



Förlagsinsatser

– möjligheter för ett kooperativt finansieringsinstrument

Johan Holmquist

*SLU, Institutionen för ekonomi
Företagsekonomi
D-nivå, 20 poäng*

*ISSN 1401-4084 (Palatino, 8pkt)
ISRN SLU-EKON-EX--364--SE*

*Examensarbete 364
Uppsala 2004*

Förlagsinsatser

– möjligheter för ett kooperativt finansieringsinstrument

B Shares – Potentials for a Swedish Cooperative Financial Instrument

Johan Holmquist

Handledare: Jerker Nilsson

© Johan Holmquist

Sveriges lantbruksuniversitet
Institutionen för ekonomi
Box 7013
750 07 UPPSALA

ISSN 1401-4084
ISRN SLU-EKON-EX-364-SE

Tryck: SLU, Institutionen för ekonomi, Uppsala, 2004

Sammanfattning

Studiens syfte är att utreda möjligheterna och begränsningarna för svenska lantbrukskooperativa företag att använda sig av förlagsinsatserna. Fyra företag är i fokus, nämligen Södra och KLS, vilka har använt sig av instrumentet, samt Swedish Meats och Svenska Lantmännen, vilka har aktuella överväganden att göra detsamma.

Utgångspunkten i teorikapitlet är de tre roller, som medlemmen har med sin förening, nämligen att äga, nyttja och styra föreningen. Transaktionskostnadsteorin samt äganderätts- och agentteorierna används för att analysera förlagsinsatsinstrumentet. Det empiriska materialet insamlas genom kvalitativa personliga intervjuer med förtroendevalda och högre tjänstemän i de fyra fallföretagen.

Möjligheterna för förlagsinsatserna är som följer:

- En individualisering av kapitalet sker, varvid investeraren får ett incitament i att engagera sig i föreningens ekonomiska utveckling. Det tas ett steg mot en bättre balans mellan ägar- och nyttjarrollen.
- Den kooperativa särprägnen behålls, eftersom rösträtt saknas, varvid externa investerare inte kan ta kontroll och skifta mot ett avkastningsmål.
- De agent- och äganderättsproblem, som uppstår på grund av att den kooperativa äganderätten är vagt definierad, reduceras men försvinner inte helt.
- Villkoren formuleras av föreningen, varvid instrumentet kan användas för olika syften – såsom en generell riktad emission eller riktade emissioner till systerföreningar för att stärka soliditeten; innehållen efterlikvid/slutbetalning varvid kapitalet behålls i föreningen under minst fem år; riktade emissioner till specifika projekt där endast de berörda investerare och på så vis får man en klart avgränsad och engagerad grupp.
- Medlemmarna kan bli mer öppna för nya finansieringsformer och organisationsstrukturer i framtiden, om förlagsinsatser emitteras och en utbildning angående instrumentet sker.

Begränsningarna för förlagsinsatser är som följer:

- Marknadsplats saknas och pappershanteringen är omständlig.
- Medlemmarna upplever sin nyttjarroll som väldigt stark, vilket innebär att det är svårt att få ett brett genomslag för ett införande av instrumentet.
- Instrumentet är okänt och kunskapen om det är begränsad.
- Instrumentets utformning med inlösen till nominellt värde samt utdelning baserat på det nominella värdet gör att några större fluktationer i marknadsvärdet knappast går att få – inte ens om en fungerande marknad kommer till stånd
- Instrumentets löptid är en begränsning för både innehavare och utgivare. Föreningen behöver viss planeringshorisont, och innehavaren behöver likviditet i instrumentet.
- Intresset för instrumentet begränsas troligast till den kooperativa kretsen.

Slutsatserna blir att förlagsinsatserna till viss del kan reducera de agent- och äganderättsliga problem, som uppstår på grund av att den kooperativa äganderätten är vagt definierad, men inte i den omfattning som förutspåddes. Instrumentets potential ligger i att vara en av de komponenter, som föreningarna använder för att flytta fokus från den kortsiktiga nyttjarrollen mot den långsiktiga ägarrollen.

Summary

The purpose of this study is to identify the potentials and constraints of a Swedish cooperative financial instrument translated as non-voting B-shares. Four cooperatives are studied; Södra (forestry) and KLS (meat) because they have issued non-voting B-shares, and Swedish Meats (meat) and Svenska Lantmännen (grain) because they consider issuing such.

Non-voting B-shares are allocated member equity. Dividends are paid annually if funds are available. Dividends to non-voting B-shares have a higher priority than patronage refunds. Non-voting B-shares can be issued to members and non-members, but capital from non-members must not exceed the common stock. The currency of the instrument must be at least five years. Redemption can be done after six months, if claimed by the issuer, and after two years, if claimed by shareholders. The dividend conditions are set by the cooperative and based on its performance, for example 5 %. There may also be a bonus system. Redemption must be at nominal value. Since no second-hand market exists, the instrument reminds of a bond that is redeemable after five years. The shares are paper-based but it may potentially become traded electronically. Today the volume of the instrument is low and there are high transaction costs when the shares are traded.

The three roles that a member has with his cooperative (user, owner and controller) are used to structure the theoretical analysis. Transaction costs theory, property rights theory, and agency theory are used to analyze the instrument. The collection of empirical data was conducted through qualitative interviews with management and directors of the cooperatives.

The potentials for the non-voting B-shares are:

- The capital is individualized which gives the members an incentive to take an active interest in the cooperative's economic performance.
- The cooperative identity is preserved. Investors cannot take control.
- B-shares can be used for different purposes. They can be issued to members and non-members or other cooperatives to raise the equity ratio. They can be used as retained patronage refunds. They can finance specific investments, whereby members become involved in that investment.
- Members might be more alert when cooperatives discuss future possibilities to finance.

The restraints for the non-voting B shares are:

- No market place exists and there are difficulties to trade because the instrument is paper-based.
- Members feel that their patronage role is strong which implies that it's difficult to issue B-shares. Members don't want to allocate more capital to the cooperative.
- B-shares are little known to the memberships and the general public.
- Redemption to nominal value limits the potential to get volatility in the instrument even if a functional market were at place.
- The currency of the instrument is a restriction to both cooperatives and shareholders. The cooperative needs time to plan its capital needs and the shareholder wants the instrument to be liquid.
- Those interested in the instrument will most likely be those with connections to the cooperative.

The conclusion is that B-shares can to some extent reduce agency and property rights problems, originating from vaguely defined property rights of cooperatives, but not to the extent that was expected. The instrument's prime role is to be one of the components (together with education) that cooperatives use to balance the members' short-term role as patrons with their long-term role as owners.

Innehåll

1. Inledning	1
1.1 Bakgrund.....	1
1.2 Problem	2
1.3 Problemanalys	5
1.4 Uppläggning och tillvägagångssätt	6
2. Förlagsinsatser enligt teori och principer.....	8
2.1 Teoretiska byggstenar.....	8
2.2 Ägarrollen	12
2.3 Styrningsrollen.....	15
2.4 Nyttjarrollen.....	16
2.5 Föreningen.....	16
2.6 Teoretiska slutsatser	17
3. Erfarenheter av förlagsinsatser – Södra och KLS.....	20
3.1 Södra Skogsägarna	20
3.2 KLS Livsmedel.....	26
4. Förlagsinsatsernas potential – Swedish Meats och Svenska Lantmännen.....	31
4.1 Swedish Meats	31
4.2 Svenska Lantmännen.....	34
5. Förlagsinsatsinstrumentets möjligheter och begränsningar	40
6. Diskussion och slutsatser	49
Referenser	51
Bilaga 1. Frågeguide – Södra och KLS.	53
Bilaga 2. Frågeguide – Swedish Meats och Svenska Lantmännen.....	55

1. Inledning

Vilken organisations- och finansieringsform de lantbrukskooperativa företagen ska ha för att kunna anpassa sig till den föränderliga omvärlden är ständigt under diskussion. Detta arbete fokuserar på huruvida det finansiella instrumentet förlagsinsatser är ett gångbart alternativ för ekonomiska föreningar för att anskaffa riskkapital och för att förändra organisations- och finansieringsstrukturen. Två lantbrukskooperativa företag, Södra skogsägarna och KLS Livsmedel, har använt sig av förlagsinsatser. Vidare behandlar studien Svenska Lantmännen och Swedish Meats, som diskuterar olika finansiella lösningar med medlemmarna.

