och företagsförvärv

1986 blev ett mycket aktivt och händelserikt år för Pharmacia när det gällde företagsförvärv och nya samarbetsavtal. Pharmacia köpte de svenska bolagen LEO, för 16.6 milj nya aktier i Pharmacia, och LKB för 1 275 mkr kontant. I USA gjorde Pharmacia flera stora förvärv och ingick nya samarbetsavtal. Det största köpet i USA var Intermedics Intraocular Inc., tillverkare av intraokulära linser, som köptes för 482 mkr. Den sammanlagda köpeskillingen för dessa tre förvärv uppgick till cirka 4 600 mkr och översteg med vid marginal tidigare års investeringar i företagsköp. Ytterligare ett större företagsköp gjordes 1986 då Pharmacia förvärvade drygt 80 procent av Deltec Inc. Detta bolag tillverkar utrustning för tillförsel av läkemedel till kroppen.

En detalj i köpet av LEO var att Pharmacia erbjöd bundna aktier i utbyte mot såväl bundna som fria aktier i LEO. De enda som fick fria aktier var valuta-utlänningar, som inte hade rätt att inneha bundna aktier. Genom att den riktade emissionen på så sätt kom att bestå av huvudsakligen bundna aktier minskade de fria aktiernas andel från 37.5 till 30 procent. Därmed ökade utrymmet för nya fria aktier och möjligheterna till en eventuell framtida utlandsemission.

Fortsatt hög nivå på FoU

Vi har tidigare konstaterat att Pharmacias forskningskostnader började öka kraftigare efter 1980. Den högre ökningstakten bestod till och med 1984, varefter den återgick till ungefär samma takt som under andra halvan av 1970-talet. Detta mönster är föga förvånande och kan förklaras med att den starka finansiella situationen möjliggjorde kraftigt ökade satsningar under några år. Därefter återgick forskningsverksamheten till att växa i takt med företaget i stort.

I början av 1980-talet ändrade Pharmacia delvis strategin för läkemedelsdivisionen. Forskningen skulle mer inriktas mot preparat med kortare utvecklings- och registreringstider och med mindre biverkningsrisker.⁴ Det är svårt för en utomstående bedömare att avgöra i vilken utsträckning denna strategi realiserats och hur framgångsrik den varit. Efter 1983 har läkemedelsgruppen lanserat två nya preparat, *Dipendum* och *Salazopyrin EN*. Bägge preparaten är emellertid

4 Pharmacias årsredovisning 1982 s. 2.

utvecklade från det beprövade *Salazopyrin*. Forskningsverksamhetens resultat underskattas dock om man enbart ser till antalet nyregistrerade läkemedel. I läkemedelsgruppen ingår nämligen också andra produkter än läkemedel. Pharmacia uppger att den snabbast växande produkten 1988 är injektionsporten *Port-A-Cath*.

Trots att Pharmacia under 1980-talet kraftigt ökat sin forskningsverksamhet har det uppenbarligen ändå funnits intressanta forskningsprogram, som inte kunnat drivas på grund av finansiella restriktioner. Den slutsatsen kan man kanske dra av de olika avtal som Pharmacia ingått för att dela forskningskostnaderna med andra företag. Tillsammans med några stora svenska finansiella institutioner slöt Pharmacia 1986 ett avtal om finansiering av ett forskningsprojekt om s k biosensorer. I en tidningsintervju menade Erik Danielsson att "i forskningsprojekt som ligger utanför våra egna huvudområden kan vi bjuda in externa finansiärer hellre än att lägga ner projektet."⁵ Med företaget Electro-Nucleonics Inc. i USA träffade Pharmacia en ny typ av överenskommelse. Pharmacia överlät marknadsföringsrättigheterna i Nordamerika för sitt diagnostikasortiment mot ersättning i form av 20 procent av aktierna i det andra bolaget. De båda bolagen upprättade också ett gemensamt forskningsprogram.

Resultatutveckling

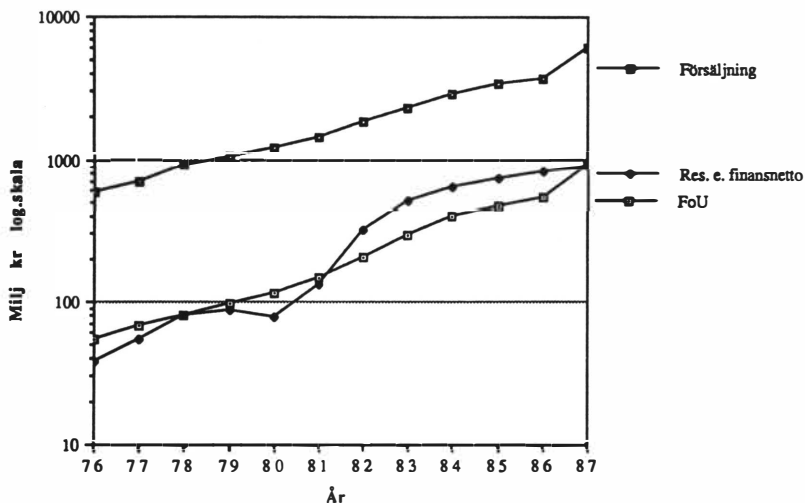
Pharmacias resultatutveckling under de senaste tjugo åren torde överträffas av få andra svenska företag. Resultatet efter finansnetto ökade under 1970-talet med i genomsnitt 20,5 procent per år. Som redan nämnts stagnerade resultatet 1979 och försämrades något 1980. Därefter kom de mycket kraftiga resultatförbättringarna 1981 och 1982 (se figur 7.2.). Den höga ökningstakten avtog 1983. Därefter har resultatutvecklingen återgått till 1970-talets genomsnittliga nivå.

Som tydligt framgår av figur 7.2., med logaritmisk skala på y-axeln, har resultatet för Pharmacia stigit mer än försäljningen under hela perioden. Under åren 1976 - 1978 och 1981 - 1982 ökade vinstmarginalen markant. Valutaförändringar förklarar delvis marginalens avvikelse, både uppåt och nedåt, från den genomsnittliga nivån. Den snabbaste omsättningsökningen skedde 1987, då Pharmacia-

5 Svenska Dagbladet 1987-03-05.

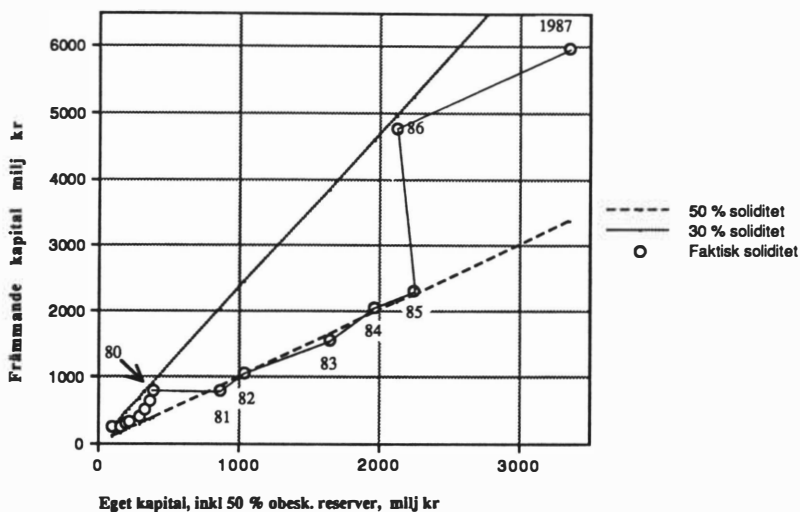
koncernen växte markant till följd av de tidigare refererade företagsköpen.

Figur 7.2. *Pharmacias försäljning och resultat efter finansnetto och FoU-kostnader 1976 - 1987 (log-skala, Mkr)*



Källa: Pharmacias årsredovisningar 1976 - 1987.

Den goda lönsamheten under åren 1981 och framåt betydde att Pharmacia kunde finansiera en stor del av expansionen genom internt genererade medel. Som framgår av figur 7.3. låg soliditeten runt 50 procent hela perioden 1981 - 1985 trots de stora investeringar som gjordes i främst forskningsverksamheten. Den finansiella ställningen ändrades sedan markant 1986 genom företagsköpen som till stor del betalades kontant. Priset låg också över de köpta bolagens substansvärde, vilket försämrade soliditeten i Pharmaciakoncernen. Finansnettot blev åter negativt 1987. Från att ha varit + 67 mkr 1986 blev finansnettot -85 mkr 1987.

Figur 7.3. *Pharmacias soliditet 1973 - 1987*

Källa: Pharmacias årsredovisningar 1973 - 1987.

Anm.: Förfärdet av LEO 1986 är inte inkluderat, då det formellt skedde först i början av 1987. Om LEO räknas in, som skett i den proformabalansräkning Pharmacia redovisat för jämförelsens skull i 1986 års årsredovisning, stiger soliditeten till nästan 36 procent. Anledningen till att soliditeten då stiger är att i stort sett hela LEO förfärdades genom att emittera nya Pharmaciaaktier till LEOs tidigare aktieägare.

8. FINANSIELLA ASPEKTER

Som framgått av tidigare kapitel var företagsledningens motiv för utlands-emissionerna av finansiell natur. Den första emissionen tillkom främst därför att företaget ansågs ha en otillräcklig soliditet, medan den andra emissionen sågs som ett tillfälle att anskaffa ytterligare billigt riskkapital. Vi skall i detta kapitel diskutera om en utlandsemission innebär finansiella fördelar för ett svenskt företag. Innebär en utlandsemission att riskkapital kan anskaffas till lägre kostnad än annars? Varför kan kapitalkostnaderna skilja sig åt på olika marknader? Kan det föreligga intressekonflikt mellan de svenska ägarna och företagsledningen eller mellan svenska och utländska ägare i fråga om investerings och utdelningspolitik?

Vad är kapitalkostnaden?

Företagets kostnad för det totala kapitalet kan anges som ett vägt genomsnitt av kostnaden för eget respektive främmande kapital.

$$K_a = K_e * E/V + K_i (1 - t) * D/V$$

K_a = Kapitalkostnaden som ett vägt genomsnitt

K_e = Den förväntade kostnaden för eget kapital

K_i = Den förväntade kostnaden för främmande kapital före skatt

t = Företagets marginella skattesats

E = Marknadsvärdet av eget kapital

D = Marknadsvärdet för främmande kapital

V = Summan av marknadsvärdet för eget och främmande kapital

Kostnaden för det främmande kapitalet är relativt sett enklast att fastställa. Även om företag anses vara olika kreditvärldiga beroende på skillnader i finansiell och operativ risk brukar utlåningsräntan inte variera särskilt mycket.¹

Stonehill & Dullum (1982) menar att kostnaden för nytt kapital genom nyemission (eller upplåning) utgörs av:

...the marginal cost a company must pay to creditors and stockholders to raise the next increment of financing.

Vi understryker ordet "pay" i definitionen, ty det antyder att kostnaden för nytt eget kapital är liktydigt med utdelningen på de nyemitterade aktierna. Denna uppfattning har vi mött också i andra sammanhang flera gånger. Som redan nämnts är nyemissioner i USA riktade, till skillnad mot företräde för existerande aktieägare som är vanligt i Sverige. Riktade emissioner sker till en kurs som ligger just under aktuell börskurs, medan emissioner med företräde för existerande ägare vanligen sker till en kurs långt under börskursen. Om vi jämför en emission av ett lika stort antal aktier i Stockholm och i New York och i båda fallen också antar oförändrad utdelning i kronor per aktie, kommer den totala utdelningen satt i relation till emissionsbeloppet givetvis att vara högre i Stockholm.

Om vi emellertid inte har restriktionen att utdelningen skall vara oförändrad i kronor räknat efter emissionen är frågan om emissionskurs irrelevant förutsatt att de gamla ägarna har företrädesrätt. Om ett företag emitterar en miljon aktier till 100 kr styck eller två miljoner aktier till 50 kr påverkar inte företagets värde. Det enda relevanta för värderingen av företagets aktiestock är vilken avkastning det nya kapitalet kommer att ge förutsatt att de nya investeringarna ligger i samma riskklass som tidigare investeringar. Att tala om utspädningseffekt på vinst per aktie är inte heller relevant, eftersom ägarna samtidigt får en proportionellt lika stor ökning i antalet aktier.

Stonehill & Dullum modifierar senare sin utbetalningsbaserade definition av kapitalkostnad och skriver:

The expected cost of equity and debt is determined by the rate of return required by investors to purchase and hold securities. The required rate of return is based on investors' preferences with respect to expected risk and return. They express this preference through their decisions to buy, hold, or sell each security.²

1 Skillnaden i obligationsränta mellan företag med högsta respektive lägsta kreditvärdighet var 1985 i USA ungefär 2 procentenheter. Affärsvärlden Nr 10, 1987 s. 37.

2 Stonehill & Dullum (1982) s. 19.

Denna definition ansluter närmast till SWM-modellens härledning av kostnaden för eget kapital. Denna utgörs nämligen av marknadens lönsamhetskrav, som bestäms med hänsyn tagen till företagets risk och vad alternativa placeringar ger för avkastning. Risken uttrycks som standardavvikelsen eller variansen för avkastningen på företagets aktier. Lönsamhetskravet finns underförstått i den s k vinstmultiplern, d v s börskurs dividerad med vinst per aktie. Om marknaden värderar en aktie till exempelvis tio gånger vinsten betyder det att avkastningskravet är tio procent osv. Som vi sedan kommer att visa fungerar detta sätt att härleda kapitalkostnaden bäst för företag som har en måttlig tillväxt.

Kostnaden för nytt eget kapital kan också härledas ur tillväxten i företagets utdelningar som i Gordon's modell. Om man antar att aktieägare behåller sina aktier under lång tid kommer deras enda ekonomiska utbyte av innehavet att utgöras av utdelningar. Värdet av en aktie blir då det diskonterade nuvärdet av framtida utdelningsinkomster. Antar man vidare att samma andel av vinsten delas ut varje år och att vinsten och därmed utdelningarna ökar med samma procentsats år från år kan aktiens värde formuleras sålunda:

$$P = D / (k_e - g) ; \text{dvs } k_e = D / P + g ; \text{där}$$

P = Börskurs

D = Utdelningen år 1

k_e = Kostnaden för eget kapital

g = Utdelningens ökningstakt

För att konkretisera modellen kan vi sätta in värden gällande Pharmacia efter 1984 års bokslut. Utdelningstillväxten 1980 - 1984 var 22.0 procent. Utdelning dividerad med börskurs, d v s direktavkastningen var cirka 0.8 procent. Det betyder att avkastningskravet på riskkapital, k_e , var 22.8 procent. För ett företag med låg direktavkastning, som Pharmacia, blir således kapitalkostnaden enligt denna modell nästan liktydig med tillväxten i utdelning.

En vanligare modell för värdering av aktier utgår från kapitaliserade vinster i stället för utdelningar. Vinstvärderingsmodellen är emellertid teoretiskt underlägsen, då ägarnas inkomster av aktierna faktiskt utgörs av utdelningarna.³ Att diskontera vinsterna innebär också en dubbelräkning, eftersom en del av vinsten återinvesteras i företaget och därigenom bidrar till vinstökning. Relationer-

3 Se Levy & Sarnat (1986) s. 508f.

na mellan de två modellerna kan beläggas genom att den vänstra av ekvationerna ovan skrivs om med antagandet att företaget investerar kvarhållna vinster så att avkastningen blir k_e , dvs lika med kostnaden för eget kapital.

$$\begin{aligned} P &= (1 - b)E / k_e - bR ; \\ &= (1 - b)E / k_e - bk_e ; \\ &= (1 - b)E / (1 - b)k_e ; \\ &= E / k_e, \text{ där} \end{aligned}$$

b = kvarstående del av vinsten

E = Vinst

R = Genomsnittlig avkastning på reinvesterade vinster.

Givet ovanstående antaganden kommer således utdelningsmodellen att ge samma börsvärde som diskonteringen av framtida vinster ger. Företagets kapitalkostnad blir således:

$$k_e = E / P$$

d v s inverterade värdet av P/E -talet eller vinstmultipln. Då detta samband härleddes ur utdelningsmodellen ovan kan vi således skriva:

$$k_e = E / P = = = > k_e = D / P + g$$

Utdelnings- respektive vinstmodellen kommer att ge ungefär samma kapitalkostnad om företaget har investeringsalternativ som ger lika hög avkastning som marknadens avkastningskrav. Om emellertid företaget kan investera till klart högre avkastning än kapitalkostnaden kommer modellerna inte att ge samma resultat. När börskursen stiger kommer kvoten E/P att minska, vilket skulle vara liktydigt med att kapitalkostnaden sjunker. Detta är emellertid inte marknadens "avsikt" utan värderingen är ju i stället en följd av de förväntningar som finns beträffande vinstens ökningstakt. Det vore inte rimligt att säga att Pharmacias kostnad för eget kapital var bara exempelvis 5.6 procent baserat på ett p/e -tal på 18. Utdelningsmodellen är emellertid inte heller problemfri när företaget växer mycket snabbt. Det går att finna exempel på företag som under mer än fem år haft en årlig vinststillväxt på 50 procent. Om utdelningsmodellen används i sådana fall skulle kostnaden för eget kapital bli orimligt hög. Modellen kan dock modifieras

genom att man gör ett antagande om hur länge den "övernormala" tillväxten kan bestå. Nedanstående formel fås då, där börsvärdet är en funktion av "supertillväxten", den normala tillväxten och det antal år som supertillväxten gäller.

$$P = \sum_{t=1}^n \frac{D(1+g_1)^{t-1}}{(1+k_e)^t} + \frac{D(1+g_1)^{n-1}(1+g_2)}{(1+k_e)^n} \cdot \frac{1}{(k_e - g_2)}$$

g_1 = supertillväxt

g_2 = normal tillväxt

$n - 1$ = antal år med supertillväxt

De hittills redovisade modellerna beräknar aktiers värde som det diskonterade nuvärdet av framtida vinster eller utdelningar. Kapitalkostnaden är därvid diskonteringsräntan. Sådana kalkylmodeller förutsätter att framtida avkastning kan förutsägas med säkerhet. Modellerna lämnar ingen vägledning om hur aktiernas värdering påverkas av osäkerhet beträffande avkastningen. Problemet blir särskilt besvärligt om företaget har flera ägare med olika inställning till osäkerhet. Detta problem har dock fått en lösning genom utvecklingen av CAPM (*capital asset pricing model*), som är en portföljteori.