1.1 Bakgrund

De pågående marknads- och strukturförändringarna berör alla aktörer i livsmedelskedjan. De faktorer, som först och främst påverkar lantbruket och lantbrukskooperationens lönsamhet, är detaljhandelns utveckling med ökad koncentration och internationalisering, utökat utländskt ägande i livsmedelsindustrin samt jordbrukspolitikens utveckling.

De ändrade marknadsförutsättningarna efter EU-inträdet har inneburit förlorade marknadsandelar för de svenska kooperativa företagen dels till utländska producenter och dels till investörägda svenska företag, i dagligt tal ofta kallade ”privata företag”. Nilsson och Björklund (2003) anser att först och främst måste de lantbrukskooperativa företagens strategier anpassas efter marknadens krav, och detta klarar företagen relativt bra. Men också organisationsstrukturerna bör anpassas efter marknadsstrategierna, och detta går trögt. Det finns möjligheter till ändrade organisationsstrukturer inom ramen för den kooperativa företagsformen.

Lantbrukskooperationen konkurrerar på lika villkor med övriga företagsformer om resurser och marknadsandelar. Den traditionella kooperativa organisationsformen innebär dock att företagen inte likt aktiebolag i första hand drivs av ett vinstintresse, d.v.s. maximering av avkastningen på ägarnas insatta kapital. Kooperativen måste anpassa sig till sina medlemmar som är nyttjare av och ägare till föreningarna. Nyttjarollen och ägarrollen kan ibland stå i konflikt med varandra. En tredje roll, som medlemmen har i relation till sitt kooperativa företag, är att engagera sig i styrningen av företaget.

Under regleringstiden var nyttjarrollen förhärskande, eftersom jordbrukspolitiken gjorde det möjligt att avsätta alla producerade volymer samtidigt som politiken var så generös att föreningarnas kapitalanskaffning inte beredde några problem. Nyttjarollens dominans skapade ett kortsiktigt tänkande hos medlemmarna och stark produktionsorientering. Medlemmarna fokuserade på priser och mindre på kooperativets framtida utveckling. Genom höga avräkningspriser och låga inköpspriser kunde medlemmen få nytta av samhandeln med kooperativet. Kapitalinsatserna var och är små, har låg avkastning och är inte omsättningsbara. Detta medför att medlemmen inte kan tillgodogöra sig föreningens värdetillväxt. Fokuseringen mot nyttjarrollen medför att medlemmen får en kortsiktig syn på föreningen – det är i ägarrollen det långsiktiga perspektivet kommer in.

De kooperativa organisationsstrukturer, som byggdes upp under de många åren med svensk jordbrukspolitik, finns i hög grad kvar idag. Föreningarna har i varierande grad anpassat sina marknadsstrategier till de nya omvärldsförutsättningarna, men när ägande- och organisationsstrukturerna inte anpassats till strategierna, har medlemmarna kvar sin kortsiktiga syn på föreningarna, vilket på sikt äventyrar föreningarnas framtid (Nilsson och Björklund, 2003).

Ju längre fram i förädlingskedjan ett företag är, desto större blir investeringarna. Eftersom medlemmarnas kapitalinsatser oftast är låga, har det nödvändiga kapitalet i första hand genererats genom att vinstmedel avsatts till kollektiva fonder och så i stor utsträckning. Detta skapar en finansiell tröghet, som motverkar större strukturgrepp för kooperativa företag jämfört med investörägda (Svensson, 1997; Hedberg, 2004).

För att klara av strategier, som innebär en ökad förädling av råvaran, krävs att frågan om kapital- och organisationsformer löses. En förändrad syn på ägar- kontra nyttjarrollen är nödvändig. Om medlemmarna ska bidra med riskkapital till de kooperativa företagen, bör förädlingsvinsterna fördelas i förhållande till kapitalinsatsen oavsett form. Om förädlingsvinsterna betalas ut i form av övernormala avräkningspriser, ger det fel marknadssignaler, vilket leder till ett utbudsöverskott och fallande priser. Betalas förädlingsvinsterna i stället ut i form av kapitalavkastning, kan medlemmen tydligt se huruvida investeringar i det kooperativa företaget lönar sig. Samtidigt ges styrsignaler, som utvärderar de kooperativa företagsledningarnas sätt att sköta sitt arbete. Engagemanget torde övergå från att vara kortsiktigt och opportunistiskt till att bli långsiktigt, om medlemmen kan tillgodogöra sig en del av det förädlingsvärde han/hon varit med om att bygga upp.

Både de kooperativa företagen och deras ägare har intresse av finansieringsinstrument, som tydliggör ägarrollen. Förlagsinsatser är ett finansiellt instrument, som kan vara intressant att i olika varianter använda, om de kooperativa företagen ska förändra sin finansierings- och organisationsform. Således ägnas denna studie åt att undersöka förutsättningarna för en ökad användning av förlagsinsatser såsom finansieringsinstrument inom den svenska lantbrukskooperationen.

1.2 Problem

Kooperativt företagande definieras av Barton (1989, s 1) i termer av tre relationer:

1. User-owner principle. Persons who own and finance the co-operative are those that use it.
2. User-control principle. Control of the co-operative is by those who use the co-operative.
3. User-benefit principle. Benefits of the co-operative are distributed to its users on the basis of their use.

Dessa roller ska enligt definitionen sammanfalla. Medlemmen ska på en och samma gång äga företaget, styra det samt bedriva en lönsam samhandel med det (Nilsson och Björklund, 2003).

Tillgången till kapital bestäms av organisationsformen. Chaddad (2001) visar i sin studie av 1271 amerikanska bondekooperativa företag att många av företagen upplever svårigheter med att skaffa fram kapital. Problemen i USA påminner till stor del om dem som finns i Sverige när kapitalkrävande satsningar diskuteras. Chaddad redovisar även teoretiska argument som underbygger hypotesen att bondekooperativen upplever kapitalrestriktioner.

De kooperativa företagens kapitalproblem är en följd av den s.k. kooperativa residualrätten, d.v.s. rätten att tillgodogöra sig vinsterna (residualen). Residualrätten är begränsad till medlemmarna och den är varken omsättningsbar eller inlösningsbar samtidigt som avkastningen är proportionell gentemot nyttjandet av kooperativet i stället för att vara knuten till ägandet. Den kooperativa residualrätten leder till investeringsrestriktioner, vilka kan förklaras i termer av agentproblem såsom gratispassagerar-, horisont- och portföljproblemen (Chaddad, 2001).

Olika åtgärder kan tydliggöra ägarrollen. Det krävs en slags individualisering av kapitalet samtidigt som residualen (vinsten) fördelas som avkastning på kapitalet, varvid föreningen också kan närma sig ett marknadsmässigt pris för råvarorna, så att det inte uppstår ett utbudsöverskott. Det bör då inte heller finnas något insatstak om systemet ska kunna premiera ökade kapitalinsatser. Sådana åtgärder kan vara insatsemissioner, ökade individuella insatser, bolagisering eller förlagsinsatser.

Anskaffning av riskkapital i ekonomiska föreningar skiljer sig från övriga associationsformer. Det gemensamma är att verksamheterna kräver kapital, och den del som benämns egenkapital ska komma från företagets ägare. Det primära egenkapitalet i ekonomiska föreningar utgörs av medlemmarnas obligatoriska kapitalinsatser, d.v.s. *medlemsinsatserna*. För att en förening ska kunna öka det egna kapitalet kan den höja insatsskyldigheten, förkorta tiden för amortering av insatsinbetalningen eller införa frivilliga överinsatser med en rätt till insatsränta.

Genom *insatsemissioner* kan den del av det kollektiva kapitalet, som utgörs av fritt eget kapital, delas ut till medlemmarna, varvid insatskapitalet individualiseras och ägarrollen stärks. Kapitalet blir på så vis kvar i företaget och soliditeten påverkas inte förrän medlemmen begär utträde. Utdelningen kan bero på storleken av samhandeln eller storleken på tidigare insatskapital (Broberg 1996). Emissionen tillför dock inget nytt riskkapital. Tvärtom kan föreningens finansiella ställning försvagas, eftersom emissionsinsatserna kommer att betalas ut efterhand som medlemmar utträder ur föreninge n.

Ett kooperativ kan även välja att *bolagisera* en större eller mindre del av sin verksamhet, företrädesvis sådan som ligger långt ifrån det primära syftet att samla ihop råvaran.

Kooperativet är huvudägare och den eventuella vinsten går direkt till föreningen, som kan fördela den till medlemmarna, också i form av högre avräkningspriser eller efterlikvider.

Föreningar kan också locka till sig kapital från medlemmar och andra genom att emittera *förlagsinsatser*. Införandet av förlagsinsatser har gett de ekonomiska föreningarna en möjlighet att konkurrera på kapitalmarknaden med andra associationsformer. Förlagsinsatserna utgör särskilda kapitalinsatser och ingår i föreningens bundna egna kapital, men intar en mellanställning mellan medlemskapital och lånat kapital. Vid en föreningens upplösning ger dessa rätt till betalning före insatserna, men efter borgenärers fordringar (Mallmén, 2002). Avkastningen på förlagsinsatser beslutas på stämman. Företagen har en möjlighet att införa ett bonussystem, som möjliggör högre utdelningar, om vissa kriterier uppfylls, t.ex. att avkastningen på sysselsatt kapital varit över ett fastställt procenttal. För att utdelning ska bli möjlig krävs att fritt eget kapital finns i föreningen. Instrumentet ger kooperativa företag möjlighet att få in externt riskkapital, samtidigt som den kooperativa prägel bibehålls. Incitamentsstrukturen torde förbättras tack vare klarare principer för styrelsen.

Av de fyra ovannämnda sätten för kooperativa föreningar att individualisera ägandet måste det senare anses ha stor potential, om föreningen vill behålla den kooperativa prägel. En ökning av insatsskyldigheten liksom en snabbare amorteringsperiod innebär att samtliga medlemmar åläggs krav på utökade finansiella åtaganden i föreningen, vilket kan skapa problem i synnerhet för redan hårt belastade medlemmar. Var och en av medlemmarna har sin riskpreferens, varför det uppstår s.k. portföljproblem, om samtliga medlemmar tvingas höja sina insatser i föreningen. Insatsemissioner medför att föreningens soliditet på sikt kan äventyras, varför föreningen troligen inte är beredd att låta en större del av det kollektiva kapitalet överföras till emissionsinsatser. Bolagisering försvåras av nuvarande skattelagstiftning. Denna kräver att föreningen ska vara ensam ägare till ett dotterföretag för att enkelbeskattning vid utbetalning av efterlikvid och återbäring ska vara möjlig samt att verksamheten kan knytas an till kooperativets huvudsakliga verksamhetsinriktning. Så fort en delägare med ett kapitalavkastningsmål tillkommer försvinner skattefördelen och aktieutdelningen sker med beskattade medel. För de kooperativ med en dominerande marknadsställning är det dessutom omöjligt att bolagisera det första ledet då detta skulle underkännas av konkurrensmyndigheten. Däremot, vilket också är fallet, är det möjligt att bolagisera vissa delar av verksamheten företrädesvis de som ligger närmast slutkunden/konsumenten.

Således ägnas denna studie enbart åt möjligheter och begränsningar för förlagsinsatser såsom ett finansieringsinstrument för kooperativa föreningar. Ett av problemen, som är i fokus för studien, är förlagsinsatsernas omsättningsbarhet. Eftersom förlagsinsatser infördes i den svenska lagstiftningen redan 1984 samtidigt som föreningarna har använt sig av denna möjlighet i synnerligen begränsad utsträckning, måste det rimligtvis finnas några brister. En brist, som har nämnts, är att det är svårt att få till stånd en fungerande marknad för handel med förlagsinsatser. Detta upplever framför allt Södra Skogsägarna såsom ett hinder för förlagsinsatsinstrumentets fortsatta utbredning. Förvisso finns också andra brister och hinder, samtidigt som det även finns stora möjligheter med detta finansieringsinstrument.

Således kan studiens syfte preliminärt anges såsom *att utreda möjligheterna och begränsningarna för lantbrukskooperativa företag med att använda förlagsinsatsinstrumentet*. Vart och ett av de i denna definition nämnda nyckelbegreppen blir i det följande föremål för en granskning. Lantbrukskooperativa företag samt uttrycket möjligheter och begränsningar diskuteras i nästa avsnitt så att avsnittet kan avslutas med en formulering av studiens definitiva syfte. En djupare redovisning av förlagsinsatser såsom kooperativt finansieringsinstrument följer i kapitel 2. Det skulle föra alltför långt att inkludera den i avsnitt 1.3.

1.3 Problemanalys

Lantbrukskooperativa företag

Studien avgränsas till att behandla svenska lantbrukskooperativa företag. Flera andra länder har motsvarande finansieringslösningar inskrivna i sina föreningslagar, men de institutionella förutsättningarna i övrigt kan variera så mycket att det inte bedöms vara lämpligt att inkludera dessa i studien.

Södra och KLS är de enda föreningar, som emitterat förlagsinsatser till sina medlemmar, och deras erfarenheter är därmed ytterst intressanta. Samtidigt är det också nödvändigt att granska andra föreningar, framför allt sådana som ännu inte har infört förlagsinsatser men som har ett intresse av sådana. Instrumentet har diskuterats inom många föreningar, men Swedish Meats och Svenska Lantmännen är kanske de mest intressanta att studera. Eftersom dessa två storleksmässigt är de största inom den svenska lantbrukskooperationen, skulle ett eventuellt utgivande av förlagsandelsbevis kunna leda till att denna finansieringsvolym blir stor. Därmed ökar förutsättningarna för t.ex. en bank (eller annan så kallad ”market maker”) att få till stånd en fungerande marknad för omsättning av förlagsandelsbevisen. Således riktar studien in sig mot fyra föreningar – Södra och KLS, som redan har förlagsinsatser, samt Swedish Meats och Svenska Lantmännen, som överväger instrumentet.

Möjligheter och begränsningar

Med *möjligheter* avses de positiva effekter, som förlagsinsatsinstrumentet kan ha för de kooperativa föreningarna och ytterst för dessas medlemmar. Införande av förlagsinsatser kan tänkas lösa olika problem, som de kooperativa företagen har, till och med sådana, som man idag är föga uppmärksam på. Det kan givetvis röra sig om anskaffning av egenkapital till föreningarna, varvid dessa kan genomföra investeringar till gagn för medlemmarna, men också det faktum att förlagsinsatserna per definition är individuellt ägt kapital kan ha positiva effekter. Medlemmens ägarengagemang kan ökas, vilket rimligtvis leder till ökad investeringsvilja. Med det utökade individuella ägandet kan också förväntas att medlemmen blir mera aktiv i sin styrningsroll, och kanske även i sin nyttjarroll. Alla dessa tänkbara positiva effekter gäller troligtvis under bestämda förutsättningar – beroende av branscher, företagsstorlek, verksamhetsgrenar, osv.

Med *begränsningar* menas vilka hinder som finns för användandet av instrumentet ur både ägarnas och föreningens synvinkel. Det gäller hinder av skilda slag – juridiska, institutionella, psykologiska, organisatoriska, osv. Behövs lagändringar för att instrumentets potential till fullo ska kunna utnyttjas? Måste attityden hos ägarna förändras för att de ska vara beredda att skjuta till kapital via förlagsinsatser? En begränsning är att det har visat sig finnas svårigheter att få till stånd en välfungerande marknad för förlagsinsatser. Södra Skogsägarna har gett uttryck för detta. Troligen är dåligt fungerande andrahandsmarknad för förlagsinsatser den viktigaste begränsningen för förlagsinsatsinstrumentets fortsatta spridning. Därför blir denna föremål för en något djupare behandling i studien än de juridiska, psykologiska och andra hindren.