CAPM är en modell för riskvärdering. Modellen utgår från att aktieägare har aktier i många olika företag, vilket innebär att riskbegreppet får en annan definition än i utdelningsmodellen.⁴ Enligt CAPM kan aktieägare genom diversifiering helt eliminera företagsspecifika risker. Den enda risk ägarna står för är den systematiska risken, som står för hela aktiemarknadens fluktuation. Vid värdering av ett visst företags aktier är den relevanta faktorn hur dessa kan förväntas samvariera med aktiemarknaden i stort. Om företags aktier är konjunkturkänsliga, som i skogsindustrin, kommer aktiemarknaden att kräva högre avkastning än om aktierna är föga konjunkturkänsliga, som i fastighetsbranschen.

Kostnaden för riskkapital (k_e) blir enligt CAPM:

$$k_e = r + \text{Beta}(k_m - r),$$

⁴ För en diskussion av CAPM och härledning av formeln för kapitalkostnaden se exempelvis Sharpe (1985) kap. 7.

r = avkastning på riskfria värdepapper

Beta = företags systematiska risk ("betakoefficienten")

k_m = förväntad avkastning på en marknads- eller indexportfölj

Som exempel kan nämnas att Pharmacias betakoefficient var 1.33 i slutet av juni 1985, baserad på avkastningen de närmst föregående 48 månaderna.⁵ Antar vi vidare att avkastningen på statsobligationer var 14 procent och att den förväntade genomsnittliga avkastningen på aktiemarknaden skulle bli 20 procent skulle Pharmacias kostnad för eget kapital bli 21.98 procent.⁶ Det är således aktiemarknadens avkastningskrav på Pharmacia med hänsyn tagen till hur avkastningen på företags aktier varierat i förhållande till index. Om Pharmacia investerar riskkapitalet till 21.98 procent kommer aktiemarknadens värdering av företaget att överensstämma med substansvärdet (det justerade egna kapitalet) om modellens övriga antaganden är uppfyllda.

Om ett börsnoterat företag investerar sitt kapital till en högre avkastning än vad marknaden kräver enligt CAPM kommer kursen på företags aktier att stiga över substansvärdet. Det beror på att marknaden är villig att betala mer för att få den förväntade kombinationen av avkastning och risk. Hur mycket börsvärdet kommer att överstiga substansvärdet beror på dels hur mycket företags förväntade lönsamhet överstiger marknadens avkastningskrav, dels hur länge den höga lönsamheten antas bestå. Detta illustreras i tabell 8.1, där marknadens avkastningskrav, härlett ur CAPM, antas vara 15 procent. Företaget återinvesterar 30 respektive 70 procent av årsvinsten. Företags värdet kommer att variera beroende på avkastningen på de återinvesterade medlen och den tid under vilken denna avkastning erhålles.

Tabell 8.1. visar att aktiemarknadens värdering av ett företag är beroende av tre variabler. Den första är förväntad lönsamhet i relation till marknadens krav. Den andra är längden på den tidsperiod under vilken lönsamheten avviker från marknadens krav. Den tredje slutligen är hur stor del av årsvinsten som återinvesteras. Som framgår av tabellen är det den andra variabeln som har klart störst inverkan på värderingen. Detta är beklagligt med tanke på att det också torde vara den variabel som är svårast att prognosticera.

Genomgången av kapitalkostnadsbegreppet har visat att det är svårt att på ett

5 Beräkningarna redovisade i Öhmans Börsguide 85/86 s. 166. Observera att avkastningen utgörs av kursstegring + utdelning och inte företags vinst. Vidare är avkastningen baserad på historiska data istället för på förväntad avkastning som CAPM förutsätter.

6 $k_e = 14 + 1.33(20-14)$

Tabell 8.1. *Börsvärde i relation till justerat eget kapital vid 15 procents avkastningskrav.*

70 procent av vinsten delas ut

Antal år med avvijkande räntabilitet	prognos för räntabilitet på eget kapital				
	10%	15%	20%	25%	30%
5	0.8	1.0	1.2	1.4	1.6
10	0.7	1.0	1.3	1.7	2.0
20	0.6	1.0	1.4	2.0	2.6
30	0.6	1.0	1.5	2.2	3.0

30 procent av vinsten delas ut

Antal år med avvijkande räntabilitet	prognos för räntabilitet på eget kapital				
	10%	15%	20%	25%	30%
5	0.8	1.0	1.2	1.5	1.7
10	0.7	1.0	1.4	2.0	2.7
20	0.5	1.0	1.8	3.1	5.4
30	0.4	1.0	2.2	4.6	10.0

*) Företaget antas därefter ha en genomsnittlig räntabilitet lika med marknadens avkastningskrav, dvs 15%

Källa: Piper & Fruhan (1981) s. 129.

enkelt sätt härleda ett avkastningskrav ur marknadens värdering. Företagsledningen kan inte säkert veta om den utländska aktiemarknadens höga värdering av aktien beror på att de utländska ägarna har lägre avkastningskrav och därför är beredda att betala mer för aktien eller om de utländska ägarna har andra prognoser beträffande vinsttillväxten. Vi skall övergå till att diskutera möjliga förklaringar till den högre värderingen av de fria aktierna och med stöd av våra empiriska iakttagelser diskutera vilken av förklaringarna som verkar mest trolig.

Varför premium på fria aktier?

Pharmacias bundna respektive fria b-aktier är likvärdiga i fråga om rösträtt och rätt till utdelning, men ändå har de fria aktierna allt sedan introduktion betalats med en överkurs (premium). Premien för fria aktier har varierat från en överkurs på cirka 5 till närmare 90 procent tidvis. Frågan är varför utländska placerare är villiga att betala mer än vad den svenska aktiemarknaden anser att aktierna är värda. Flera förklaringar har anförts till detta och vi skall kortfattat nämna dessa och diskuteras deras relevans.

En förklaring till premien för de fria aktierna är att många utländska placerare, till skillnad från svenska, har möjlighet att investera "globalt". Det betyder att de utländska investerarna har en annan risksituation. Genom att investera i aktier i många olika länder kan risken i aktieportföljen sänkas. En amerikansk global aktiefond skulle därmed ha lägre avkastningskrav på en svensk aktie än vad exempelvis en svensk aktiefond skulle ha.

Flera iakttagelser talar mot att internationell riskspridning förklarar premien på de fria aktierna. För det första har de amerikanska institutionerna en mycket liten del av sina placeringar i utländska aktier.

One of the most puzzling financial phenomena of recent decades has been the reluctance of investors and portfolio managers, U.S. and non-U.S. alike, to embrace international investment opportunities as fully and rapidly as might be expected. As a result, substantial gains through investing in international assets remain within reach of most investors.⁷

Även om andelen utländska aktier i institutionernas innehav ligger under fem procent som ett genomsnitt finns det fonder som specialiserar sig på utländska aktier. I *international funds* ingår bara utländska aktier, medan *global funds* också inkluderar amerikanska aktier. Våra intervjuer har gett besked om att riskspridning inte är någon primär faktor ens för dessa fonder. Det förefaller inte som om modern portföljteori är det som i första hand påverkar analytikernas tänkande.

Den förklaring som amerikanska analytiker själva ger till premien på Pharmacias fria aktier är att utländska placerare värderar företaget utifrån ett internationellt branshperspektiv. Det innebär att de har en uppfattning om den internationella läkemedelsindustrins utveckling och utifrån denna bedömer och värderar Pharmacia. Vid tidpunkten för den första utlandsemissionen hade amerikanska placerare enorma förväntningar på industriell bioteknik. När Pharmacia pre-

7 Hekman (1987) s. 251.

senterades som ett företag med verksamhet inom bioteknik kom företagets aktier att värderas mycket högt. Bakom denna värdering låg således förväntningar om mycket snabb vinsttillväxt och alls inte låga avkastningskrav från investerarna.

De amerikanska analytikerna menar att den svenska aktiemarknaden värderar svenska bolag i relation till övriga svenska bolag. Det är naturligt eftersom svenska placerare endast i begränsad omfattning kan gå utanför den svenska börsen. Detta begränsade perspektiv skulle, enligt vad amerikanska analytiker sagt oss, förklara varför inte den svenska aktiemarknaden ser läkemedelsindustrins potential på samma sätt som utlänningar gör.

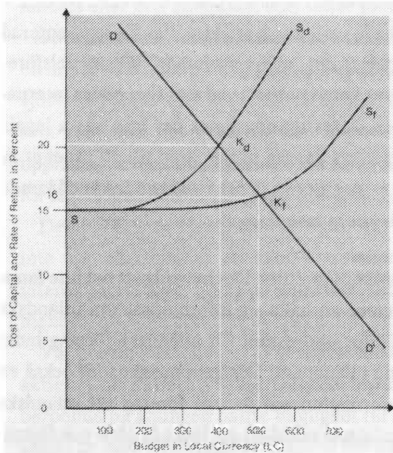
Ett internationellt branschperspektiv medför inte automatiskt att alla svenska bolags fria aktier får en premium. Så har exempelvis SCA och Volvo haft låga premier på sina fria aktier. Den förklaring vi mött i våra intervjuer till denna relativt lägre värdering är att skogsindustrin inte anses ha någon större potential för tillväxt respektive att Volvos utsikter i den internationella bilindustrin inte anses tillräckligt goda. Vår slutsats blir därför att premier av någon omfattning främst kan påräknas för bolag i branscher som internationellt sett bedöms ha stark tillväxt. Det räcker däremot inte att vara lönsammare än genomsnittet om bolaget befinner sig i en mogen eller stagnerande bransch.

En tredje förklaring till överkursen på fria aktier är att utländska investerare har lägre avkastningskrav. Detta brukar också uttryckas så att den svenska aktiemarknaden är för liten eller inte tillräckligt likvid. På en likvid aktiemarknad kan företag ge ut nya aktier utan att emissionerna pressar kurserna på redan utestående aktier. Det är en parallell till varumarknader under fri konkurrens, där enskilda säljare och köpare är så små att de inte påverkar prisbildningen. Stonehill & Dullum konstaterade att det inte finns något enkelt sätt att mäta eller uppskatta aktiemarknadens grad av likviditet. Då det är troligt att likviditeten är bättre på en stor marknad än på en liten har flera undersökningar som indikator på likviditet därför använt omsättningens storlek. Stonehill & Dullum redovisade själva olika uppgifter som ger en bild av Köpenhamnsbörsens ringa storlek både absolut och även relativt det egna landets ekonomi.

Om den inhemska kapitalmarknaden har lägre likviditet än en utländsk marknad kommer priset på kapital också att vara högre på hemmamarknaden. Detta illustreras i figur 8.1., som visar sambandet mellan kvantitet och pris på den inhemska kapitalmarknaden (S_d) respektive på den utländska (S_f). Givet att efterfrågefunktionen (DD') är densamma i båda fallen kommer jämviktspriset att ligga högre på hemmamarknaden.

Som redan nämndes i kapitel 4 ansåg ledning i Pharmacia 1980 - 1981 att det skulle bli svårt att anskaffa nytt riskkapital på den svenska aktiemarknaden.

Figur 8.1. Sambandet mellan kvantitet och pris på den inhemska (S_d), respektive den utländska (S_f) kapitalmarknaden



Källa: Stonehill & Dullum (1982).

Nyemissionsvolymerna var på den svenska aktiebörsen mycket små under slutet av 1970-talet. Volvos planerade nyemission i Norge år 1977 motiverades också med att den svenska aktiemarknaden inte kunde förse bolaget med tillräckligt mycket kapital. Det är naturligtvis svårt att i efterhand veta om det varit möjligt för Pharmacia att göra en större nyemission enbart i Sverige. I efterhand vet vi att börsen vände upp kraftigt och därmed ändrades betingelserna för nyemissioner.

Även om den svenska börsens värdering av företag sedan dess radikalt förändrats har vi ändå mött påståendet att den svenska marknaden är för liten för de stora bolagens kapitalbehov. Med tanke på hur relativt liten nyemissionsvolymen varit under de senaste åren och mängden kapital som samtidigt tillförts institutionerna på aktiemarknaden är det svårt att oreserverat instämma i det påståendet.

En förutsättning för att de hittills nämnda faktorerna skall leda till en premium på de fria aktierna är att den svenska aktiemarknaden är segmenterad, dvs i något avseende skild från de utländska aktiemarknaderna. Vore det är möjligt att fritt föra kapital och värdepapper över gränserna skulle marknaderna i stället vara integrerade. Valutaregleringen kan förklara varför den svenska aktiemarknaden skulle kunna vara segmenterad. Om valutaregleringen hävs kan vi därför förvänta oss att premien på fria aktier reduceras. Det är emellertid inte säkert att den helt försvinner därför att det finns andra faktorer än valutaregleringen som kan bidra

till segmentering av aktiemarknaderna. Detta framkom av den analys som Stonehill & Dullum (1982) gjorde av den danska aktiemarknaden vid tiden för Novos utlandsemissioner.

Om den danska aktiemarknaden hade varit integrerad i stället för segmenterad borde utländska investerare ha upptäckt det "undervärderade" läkemedelsföretaget Novo och köpt aktier tills kursen kom i paritet med vad som gäller internationellt noterade företag i branschen. Märkligt nog fanns det inte några legala hinder för utländska investerare att köpa danska aktier (upp till 10 procent av aktiekapitalet). Stonehill & Dullum menar att den danska marknaden ändå kunde vara segmenterad och anger flera tänkbara anledningar.

* Danska investerare fick inte köpa utländska aktier. Det betydde att det inte fanns något incitament för danska investerare att hålla sig informerade om utländska värdepappersmarknader. Det var därför ointressant för utländska företag inom värdepappershandeln att etablera sig i Danmark. Därigenom saknades också en viktig kanal som kunde föra ut information om danska företag till utländska investerare. Stonehill & Dullum konstaterar också att det fanns få börs- och finansanalytiker i Danmark. Det fanns bara en allmänt tillgänglig börsanalys. Den publicerades på danska, vilket betydde att den uppmärksammades föga utanför landets gränser. Ytterligare ett informationsproblem bjöd de danska årsredovisningarna, som vanligen publicerades på endast danska och som dessutom var uppställda enligt danska redovisningsprinciper, som skiljer sig från amerikanska och brittiska principer.

* Danska företag hade i allmänhet en klart högre skuldsättningsgrad än amerikanska och brittiska företag. Den högre finansiella risken i danska företag skulle kunna tänkas avhålla vissa utländska placerare. Som en bekräftelse på denna faktors relevans nämner Stonehill & Dullum att Novo fick av sin brittiska *merchant bank* rådet att sänka sin skuldsättningsgrad till 50 från 65 - 70 procent som var vanligt i danska företag.

* Det är mer komplicerat att bedöma valutarisken för en utländsk aktieplacerare än för en inhemsk. Gemensamt för båda är risken för att företagets resultat försämras till följd av ogynnsamma förändringar i valutakurserna. Stonehill & Dullum trodde inte att valutarisken hade någon negativ betydelse för värderingen av Novoaktien, därför att företaget hade en internationellt spridd verksamhet och kunde gardera sig mot valutaförändringar.

Stonehill & Dullum går däremot inte in på de effekter valutaförändringar får på dels aktieutdelning som betalas ut i annan valuta, dels börskursen på aktien när den noteras på en utländsk fondbörs. Att valutaförändringar slår på aktie-

utdelningens storlek är uppenbart. Däremot är det inte säkert hur effekten på börskursen blir. Vi förmodar att den är beroende av vilken av börserna, hemlandets eller den utländska, som sätter priset respektive som anpassar sig.

* De utländska investerare som köpte aktier i Novo angav inte att politisk risk var en faktor som hade påverkat deras beslut. Stonehill & Dullum mötte dock i intervjuer med dessa investerare uppfattningen att Danmarks stora statsskuld ingav viss oro. Danmark fick också så småningom något försämrade villkor vid utlandsupplåning. Ett annat potentiellt hot som vissa utländska investerare såg var risken för lagstadgad vinstdelning och tillkomsten av någon form av "löntagarfonder".

De uppräknade förhållandena bidrar till att förklara varför utländska placerare inte uppmärksammar en lokal aktiemarknad och driver upp kurserna till en internationell nivå. Bolag på segmenterade marknader antas därför ha ett incitament till att söka notering av sina aktier utomlands.

Vår preliminära slutsats av ovanstående diskussion blir att en premie på de fria aktierna kan ha flera orsaker. Det kan vara så att utlandet har lägre avkastningskrav beroende på antingen bättre möjlighet till riskspridning eller beroende på större utbud av riskvilligt kapital. I sådana fall kan en nyemission i utlandet sägas vara billigare än motsvarande emission hemma (se fall 2a i tabell 8.2.). Premien kan emellertid även bero på en högre förväntan på vinsttillväxt och då kan premien inte tolkas så att det utländska riskkapitalet är billigare utan precis tvärtom (se fall 2b i tabell 8.2.). För att tillgodose de utländska ägarna i det senare fallet måste bolaget ha en högre lönsamhet och tillväxt än om svenskar satsat det nya riskkapitalet. Av detta följer att ledningen i nyemitterande företag nogga bör analysera marknadens förväntningar för att inte råka ut för framtida missnöjesyttringar.

Vår uppfattning är att premien för de fria aktierna i Pharmacia främst förklaras av att utländska placerare har högre förväntningar om framtida vinster än den svenska marknaden, dvs fall 2b i tabell 8.2. Det kan naturligtvis också vara fråga om en kombination av både högre förväntningar och lägre avkastningskrav.