Definitivt syfte

Det preliminära syfte, som formuleras i förra avsnittet, kan efter resonemangen tidigare i detta avsnitt nu ges en mera precis formulering. *Studiens syfte är således att utreda möjligheterna och begränsningarna för svenska lantbrukskooperativa företag att använda sig av förlagsinsatsinstrumentet, varvid fyra företag är i fokus, nämligen Södra Skogsägarna och KLS, vilka redan har emitterat förlagsinsatser, samt Swedish Meats och Svenska Lantmännen, vilka har aktuella överväganden om att göra detsamma.*

I studien granskas alla tänkbara positiva effekter av förlagsinsatser – möjligheter – medan analysen av instrumentets begränsningar har ett fokus mot svårigheter att få till stånd en välfungerande andrahandsmarknad för förlagsinsatser, och övriga hinder berörs mera översiktligt, försåvitt de inte är nära kopplade till andrahandsmarknaden. Vid bedömningen av förlagsinsatsinstrumentets möjligheter och begränsningar är det konsekvent de kooperativa föreningsmedlemmarnas perspektiv som används. Därvid måste beaktas att medlemsbegreppet består av tre komponenter – en nyttjarroll, en styrningsroll och en ägarroll – vilka är ömsesidigt beroende av varandra. I bedömningen av förlagsinsatsernas betydelse för medlemmarna måste alla tre rollerna beaktas.

1.4 Uppläggning och tillvägagångssätt

I *detta kapitel* anges bakgrunden till arbetet, problemen identifieras och syfte formuleras. Det föreliggande avsnittet omfattar dels en översikt över rapportens uppbyggnad och dels en redogörelse för principerna bakom valet av teoribaser samt principerna för besluten om datainsamlingsförfarande.

Kapitel 2 omfattar en principiell redogörelse för förlagsinsatsinstrumentets egenskaper ur teoretiska (framför allt kooperations- och kapitalmarknadsteoretiska) och praktiska (särskilt juridiska) perspektiv. De olika juridiska och andra praktiska aspekterna sökes tolkade teoretiskt, varvid framställningen blir integrerad. Kapitlet avslutas med ett antal slutsatser, som kan fungera såsom utgångspunkt för konstruktionen av den frågeguide, som används vid datainsamlingen i de fyra fallföretagen.

De erfarenheter, som hittills gjorts med utgivande av förlagsinsatser till föreningars medlemmar, redovisas i *kapitel 3*. Här följer en genomgång av Södra Skogsägarnas och KLS:s utgivande av förlagsinsatser under senare år, tolkade i termer av de teoretiska observationer, som görs i *kapitel 2*. Erfarenheterna, som Södra och KLS har samlat på sig angående förlagsinsatserna, tjänar såsom bas för intervjuerna i de två fallföretag, som ännu inte har infört förlagsinsatser men som överväger att göra detta.

Kapitel 4 behandlar förlagsinsatsinstrumentets möjligheter och hinder i Swedish Meats och Svenska Lantmännen. Utifrån *kapitel 3*:s erfarenheter formuleras ett antal scenarier, som ledande förtroendevalda i de båda föreningarna ombeds att ta del av innan intervjuerna. Avsikten med detta är att ett större djup ska kunna uppnås i intervjuerna. Därmed uppnås också en integrativ effekt, nämligen att de teoretiska utgångspunkterna och samtliga fyra fallstudier kan bringas i överensstämmelse med varandra i det efterföljande kapitlets analys.

Dessa jämförande analyser genomförs i *kapitel 5*. Här tolkas alltså fallstudierna utifrån de teoretiska resonemangen i slutet av *kapitel 2*.

Kapitel 6 omfattar en diskussion av förlagsinsatsinstrumentets möjligheter och hinder, framför allt i de fyra fallföretagen och särskilt i de två företag, som överväger att utge förlagsinsatser. Avslutningsvis följer en mera generell utblick över instrumentets potential i andra svenska lantbrukskooperativa företag.

Den *teoretiska basen* för studien är framför allt de nyinstitutionalistiska teorier, som vanligtvis används för studier av kooperativt företagande. Utgångspunkten är själva definitionen av kooperativa företag (se avsnitt 1.2), i vilken anges de olika roller, som begreppet medlem består av. Dessa tre roller anger strukturen för den teoretiska genomgången i *kapitel 2*. De övriga teoretiska analysverktygen hämtas från transaktionskostnadsteorin, äganderättsteorin och agentteorin. Transaktionskostnadsteorin belyser problemen med s k tunna marknader, vilka ofta förekommer när antalet transaktioner är litet, t ex om förlagsandelsbevis skiftar ägare mycket sällan. Äganderättsteorin kan användas för att förstå s k starkt ägda företag, dvs sådana företag, vars ägarandelar inte eller åtminstone sällan skiftar ägare.

I kapitlen 3 och 4 redovisas *empiriska observationer i form av fyra fallstudier*. Databasinsamlingen för dessa består av informella intervjuer med ledande förtroendevalda i de fyra studerade föreningarna och högre tjänstemän. Eftersom studiens problematik är komplex, måste data insamlas genom tvåvägskommunikation. Därmed blir det ett större djup, eftersom svaret på en fråga kan följas upp med följdfrågor. Intervjuer med LRF:s förbundsjurist utförs för att utröna den juridiska och skattemässiga aspekten.

2. Förlagsinsatser enligt teori och principer

Detta kapitel utgörs av en principiell redogörelse rörande förlagsinsatser. *Förlagsinsats* betyder tillskott av kapital genom insats. *Förlagsandel* är de rättigheter, som är förenade med förlagsinsatsen, och *förlagsandelsbevis* är det skriftliga beviset om förlagsandel. Förlagsinsatser infördes 1984. Modellen kom från kooperationsutredningens betänkande, som behandlade bland annat Kooperationens finansiella ställning och kapitalproblem (SOU 1981:60, s. 171 ff.) Tanken med förslaget var att försöka jämställa de ekonomiska föreningarnas kapitalförsörjning med andra associationsformers. Det skulle finnas en möjlighet för ekonomiska föreningar att få riskkapital från andra än medlemmar, bl.a. allmänna pensionsfonden och kooperativa kapitalsparfonder. Detta innebar att man avvek från dittillsvarande principer att föreningarnas behov av eget kapital i rörelsen skulle tillgodoseas genom medlemsinsatser och fonderande överskott (Mallmén, 2002).

Kapitlet inleds med en kort redogörelse för sådana teorier, som i de efterföljande avsnitten användes för att ge en djupare förståelse av förlagsinsatsinstrumentet. Avsnittet förklarar ett antal centrala begrepp samt hur dessa är kopplade till förlagsinsatsernas potential att mildra de problem som identifieras utifrån teorierna. Olika aspekter på förlagsinsatsinstrumentet redovisas i avsnitten 2.2-2.4, kategoriserade enligt de tre medlemsrollerna. I avsnitt 2.5 förklaras hur en emission av förlagsinsatser skulle kunna påverka företagen och dess organisationsstruktur. Avslutningsvis utmynnar avsnitt 2.6 i en rad teoretiska slutsatser, vilka ligger till grund för den frågeguide, som styr intervjuerna med utvalda personer i företagen.

2.1 Teoretiska byggstenar

Transaktionskostnadsteorin

När transaktioner genomförs uppstår kostnader. Dessa avser inte enbart varan eller tjänsten, utan även själva transaktionen är resurskrävande. Vid ett köp granskar de inblandade parterna produkten ifråga, orienterar sig i utbudet, undersöker motpartens tillförlitlighet och gör upp kontrakt för att bedöma köpets värde. Allt detta medför kostnader. Risken att köparen får betala ett alltför högt pris räknas också in i transaktionskostnaden (Hakelius, 2003). Transaktionskostnaderna omfattar olika kostnadsgrupper. *Kontraktskostnader* uppstår vid handel med någon annan då kontrakt först måste upprättas. Aktörer måste hitta en handelspartner för att sedan bestämma vad affären ska innehålla. *Kontraktskostnader* uppstår när två eller flera aktörer etablerat en kontakt och dessa skall komma överens om pris, kvalitet, kvantitet, betalning och leverans. Transaktionskostnader utgörs av resurser som används för att hantera ofullständig information i samband med handel (Fahlbeck, 1994). Detta särskiljer den nyinstitutionalistiska teoribildningen från den neoklassiska teorin. Den neoklassiska förutsätter en perfekt marknad, rationella aktörer och tillgång till all information för de inblandade parterna vid ett köp. Den nyinstitutionalistiska teorin ser organisationer som en samling av nyttoximerande individer med begränsad information och med begränsad rationalitet.