Tabell 8.2 *Sambandet mellan avkastningskrav, förväntad vinst respektive aktiekurs*

Placerare	Avkastningskrav	Förväntad vinst/aktie	Kurs
1. Svensk	15%	20	133
2a. Utlänsk	10%	20	200
2b. Utländsk	20%	40	200

Vad har då resonemanget om kapitalkostnader för implikationer för företagsledningen? Även om det vore möjligt att exakt uppskatta aktiemarknadens avkastningskrav återstår problemet för företagsledningen att avgöra vilka investeringar som klarar kravet. Det torde vara särskilt vanskligt att förutsäga lönsamheten i läkemedelsforskning. Storleken på en budget för forskning måste bestämmas med andra kriterier än internräntan. Vi kommer då in på variabler som storleken på disponibelt (diskretionärt) kapital, behovet av produktutveckling för att försvara uppnådda marknadspositioner osv. Vi tycker att man bäst förstår situationen genom att se företagsledningen i ett forskande företag som marknadsförare av spännande projekt på aktiemarknaden. Vad dessa kan ge i lönsamhetstal är omöjligt att säga. Tycker tillräckligt många investerare att det verkar lovande kommer aktierna att stiga. På kort sikt blir det därför en bra placering alldeles oavsett om forskningen senare visar något resultat eller ej. Med detta synsätt var den viktigaste faktorn vid anskaffningen av det externa riskkapitalet personerna i ledningen för företaget och projekten som skapade den spännande bilden av Pharmacia.

Vinner eller förlorar svenska aktieägare på en riktad utlandsemission?

Frågan om de gamla ägarna vinner eller förlorar på riktade emissioner är komplicerad och svaret beror på vilka antaganden som görs i fråga om bland annat vad som hänt utan emission. I det enkla fallet då man utgår från att kursen är ett uttryck för diskonterade framtida vinster och att investeringsalternativens lönsamhet kan förutsägas är svaret enkelt. Har bolaget investeringsalternativ som ger högre avkastning på eget kapital än vad bolaget nu har kommer nytt eget kapital att höja värdet på alla aktier i bolaget. En riktad nyemission leder således till ökad förmögenhet för de gamla ägarna. Om å andra sidan det nya kapitalet ger en lägre avkastning betyder det en sänkning av bolagets totala räntabilitet och följaktligen en lägre kurs.

Svaret på frågan om de svenska ägarna vann på Pharmacias utlandsemissioner eller ej blir enligt vår mening beroende på om vi ser det på kort eller lång sikt. Om vi först ser på den kortsiktiga effekten under ett eller ett par år tycker vi att det är fullt klart att den första utlandsemissionen fick en kurshöjande effekt på de fria aktierna. Förmodligen bidrog detta till att också höja kursen på de bundna aktierna, även om dessa inte steg lika mycket. Den svenske aktieägare som sålde sina aktier i Pharmacia under 1982 eller 1983 fick förmodligen ett bättre pris än vad vederbörande fått om utlandsemissionen 1981 inte genomförts. Den andra

utlandsemissionen ledde inte till att kursen på de fria aktierna steg. Om emissionen hade någon effekt på kursen var den snarare lätt negativ genom att flera aktier kom ut på marknaden samtidigt som intresset för bioteknik började avta. Vår slutsats blir därför att den andra emissionen inte hade någon effekt på de gamla ägarnas förmögenhet i ett kortsiktigt perspektiv.

I ett längre tidsperspektiv blir det mer relevant att återvända till frågan om vilken avkastning det nyemitterade kapitalet gav. Ledde kapitaltillskottet till att Pharmacia kunde höja sin avkastning på eget kapital eller blev resultatet tvärtom en sänkning? Ser vi till Pharmacias lönsamhetsutveckling under 1980-talet så steg lönsamheten fram till 1983 för att därefter sjunka. Som tidigare diskuterats kan höjningen förklaras med främst framgången med *Healon* och dollaruppgången. Kan man då utifrån detta dra slutsatsen att Pharmacias stora investeringsprogram haft något lägre lönsamhet än vad bolagets ursprungliga delar hade? Det går inte att ge ett enkelt svar på detta därför att det nya investeringsprogrammet kan ha haft positiva effekter även om Pharmacia totalt sett fått en försämrad lönsamhet. Med andra ord sagt skulle Pharmacia utan investeringsprogrammet kunna tänkas ha haft en ännu lägre lönsamhet än vad bolaget faktiskt haft. Då vi inte med någon säkerhet kan uppskatta det hypotetiska jämförelsealternativet utan utlands-emissioner kan vi heller inte säkert säga om kapitaltillskottet var till förmåga för de gamla ägarna eller ej.

Vår slutsats beträffande utlandsemissionernas förmögenhetseffekter blir därför att den kortsiktiga effekten av den första emissionen var positiv beroende på att utlandet drev upp kurserna. Den andra emissionen upplevdes inte som spännande av de utländska investerarna och fick därför ingen positiv effekt på aktiekursen. Den långsiktiga effekten på de gamla ägarnas förmögenhet har förmodligen varit negativ beroende på att kapitalet inte gett så hög avkastning. Hade däremot det större forskningsprogrammet resulterat i en nya produkt lika lönsam som *Healon* skulle effekten å andra sidan ha blivit den omvända. De långsiktiga förmögenhetseffekterna går således i bästa fall att uttala sig om i efterhand.

9. ÄGARASPEKTER

Teoretisk bakgrund

Även om få torde hävda att det är ovidkommande för ett företags effektivitet och förnyelseförmåga vilka som är ägare är det inte så lätt att förklara varför ägandet är betydelsefullt. Inte minst är ägarnas roll begränsad och knapphändigt definierad i aktiebolagslagen. Något förenklat kan man säga att ägarnas uppgift är att skjuta till riskkapital och utse bolagets styrelse, som sedan ansvarar för bolagets verksamhet. Styrelseledamöter behöver inte vara ägare och får definitivt inte tillgodose en viss ägares intressen utan skall se till hela företagets bästa. I denna juridiska konstruktion är ägarrollen till stor del underförstådd, dvs vad ägarna gör mellan bolagsstämmorna, eller kan göra med vetskap om sin potentiella makt via en inkallad stämma, finns inte reglerat. När man vill beskriva eller analysera ägarnas beteende får man därför i stället utgå från någon teori om vad ägarna "borde" göra.

Ett sätt att definiera ägarrollen är att utgå från uppfattningen att ägarna är den enda intressentgrupp i företaget som har ett "öppet" kontrakt.¹ Med detta avses att ägarnas ersättning för det satsade kapitalet inte är preciserad i förväg på samma sätt som gäller för exempelvis långivare. Även övriga intressenter som anställda, leverantörer och kunder har "slutna" kontrakt som reglerar utbytet med företaget. Anledningen till att alla intressenter inte kan få ett slutet kontrakt är att resultatet av företagets verksamhet inte går att förutsäga med säkerhet. Därmed kan inte *alla* intressenter tillförsäkras en förutbestämd ersättning.

Osäkerheten beträffande företags framtida resultat har sin grund i orsaker, som kan indelas i teknologiska respektive beteendebetingade. Med teknologiska orsaker avses alla osäkerhetsfaktorer som står utanför företagets kontroll, exempelvis konkurrenternas produktutveckling. Beteendebetingade faktorer betecknar alla förhållanden som innebär att resultatet av de anställdas insatser inte går att

1 Diskussion av ägarroller är baserad på Berglöf (1987).

förutberäkna med säkerhet.

Med utgångspunkt i förekomsten av osäkerhet går det att härleda tre ägarroller. Den första benämns **riskbärare** och är en beteckning på det förhållandet att ägarna har ett öppet kontrakt. Detta kan också uttryckas så att ägarnas ersättning utgörs av en residual eller det som återstår sedan övriga intressenter fått ersättning i enlighet med sina respektive kontrakt.

Då ägarnas ersättning utgörs av en residual ligger det i deras intresse att söka reducera osäkerheten på olika sätt. Det förhållandet att en del av ägarnas riskbärande har sin grund i beteendebetingad osäkerhet utgör ett incitament för ägarna att ägna sig åt **övervakarrollen**. Denna uppgift innebär att ägarna söker styra och kontrollera främst företagsledningens beslut så att dessa gynnar ägarna, dvs maximerar företagets värde och därmed ägarnas förmögenhet. Övervakningen är emellertid förenad med vissa kostnader för ägarna, s k agentkostnader, dvs kostnaden för huvudmannen (ägaren) att övervaka agenten (företagsledningen).

Den del av osäkerheten som är teknologiskt betingad kan motivera ägare att ikläda sig en tredje roll, **entreprenörrollen**. Genom denna roll skaffar sig ägare information om relevanta faktorer i företagets omvärld och bidrar med information eller beslut som leder till att företagets resultat blir bättre än vad det annars hade blivit.

Alla ägare står definitionsmässigt för riskbärarrollen, medan de två övriga rollerna är "frivilliga" åtaganden. I stora företag med många ägare uppkommer frågan om vilka som skall ikläda sig de mera frivilliga ägarrollerna. I de teorier som ligger till grund för diskussionen ovan behandlas inte denna fråga.

Ett försök att definiera olika ägarekategorier och diskutera hur de agerar återfinns i Hedlund (1984). Hedlunds diskussion är en tillämpning och utvidgning av Hirschman's (1970) analys av *voice* och *exit* som alternativa mekanismer för utövande av inflytande. Den utvecklade modellen användes i en studie av svenska aktieäggande institutioner.² Vi kommer att kortfattat redovisa Hedlunds utveckling av Hirschman's modell och speciellt de hypoteser som finns beträffande utländska ägare.

Enligt Hirschman's modell kan ett företag eller organisation som börjar prestera sämre uppmärksammas på detta av sina intressenter på två sätt. Det ena sättet innebär att kunder upphör med sina köp och att medlemmar utträder ur organisationen (*exit*). Den andra sättet är att intressenterna står kvar i organisationen och

2 Hedlund m fl (1985)

i stället söker få en förbättring till stånd (*voice*). Utifrån dessa alternativa mekanismer för att påverka en organisation kan man sedan diskutera olika normativa hypoteser om när respektive mekanism är effektivast, vad som händer när någon mekanism saknas och vilka intressenter som väljer att använda respektive mekanism.

Möjligheten till exit kan sägas vara en del i ägarnas övervakarroll och kan ses som en extern övervakningsmekanism. *Exit* kan för en ägare definieras som försäljning av aktier i bolaget. Aktieägaren kan jämföras med den missnöjde kunden som slutar köpa ett företags produkter eller medlemmen som går ur en organisation. Aktieäggande skiljer sig dock i viktiga avseenden från kundrelationer eller medlemskap i organisationer. För det första är frågan om *exit* skall användas endast som beteckning på fullständigt utträde ur bolaget eller om det skall anses räcka med att sälja ut en del av sitt innehav för att markera sitt missnöje. För det andra är den skiljelinjen mellan definitionen diskutabel. Det är ingalunda alltid så att en aktieförsäljning sker som en följd av missnöje med bolagets vinstutsikter. Det kan också vara så att aktier säljs av skattemässiga eller andra institutionellt betingade skäl.

Sharpe (1985) gör en indelning i informations- respektive likviditetsmotiverade försäljningar, varvid den senare typen inte uppkommer på något missnöje med företagets vinstutsikter. *Exit*-funktionen antas i ägarsammanhang kunna initiera förändring genom att försäljning av ett företags aktier pressar ned kursen. När kursen blir tillräckligt låg lönar det sig för nya ägare att köpa kontrollen över företaget och genomföra förändringar som leder till att vinstutsikterna förbättras och därmed att kursen stiger. Denna hypotes kan diskuteras. Man kan ställa frågan om det behövs någon större försäljning av aktier för att sänka värdet på ett mindre framgångsrikt företag. Under förutsättning att aktiemarknaden är effektiv kommer information om dåliga framtidsutsikter för ett företag att omgående påverka kursbildningen. Företaget får därmed ett värde som svarar mot förväntade framtida vinster. Ytterligare försäljningar av aktier i företaget skulle inte vara rationellt. För det första är företagets nya, lägre värde riktigt enligt marknaden. För det andra går det inte att, mer än marginellt, pressa ned kursen ytterligare genom försäljningar, eftersom det leder till att andra placerare finner aktien köpvärd och då träder till.

Voice-funktionen går lättare att applicera på en analys av ägarroller och kan

definieras utifrån dels vilka former den tar, dels vilken information som förmedlas.³ När det först gäller former för utövande av *voice* kan följande exempel ges:

- * Deltagande i bolagsstämma
- * Representation i bolagets styrelse
- * Direkta kontakter med företagets ledning
- * Kontakter med andra ägare

Informationen som ägarna förmedlar kan avse exempelvis:

- * Företagets situation, resultat m m
- * Förändring av ledningen i företaget
- * Synpunkter på specifika affärer eller strategiska beslut

Voicemekanismen kan således utövas av både den ägare som utövar övervakarrollen och den som påtar sig entreprenörsrollen.

En viktig normativ slutsats av Hirschman's diskussion av *exit/voice* är att det är bra med en blandning av de båda mekanismerna. Båda har sina fördelar och tillsammans kompletterar de varandra. Ett viktigt argument mot att enbart förlita sig på den ena mekanismen är att företagsledningen lär sig att hantera den och kan skydda sig från dess inverkan. Företag som varit föremål för korrigering via enbart den ena mekanismen under en längre tid skulle därför kunna gagnas av att den andra mekanismen stärktes.

När det sedan gäller om en viss intressent kommer att välja att agera via *voice* eller *exit* påverkas det valet av flera faktorer. Hirschman anger:

- * Kompetens, inflytande och förutsättningar i övrigt för att utöva *voice*
- * En bedömning av värdet av alternativa handlingsmöjligheter

För att kunna diskutera utländska ägares agerande måste vi förutsätta att gruppen är tillräckligt homogen för att det skall vara rimligt att behandla den som en kategori. Tills vidare antar vi att det förhåller sig så. De nya ägare som tillkommit efter Pharmacias utlandsemissioner har huvudsakligen varit institutioner av typ pensionsfonder, aktiefonder och försäkringsbolag. Vi antar vidare att de arbetar

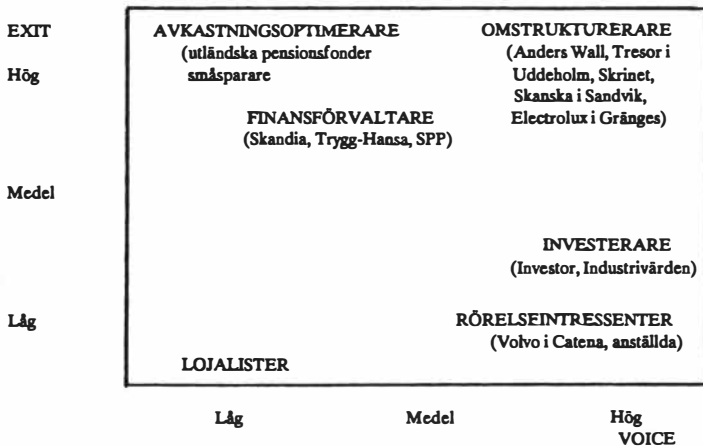
3 Se Hedlund m fl (1985) s. 57.

under likartade förutsättningar vad gäller mål och institutionella ramar för verksamheten.

I Hedlund m fl (1985) antogs att utländska institutioner kan karaktäriseras som avkastningsoptimerare och att de uteslutande agerar via *exit* och dessutom är mycket *exit*benägna. Hög *exit*benägenhet föreligger då en aktieägare är beredd att göra en omplacering även om det endast medför en marginell höjning av avkastningen. Som framgår av figur 9.1. antas de utländska institutionerna vara mer *exit*benägna och mindre *voice*benägna än övriga svenska aktieäggande institutioner.

Även om de amerikanska institutionerna fungerar som avkastningsoptimerare anses de besitta mycket god kunskap om sina ägda företag och de branscher i vilka

Figur 9.1. *Ägarkategorier med avseende på dominerande syfte med innehavet samt exit- och voicebenägenhet.*



Källa: Hedlund (1985).

de verkar. Bland svenska aktieäggande institutioner är det en vanlig uppfattning att amerikanska företagsanalytiker är skickligare än de svenska.⁴ De amerikanska analytikerna har ofta en professionell kunskap om de branscher de följer och dessutom en internationell överblick. Detta skulle kunna vara en god förutsättning för *voice*beteende.

⁴ Hedlund m fl (1985) s. 164.

för *voice*beteende.

De utländska ägarnas benägenhet att agera genom *voice* minskas av att deras innehav är relativt små i jämförelse med de största ägarnas andel. Detta sammanhänger med bl a de tidigare nämnda restriktionerna i svensk lag beträffande utländskt ägande. Önskemålet om att snabbt kunna avyttra aktieinnehavet i ett bolag talar också mot att en utländsk institution skaffar sig en stor post i ett visst bolag.

Om karaktäriseringen av de utländska ägarna som renodlade avkastnings-optimerare är riktig kan vi av figur 9.1 se att ett ökat utländskt ägande skulle kunna betraktas som ett tillskott i samlingen av ägare genom att det blir en bättre balans mellan *voice*- respektive *exit*aktörer. Som ovan påpekats betonar Hirschman betydelsen av samtidig förekomst av *exit* och *voice*. Hedlund (1984) framhåller i detta sammanhang att tillskottet av utländska ägare skulle kunna ha positiva effekter på företagets effektivitet av två skäl. De utländska ägarna torde ha mindre intresse av att delta i inhemska konplotter och påverkas troligen inte av lojalitetsband i sitt agerande. Vidare jämför de utländska ägarna avkastnings-möjligheterna på global basis. Därmed ger dessa ägares *exit* också signaler om hur landets näringsliv står sig i konkurrensen med andra länder.

Om placeringar begränsas till inom ett land - vilket i stort sett är fallet med svenska placerare - blir det olika placeringars relativa avkastning inom landet som bestämmer kapitalfördelningen. En process liknande den Hirschman beskriver för missnöjda kunder inom bilindustrin eller fackföreningsmedlemmar kan uppstå. Missnöjda placerare hoppar från det ena till det andra företaget, och netto hånder ingenting.