Äganderättsteorin

Kollektivet har äganderätt till föreningen, vilken i sin tur äger företaget. Ett problem i detta förhållande är när kollektivet blir allt mer heterogent. Då ökar svårigheterna att styra föreningen. Kollektiva ägandeinsatser som inte är omsättningsbara leder till problem med värdering och styrning av företaget, eftersom individen enligt äganderättsteorin vill vårda det hon eller han äger. Individen har äganderätt till sin insats, men denna äganderätt är begränsad, eftersom det är kollektivet och inte individen som styr över vad som händer med denna insats. Vidare finns det inte någon marknad för äganderätten. En konsekvens av detta är att engagemanget i föreningen sviktar.

Starkt ägda företag

Organisationer som inte kan ägas av vem som helst, till exempel företag som inte är publika (börsnoterade), kallas av Easterbrook och Fischel (1986) för "closely held corporations". De kooperativa företagen kan hänföras till dessa. Ett problem för dessa företag är att de inte har tillgång till en kapitalmarknad samtidigt som de har relativt stora summor investerade i organisationen. Det saknas en marknad, som kan värdera företagen utifrån marknadsmässiga grunder. Andelarna kan inte köpas och säljas fritt, vilket leder till att det är omöjligt för någon som vill bli delägare i organisationen att i förväg bedöma om priset är rimligt och om investeringen blir lönsam.

Avsaknaden av en marknad för andelarna skapar ett behov av en byråkratisk apparat för att bestämma vinstfördelningar och dylikt. I denna process alstras konflikter mellan olika intressen, vilket skapar transaktionskostnader och även problem ur äganderättsteoretisk synvinkel, då den centrala frågan är hur överskottet (residualen) skall fördelas. Ett mönster av kontrakt upprättas för att råda bot på problemen med att marknadssignaler saknas och att även minoritetsägares intressen måste bevakas. När minoritetsgrupper får stor makt kan det uppstå konflikter, eftersom många viljor (heterogen ägargrupp) finns representerade. Det finns stora skillnader mellan de starkt ägda företagen och publika bolag vad gäller managementkostnader. Eftersom ägandet (insatserna) och styrandet (en medlem - en röst) är åtskilt, blir problemen större i kooperativ. Äganderätten är vagt definierad, vilket leder till osäkerheter och konflikter beträffande organisationernas uppbyggnad och arbetsätt. Ju komplexare organisationen är, desto svårare blir det att styra den, det vill säga det framkommer agentproblem. För att minska agentproblemen uppstår kontrollkostnader (se nästa underavsnitt).

Agentteorin

Huvudmannen (medlemmen) ger i uppdrag till agenten (organisationen och dess ledning) att utföra uppgifter i syfte att sänka transaktionskostnader, som varje enskild medlem har. Ett kontrakt upprättas mellan huvudmannen och agenten, där det bestäms vad agenten ska göra och vad belöningen till agenten blir. Syftet med detta kontrakt är att huvudmannens kontrollkostnader av agenten ska minska. Samtidigt som transaktionskostnader för medlemmen sänks tillkommer emellertid nya kostnader¹:

¹ Schusters indelning av agentproblemen från 1990 (Nilsson och Björklund, 2003).

Medlemmarna måste övervaka att ledningen gör det de vill att den skall göra. Häri ligger problem: Det är svårt för den enskilde medlemmen att ha överblick över vad som händer i företaget och också att se vilken person i ledningen som gör det han ska och vilken som inte gör det han åtagit sig. Detta kallas *uppföljningsproblem*. Då medlemmen inte får tillräcklig belöning för sina finansiella och personliga insatser, kommer föreningen inte att styras i enlighet med deras intressen. Ett stort kollektivt kapital medför därför en risk att intresset och förmågan att styra företaget går förlorad, varvid den anställda ledningen tar över istället. Om medlemmarna i stort är passiva och om både det kollektiva och individuella egenkapitalet är avskärmat från marknadskrafterna, blir feedbacken på ledningens investeringsbeslut svag, vilket ökar risken för olyckliga investeringar (Nilsson och Björklund, 2003).

- *Beslutsfattandeproblemet* är nära förknippat med ovanstående problem. När det är svårt för medlemmen att överblicka vad som pågår i den kooperativa organisationen samtidigt som det är svårt för ledningen att avgöra medlemmens egentliga vilja, blir resultatet att medlemmarna får problem att styra sitt företag och ledningen får svårt att läsa av sina ägares vilja. Organisationen blir svårstyrd pga. bristande kommunikation mellan huvudman och agent. Det är då lätt hänt att ledningen själv definierar en målsättning för företaget och låter sig styras enbart av marknadssignaler från medlemmarna. Detta gäller särskilt om ledningen inte heller får marknadssignaler från någon aktiemarknad. Förlagsinsatserna skulle lindra dessa problem vid en emission vars syfte är att finansiera en specifik investering. Om många tecknar sig, får ledningen signaler om att den är rätt ute med sin investering.
- Ett annat problem är det så kallade *portföljproblemet*. I detta är graden av risktagande det centrala. Vad ska föreningen satsa på och hur skall de olika satsningarna kombineras? Medlemmar i en förening har olika preferenser för investeringar, risk etc. I kooperativ där föreningen har stora investeringar långt ifrån medlemmens egna verksamhet blir problemen mest påtagliga. Med en heterogen medlemskår ökar problemen. Det finns inte samma möjligheter till fördelning av risken mellan individer med olika förmögenheter och riskpreferenser som när andelarna är omsättningsbara på en marknad. Detta kan minskas med hjälp av förlagsinsatser, som emitteras till specifika projekt. Då kan medlemmen själv avgöra huruvida han eller hon vill investera eller inte. Signaler ges till innehavaren rörande investeringens avkastning. Dessa signaler kan ta sig uttryck i en hög bonusberättigad utdelning i de fall bonussystem finns, eller ett marknadspris som överstiger det nominella värdet för instrumentet i de fall en fungerande marknad finns.
- Det kan vara så att en medlem anser att ledningen ska göra en sak, medan en annan medlem anser att den ska göra något annat. Detta kan ha sin förklaring i att den ene medlemmen tänker sluta som lantbrukare inom något år och den andra just blivit medlem. Detta innebär att de har olika syn på vad de vill att deras kooperativa organisation skall göra för dem. Den förste vill kanske ha ut så mycket pengar som möjligt från organisationen, medan den andre vill satsa på att konsolidera företaget. Detta kallas *horisontproblemet*, Det torde kunna begränsas med förlagsinsatser, förutsatt att det finns en fungerande marknad så att medlemmen kan ta sig ur sitt

ägande. Även om inte en fungerande marknad finns kan problemen minskas i de fall förlagsinsatserna emitteras för att finansiera specifika investeringar, och det samtidigt är frivilligt att teckna sig.

- *Problemet med gemensam egendom* eller *gratispassagerarproblemet* följer av att det i kooperativa företag finns en vagt definierad äganderätt. Detta gör det möjligt för de enskilda medlemmarna att vinna fördelar utan att betala det fulla priset för de erhållna tjänsterna. Betalningen erläggs av kollektivet av medlemmar. Detta problem kan i viss mån undvikas med hjälp av förlagsinsatser, eftersom de medlemmar, som inte innehar förlagsinsatser inte kan vara gratispassagerare på den utdelning som förlagsinsatserna ger. Däremot kan de vara gratispassagerare på det eventuella värde, som det investerade kapitalet hjälper till att bygga upp i föreningen. Subventionerna mellan olika medlemskategorier minskar men försvinner troligen inte. Problemet minskar, om föreningen utformar villkoren för insatserna så att en stor del av det värde, som insatsen skapar, går tillbaka till dem som satsat kapitalet.

Problemet med gemensam egendom, horisontproblemet och portföljproblemet är närmast kopplade till äganderättsteorin såtillvida att oklara äganderätter i kooperativen bidrar till att medlemmarna upplever svårigheter med att styra organisationen i eget intresse.