...
En allmän produktivitetssnedgång tillåts inte ta sig uttryck i flykt av kapital från landet och 'syns' därför inte under viss tid.⁵

Sammanfattningsvis kan våra diskussioner om de ägarmässiga konsekvenserna av Pharmacias utlandsemissioner formuleras i följande frågor:

- * Är de amerikanska institutionerna mindre stabila, mer *exit*benägna, som ägare? Har de större omsättning av sina aktieportföljer och kortare genomsnittlig innehavstid än genomsnittet för svenska ägare? Reagerar de amerikanska ägarna kraftigare på resultatförändringar eller negativa nyheter om företaget? Påverkar sådan ny information omsättningen av bolagets aktier mer utomlands än hemma?
- * Är de amerikanska ägarna mindre aktiva, mindre *voice*benägna, som ägare? I

5 Hedlund (1984) s. 11.

vilken utsträckning deltar de i styrelsearbete, bolagsstämmor eller andra aktiviteter för att påverka företagets utveckling?

Ägarsituationen i Pharmacia

Innan vi redovisar uppgifterna om de utländska ägarnas roll skall vi kortfattat beskriva hur ägarsituationen i övrigt sett ut i Pharmacia under 1980-talet. Som framgått av kapitel 4 var handelsbolaget Lundberg & Malmsten huvudägare före den första utlandsemissionen. Tabell 9.1 visar att Lundberg & Malmsten hade kontroll över bolaget genom sitt innehav av röststarka aktier. Efter år 1981 överfördes, delvis av arvsskatteskal, delar av aktieinnehavet till några forskningsstiftelser och vidare såldes en del av aktierna.

Efter den andra utlandsemissionen var Lundberg & Malmstens innehav tillsammans med stiftelserna nere i cirka 27 procent av röstvärdet. Under 1985 såldes dessa aktier sedan till Volvo och ett konsortium där Volvo var ledare (se tabell 9.2). Därmed fick Pharmacia en ny, klart dominerande huvudägare. Volvos röst- och aktieandel har sedan dess ökat som en följd av bland annat att Pharmacia köpte Leo, som ingick i Volvo-koncernen, och betalade med nya Pharmacia-aktier.

Exitbeteende

Pharmacias första utlandsemission tecknades av 40 institutionella ägare. De tio största posterna utgjorde nästan 60 procent av de nyemitterade aktierna.⁶ Det är tre typer av institutioner som allt sedan dess dominerat, nämligen aktiefonder, försäkringsbolag och pensionsfonder. Som redan nämnts i kapitel 5 tecknades inga aktier av privatpersoner. En del av aktierna (ADR) har dock senare köpts på andrahandsmarknaden av privatpersoner. Det finns emellertid ingen statistik som ger besked om hur många aktier som ägs av hushåll. Genom uppgifter om det institutionella ägandet och storleken på antalet ADR i USA kan man dock sluta sig till att det är en mycket liten andel av Pharmacias aktier som ägs av privatpersoner i USA.

6 Morgan Stanley (1982).

Tabell 9.1. *Pharmacias efter röstandel tio största ägare 1984 - 1987.*

Ägare	Röstandel			Aktieandel		
	1987 ¹	1985 ²	1984 ³	1987	1985	1984
Volvo	24.6	21.1	-	7.4	5.1	-
Yggdrasil	11.8	-	-	3.3	-	-
Wilh. Sonesson	7.0	-	-	14.5	-	-
SHB:s p-stift.	4.5	5.0	4.9	0.9	1.2	1.2
Fjärde AP-fonden	2.2	2.1	2.2	3.7	5.0	5.4
Staven	-	13.3	-	-	3.2	-
Custos	-	5.9	5.6	-	2.7	2.3
Lundberg&Malmsten	-	-	12.0	-	-	2.9
Lundbergs forsk. st.	-	-	9.7	-	-	2.4
Stif. Malmstens minne	-	-	4.9	-	1.2	
Totalt 5 största	50.1	47.4	37.1	29.8	17.2	10.0

1) 25/2 1987 2) 30/12 1985 3) 30/12 1984

Källa: Pharmacias årsredovisningar 1984 - 1987.

Tabell 9.2. *Pharmacias efter röstandel åtta största ägare 1980 - 1983*

Ägare	Röstandel			Aktieandel		
	1983	1982	1980	1983	1982	1980
Lundberg&Malmsten	12.0	35.5	42.5	2.9	8.7	12.3
Lundbergs forsk. st.	9.8	-	-	2.4	-	-
Stif. Malmstens inne	4.9	-	-	1.2	-	-
SHB:s p-stift.	4.9	4.7	-	1.2	1.3	-
Custos	4.7	4.8	5.4	2.0	2.2	3.7
Fjärde AP-fonden	2.7	3.1	3.6	5.5	6.7	8.8
Trygg Hansa	-	2.3	2.5	-	5.6	7.2
Skandia	1.2	0.4	0.9	2.7	1.1	2.8
Totalt 5 största	36.6	50.4	54.9	9.7	24.5	34.8

Källa: Pharmacias årsredovisningar 1980 - 1983.

Uppgifter för åren 1987 - 1984 visar att ägandet var något mer spritt jämfört med situationen direkt efter första emissionen. De tio största ägarnas andel av totala antalet ADR varierade mellan 42 och 47 procent (se tabell 9.3.). Uppgifterna för andra kvartalet 1987 angav dock att de tio största andelen utgjorde nästan 70 procent av det sammanlagda institutionella ägandet.

Inom gruppen av tio största ägare har det skett stora förändringar under perioden 1981 - 1987. Av de ursprungliga tio största ägarna finns bara en kvar 1987 och då på elfte plats. Av tabell 9.3. framgår att storleksfördelningen på de tio största innehaven var tämligen lika under perioden 1984 - 1987 trots att gruppen av storägare kontinuerligt förändrats.

Vår slutsats blir att ägarstrukturen paradoxalt nog visat stabilitet i fråga om koncentrationsgraden samtidigt som det har skett ständiga förändringar inom gruppen av största ägare. Den grupp institutioner som ägt Pharmaciaaktier har varit ungefär lika stor och vidare har ägandet inom denna grupp varit ungefär lika koncentrerat över perioden.

De stora förändringarna i ägarstrukturen betyder också att handeln i Pharmacias aktier varit stor. Omsättningen av ADR på NASDAQ har varje år varit, relativt sett, betydligt större än omsättningen av Pharmacias aktier på Stockholmsbörsen. Under 1986 var omsättningen i USA till och med större i absoluta tal; 7.9 miljarder kronor respektive 4.1 miljarder kronor.⁷ Tar man hänsyn till antalet utelöpande aktier i USA respektive i Sverige blir omsättningshastigheten cirka 250 respektive 50 procent, dvs omsättningen av ADR i USA är ungefär fem gånger så hög som omsättningen av Pharmacias aktier i Sverige.

De höga omsättningstalen för Pharmacias ADR är inget unikt för NASDAQ. Allmänt sett gäller att omsättningen på de amerikanska aktiemarknaderna är relativt sett högre än i Sverige. Bland de svenska företag, som är noterade på NASDAQ, uppvisade även Ericsson högre omsättning i USA än i Stockholm under 1985. Likaså var omsättningen i Volvo och Asea "stor och intressant", medan Gambro, SKF och SCA anges vara "besvikelser".⁸

Enligt vad som framkommit i våra intervjuer med utländska analytiker och förvaltare finns det flera förklaringar till att Pharmacia lyckats etablera en så god position på den amerikanska aktiemarknaden. För det första var emissionerna så stora att det kom att finnas många ADR ute på marknaden. Volvo nämndes som ett exempel på ett företag som inte varit framgångsrikt på denna punkt. Detta

⁷ Pharmacias årsredovisning 1986 s. 34.

⁸ Affärsvärlden No 35, 1986 s. 21.

företags aktier är noterade på många olika aktiebörser runt om i världen, vilket inneburit att det finns för litet underlag för att det skall uppstå en livlig handel på alla dessa börser. Vi drar den slutsatsen att en utlandsemission eller en placering av aktier i samband med en listning måste vara tillräckligt stor för att aktörer som analytiker, marketmakers och mäklare skall anse det intressant att ägna uppmärksamhet åt bolagets aktier. Aktörerna på aktiemarknaden har vissa fasta kostnader för att följa ett visst bolag och delta i handeln med bolagets aktier. Därmed följer också att aktieomsättningen måste vara av viss storlek för att kunna bära de fasta kostnaderna.

Tabell 9.3. *Aktieinnehav för Pharmacias tio största amerikanska ägare 1987 - 1984.*

Ägare	Antal ADR i 1000-tal per 31/12 respektive år			
	1987	1986	1985	1984
1.	1 203	1 400	1 500	1 400
2.	1 137	1 300	1 200	1 200
3.	983	1 100	1 200	1 000
4.	508	743	1 100	382
5.	393	552	246	285
6.	324	500	150	230
7.	258	456	126	203
8.	227	420	125	188
9.	202	400	108	175
10.	200	380	96	171
10 störstas innehav	5 435	7 100	5 700	5 200

Källa: Pharmacia, CDA Investment Technologies 30 June 1987.

En annan förutsättning för att det skall uppstå en lokal handel i svenska företags aktier utomlands är att det finns en likvid marknad i Stockholm som "reservutgång". Vi har från flera håll fått omvitnat att de amerikanska institutionerna är mycket angelägna om att ha handelsfrihet och snabbt kunna göra omplaceringar i sina aktieportföljer. Genom att Pharmacias aktier är bland de mest omsatta på Stockholmsbörsen, och också har stor handel i London, vet de amerikanska placerarna att det finns goda möjligheter att sälja aktier där om det skulle vara svårt att finna en köpare i New York. Avsaknaden av en likvid hemmamarknad

har angetts vara en viktig anledning till de problem som uppstod för de finska företag som sökte etablera sig på den amerikanska aktiemarknaden.

En tredje och nog så viktig anledning till att Pharmacia blivit etablerat på NASDAQ är att företaget ansetts ha en "good story". Med detta avses att företaget bedömts vara intressant och ansetts ha bra framtidsutsikter. Som redan nämnts i föregående kapitel bedömer amerikanska placerare svenska företag utifrån ett "globalt branschperspektiv". Pharmacia, som representerar bioteknik och läkemedel, har utövat en stor lockelse på den amerikanska aktiemarknaden. Däremot anses inte exempelvis SCA som speciellt intressant, trots att bolaget uppenbarligen är både lönsamt och välskött, beroende på att skogsindustrin är en mogen bransch utan spektakulära framtidsutsikter.

Som en fjärde förklaring till de amerikanska investerarnas intresse för innehav av Pharmacias aktier kan nämnas framgångsrik verksamhet inom *investor relations* (IR). Sedan 1983 har Pharmacia haft en person stationerad i New York med uppgift att bistå den amerikanska aktiemarknaden med information om företaget. Även om denna informationskälla naturligtvis inte får tillhandahålla andra upplysningar än vad som är tillgängligt för alla aktieägare uppskattas den ändå av analytiker och placerare. IR-funktionen kan inte ersätta analytikernas företagsbesök och direktkontakter med ledningen utan får snarare ses som ett komplement. Att utse en kontaktman för den lokala aktiemarknaden innebär också en markering från företagets sida att man ser aktiehandeln som viktig och även är lyhörd för den lokala marknadens önskemål.

Av ovanstående har framgått att "exitbeteende" i form av snabb omsättning inte behöver vara ett utslag av misstro mot företaget. Mycket tyder på att det omvända förhållandet är rimligare att anta, dvs att det inte sker särskilt stor handel med aktier i företag som anses ha dåliga framtidsutsikter. Att det sker stora köp och försäljningar i lönsamma företag kan förklaras med bl a att placerarna är mycket känsliga för smärre avvikelser från det som de anser vara "rätt" kurs. En placerare kan således sälja aktier i ett lovande företag därför att kursen just för tillfället ligger 2 - 3 dollar över vad som anses rätt kurs. Dessa aktier köps då följaktligen tillbaka om kursen sedan sjunker.

De amerikanska aktieälgande institutionerna skiljer sig i några viktiga avseenden från sina svenska motsvarigheter. En skillnad är att många löpande redovisar värdet av sina aktieportföljer. I Sverige är det bara aktiefondernas placeringar som kan följas på detta sätt. Organisationen av de amerikanska institutionernas förvaltning är också sådan att kortsiktig värdeökning uppmuntras. Fonderna kan vara uppdelade i mindre delar som förvaltas av olika personer, vars resultat sedan jämförs årligen. Förvaltningsuppdragen är tidsbestämda och dåligt utfall under ett

år kan leda till att kontraktet inte förnyas.

Ytterligare en indikation om att *exit*beteende inte behöver vara liktydigt med missnöje med företaget som sådant, ger uppgifter om köp och försäljning kvartalsvis (tabell 9.4). Uppgifterna avser institutioners köp och försäljningar av ADR i Pharmacia under andra kvartalet 1987. För de sammanlagt 57 institutionerna saknas uppgifter om förändringar för 8. Av de återstående 49 var det bara 14 som inte rörde sin aktier. 13 institutioner köpte, medan 22 institutioner sålde under kvartalet. Av de 22 som sålde var det bara 8 som gjorde "fullständig *exit*", dvs avyttrade hela sitt innehav. Mer än hälften av de som sålde (14 av 22) hade således fortfarande kvar intresse i Pharmacia. Detta är intressant att konstatera och styrker uppfattning att alla försäljningar inte skall tolkas som missnöjesyttringar.

Voicebeteende

De amerikanska institutionernas stora omsättning av sina aktieportföljer talar mot att *voice*beteende skulle vara särskilt uttalat. Denna förmodan styrks också av flera olika uttalanden om de amerikanska institutionella aktieägarna. Så skriver exempelvis Kaufman (1986):

The institutional portfolio practices of our day stress modern portfolio theory and equity risk diversification, not stockholder-management involvments. In essence, corporate managements are frequently independent trustees of a sort for a silent and often absentee stockholder group.⁹

Pharmacia amerikanska ägare har inte varit aktiva ifråga om den del av *voice*-beteendet som lättast går att registrera, nämligen styrelseuppdrag och deltagande i bolagsstämmor. Det ökade utländska ägandet har inte påverkat styrelsens sammansättning. Ingen av ledamöterna i styrelsen efter 1981 kan sägas "representera" de utländska ägarna. Vi har heller inte i våra intervjuer någon gång hört att de amerikanska ägarna framfört några önskemål om styrelseplats.

Av uppgifterna om deltagandet i Pharmacias bolagsstämmor (se tabell 9.5.) framgår att inga av de amerikanska institutionerna varit representerade på någon av stämmorna. De enstaka utländska ägare som deltagit har haft så små aktieinnehav att vi utgår ifrån att det rört sig om privatpersoner. För den svenska ägargruppen gäller annars, som framgår av tabell 9.5., att stämmodeltagandet ökat under 1980-talet.

9 Kaufman (1986) s. 67.

Tabell 9.4 Amerikanska institutioners innehav respektive förändring av innehav
andra kvartalet 1987 (1000-tal ADS).

PHARMACIA	0-PHAB	\$23.25	PHARMACIA	0-PHAB	\$23.25
ALLIANCE CAPITAL MGMT	-312	1203	PRUDENTIAL INS CO/ARER	0	20
ANDERSON HOAGLAND & CO.	-5	75	RICE HALL JAMES & ASSOC	-23	129
BANK OF BOSTON CORP	-42	183	ROTHSCHILD ASSET MGMT	16	16*
BANK OF TOKYO LTD	0	2	RUSSELL FRANK CO INC	-10	0
BANKERS TRUST N Y CORP	-8	0	SALOMON BROTHERS INC.	0	10
BEAR STEARNS & CO.	-7	53	SCHODDER STEVENS & CLARK	59	93
BOSTON COMPANY INC	-149	0	SIMMS CAPITAL MGMT. LTD.	0	48
CHEMICAL NEW YORK CORP	0	31	STANDISH AYER & WOOD INC	22	202
CITICORP	-38	160	STATE STREET BOSTON CORP	0	11
COMERICA INC	0	20	STATE STREET RESR & MGMT	-51	0
CRITERION GROUP INC	0	20	TEXAS COMMERCE BANCSHRS	-53	276
DREXEL BURNHAM LAMBERT	0	185	TRAINER MORTHAM & CO	-41	258
DUPONT E I DE REMOURS	177	177*	TRAVELERS CORP	1	48
EQUITABLE LIFE ASSURUS	8	324	WELLINGTON/THORNDIKE	538	983
FIDELCOR INC	-12	0	WINCHESTER CAPITAL MGMT.	0	19
FIRST INTERSTATE BANCORP	0	76	WOOD STRUTHERS & WINTHROP	-0	2
FIRST INTERSTATE/DENVER	-1	0	YOUNG MEN CHRISTIAN ASSC	0	200
FIRST MANHATTAN CO	-31	0	49 mgrs 16% 49.8 mil s/o	-96	7836
FLEET FINANCIAL GROUP	0	9			
GENERAL AMERICAN INVTs	-39	1137			
HARBOR CAPITAL MGMT CO	-19	393			
HARTFORD FIRE INSURANCE	61	160			
HINTZ EDWARD R	0	16			
HUTTON E F & COMPANY	100	100*			
IBM RETIREMENT PLAN	0	9			
IRVING TRUST COMPANY	0	1			
KEMPER FINL SERVICES	48	508			
LEXINGTON CAPITAL MGMT.	0	2			
LORING PETER B	2	2*			
MANUFACTURERS MAN. INVT.	0	130			
MANUFACTURERS MANOVER TR	0	10			
MANUFACTURERS NATL CORP	-8	30			
MCKENZIE WALKER INV MGMT	-485	0			
MELLOW BANK CORPORATION	-27	23			
MORGAN J P & CO INC	125	227			
MOSELEY CAPITAL MGMT INC	0	2			
NBO BANCORP INC	0	18			
NATIONAL CITY BK/CLEVELD	0	18			
OPPENHEIMER MGMT. CORP.	125	125*			
PNC FINANCIAL CORP	-14	90			

Periodens förändring

Innehav vid
periodens slut.

Källa: CDA Investment Technologies June 30 1987.

Tabell 9.5. Totalt respektive utländskt deltagande vid Pharmacias bolagsstämmor
1981 - 1986 (antalet aktier och röster i 1000-tal)

År	Totalt deltagande				Utländska ägare		
	Aktier		Röster	Deltagare	Aktier		Deltagare
	A	B			A	B	
1981	368	636	431	300			-
1982	2 240	3 507	2 599	346	0.1	0.010	1
1983	2 125	3 558	2 461	500		0.400	n.a
1984	3 893	5 198	4 412	799	0.25	0.025	2
1985	5 731	7 825	6 153	600			-
1986	3 825	10 328	4 858	554			-

Källa: Pharmacia.

Att de amerikanska ägarna inte deltagit i styrelser och stämmor kan ha flera förklaringar. När det gäller styrelsearbetet torde en förklaring vara att de ofta kortsiktiga innehavstiderna är svåra att kombinera med ett styrelseuppdrag. De utländska ägarna skiljer sig i detta avseende inte från de svenska portföljförvaltande institutionerna. Fjärde AP-fonden, som under en tioårsperiod varit en av de största ägarna efter respektive huvudägare, har sålunda inte nominerat någon styrelseledamot.

Pharmacias styrelseledamöter under perioden 1976 - 1986 (se bilaga 2) har tillhört någon av följande kategorier:

- a) Personer med anknytning till huvudägaren
- b) Vetenskapsmän inom företrädesvis medicin
- c) "Oberoende" personer från näringslivet
- d) Personer i företagsledningen
- e) Övriga anställda.

Till gruppen "oberoende" personer från näringslivet räknar vi exempelvis Gunnar Wessman före tillträdet som VD. Wessman hade under denna tid ingen anknytning till vare sig ägarkretsen eller Pharmacia.

När det sedan gäller intresset för stämmodeltagandet spelar naturligtvis den differentierade rösträtten en stor roll. För ägare med röstsvaga aktier fungerar stämman i första hand som ett forum för information om företaget. Enligt vad som framkom i undersökningen av svenska aktieäggande institutioner¹⁰ deltar många institutioner med röstsvaga aktier eller små innehav i stämmorna just för att få information om och direkt kontakt med företagen. Ett annat syfte var att institutionerna önskade visa upp sig.

De utländska ägarna har röstsvaga aktier och har därför ingen möjlighet att påverka besluten på stämmorna. Att de ändå inte ställer upp som vissa svenska institutioner gör anser vi beror på två förhållanden. För det första är det avståndet som avhåller dem från att komma. Den ytterligare information som ett stämmodeltagande kan ge motiverar inte en lång flygresa och ett par dagars bortavaro för en person. För det andra föredrar de utländska institutionerna att besöka företagen och intervju ledningen. De utländska ägarna har då inte något behov av att visa upp sig vid stämman. Deras existens är ändå uppenbar för företagsledningen.

Den viktigaste *voice*funktionen utövar de utländska ägarna genom sina företags-

10 Hedlund m fl (1985) kapitel 5.

besök, då de har direktkontakt med företagsledningen. Tabell 9.6. visar antalet besök på Pharmacia under åren 1984 - 1986 och hur dessa besök fördelade sig på utländska respektive svenska besökare. De utländska besökarna kan grovt delas in i två grupper, nämligen *buy-side* respektive *sell-side* analytiker. De förstnämnda representerar institutioner som äger eller överväger att köpa aktier, medan de sistnämnda är knutna till mäklare eller banker, som ger aktiemarknaden information och råd beträffande placeringar. Det har varit i stort sett lika många besök från respektive kategori. Förutom dessa analytiker har Pharmacia också haft några besök av utländsk affärspress, som ingår i antalet besök i tabell 9.6.

Tabell 9.6. *Antal besök på Pharmacia av institutioner, mäklare och affärspress 1984 - 1986*

År	Utländska	Svenska	Totalt
1984	34	9	43
1985	37	14	51
1986	46	9	55

Källa: Pharmacia.

De svenska besökarna utgjordes till endast 20 - 30 procent av aktieäggande institutioner. Majoriteten av besöken representerade *sell-side* analytiker och affärspress. Skillnaden mellan de svenska respektive de utländska besökens bakgrund kan vara dels att svenska aktieägare inte behöver göra formella företagsbesök, dels att avståndet spelar mindre roll för svenska analytiker och svensk affärspress.

Det stora flertalet utländska besök kommer från antingen Storbritannien eller USA. Enstaka besökare kommer också från Japan och Frankrike. Flera besökare återkom varje år under den studerade perioden, medan andra bara gjorde ett besök. Grovt sett utgjordes hälften av besökarna av sådana som återkom varje år.

Även om de utländska analytikernas syfte med företagsbesöken är att skaffa sig själva information innebär besöken också en källa för information till företagen. Vi har fått bekräftat från både Pharmacia och från annat håll att de utländska analytikerna uppskattas som diskussionspartner. Analytikerna, som ofta kommer två eller tre tillsammans, representerar både ekonomisk sakkunskap och fackkunskaper, som är relevanta för branschen, exempelvis inom medicin eller kemi. Det för Pharmacia mest intressanta är dock att analytikerna följer branschen globalt, dvs att de också har lika god kännedom om de utländska konkurrenterna. Analytikerna har därför ett bra jämförelsematerial och vet vilka problem och

lösningar som förekommit i andra företag. När analytikerna därför ställer frågor till Pharmacia ger de därför också indirekt upplysningar om konkurrenterna. Denna typ av information skulle Pharmacia inte kunna få direkt av konkurrenterna, även om den inte är baserad på hemliga uppgifter. Å andra sidan gäller naturligtvis att konkurrenterna också genom analytikerna får information om Pharmacia.

Pharmacias utbyte av de utländska analytikernas besök varierar beroende på vem som kommer. Allmänt sett gäller att *buy-side*analytiker, dvs representanter för aktieäggande institutioner, tillmäts större vikt. Vidare gäller att det finns vissa analytiker som följt Pharmacia ända sedan tiden före den första emissionen. Det är personer som specialiserat sig på svenska eller nordiska aktier och som i några fall tycker sig ha fungerat som något av "talangscout" eller promotor för Pharmacias aktier i utlandet. Dessa personer känner naturligtvis Pharmacia väl och har upparbetade kontakter. En av de mäklarfirmor som följt Pharmacia länge uppgav också att de föreslagit ett företagsköp, som sedermera också blev av. En sådan aktiv ägarinsats, enligt "entreprenörsrollen", har vi dock funnit vara mera undantag än regel. Å andra sidan är det inte rättvisande, mot bakgrund av vad som sagts om det ömsesidiga informationsutbytet, att se alla utländska analytiker som rena övervakare. De kvalificerade utländska analytikernas insats tycker vi ligger i gränsområdet mellan övervakar- respektive entreprenörsrollerna.

Den information som de utländska analytikerna får genom sina företagsbesök utgör en del av underlaget till de sk företagsrapporter som sammanställs med jämna mellanrum. Dessa rapporter spelar en stor roll för aktiemarknadens bedömning av företaget och värdering av ledningens insatser. En viktig del av aktiemarknadens övervakningsfunktion dokumenteras i dessa rapporter. En intressant fråga är därför om tillkomsten av utländska ägare också inneburit att denna övervakningsfunktion blivit effektivare än den annars skulle ha varit. Denna fråga kommer att diskuteras i nästa kapitel.

10. UTLÄNDSKA ANALYTIKERS BEVAKNING

En viktig förutsättning för att en aktiemarknad skall vara effektiv är att alla investerare har tillgång till relevant information om bolagens möjligheter att förränta kapital. Bolagen förbinder sig att uppfylla vissa krav i fråga om informationsgivning när de ansöker om tillstånd för notering av sina aktier på en officiell börs. Bolagens officiella information kommenteras, tolkas och kompletteras sedan av affärspress och professionella analytiker, som kan vara knutna till banker, mäklarfirmor eller stora institutionella ägare.

I detta kapitel skall vi ta upp frågan om de utländska analytikernas bevakning av Pharmacia. Ger dessa analytiker den amerikanska aktiemarknaden en "bra" information om Pharmacia? Är informationen till och med "bättre" än den som förmedlas via svenska analytiker? Om så är fallet kan Pharmacias utlandsnotering indirekt ha lett till att den svenska aktiemarknaden fungerar effektivare, dvs att bolagets aktier får ett mer rättvisande pris med hänsyn till framtida förväntade vinster.

Det är svårt att i efterhand värdera analytikers företagsrapportering. I vår granskning av olika rapporter har vi för det första studerat deras resultatprognoser för att se hur träffsäkra de varit. Sett under en relativt kort tidsperiod kan emellertid goda respektive dåliga förutsägelser förklaras med slumpen. Vi har därför också sökt studera kvaliteten på, och omfattningen av de analyser som prognoser och rekommendationer baseras på. Detta för att få en uppfattning om hur initierade analytikererna verkar vara i diskussioner kring produkter, konkurrenter och marknader. En annan intressant fråga är om analytikernas internationella perspektiv präglar deras syn på Pharmacia. Vi var också intresserade av om de utländska bedömarna var mer ifrågasättande och uppriktiga än motsvarande svenska analytiker. Vårt svenska jämförelsematerial är främst Affärsvärlden. Därutöver har vi studerat några rapporter från Svenska Handelsbanken.

Det är först under de senaste åren som någonting liknande rapporter av "*sell side*" typ börjat dyka upp i Sverige.

Den stora handeln med Pharmaciaaktier i USA¹ och i London har lett till att många utländska mäklarfirmor kontinuerligt följer Pharmacia i sina analyser. Som tidigare nämnts brukar analytiker i USA och England delas in i två kategorier; *buy-side* och *sell-side* analytiker. De förstnämnda analytikerna tillhör institutioner med egna aktieportföljer, ofta pensionsfonder eller försäkringsbolag. *Sell-side* analytiker representerar en viss mäklarfirma och vill med välskrivna analyser med intressant information locka till sig kunder som använder sig av mäklarfirmans för köp och försäljning av aktier. Det är dessa rapporter vi fortsättningsvis behandlar i detta kapitel.

Pharmacia har, som tidigare nämnts, inrättat en speciell befattning *investor relations*, som handhar de löpande kontakterna med den amerikanska aktiemarknaden. Syftet med denna funktion är att ge aktiemarknaden bättre och snabbare information samt att avlasta ledningen. Pharmacias företagsledning åker några gånger per år över till USA för att även själva informera investerare om företaget. Dessa *road-shows* presenteras först för större placerare i Sverige.

Jörgen Winroth är sedan 1984 *director investor relations* för Pharmacia i USA. Han läser så gott som alla analytikerrapporter som skrivs om Pharmacia, och kan påpeka felaktigheter i rapporterna. Detta gäller dock främst *sell-side* rapporterna. Rapporterna från *buy-side* analytikerna är främst avsedda för internt bruk av respektive fond och cirkulerar därför inte så allmänt som *sell-side* rapporterna gör.

Vi har tagit del av de rapporter som Pharmacia arkiverat från 1981 - 1986. Under denna period har det förmodligen skrivits fler rapporter än dessa. De av oss studerade rapporterna representerar dock flera stora mäklarfirmor i USA och England. De åtta sistnämnda från England nedan började sin bevakning av Pharmacia först 1986. Vi har därför ett större material från USA och vår studie gäller därför i första hand amerikanska analytiker.

Från USA:

Arnold Bleichroeder (AB)
Drexel Burnham Lambert (DB)
EAM Research (EAM)
EF Hutton (EF)

1 Pharmacia var 1985 det nionde mest omsatta företaget bland de då 85 icke-amerikanska som noterades i det s k NASDAQ-systemet enligt Pharmacias årsredovisning 1985.

Hofbeck Harris (HH)
 Morgan Stanley (MS)
 Paine Webber (PW)
 Reinheimer Nordberg (RN)

Från England:

Albert E Sharp (AE)
 Bell Lawrie (BL)
 Baring Securities (BS)
 County Securities (CS)
 Hambrect & Quist (HQ)
 James Capel (JC)
 Kleinwort & Grieson (KG) - tidigare Grieson Grant
 Laing & Cruickshank (LC)
 Morgan Grenfell (MG)
 Quilter Goodison (QG)
 Robert Fleming (RF)
 Schroeder (SC)
 Warburg Securities (WS)

När en mäklarfirma bestämmer sig för att börja rapportera om ett bolag gör analytikerna först ett företagsbesök och skriver därefter en relativt omfattande rapport. Därefter publicerar analytikerna, med mer eller mindre jämna intervall, kortare rapporter på några sidor om bolaget. Då och då görs en ny mer omfattande rapport, oftast efter ett förnyat besök hos företaget.

Produkter, marknader och konkurrenter

Rapporternas diskussioner kring både existerande och nya produkter är ofta ingående. De befintliga produkterna ges inte sällan en noggrann teknisk specifikation. När det gäller beskrivningar av kommande produkter återger de flesta rapporter bara den information som Pharmacia lämnat. Ingen verkar göra någon egen bedömning av när en nyprodukt kan vara klara för lansering. Ingenstans har vi sett att en analytiker tror att en produkt kommer att lanseras senare än företagsledningen bedömt. Åren 1982 - 1983 informerade Pharmacia om flera "snart kommande" produkter, som verkar ha fördröjts eller inte blivit vad som förväntats. Som exempel kan nämnas produkten *Spherex*. MS skrev redan 9 februari 1982 att "even by late 1982" förväntades *Spherex* lanseras i vissa länder. KG skrev 15 mars 1982: "drug application should be filed during 1982/3".

Pharmacias registreringsansökan för *Spherex* kom att inlämnas i USA först 1984 och i Västtyskland och Frankrike 1985. Ett annat exempel är vidareutvecklingen av *Salazopyrin* för indikationen *reumatoid artrit* (RA), som började säljas först tre år senare än vad som förutsågs i rapporter från MS och AB.

Rapporterna försöker vanligen uppskatta respektive produkts andel av företagets totala försäljning och även produktens potentiella marknad. MS redovisade den 22 Juli 1983 en beräkning av vilken potential en utveckling av *Salazopyrin* för indikationen RA skulle kunna ha i USA. Analytikern refererade till statistik över hur många som lider av RA, hur många av dem som kan antas söka behandling, Pharmacias tänkbara andel av dessa, kostnad per patient och år och kom på så sätt fram till en möjlig årlig omsättningen av preparatet.

Prognoserna för *Healon* är intressanta därför att de underskattade produktens potential. I början av 1982 hade visserligen alla rapporter optimistiska prognoser, som byggde på antalet ögonoperationer, som då genomfördes per år. Ingen tycktes dock beakta att tillkomsten av *Healon* faktiskt ökade marknaden högst väsentligt genom att risken vid ögonoperationer kunde minskas.

Ett annat exempel på en marknadsanalys redovisades av PW 16 November 1982. Rapporten diskuterade varför RAST tester hade en betydligt mindre andel av marknaden i USA än i Europa. Förklaringen angavs vara att det var betydligt lönsammare för amerikanska läkare att använda s k *scratch tests*, som krävde mindre utrustning och som var billiga i inköp. Med kännedom om detta förhållande är det lättare att förstå Pharmacias relativt stora satsning på att bygga upp s k allergicentrum i USA.

Analytikerna nämner ofta Pharmacias konkurrenter, främst i fråga om diagnostika- och separationsprodukter. Ibland ger rapporterna exempel på vilka områden som utsatts för, eller riskerar att utsättas för hård konkurrens. Diskussionen kring konkurrenternas produkter tyder på kännedom om olika produkters för- och nackdelar.

Analytikernas internationella perspektiv framgår ofta. Jämförelsematerialet är internationella företag. Detta märks tydligt när analyserna diskuterar exempelvis marginaler. En marginal som ofta nämns är administrations-, försäljnings- och övriga kostnaders andel av totala försäljningen. För 1981 var denna marginal 55 procent för Pharmacia. Under 1982 menade i stort sett alla rapporter att Pharmacia låg högt i jämförelse med andra i branschen. Slutsatsen var att Pharmacia hade goda möjligheter att väsentligt sänka denna marginal, vilket skulle leda till en kraftig förbättring av resultatet.

Resultatprognoser och rekommendationer

Analytikernas rapporter innehåller förutom prognos för innevarande år också nästan alltid en prognos för påföljande år. Inte sällan innehåller de dessutom prognoser för ytterligare 2 - 3 år framåt. De amerikanska rapporterna översätter ofta resultatet till dollar och presenterar prognosen i form av vinst per aktie, medan engelska rapporter ofta använder kronor och har prognosen i form av vinst efter finansnetto. Innan vi går in på resultatprognoserna måste vi något beröra de redovisningstekniska problem som försvårar jämförelse mellan svenska och främst amerikanska bolag.

Amerikanska rapporter fäster stort avseende vid vinstmultiplikatorn eller *price/earnings* (p/e-tal). De flesta rapporter har på första sidan en kort sammanfattning i vilken p/e-talet alltid anges. Om ett företag har högre p/e-tal än jämförbara företag i branschen måste det finnas en motivering till varför marknaden förväntar sig högre vinsttillväxt i det aktuella företaget. Kan inte analytikerna finna någon förklaring till ett högt p/e-tal är de avvaktande i fråga om köprekommendationer.

För att beräkna nämnaren i p/e-talet behöver man uppgift om företagets totala vinst och antalet aktier. Den totala vinsten kan beräknas enligt svenska eller amerikanska redovisningsprinciper och enligt olika skattemodeller samt anges i kronor eller i utländsk valuta. Redovisningen av Pharmacias vinster i rapporterna är mycket varierande. Vissa rapporter anger två eller tre mått, medan andra bara har ett. Följande varianter förekommer:

	SEK	US \$
50 proc schablonskatt på resultat		
efter finansnetto	X	
Full-skatte modellen	X	
Vinst efter faktisk skatt	X	X
US GAAP	X	X

För perioden 1981 - 1983 talade Pharmacia främst om vinst efter faktisk skatt med motiveringen att bokslutsdispositionerna sannolikt aldrig skulle bli föremål för beskattning. EA ifrågasatte måttet vinst efter faktisk skatt och skrev den 19 mars 1982:

Although we suspect that adjusted earnings will be used by US investors, we are hesitant to accept adjusted earnings as the appropriate earning figure since management can arbitrarily determine the level of taxes paid by adjusting appropriations. Consequently, we find US GAAP earnings as a better measure of 'real' earnings power.