Uppföljningsproblemet och beslutsproblemen är agentproblem, som inte är hänförliga till äganderättsfrågor. Äganderättsproblem och agentproblem sammanfaller ofta eftersom agentproblemen förvärras på grund av att det finns svag äganderätt i kooperativa företag. Därför förespråkar Sykuta och Cook (2001) att uttrycket "vaguely defined property rights" används som en samlande beteckning för äganderättsproblem och agentproblem. Här ovan presenteras de dock under agentproblem.

Traditionell Kooperation

Den traditionella kooperativa organisationsmodellen rymmer följande egenskaper: Kollektiv finansiering, mottagningsplikt innebärande att alla volymer som medlemmarna vill leverera måste tas emot, styrningen av företaget utgår från en medlem – en röst, vilket innebär att alla oavsett storlek har samma makt, lika behandling av alla medlemmar, priset till medlemmen består ofta av en genomsnittskalkyl dock att detta till viss del förändrats m.m. Den minsta gemensamma nämnaren av dessa karakteristiska är att de bidrar till att öka företagets produktionsvolym vilket leder till stordriftsfördelar, som är en av de kooperativa grundtankarna.

Entreprenöriell Kooperation

Entreprenöriella kooperativa företag är individualiserade på ett sätt som liknar investörägda företag och särskiljer sig från de kollektivt ägda traditionella kooperativen. Individualiseringen yttrar sig i ägandet men även i styrningen av företaget samt i leverans- och prisvillkoren. Därmed inte sagt att kollektivt kapital är bannlyst, utan endast att det finns omsättningsbarhet på ägarandelarna så att det bildas ett marknadspris. Det kollektiva kapitalet bidrar till vinster, som bakas in i marknadspriset för ägarandelarna. Ägarna blir på så vis villiga att satsa mera kapital. I de kollektiva

organisationerna blir denna vilja minimal, eftersom investeringarna går in i ett svart hål. Den individualiserade ägarformen medför att ägarna blir mer angelägna om att deras tillgångar förvaltas väl varvid positiva effekter på incitamentsstrukturen skapas (Nilsson och Björklund, 2003).

2.2 Ägarrollen

Frivillig insats

Investeringar i förlagsinsatser är frivilliga för medlemmen. Investeringsrestriktionerna som kooperativa företag upplever och som visades av Chaddad (2001) torde på detta vis minska. Tack vare frivilligheten kan till viss del de i förra avsnittet nämnda agentteoretiska problemen minskas.

Risk

Förlagsinsatskapitalet är att betrakta som riskkapital. Risknivån är dock lägre än för de ordinarie insatserna. Vid en eventuell upplösning av föreningen betalas förlagsinsatserna ut före ordinarie insatser men efter långivares fordringar. Om föreningen skulle försättas i konkurs på en ansökan som görs inom ett år från det att förlagsandelsinnehavaren har fått sina insatser inlösta, är förlagsandelsinnehavaren skyldig att återbetala vad han fått ut, om det behövs för att betala föreningens skulder. Innehavaren av förlagsandelsbeviset är inte borgenär gentemot föreningen. Även vid utdelning av företagets fria egna kapital har förlagsinsatserna en prioriterad ställning. Innehavaren har företrädesrätt framför efterlikvid, återbäring och insatsutdelning vid årlig utdelning av disponibelt fritt eget kapital.

Vid förlustår (med utebliven utdelning) får ackumulerad utdelning lämnas senare, förutsatt att detta är inskrivet i stadgarna. Om företaget saknar bonussystem till förlagsinsatserna och endast ger en fastställd utdelning, fungerar förlagsinsatsen som en vanlig skuldförbindelse d.v.s. ett lån eller en obligation. Instrumentet ger innehavaren rätt till en viss residualrätt i företaget, om ett bonussystem finns knutet till det. Eftersom förlagsinsatserna utgör riskkapital, är de beroende av företagets ekonomiska utveckling. De år, då företagen uppvisar goda ekonomiska resultat, får innehavaren högre utdelning om ett bonussystem finns.

Avkastning

Avkastningen på förlagsinsatser är utdelning och ej ränta, för att den ska få utgå måste fritt eget kapital finnas. Att avkastningen kallas utdelning beror på att förlagsinsatser ingår i företagets bundna kapital och således utgör riskkapital. Det borde enligt kooperationsutredningen finnas en rätt att avtala om en högre avkastning. Lagutskottet förtydligade detta (LU 1983/84:3 y s. 2). Föreningen har därför ingen möjlighet att avtala om att avkastning *årligen* skall utbetalas med ett fast procentuellt belopp. Detta syftar på att utdelning inte kan ske, om inget fritt eget kapital finns (Mallmén, 2002). Det ålägger

styrelsen att se till att erforderliga åtgärder tas så att utdelning kan erhållas. I praktiken måste marknadsmässiga krav uppfyllas (Mallmén, personligt meddelande, 2003).

Avkastningskraven på förlagsinsatserna blir beroende av villkoren. Den reala utdelningen minskar varje år, eftersom utdelningsbeloppet baseras på förlagsinsatsens nominella värde. Eftersom förlagsinsatser inlöses till nominellt belopp är säkerställandet av utdelningens storlek en viktig fråga. Utdelningen torde i praktiken kunna jämföras med kapitalavkastningen på medel inestående på bankräkning under minst fem år eller femåriga obligationer, förutom de fall där bonusberättigad utdelning förekommer.

Instrumentets värdering

I de fall, då det utgivande företaget är lönsamt över längre tidsperioder, ges möjlighet till en förhållandevis stabil placering. Priset på en obligation (kursen i procent av nominella värdet) anger hur mycket en placerare betalar vid placeringstidpunkten för att få en framtida ström av intäkter bestående av utdelningar och inlösenbelopp/försäljningsbelopp (Hansson, 1996). Detta beräkningssätt kan användas för att räkna ut ett marknadspris för förlagsinsatsen. Priset är det diskonterade värdet (nuvärdet) av samtliga utdelningar och inlösenbeloppet (alternativt försäljningsbeloppet om inlösen ej är begärt) samt en riskpremie som påförs med anledning av att utdelningen är knuten till företagets ekonomiska prestation. Om en fungerande marknad finns, baseras priset (nettonuvärdet) av förlagsinsatsen på diskonterade utdelningar och en riskpremie. Marknadsvärdet jämförs i första hand med ett lika stort belopp som placeras till aktuell och framtida prognostiserad marknadsränta för att investeraren ska kunna bedöma attraktiviteten hos instrumentet.

Spekulationsmöjligheterna är begränsade vid en jämförelse med t ex en aktie. Förlagsinsatserna saknar en värdeökning, som kan realiseras vid inlösen, eftersom inlösen sker till nominellt belopp. Marknadsvärdet rör sig, likt en obligation vars inlösendatum närmar sig, mot det nominella beloppet ifall beslut om inlösen har fattats (Hansson, 1996). Å andra sidan förlorar innehavaren inte mer än vad som ätits upp av inflationen (förutsatt att företaget inte likvideras), medan en aktieinnehavare riskerar att förlora hela aktievärdet. Det reella värdet på instrumentet kan bli högre än det nominella värdet, om en fungerande marknad kommer till stånd.

Värdestegring kan ske, om det utgivande företaget inte har begärt inlösen. Spekulationer i värdeförändring består i huruvida företaget ska göra en bonusberättigad vinst och hur stor denna i så fall blir. Utdelningen kan i Södras fall variera mellan 5 och 9 % för 2002 års förlagsinsatser och 6 och 11 % för de, som utgavs 1999 (se avsnitt 3.1). I de fall ingen bonusmöjlighet är knuten till utdelningen, kan förlagsinsatser liknas vid en 5-årig obligation eller en obligation som aldrig ska lösas in. Spekulationsmöjligheten ligger då i huruvida företaget ska göra vinst eller inte, så att en möjlighet till utdelning erhålls. Denna utdelning jämförs med marknadsräntan. Det ligger i föreningens intresse att ständigt försöka nå en utdelning, som är högre än marknadsräntan så att förlagsinsatserna inte blir inlösta.

Handel och omsättningsbarhet

För varje förlagsinsats skall föreningen utfärda ett förlagsandelsbevis. Pappret har karaktär av ett enkelt skuldebrev. Tillämpliga delar om vad som föreskrivs i skuldebrevslagen om löpande skuldebrev gäller, då inte annat står i föreningens stadgar eller i lagen om ekonomiska föreningar. Inlösen kan ske tidigast efter fem år, men insatserna kan i princip löpa oändligt, om ingen av parterna begär inlösen (Mallmén 2002).

Överlåtelse av förlagsandelsbevisen skall anmälas skriftligen till föreningen av förvärvaren. Vid överlåtelse skall förvärvaren skicka in en bestyrkt kopia av förlagsandelsbeviset med överlåtelsen. Föreningen skall efter hörande av överlåtaren omregistrera förlagsandelen och när så skett skriftligen meddela överlåtaren och förvärvaren (Villkor förlagsandelsbevis, Södra 2002).

Instrumentet är pappersbundet vilket är ett hinder om en fungerande marknad för omsättning ska erhållas, instrumentet bör då vara papperslöst. Föreningsbanken tillfrågades om den skulle vara intresserad av att upprätta en marknadsplats. Företaget krävde att en VPC-registrering skulle vara möjlig först. LRF har kontaktat VPC, som har förklarat att en ändring av mjukvaran måste till, men i övrigt ser VPC inga problem med en registrering. Därefter har LRF och Södra kontaktat näringsdepartementet för att få till stånd en utredning om den lagändring, som krävs i Föreningslagens femte kapitel. Näringsdepartementet gav beskedet att p.g.a. resurs- och tidsbrist kan en utredning komma igång tidigast 2004. En utredning om aktiebolagslagen ska komma till stånd snart. Då brukar av tradition en utredning om Föreningslagen också göras. Hur fort detta går beror på hur många som kommer att vara inblandade. Om endast en internutredning görs, går utredningen snabbare. En departementsutredning kan ta upp till sex år jämfört med ett halvt år om endast en person utför utredningen (Mallmén personligt meddelande, 2003).

Tunna marknader

Under begreppet osäkerhet, som är kopplat till transaktionskostnader och organisationens struktur, beskriver Ollila (1989) begreppet "tunna marknader". I en tunn marknad är det fråga om hur representativ marknaden är och vilken förmåga marknaden har att fånga upp variationer. Tunna marknader karakteriseras av få transaktioner per tidsenhet. Problem med kraftiga prisvariationer har nederländska kooperativ upplevt. Omsättningen på äganderätterna var så låg att väldiga prisfluktuationer förekom. (Van Bekkum, 2001)

Även om elementära juridiska hinder för förlagsinsatserna undanröjs, finns en risk att marknaden blir för tunn. Vid försäljning av delägarbevis och förlagsinsatser blir oftast *transaktionskostnaderna* höga för delägarna. Omsättningsbarheten för dessa kan vara så låg att ägande blir ointressant. En alltför *tunn marknad* och en låg omsättning gör att det inte blir någon egentlig marknadsnotering. Priset kan fluktuera kraftigt. Köparna vill gardera sig mot ett för högt pris och säljarna mot ett för lågt pris, vilket innebär att det bakas in en riskpremie. Situationer kan uppstå, när säljarens minimipris och köparens

maximipris inte möts. Då fungerar marknaden inte, varvid ännu högre riskpremie krävs. Till följd av bristande information kan de olika parterna uppleva sig ha höga transaktionskostnader (Nilsson & Björklund 2003).

Förlagsinsatsinstrumentet och förutsättningarna för dess omsättningsbarhet har egenskaper, som tyder på att marknaden kommer att bli tunn och att höga transaktionskostnader finns. Om problemen med att instrumentet är pappersbundet undanröjs, kvarstår fler problem. Ett är volymen på instrumentet. Eftersom så få företag har emitterat förlagsinsatser, blir volymen låg, vilket leder till ett lågt intresse från banker eller dylika institutioner att tillhandahålla en marknadsplats.

Beskattning

Utdelningen på förlagsinsatserna är avdragsgill för den ekonomiska föreningen. Medlemmen beskattas i näringsverksamheten och icke-medlemmar beskattas i inkomstslaget kapital. Dubbelbeskattning inträffar om ett aktiebolag är innehavare av instrumentet. Först beskattas utdelningen till aktiebolaget och sedan aktiebolagets utdelning till aktieägarna. Bortsett från detta finns alltså skattemässiga fördelar. Arvs- och gåvoskatten blir lägre tack vare förmögenhetsvärderingen av instrumentet.

2.3 Styrningsrollen

Medlemmarna kan påverka sina kooperativa företag genom att utöva voice eller exit (Hirschmann, 1970). *Voice* står för medlemmarnas styrsignaler. I begreppet ingår deltagande i det medlemsdemokratiska systemet (möten och val samt förtroendeuppdrag). Även informella kontakter i form av synpunkter, klagomål och beröm till företagets tjänstemän eller förtroendevalda ingår. *Exit* står för medlemmens marknadssignaler. Företaget får signaler via medlemmarnas agerande i form av eventuellt in- och utträde ur föreningen, ökad eller minskad samhandel samt köp av och inlösen av förlagsinsatserna (Nilsson och Björklund, 2003). För förlagsinsatserna får detta följande effekter:

Voice: I kooperationsutredningen (SOU 1981:60) anges att det inte bör finnas någon rösträtt eller omedelbart inflytande knutet till förlagsinsatsinstrumentet. Detta skulle kunna leda till att föreningen definitionsmässigt övergår till att vara en kapitalassociation. Den påverkan innehavaren har är via rätten att utse minoritetsrevisor och rätten att klandra stämmobeslut. Om innehavaren är medlem, kan de vanliga kanalerna för medlemmar användas.

Exit: Agentkostnaderna anses vara lägre i aktiebolag, eftersom ägandet sker genom säljbara aktier. Därmed kommer ledningens sätt att sköta bolaget till uttryck i aktiens värdering. Företag, som lyckas sämre än index, antas ha mindre dugliga ledare än sina konkurrenter. Enkelheten att jämföra bolagens resultat och aktiekursens utveckling ökar ledningens incitament att prestera väl och inte missbruka sin ställning. Ägare som är missnöjda med bolaget kan sälja sin andel eller komma till tals på stämmor (Fahlbeck och Hakelius, 2004).

Paralleller till detta förfarande kan dras till förlagsinsatserna. Via instrumentets värdeutveckling får företagsledningen signaler om huruvida den gör ett bra arbete. Om en fungerande marknad finns, kan styr signaler till företagsledningen komma via marknadsvärdet på förlagsandelsbevisen. Tecken på att företaget och företagsledningen inte fungerar tillfredsställande är när en stor volym inlöses eller utbjuds till försäljning av innehavarna. Samtidigt ges positiva signaler om det finns en stor efterfrågan på instrumentet.

Om ett utgivande företag är finansiellt svagt kan agentproblemen dock förvärras istället. Om investerare accepterar att deras pengar ser ut att gå förlorade, minskar deras benägenhet att utöva ägarmakt (voice), och om kursen på deras värdepapper sjunker, försvagas även marknadssignalen (exit) (Nilsson och Björklund, 2003).

För att förhindra att en mycket stor del av företagets egna kapital ska tillhöra externa investorer finns en beloppsbegränsning. Främmande eget kapital via förlagsinsatser får inte uppgå till ett högre belopp än summan av medlemmarnas insatskapital samt kapital som utdelats till medlemmarna via insatsemissioner (Mallmén, 2002).

2.4 Nyttjarrollen

För att företaget ska ge bättre marknadssignaler till sina medlemmar kan förlagsinsatser användas som ett sätt för att fördela de förädlingsvinster som skapas i företagen via avräkningspriset. Nilsson och Bärnheim (2000) samt Andersson (1998) skriver om förslaget att betala marknadsmässiga avräkningspriser för råvaran (mjölk) och emittera förlagsinsatser, där en förlagsinsats skulle berättiga till förädlingsvärdet av ett kilo mjölk. De medlemmar, som är intresserade av förädlingsvärdet, köper alltså förlagsinsatser, och överskottet i föreningen delas ut såsom utdelning på förlagsinsatserna. I praktiken blir det ointressant att producera, om man inte har förlagsinsatser, eftersom ingen mjölkbonde har tillräckligt låga produktionskostnader för att klara sig på ett marknadsmässigt avräkningspris. På så sätt skulle föreningen enbart få in den volym den har avsättning för. Samtidigt sänds marknadssignaler ut om hur pass bra företaget förädlar råvaran via marknadsvärdet på förlagsinsatserna. Om föreningen skulle ha behov av att öka eller minska volymen, kan den välja att emittera fler förlagsinsatser eller lösa in de redan utgivna. Att föredra framför detta system är att företaget använder sig av en prispolitik som utgår från marknadsmässiga priser. Förädlingsvinsterna ska helst inte sammankopplas med priset för medlemmens produkt utan fördelas ut som avkastning/utdelning på medlemmens satsade kapital istället.