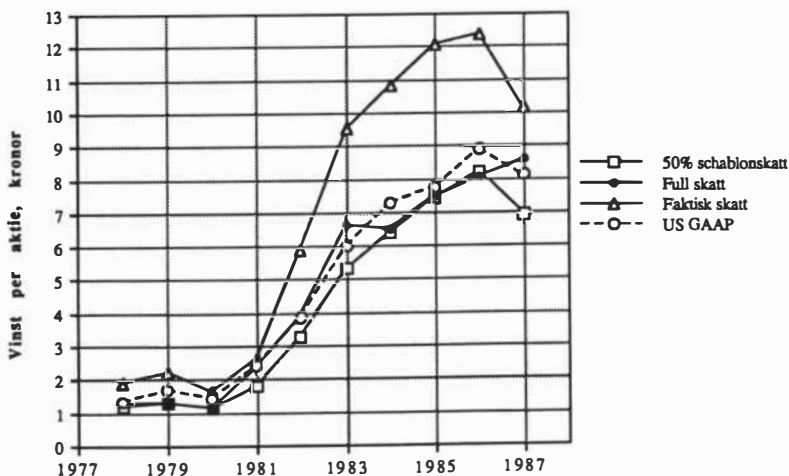
EF, 27 oktober 1982, förespråkade däremot vinst efter faktisk skatt:

We believe the best way to measure Pharmacia's performance, and the most realistic way to calculate per share income for a Swedish company, is to reduce income before appropriations and tax expense by the effective tax to be paid to obtain 'real' net income..

Fram till och med årsredovisningen för 1984 angav Pharmacia även vinst per aktie efter 50 procents schablonskatt. Därefter anger årsredovisningarna vinst per aktie på tre sätt; efter faktisk skatt, efter full skatt och enligt US GAAP.

Valet av skattemodell spelade stor roll vid beräkning av takten i Pharmacias resultatförbättring 1982 - 1983. Den snabbaste vinststillväxten fås om vinst efter faktisk skatt används som resultatmått (se figur 10.1.). Orsaken till detta är att Pharmacia hade 1981 en faktisk skattesats på cirka 15 procent, och 1983 hade den sjunkit till knappt 11 procent. Under de senaste åren har däremot Pharmacias faktiska skattesats stigit till omkring 30 procent, vilket följaktligen påverkar det nyss nämnda resultat- måttet negativt.

Figur 10.1. Vinst per Pharmaciaaktie enligt olika definitioner 1978 - 1987

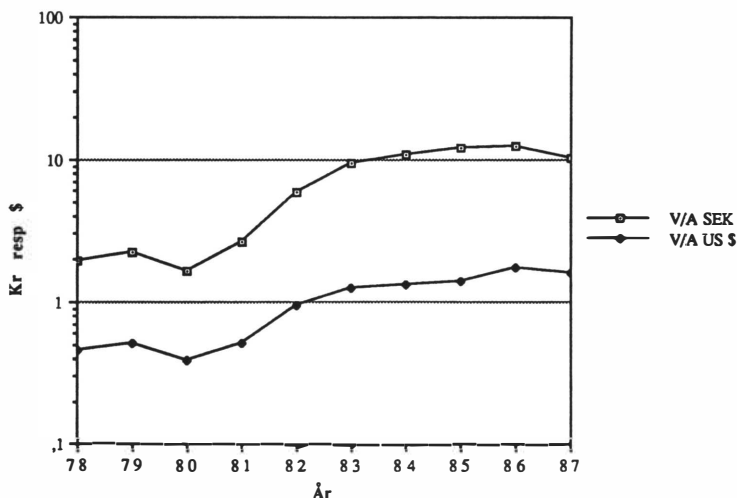


Källa: Pharmacias årsredovisningar 1978 - 1987.

Om vinsten redovisades i dollar eller i kronor spelade också stor roll, eftersom dollarkursen mer än fördubblades mellan 1980 och 1985. Vinsttillväxten under dessa år omräknat i dollar blir därför betydligt lägre än om beräkningen görs i kronor, och i takt med dollarns fall 1985 - 1987 har det omvända gällt. PW kommenterar växelkursproblematiken den 16 november 1982 och pekar på svårigheten att jämföra vinsten mellan olika år:

We present profit and loss statement in Swedish kronor and then translate them into U.S. dollars using the average exchange rate for the accounting period. The company has used and will use different methods. In both the prospectus accompanying the initial share offering in the U.S. and the 1981 Annual Report the company arbitrarily elected to translate all previous income statements at the exchange rate for September 30 1981. We have some difficulty with this methodology. In a setting in which the local currency is depreciating against the dollar, which after all is the currency of prime interest to a U.S. investor, this will tend to improperly deflate the value of prior year's earnings and enhance the appearance of comparative growth in dollars. Pharmacia has subsequently changed its presentation methods, and in its 1982 half-year and nine month statements it presents year-to-year growth comparisons only in terms of its home currency, the Swedish krona, and shows dollar results solely for the first half of 1982, failing to give any base of comparison in the first half of 1981 in dollars.

Figur 10.2. *Vinst per aktie efter faktisk skatt i SEK respektive US \$ 1978 - 1987*



Källa: Pharmacias årsredovisningar 1978 - 1987.

Sedan resultatet definierats enligt någon modell återstår bara att dividera detta med antalet aktier för att få p/e-talet. Men inte heller denna beräkning har varit

oproblematisk. För det första handlas Pharmacia på NASDAQ i form av ADR, och det finns 1/3 fler ADR än aktier. För det andra skedde under 1981 en split 5:1, en fondemission och tre nyemissioner, vilket gör att det inte är självklart vilket antal aktier som skall väljas det året. Vi har sett tre varianter; genomsnittligt antal aktier under året, antal aktier vid årets slut och felaktigt uträknade siffror. Skillnaden mellan beräkningarna har aldrig varit stor, bara cirka +/- 5 procent, men det är i alla fall ytterligare en möjlig felkälla.

1981 - 1982

Alla analyser rekommenderade *buy* 1981 och första halvåret 1982. Ändå underskattade analytikerna överlag vinstökningen åren 1982 och 1983. Först under andra halvåret 1982 började rapporternas prognoser komma i nivå med verkliga utfallet för 1982. Kursen hade då stigit mycket och några analytiker började bli mer försiktiga i sina rekommendationer. PW skrev den 16 November 1982:

Pharmacia stock trades at a considerable premium to comparable investments

We are not now recommending purchase of the stock but will closely monitor development at Pharmacia.

DB skrev den 8 September:

The stock has appreciated significantly since the beginning of the year

Since the price of the stock already reflects much of the "good news" we are initially rating it neutral.

1983 - 1984

Bokslutet för första kvartalet 1983 visade på en fortsatt kraftig vinsttillväxt för Pharmacia. Resultatet var en positiv överraskning. Från april till juli 1983 steg kursen på den fria aktien med mer än 50 procent. Efter den första kvartalsrapporten 1983 gjorde de flesta en riktig bedömning av 1983 års resultat. Den allmänna tendensen blev sedan att de flesta rapporterna blev alldeles för optimistiska gällande vinstökningen för de närmaste åren efter 1983. MS hade den 22 juli 1983 en prognos på en vinst av 1398 mkr 1987, vilket var liktydigt med en årlig vinstökning på cirka 25 procent. Det verkliga resultatet för 1987 blev 905 mkr.

Efter toppkursen sommaren 1983 gick kursen ner cirka 25 procent fram till

årsskiftet.² Rapporten för tredje kvartalet, som kom precis före den andra USA-emissionen, blev en besvikelse och orsakade, som redan nämnts, en kursnedgång på 10 procent. Sista kvartalet 1983 blev dock en positiv överraskning, vilket ledde till att de flesta rapporterna rekommenderade *buy* under 1984. I början av 1984 fokuserades många rapporter kring "snart kommande" produkter. Vinstprognoseerna var något optimistiska jämfört med det verkliga utfallet för 1984.

MS nämnde att Pharmacia sedan början av 1984 redovisar resultatet på divisionsnivå³, vilket de ur analysynvinkel uppskattade, men påpekade också att följden kan bli att aktiekursen kommer att fluktuera mer. Orsaken skulle vara att investerarna fokuserar sin bedömning av företaget på olika produkter, och stiger (eller sjunker) någon divisions försäljning kraftigt finns det risk för att investerarna låter detta styra värderingen av hela företaget. Implikationen av detta är, menade MS, att Pharmacia riskerar att åsättas ett lägre p/e-tal. Sedan slutet av 1984 har rapporterna överlag blivit mer avvaktande och rekommenderar *hold* eller *buy on a setback*.⁴

Om vi söker sammanfatta träffsäkerheten i de amerikanska analytikernas rapporter så tycker vi att de underskattade vinstuppgången 1981 - 1983 och sedan inte förutsåg den lägre vinsttillväxten efter 1984. När väl trendbrotten passerats har rapporternas prognoser legat mycket nära de verkliga utfallen. Det är svårt att avgöra om detta beror på riktiga slutsatser av analytikerna eller om de blott anslutit sig till företagsledningen egna prognoser. Dessa har nämligen visat sig vara mycket tillförlitliga.

Av figurerna 10.3 - 10.4 kan vi se att analytikernas vinstprognoser låg 10 - 20 procent över Pharmacias egna prognoser fram till cirka 1984. En förklaring till detta, som vi fått från Pharmacia, är att analytikerna utgick från att bolagets prognos på amerikanskt vis var tilltagen i underkant. När det så småningom blev uppenbart att företagsledningen prognos inte var given med marginal anpassade analytikerna sina bedömningar.

Varför underskattade alla analyser den kraftiga vinstökningen 1982 och 1983? Vi har redan nämnt missbedömningen av *Healons* försäljning. De andra faktorena som bidrog till vinstökningen var främst devalveringarna 1981 - 1982 och

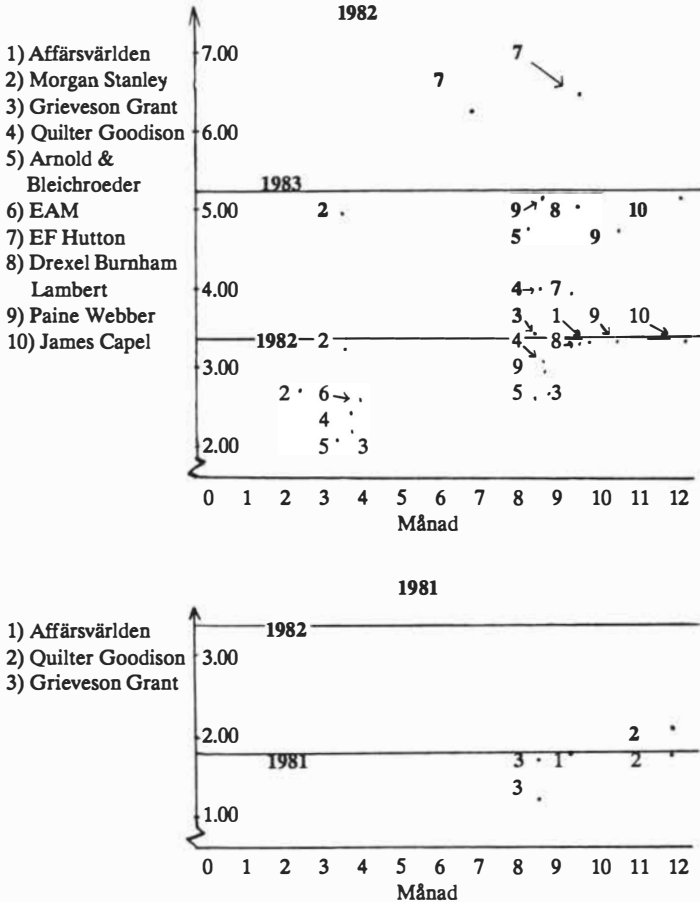
2 Andra halvåret 1983 steg svenska börsen med knappt 20 procent och den amerikanska (Dow Jones Industri-index) steg med några få procent.

3 Vilket ibland är liktydigt med produktnivå, när en division innehåller en huvudprodukt.

4 Med setback menas en mindre tillbakagång av aktiekursen, underförstått att den förhoppningsvis snart fortsätter att stiga.

ränteeffekten genom emissionslikviden. Många rapporter diskuterade dessa

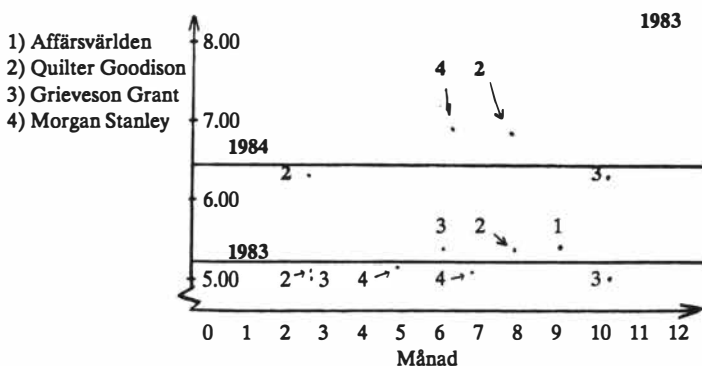
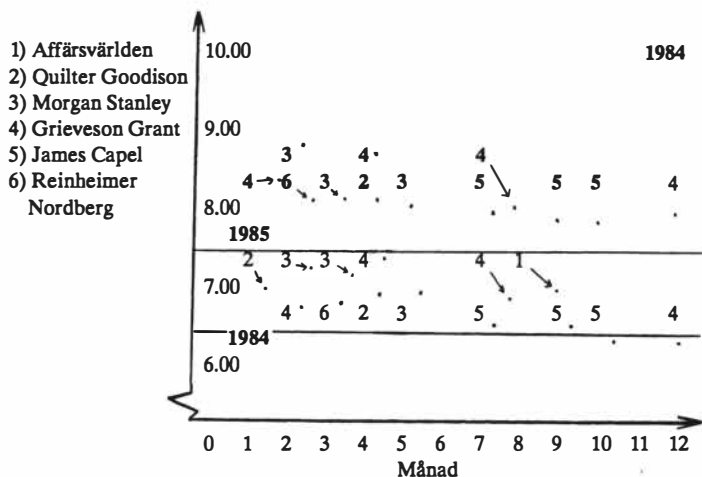
Figur 10.3. *Analytikers vinstprognos och faktiskt utfall 1981 - 1982 (V/A i kr)*



Förklaringar: Heldragen linje är utfall för V/A (50% schablonskatt), året är markerat. Siffrorna i diagrammet markerar respektive prognosgivares vinst-estimat, placeringen i x-led visar vilken månad under året prognosen avgivits. De siffror som har fet stil markerar prognos för nästkommande år. Om samma siffra finns på mer än ett tillfälle innebär det att prognosgivaren vid flera tillfällen under året avgivit en prognos.

Källa: Analytikerrapporter.

Figur 10.4. Analytikers vinstprognos och faktiskt utfall 1983 - 1984 (V/A i kr)



Förklaringar: Helledragen linje är utfall för V/A (50% schablonskatt), året är markerat. Siffrorna i diagrammet markerar respektive prognosgivares vinst-estimat, placeringen i x-led visar vilken månad under året prognosen avgivits. De siffror som har fet stil markerar prognos för nästkommande år. Om samma siffra finns på mer än ett tillfälle innebär det att prognosgivaren vid flera tillfällen under året avgivit en prognos.

Källa: Analytikerrapporter.

effekter. EF visade den 27 Oktober 1982 på ett pedagogiskt sätt i en tabell hur en devalvering på 10 procent slår för ett bolag som har alla kostnader hemma och säljer allt utomlands. QG skrev 11 December 1981 att resultatet tack vare räntan på likviden från emissionen bör stiga med cirka 60 MSEK. Men ingen rapport summerade samtliga effekter av devalveringen, emissionerna och *Healon*-framgångarna. En förklaring till detta kan vara att företagsledningen gärna framhöll andra orsaker som ökad volym och bättre marginal till följd av att nya produkter svarade för en större andel av totalförsäljningen. En annan förklaring kan vara att analytikerna, trots en internationell erfarenhet, var ovana att analysera företag vars resultat kraftigt påverkats av valutakursförändringar. Analytikerna trodde, som redan nämnts, på en fortsatt mycket snabb vinsttillväxt efter 1983. Det är den andra "prognosmissen" och den är svårare att förklara. En orsak är naturligtvis att dollarkursen gick ned efter att ha kulminerat 1985. De övriga orsakerna blir mer spekulationer från vår sida, eftersom analytikerna i efterhand knappast lämnat några förklaringar. En tänkbar förklaring kan vara att analytikerna hade dålig uppfattning om de "engångseffekter" på resultatet som främst devalveringarna åstadkom. Det hade krävts exempelvis ordentliga prishöjningar för att Pharmacia skulle ha kunnat upprepa vinsttillväxten 1982 - 1983. En annan förklaring till prognosmissen kan vara att analytikerna trodde att lanseringar av nya succéprodukter var nära förestående. Dessa förväntningar gällde inte bara Pharmacia utan hela bioteknikindustrin. Denna optimism delades också av ledningen i Pharmacia, som flera gånger informerade om kommande nya produkter.

Analytikernas attityd och uppriktighet

Vi skall slutligen redovisa några av våra intryck av de utländska analytikernas kritiska attityder och deras uppriktighet i sina bedömningar. Betyder det något att dessa analytiker sitter på långt avstånd från det svenska företaget och ser sina aktieinnehav som rena kapitalplaceringar? Vårt allmänna intryck är att rapporterna under hela den studerade perioden varit föga ifrågasättande och närmast hovsamma i sin framställning. Är en analytiker kritisk till företaget framgår det endast indirekt via vaga formuleringar, eller också avstår analytikern helt ifrån att skriva någon rapport.

Det var förståeligt att Pharmacias formidabla vinstökning åren 1981-83 "bländade" analytikerna. Pharmacias *road-shows* var också något annorlunda upplagda än andra företags har det berättats för oss. Det var inte som i amerikanska företag, en enmansföreläsning av verkställande direktören, utan Gunnar Wessman

inledde blott för att sedan släppa fram den övriga företagsledningen. Dessa presentationer gjorde starkt intryck på åhörarna.

Vi har inte sett någon kritik över att den första emissionen skulle ha varit för stor. Totalt inbringade emissionerna 1981 457 miljoner kr, vilket var närmare 40 procent av balansomslutningen 1980. Flera anger att likviden främst använts till att amortera lån och stärka likviditeten. Detta uppfattas inte negativt, utan ses positivt därför att företaget nu var finansiellt starkt och hade resurser att fortsätta med de intressanta projekt som var på utvecklingsstadiet.

Följande citat från DB den 8 September 1982 tycker vi är ganska representativt för analytikernas syn Pharmacias forskningsverksamhet:

The visit confirmed our opinion that Pharmacia is a well managed and innovative company with an excellent scientific base and the financial strength to support a productive research and development program. The ability to create entirely new therapeutic markets, and the opportunity to expand already well established lines, should provide a strong impetus for growth over the next several years.

Från toppnivån sensommaren 1983 till årsskiftet 1987/88 har kursen på de fria aktierna i Pharmacia gått ned med cirka 50 procent i kronor och cirka 30 procent i dollar, medan både New York-börsen och Stockholms-börsen har mer än fördubblats. En dollar i Pharmacia fria har således blivit 70 cent, medan en dollar i aktieindex har växt till mer än 2 dollar. Detta förhållande har dock inte föranlett analytikerna att ropa på krafttag från företagsledningens sida. En förklaring till den uteblivna kritiken kan vara att Pharmacia har många aktieägare i USA som ändå kan känna sig nöjda. Flera av de institutioner som kom in på gynnsamma kurser 1981 och 1982 är fortfarande kvar som ägare. En annan förklaring tror vi kan vara att analytikerna insett att boomen för bioteknik var överdriven och att det inte varit läge att skylla kursnedgången på företagen. I våra samtal med analytiker har det dock framskyntat att det finns en otålighet över att kursen nu stått stilla i fem år.

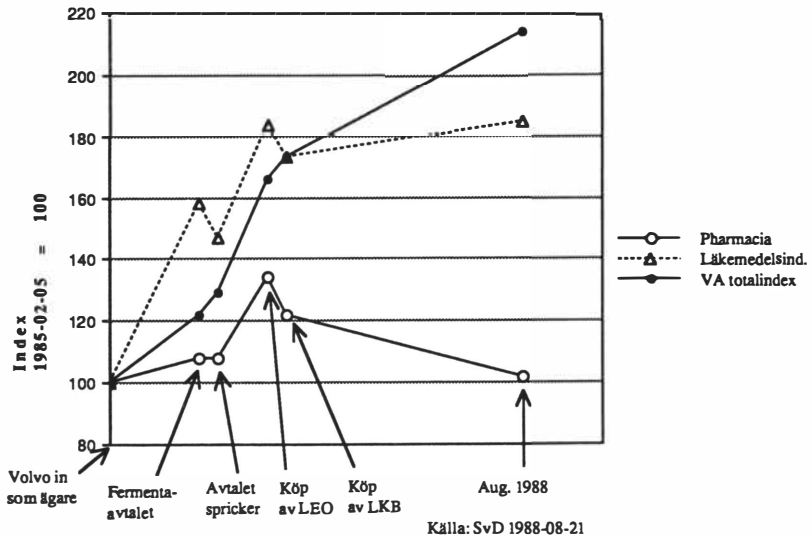
Analytikerna kommenterar större händelser relativt sparsamt, och någon direkt kritik förekommer inte. JC skrev 6 Maj 1984 att det skett en förändring i ledningen, med Erik Danielsson som ny VD och Gunnar Wessman som arbetande styrelseordförande. "A period of consolidation would help restore U.S. confidence" avslutar JC kommentaren. Den 25 Oktober skrev JC att "U.S. confidence gradually returns" (efter) "fundraising at the top of the market 1983 November".

I analytikerapportherna fanns det relativt få kommentarer till Pharmacias andra emission. QG skrev 9 Augusti att trots Pharmacias goda likviditet fick ledningen fullmakt vid bolagsstämman att emittera 2 miljoner nya aktier. Anledningen var, uppgav QG, att ledningen skulle kunna ha möjlighet att hastigt genomföra ett

intressant företagsköp om tillfälle gavs. Den andra emissionen var relativt liten mätt i antalet nya aktier; 1.1 miljoner aktier emitterades jämfört med drygt 32 miljoner utestående aktier före emissionen. Kortsiktigt skulle även vinst per aktie (V/A) öka eftersom räntan på emissionspengarna översteg tidigare V/A.

Fermentaaffären finns inte omnämnd i någon av rapporterna. Affärs- och dagspress i Sverige refererade dock under januari 1986 några uttalanden från utländska analytiker och investerare. Kommentarererna var kyliga och avvaktande, och alla önskade mer information. Några menade även att Fermenta borde lägga ett bud på alla aktier i Pharmacia så det inte fanns någon risk för att Fermenta skulle kunna gynna sig på minoritetsägarnas bekostnad. Pharmacias aktiekurs, sjönk med cirka 10 procent i början av 1986 sedan planerna på affären med Fermenta offentliggjordes.⁵

Figur 10.5. Kursutvecklingen för Pharmacia b-bundna 1985 - 1988 relaterat till några händelser (1985-02-05 är index 100)



5 Den bundna aktien föll cirka 20 procent under motsvarande period.

I analytikernas rapporter återfinns sällan uppgifter om Pharmacias ägarbild. Det är bara några få som nämnt att HB Lundberg & Malmsten var dominerande ägare fram till början av 1985 och att Volvo därefter kom in i bilden. I de mer omfattande rapporterna brukar det även nämnas att b-fria har 1/10 röst, medan a-aktierna har 1 röst.

Vi har endast läst ett mindre antal rapporter som tar upp LEO- och LKB-affärerna under 1986. Några rapporter har visserligen en tämligen ingående analys av LKB och LEO, men några bestämda slutsatser om affärerna dras ej. Analytikerna är inte negativa, trots att köpen förväntas leda till en utspädning av V/A innan samordningsvinster kan komma.

Kapitel 11. KONKLUSIONER

Under 1980-talet har Pharmacia växt kraftigt och samtidigt har det skett stora förändringar på de marknader där företaget är verksamt. Det är därför svårt att isolera effekterna av emissionerna i utlandet och det utländska ägandet. Mycket av det som kommit fram av vår studie har stämt med våra förväntningar. Det gäller bland annat de utländska ägarnas i stort sett mycket passiva ägarroll. Uppfattningen om deras kortsiktiga placeringar har också bekräftats. En utländsk aktienotering kan också få vissa kommersiella fördelar t ex i form av publicitet, forskningskontakter och underlättad personalrekrytering.

I det sista kapitlet skall vi söka lyfta fram resultat som vi anser intressanta, därför att de var oväntade eller i vart fall inte självklara. De hypoteser eller påståenden som vi formulerar är tillspetsade och inte försedda med alla reservationer. Detta för att göra det lättare att diskutera våra resultat och formulera hypoteser för vidare undersökningar. Undersökningens konklusioner nedan kan sägas beröra tre delområden. För det första varför en riktad utlandsemission används som finansieringsinstrument och under vilka förutsättningar det kan ske. För det andra hur aktiemarknaden i Sverige och i utlandet fungerar i samband med utlandsemissioner. För det tredje om ökat utländskt ägande förändrar ägarnas styrning av bolaget i något avseende.

* FoU-intensiva företag måste marknadsföra sina aktier.

Ett viktigt skäl för riskkapitalanskaffning i utlandet är att det kan leda till ett bättre utnyttjande av kapital i ett internationellt perspektiv. En förutsättning för att aktiemarknaderna skall kunna fördela kapital optimalt är dock att det finns relevant information om företagens verksamhet och investeringsplaner. En viktig fråga i undersökningen har därför varit hur Pharmacia presenterade sin verksamhet och sina investeringsplaner för de amerikanska investerarna och hur dessa bedömde Pharmacia.

Något som förvånat oss var att företagsledningen inte hade tydligare investeringsalternativ att visa upp när Pharmacia gick ut med den första utlands-

emissionen. En del av det nya riskkapitalet skulle till och med användas för att amortera skulder. Pharmacia hade naturligtvis också forskningsprojekt som bedömdes som intressanta men som inte kunde offentliggöras av konkurrensskäl. Frågan är bara hur välgrundade förväntningarna på de nya produkterna var. I efterhand finns det anledning att tro att resultaten av Pharmacias forskning inte kan ha blivit vad företagsledningen trodde före den första utlandsemissionen. I vart fall verkar det ha tagit längre tid att få fram nya kommersiellt gångbara produkter än ledningen förväntade sig i början av 1980-talet.

Vi har funderat över hur företagsledningen och aktiemarknaden förkalkylerade lönsamheten i forskningsprogrammet och kommit fram till att sådana kalkyler naturligtvis är näst intill meningslösa. Forskningsverksamheten måste bestämmas utifrån vad företagsledningen anser vara en rimlig kapacitet. Med ett större diskretionärt¹ kapital blev det lättare att ge klartecken för nya forskningsprojekt, och därmed att öka kapaciteten.

Genom undersökningen har vi kommit till insikt om hur svårt det är för aktiemarknaden att ta ställning till investeringar i forskningsbaserade företag och hur viktigt det är för sådana företag att marknadsföra sig gentemot aktiemarknaden. Vår diskussion av Pharmacias investeringsprogram skall inte tolkas som kritik av vare sig emissionsbesluten eller företagets senare verksamhet. Vad vi vill peka på är det informationsutbyte, eller det spel, som äger rum mellan FoU-intensiva företag och aktiemarknaden. Företagen kan inte vänta på att bli upptäckta av finansiärerna utan måste informera om sin kompetens och sina planer för att få kapital på gynnsamma villkor. Denna informationsfunktion är därför ett konkurrensmedel. Företag som kan framställa sina investeringsplaner som "intressanta" kan antagligen lättare anskaffa kapital än mer modesta företag.

När aktiemarknaden bedömer investeringar i FoU-intensiva företag kan den inte förvänta sig några säkra lönsamhetsprognoser. Beslut om aktieköp får i stället grunda sig på mer kvalitativ information och indirekta kriterier, som förtroendet för företagsledningen. I takt med att en allt större del av näringslivets investeringar blir av s k immateriell natur vore det en angelägen forskningsuppgift att dels undersöka vilka indirekta lönsamhetskriterier aktiemarknaden använder, dels studera hur kriterierna förutsäger lönsamhet.

* Diskretionärt kapital och omsättningsökning viktigare målvariabler för

1 Tillgängligt kapital utöver det som behövs för att hålla företagets nuvarande marknadsposition.

företagsledning än avkastning på eget kapital.

På samma sätt som Donaldson fann i sin undersökning av amerikanska företag så kan företagsledningens handlande i Pharmacia bäst förstås om man ser det diskretionära kapitalet som den centrala variabeln. När den nya företagsledningen i Pharmacia tillträdde 1980 var det viktigt för den att skaffa sig expensionsrum i form av högre soliditet. Räntabiliteten på eget kapital var naturligtvis också viktig, men inte lika viktig.

I början av 1980-talet var Pharmacias soliditet nere vid 30 procents nivå. Om vi antar att detta var den undre gränsen kunde ytterligare expansion bara ske i takt med att bolaget internt genererade eget kapital i form av kvarhållna vinstmedel. Avgörande för självfinansieringens storlek är räntabiliteten på eget kapital och i någon mån även skattesatsen och utdelningsandelen. För att bolaget skulle kunna växa procentuellt mer än avkastningen på eget kapital krävdes således ett tillskott av kapital utifrån.

Med facit i hand kan vi påstå att Pharmacia hade fått en förbättrad finansiell position även om den första utlandsemissionen inte hade blivit av. Den viktiga dollaruppgången hade ändå kommit och sannolikt hade även Healon blivit lika framgångsrikt, även om tillväxten kanske skulle ha gått långsammare de första åren. Med tanke på att en del av emissionslikviden användes för att amortera skulder kan vi ganska säkert säga att avkastningen på hela det nya kapitalet var lägre än avkastningen på det tidigare egna kapitalet. Därmed menar vi att avkastningen på eget kapital förmodligen hade blivit högre om utlandsemissionen inte genomförts. Soliditeten hade däremot inte omedelbart blivit lika hög, men med något lägre investeringar hade den kunnat stiga även utan någon nyemission, ty så hög var lönsamheten.

Något som också förvånat oss är att en så stor del av Pharmacias expansion under främst de senaste åren baserats på företagsköp. Sådana förknippas man vanligen med de mogna branscherna, där efterfrågan planat ut och verksamheten ofta genererar ett kassamässigt överskott. Pharmacia beskrivs gärna, både i den egna informationen och av bedömare, som innovativt företag med snabbt växande marknader. En del av Pharmacias företagsköp i utlandet kan motiveras med att de innebar ett sätt att snabbt etablera sig på marknader respektive att knyta forskningsavtal med andra företag. Men framför allt de senaste stora köpen av **LKB** och **LEO** ser vi som delvis en konsekvens av att Pharmacia inte fått fram någon ny stor produkt som kunnat generera tillväxt.

* Aktiemarknaden har etableringshinder och intressekonflikter.

Det är svårt att etablera handel med svenska företags aktier på utländska börser. Det är ingalunda så att aktierna automatiskt börjar omsättas så fort ett bolag blivit börsnoterat. Det krävs nämligen mycket information, eller snarare marknadsföring, för att investerare skall intressera sig för aktien. En nödvändig förutsättning är vidare att också analytiker och mäklare är villiga att satsa på aktien.

För utländska analytiker och mäklare innebär det en investering i tid och i personal att ta upp ett svenskt företags aktier i sin verksamhetssfär. Det gäller därför för företaget att göra troligt att en sådan investering lönar sig. När aktien väl är etablerad får mäklare och analytiker å andra sidan ett intresse av att bolaget finns kvar och att det helst också går bra och har en hög omsättning av sina aktier. Mot den bakgrunden är vi förvånade över att Pharmacias aktier börjat lämna USA under 1987. Vi trodde att aktierna var väletablerade efter fem år med stor årlig omsättning.

Mäklarnas och i viss mån analytikernas ersättning är till största delen beroende av aktieomsättningen. I detta förhållande finns en potentiell intressekonflikt mellan aktieägare i allmänhet och aktörerna på aktiemarknaden. Det kan exempelvis vara olyckligt att en investment bank både analyserar ett företag och har en ersättning som delvis är beroende av hur marknaden värderar företagets aktier vid en emission och antalet aktier som emitteras.

* Förväntad kursuppgång snarare än företagets vinstutsikter förklarar de utländska investerarnas beteende.

Våra intervjuer med utländska investerare och analytiker har gett oss intrycket av att de skiljer på Pharmaciaaktien respektive Pharmacia som bolag. Det finns givetvis ett visst samband, speciellt på lång sikt, mellan företagets vinstnivå och aktiemarknadens värdering av företaget. De kortsiktiga svängningarna i ett bolags aktiekurs förklaras dock till stor del av faktorer som inte står under företagets kontroll, t ex räntenivån och placerarnas ofta varierande intresse för branschen. Om aktiemarknaden får ett större inslag av placerare med kortsiktigt perspektiv för sina placeringar kommer företagets långsiktiga lönsamhet att betyda mindre. En konsekvens av det, som Donaldson (1984) tar upp, är att företagsledningen betraktar aktiemarknaden som opålitlig och därför försöker skapa tillräckligt med diskretionärt kapital för att slippa vara beroende av den. En annan konsekvens är att företagsledningen kan förklara en kursnedgång på aktiemarknadens "håglöshet" i stället för att ta den som ett uttryck för missnöje med företagets resultat.

- * Premium på fria aktier förklaras inte med global riskspridning.

En intressant och omdiskuterad fråga i samband med utländskt ägande av svenska aktier är vad som förklarar den s k premien eller överkursen på fria aktier jämfört med bundna. Förklaringen är enligt portföljteorin att utländska placerare uppnår en bättre riskspridning i sina portföljer genom att komplettera sina innehav med svenska aktier. Därmed är de beredda att betala mer än svenska placerare, som enbart kan köpa svenska aktier. Våra intervjuer har dock givit klart besked om att riskspridning inte är skälet till köp av svenska aktier. Premiens variation mellan olika svenska företag och över tiden ger inte heller stöd för teorin.

- * Det utländska kapitalet kan inte sägas vara billigare med förklaringen att utländska ägare har lägre avkastningskrav.

Premien på de fria aktierna beror inte på att utländska ägare har lägre avkastningskrav och därmed är beredda att betala mer för en viss vinst per aktie. Förklaringen förefaller i stället vara att de utländska ägarna har andra förväntningar om kursstegringar. Om förväntningarna främst grundas på prognoser om högre vinsttillväxt eller det förhållandet att man tror att andra också tror att kursen kommer att stiga kan diskuteras. I vart fall har vi fått den uppfattningen att de enda svenska bolag som kan emittera aktier i utlandet är sådana bolag som kortsiktigt skulle kunna uppvisa en kraftig vinstökning. Det är belagt att börsen överreagerar på bolagens resultatförändringar och investerarna hoppas att kunna vara med och vinna på en eventuell kursuppgång. Om det gäller investeringar i mogna branscher, med relativt stabil resultatnivå, väljer de amerikanska investerarna sannolikt hellre ett välskött inhemskt företag än ett lika välskött svenskt företag.

- * De utländska analytikerna är inte effektivare eller hårdare än de svenska i sin övervakning.

Tillkomsten av utländska bedömare på den svenska aktiemarknaden har bidragit till att det internationella perspektivet blivit viktigare vid bedömningen av svenska företag och deras aktier. Inget tyder dock på att utländska analytikers bevakning är mer närgången och förutseende än vad den svenska bevakningen är. De utländska vinstprognoserna har inte varit bättre än de prognoser svenska aktieägare kunnat få genom företagets rapportering eller genom finanspressen. Utländska analytiker har inte kritiserat öppet och har varit föga ifrågasättande. En möjlig förklaring till detta kan vara att de utländska bedömarna inte är tillräckligt

oberoende. De har inget att vinna på om förtroendet minskar för aktierna i ett företag de bevakar, speciellt om de tidigare rekommenderat köp. I stället för att avge negativ information avstår de från att yttra sig. Vår gissning är dock att detta bara gäller tills någon kastat första stenen.

* De utländska ägararna är rena exitaktörer men har inte försvagat voice-funktionen.

Bilden av de utländska finansiella institutionerna som kortsiktiga exitaktörer har bekräftats. Den genomsnittliga innehavstiden är mycket kortare bland de amerikanska ägarna än bland de svenska. En del av detta förklaras dock med att så kallade korta affärer är lättare att göra beroende på lägre transaktionskostnader.

De amerikanska ägarna har inte, med eventuellt något undantag, agerat som aktiva ägare. En förklaring till passiviteten kan vara att Pharmacia under hela den studerade perioden haft en dominerande svenska ägare. Det har då inte funnits anledning eller kanske ens möjlighet för övriga ägare att påverka.

Ägarstrukturen med en dominerande svensk ägare kan i detta sammanhang vara både bra och dåligt. För det första har utlandsägandet inte inneburit att voice försvagats. Det hade dock kanske varit en anna situation om Lundberg & Malmsten hade sålt sina aktier på den amerikanska marknaden i stället för till Volvo. Då hade Pharmacia förmodligen fått enbart *exit*aktörer bland ägarna.

För det andra kan Volvos dominerande roll ha uppfattats negativt av de utländska ägarna och eventuellt vara en förklaring till att kursen utvecklats relativt sett dåligt sedan Volvo trädde in som ägare. Det finns nämligen en oro för att Volvo har ett informationsövertag jämfört med främst de utländska ägarna. Skulle någon mycket intressant produkt vara under utveckling skulle huvudägaren, med insikt om detta, kunna köpa upp utestående aktier och på så sätt få större del av Pharmacias värdeökning.

Appendix A

Figur A.1. *Pharmacias styrelse 1976 - 1987*¹

	1976-77	-78	-79	-80	-81	-82	-83	-84	-85	-86	-87
Sven Lindblad	SO-										
Erik Malmsten ^b	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
Kurt Mark ^b	---	SO	SO	SO	SO	SO	SO	SO			
Lennart Philipson ^d	---	---	---	---	---	---					
Bengt Skånsberg	---	---	---								
Gunnar Wessman ^a	---	---	---	---	---	---	---	SO	SO ²		
Gösta Virding ^a	---	---	---	---	---	---					
Kurt Lanneberg			---	---	---	---	---	---	---	---	---
Gunnar Hambraeus ^d		---	---	---	---	---	---	SO ³	SO	---	---
Bengt Samuelsson ^d							---	---	---	---	---
John Sjöquist ^d						---	---				
Håkan Frisinger ^c							---	---	---	---	---
Erik Danielsson ^a								---	---	---	---
Martin H:son Holmdahl ^d								---	---	---	---
Ulf G Lindén ^c									---	---	---
Pehr G Gyllenhammar ^c										SO	
Bernt Magnusson										---	---

SO = Styrelseordförande

a) Företagsledning

b) Anknnytning till Lundberg & Malmsten

c) Anknnytning till Volvo

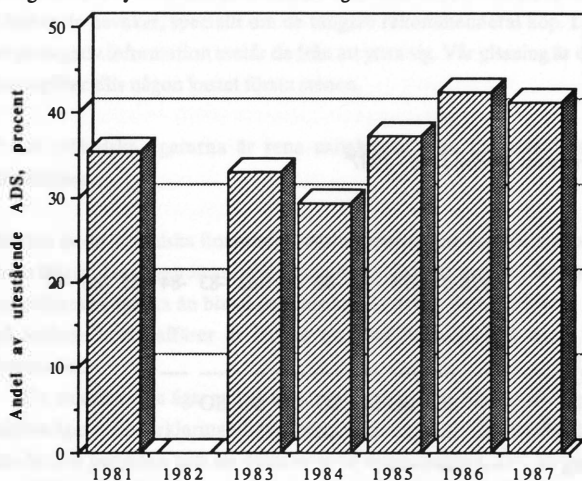
d) Kompetens medicinsk/teknisk

1) Ordinarie ledamöter exklusive anställdas representanter.

2) Ordförande till 4/7 1985.

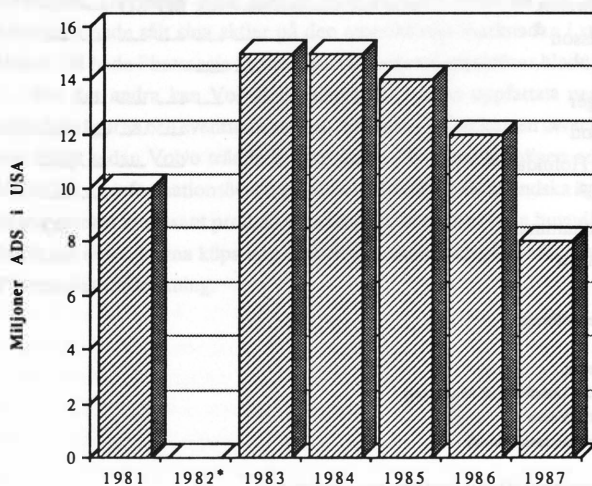
3) Ordförande från 4/7 1985.

Figur A.2. De fem största amerikanska ägarnas andel av utestående ADS 1981 - 1987



Källor: Morgan Stanley, Årsredovisningar
Pharmacia, CDA Investment Tech. 1987/kv II

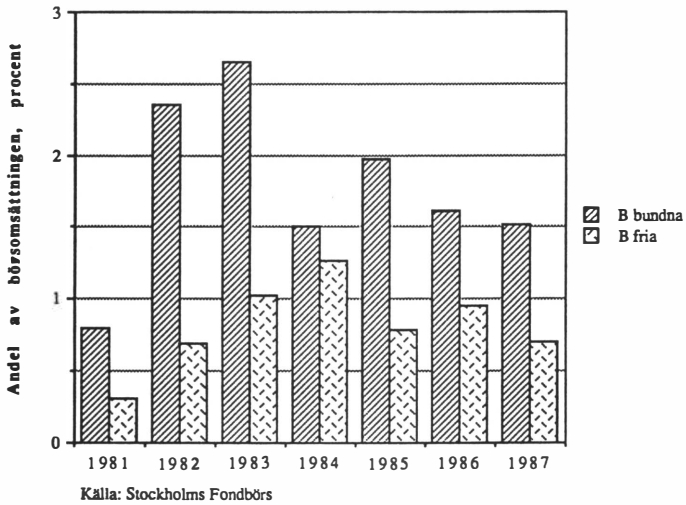
Figur A.3. Antal utestående ADS i USA 1981 - 1987 (1000-tal)



*Uppgift saknas för 1982

Källa: Pharmacias Årsredovisningar 1981 - 1987.

Figur A.4. *Pharmacias b-aktiers andel av svenska börsens omsättning 1981 - 1987*



KÄLL- och LITTERATURFÖRTECKNING

1. Tryckta källor

Börsguiden 85/86, 1985, Stockholm: Öhman Investkonsult.

CDA Investment Technologies, 1987, *Institutional Stock Holdings Survey June 30*, New York.

Ds I 1985:7, *Utländskt inflytande i svenska företag*, Stockholm: Finansdepartementet.

Aktiv Placering, *Företagsanalyser 1983, 1984, 1985, 1986*, Stockholm: SE-banken.

Pharmacias nyemissionsprospekt 1977, 1981 och 1983.

Pharmacias obligationsprospekt 1976 och 1978.

Pharmacias årsredovisningar 1972 - 1987.

Riksbankens Årsbok 1982, 1985, 1987.

SOU 1978:13, *Kapitalmarknaden i svensk ekonomi*, Betänkande av kapitalmarknadsutredningen, Stockholm: Ekonomidepartementet.

SOU 1979:9, *Löntagarna och kapitaltillväxten: Löntagarfonder och aktie-marknaden - en introduktion*, Stockholm: Löntagarfondsutredningen, Ekonomidepartementet.

SOU 1981:44, *Löntagarna och kapitaltillväxten. Slutrapport*, Stockholm: Löntagarfondsutredningen, Ekonomidepartementet.

SOU 1982:28, *Löntagarna och kapitaltillväxten: Ägarstrukturen i börsföretagen*, Stockholm: Löntagarfondsutredningen.

Morgan Stanley, 1982, Data och statistik kring Pharmacias emission 1981, New York.

2. Litteratur

- BEIDLEMAN, C.,(ed.), 1987, *The Handbook of International Investing*, Chicago, Ill.: Probus Publishing Company.
- BERGLÖF, E., 1987, "Ägarna och kontrollen - en jämförande studie av sex länders finansiella system". Expertrapport till kommittén för ägande- och inflytande frågor i svenskt näringsliv 870719, *Institutet för internationellt företagande*, Handelshögskolan i Stockholm (stencil).
- DONALDSON, G., 1984, *Managing Corporate Wealth*, New York: Praeger Publishers.
- EUN, C.S. & JANAKIRAMANIAN, S., 1986, "A Model of International Asset Pricing with a Constraint on the Foreign Equity Ownership", *Journal of Finance*, XLI, No. 4, s. 897-914.
- FINDLAY, M.C. & WHITMORE, G.A., 1974, "Beyond Shareholder Wealth Maximization", *Financial Management*, 3, s. 25-35.
- GRAUER, R.R. & HAKANSSON, N.H., 1986, "Gains from International Diversification: 1968 - 85 Returns on Portfolios of Stocks and Bonds", *The Journal of Finance*, XLII, No. 3, s. 721-741.
- GROHMAN, H. & HÖRNELL, E., 1987, *Läkemedelsindustrins struktur och konkurrenskraft*. Rapport för Läkemedelsindustrirådet, Uppsala: HSC.
- HAMMAR, R., 1982, "Fortia först på plan. Så emitterar man i USA", *Ekonomien*, Nr 6, s. 28-30.
- HEDLUND, G., 1984, "Voice, Exit och Loyalty som mekanismer för ägarinflytande", *Institutet för Internationellt företagande*, Handelshögskolan i Stockholm (stencil).
- HEDLUND, G., Hägg, I., Hörnell, E. & Rydén, B., 1985, *Institutioner som aktieägare*, Stockholm: SNS.

- HEDLUND, G. & HÄGG, I., 1979, "Case Studies in Accounting Research", *Accounting, Organizations and Society*, 4, No 1/2, s. 135 - 143.
- JOHANSSON, S-E., 1983, *Företagets lönsamhet, finansiering och tillväxt*, Lund: Studentlitteratur.
- KAUFMAN, H., 1986, *Interest Rates, the Markets, and the New Financial World*, London: I.B. Tauris & Co Ltd.
- LEVY, H. & SARNAT, M., 1986, *Capital Investment and Financial Decisions*, 3rd ed., Englewood Cliffs, N.J.: Prentice-Hall.
- PIPER, T.R. & FRUHAN, Jr. W. E., 1981, "Is your stock worth its market price?", *Harvard Business Review*, May-June, s. 124-132.
- PRINCE, T., 1987, "An Institutional Investor's Approach to International Investment", I: Beidleman, C., *The Handbook of International Investing*, Chicago, Ill.: Probus Publishing Company.
- SHARPE, W. F., 1985, *Investments*, 3rd ed., Englewood Cliffs, N.J.: Prentice-Hall
- SOLOMON, E., 1963, *The Theory of Financial Management*, New York: Colombia University Press.
- STAPLETON, R.C. & SUBRAHMANYAM, M.G., 1977, "Market Imperfections, Capital Market Equilibrium and Corporate Finance", *Journal of Finance*, XXXII, No 2, May, s. 307 - 319.
- STONEHILL, A.I., & DULLUM, K.B., 1982, *Internationalizing the Cost of Capital*, Köpenhamn: Nyt Nordiskt Forlag Arnold Busck A/S.
- SWARTZ, O., 1987, "The Cost of Capital of a Firm with Two Shareholder Segments", *Research Paper 6322*, EFI i Stockholm (stencil).
- VALDELIN, J., 1974, *Produktutveckling- och marknadsföring*, Stockholm: EFI.

3. Tidningar.

Arbetet 4/5 1983.

Affärsvärlden, 9/1977, 32/33/1985, 19/1985, 35/1986.

Dagens Nyheter, 16/5 1981.

The Economist, 8/11 1986, "Global Investment Management, A Survey".

Euromoney, May 1985, "The Surge in International Equities".

Expressen, 13/9 1981.

Financial Times, 11/4 1987.

Svenska Dagbladet, 5/3 1987, 21/8 1988.

Veckans Affärer, 27/8 1981.

Upsala Nya Tidning, 25/2 1987.

4. INTERVJUER

Anställda eller tidigare anställda på Pharmacia.

Sven Boode (9/3 1987)	Vice VD Pharmacia till januari 1981. Avgick som styrelsesuppleant 1983.
Ralph Hammar (16/3 1987)	1978 - 1981 controller i Diagnostika-divisionen. Ekonimi- och Finansdirektör i Pharmacia april 1981 - mars 1984
Harry Johansson (16/10 1986)	Ekonomidirektör 1972 - april 1981
Ingvar Johansson (13/4 1987)	Anställdas representant (suppleant) i styrelsen 1978 - 1982.
Ulf Mandrén (13/4 1987)	Anställdas representant i styrelsen 1981 - 1982.
Hans Persson (28/1 1987)	Finanschef Pharmacia, deltog i arbetet med emissionerna 1981 och 1983.
Carl-Eric Sjöberg (28/1 1987)	Vice VD sedan 1980. Suppleant i styrelsen sedan 1981.
Bertil Tiusanen (28/3 1988 + ytter- ligare tillfällen	Ekonomichef i moderbolaget 1982. Från april 1984 Ekonomi- och Finansdirektör Pharmacia.
Gösta Viriding (9/10 1986)	VD för koncernen 1973 - 1980, tidigare VD Pharmacia- bolagen. Styrelseledamot 1966 - 1983
Jörgen Winroth (27/5 1987)	Director Investor Relation sedan våren 1984 (med placering i New York).
Mats Ödman (15/10 1986)	Avdelning Samhällskontakt, Pharmacia AB. Var IR-ansvarig i USA våren 1983 - våren 1984.

Personer utanför Pharmacia.

Peter Bergenhausen Direktör Investor Relations, Ericsson, med placering
(7/10 1987) i New York.

Penelope Dobkin Portföljförvaltare i amerikanska
(13/5 1987) fondförvaltningsbolaget Fidelity.

Thomas Halvorsen Vice VD 4:e AP-fonden.
(7/4 1987)

Samuel D Isaly Analytiker, Warburg Securities, New York
(6/10 1987)

Richard Levich Professor Finance, New York University,
(5/10 1987) New York.

Gerald Nordberg Partner i Reinheimer Nordberg Inc. New York.
(7/10 1987)

Ken Oberman Fondförvaltare, Oppenheimer, New York.
(8/10 1987)

Jonathan de Pass Analytiker, Robert Fleming Securities Ltd London.
Catherine Staughton
Ian Rugheimer
(27/3 1987)

Jörgen Setterberg Chef Handelsbanken Stockholm City. Var 1981 bankens
(18/3 1987) ansvarige för Pharmacias emissioner.

PROSPECTUS

Pharmacia AB

(formerly AB Fortia)

2,000,000 American Depositary Shares

Representing

1,000,000 Non-Restricted B Shares

Nominal Value SEK 10

Each American Depositary Share represents one-half of one Non-Restricted B Share. On November 1, 1983, the closing bid and asked prices for American Depositary Shares in the over-the-counter market as reported by NASDAQ were \$22 and \$22½ per share.

THESE SECURITIES HAVE NOT BEEN APPROVED OR DISAPPROVED BY THE SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION NOR HAS THE COMMISSION PASSED UPON THE ACCURACY OR ADEQUACY OF THIS PROSPECTUS. ANY REPRESENTATION TO THE CONTRARY IS A CRIMINAL OFFENSE.

PRICE \$22 AN AMERICAN DEPOSITARY SHARE

	Price to Public	Underwriting Discounts and Commissions(1)	Proceeds to Company(2)
Per American Depositary Share	\$22.00	\$1.02	\$20.98
Total (\$)	\$44,000,000	\$2,040,000	\$41,960,000

- (1) The Company has agreed to indemnify the Underwriters against certain liabilities, including liabilities under the Securities Act of 1933, and to pay the Underwriters \$100,000 as partial reimbursement of their expenses. See "Underwriting".
- (2) Before deduction of estimated expenses of \$164,100, including the reimbursement referred to in (1) above.
- (3) The Company has granted to the Underwriters an option, exercisable within 30 days hereof, to purchase up to 200,000 additional American Depositary Shares at the Price to Public, less the Underwriting Discounts and Commissions shown above, solely to cover over-allotments, if any. See "Underwriting". If such option were exercised in full, the total Price to Public, Underwriting Discounts and Commissions and Proceeds to Company would be \$48,400,000, \$2,244,000 and \$46,156,000, respectively.

The American Depositary Shares are offered, subject to prior sale, when, as and if the Non-Restricted B Shares are issued by the Company and deposited on behalf of, and accepted by, the Underwriters, subject to approval of certain legal matters by Davis Polk & Wardwell, counsel for the Underwriters. It is expected that delivery of American Depositary Receipts evidencing the American Depositary Shares will be made on or about November 9, 1983, at the office of Morgan Stanley & Co. Incorporated, 55 Water Street, New York, N.Y., against payment therefor in New York funds.

MORGAN STANLEY & CO.

November 2, 1983

Incorporated

I boken redogörs för beslutsprocesserna och genomförandet av Pharmacias aktieemissioner i utlandet 1981 och 1983. De utländska aktieägarnas voice- och exitbeteende belyses. Vidare beskrivs den finansiella utvecklingen i Pharmacia före och efter emissionerna och andra effekter som internationaliseringen av det egna kapitalet haft på verksamheten.

Projektet ingår i SNS ägandeforskningsprogram och har utförts av Erik Hörnell, chefsekonom vid Ingenjörsvetenskapsakademien (IVA) och docent i företagsökonomi vid Uppsala universitet och Henrik Didner, civilekonom och doktorand vid Företagsekonomiska institutionen vid Uppsala universitet.



ISBN 91-7150-343-9