2.5 Föreningen

Organisationsstruktur

Instrumentet ger delvis en residualrätt för innehavaren, vilket gör att utgivande företag inte enkelt kan klassas in i traditionella organisationsmodeller (Hakelius och Fahlbeck,

2004). I den traditionella kooperativa organisationsformen dominerar det kollektiva kapitalet vilket ger företaget problem med avseende på residualrätten, varför det uppstår investeringsrestriktioner samt agentproblem. Vid en emission av förlagsinsatser minskar graden av kollektivt kapital. Ju mer förlagsinsatser som ges ut desto mer karaktär av en entreprenöriell organisationsstruktur erhålles. Hur mycket företaget övergår mot en entreprenöriell organisationsstruktur beror givetvis på förlagsinsatskapitalets storlek jämfört med övrigt eget kapital, men även på hur prispolitiken och leveransvillkoren förändras. Företaget bör föra en prispolitik, där marknadsmässiga priser eftersträvas och där företagens förädlingsvinster betalas ut som avkastning på kapital istället.

Fastställande av utdelningens storlek

Vid utgivandet av förlagsinsatser måste föreningen ta hänsyn till nuvarande marknadsränta och prognostiserad marknadsränta för att kunna erbjuda en attraktiv investering. Förväntan på marknadsräntans framtida nivå är en bidragande faktor till marknadsvärdet.

Kapitalsäkrande vid inlösen

Inlösen kan ske tidigast efter fem år med en uppsägningstid på två år för innehavarna och sex månader för företaget. Ur föreningens synpunkt måste det finnas en viss långsiktighet i instrumentet så att varken föreningen eller föreningens borgenärers kapital äventyras.

2.6 Teoretiska slutsatser

Resonemangen i kapitlets tidigare avsnitt kan sammanfattas i nedanstående elva punkter, som också kan betraktas såsom en fortsatt precisering av studiens syfte. Var och en av dessa teoretiska slutsatser innehåller ett antal nyckelbegrepp, som ska undersökas i de fallstudier, som följer i de båda efterföljande kapitlen. Det betyder att dessa nyckelbegrepp måste vara utgångspunkten vid konstruktionen av de frågeguider, som används vid datainsamlingen i de fyra fallstudierna. Frågeguiderna är placerade såsom bilaga 1 och bilaga 2. Det måste vara delvis olika frågeguider för Södra och KLS respektive för Swedish Meats och Svenska Lantmännen, eftersom de första redan har erfarenhet av förlagsinsatsinstrumentet, vilket de båda senare ännu inte har.

1. På grund av att den *kooperativa äganderätten är vagt definierad* upplever företagen restriktioner vid finansiering av kapitalkrävande investeringar.
2. För att kunna *flytta fokus från det kortsiktiga agerande (som ett fokus på nyttjarrollen leder till) mot ett långsiktigt agerande (som ett fokus på ägarrollen innebär)*, krävs att kapitalet individualiseras och att ägarna får rätt till residualen via kapitalavkastning istället för via priset på produkterna.
3. *Det måste finnas en förankring hos medlemmarna angående syftet med emissionen.* Medlemmarna/ägarna måste förstå instrumentets alla effekter för att kunna ta

ställning till om de vill investera eller ej, och de måste förstå varför investeringar krävs.

4. *Förlagsinsatsemmissioner minskar äganderätts- och agentproblem.* Hur mycket dessa minskar beror på om det finns en fungerande marknad för omsättning av förlagsinsatserna samt hur stor del av företagets egna kapital förlagsinsatserna utgör.
 - Förlagsinsatser innebär en *individualisering av kapital*, varvid ägarrollen förstärks. Engagemanget hos innehavaren ökar, då denne är mån om att följa upp sin investering.
 - *Uppföljningsproblemen* minskar, då företagsledningen får styrsignaler via marknadsvärdet på förlagsinsatsinstrumentet. Om en fungerande marknad saknas, får ledningen signaler då ett stort antal innehavare begär inlösen.
 - *Beslutsfattandeproblemen* minskar då ett positivt mottagande bland investerare (medlemmar) innebär att ledningen får signaler om medlemmarnas vilja att investera i föreningen eller i ett speciellt projekt.
 - *Horisontproblemen* minskar, då innehavare med en kort planeringshorisont kan sälja sina förlagsinsatser på en marknad eller begära inlösen om en välfungerande marknad saknas.
 - *Portföljproblemen* minskar, då innehavet av förlagsinsatser är frivilligt. Den medlem, som bedömer att pengarna gör bättre nytta i den egna verksamheten eller tycker att risken är för hög, kan låta bli att investera.
 - *Problemet med gemensam egendom (gratispassagerarproblemen)* minskar på så vis att de, som inte innehar förlagsinsatser, inte får del av den utdelning som är knuten till dem. Däremot kan dessa till viss del få del av de betalningsströmmar, som riskkapitalet skapar, om utdelningen inte är specifikt knuten till de betalningsströmmar som investeringen skapar.
5. *En soliditetsstärkande effekt uppnås, eftersom kapitalet behandlas som bundet eget kapital.* Instrumentet ger utrymme till viss planering av kapitalbehovet, då det kan lösas in tidigast fem år efter utgivandet samt att uppsägningstiden för innehavaren är två år. Däremot kan kapitalet på sikt urholkas, om en fungerande marknad saknas och innehavarna i stor utsträckning begär inlösen.
6. *Instrumentet har flera egenskaper, som pekar mot att marknaden blir tunn och att instrumentets potential inte till fullo kan utnyttjas.* Det är pappersbundet; det finns ingen naturlig "market maker"; volymen kan förväntas bli låg; inlösen sker till nominellt värde varvid värdestegring utesluts om inlösen begärs; innehavet betraktas som långsiktigt; den potentiella ägarkretsen är liten. Ur externa investerares synvinkel är det negativt att instrumentet saknar rösträtt, vilket begränsar deras investeringsvilja om de befärrar att föreningen inte har en marknadsmässig prissättning så att utdelningsutrymmet minskar.
7. *Förlagsinsatser kan användas för olika syften.* Föreningen kan emittera förlagsinsatser för att finansiera specifika projekt som kan tänkas ligga längre ifrån dess primära syfte. Ytterligare en möjlighet är riktade emissioner till institutioner eller

andra föreningar för att sprida riskerna, om dessa har ett gemensamt intresse av att finansiera vissa projekt eller är beroende av den andra partens fortlevnad.

8. *För att företaget ska lyckas med en emission bör denna ske när företaget är ekonomiskt stabilt och uppvisar vinst. I annat fall finns det inget fritt eget kapital och därmed blir det ingen utdelning till innehavarna. För att förlagsinsatser ska anses vara intressanta måste föreningen kunna erbjuda villkor med en utdelning, som spås ligga över marknadsräntan de närmaste åren samtidigt som företaget genererar vinst.*
9. *En förlagsinsatsemission innebär en ökad mängd ekonomisk information från utgivande företag. Öppenheten i utgivande företag torde förbättras med avseende på den ekonomiska information företaget tillhandahåller, så att investerare kan analysera företaget. Detta leder i förlängningen till positiva effekter tack vare att verksamheten kan granskas noggrannare, varvid företagsledningen får ytterligare incitament att uppvisa goda resultat. Volymen ökar också, varvid förutsättningar för en ökad efterfrågan kommer till stånd.*
10. *Finansieringsalternativet bidrar till att den kooperativa särprägel bibehålles. Till kapitalet är inte knuten någon rösträtt, varvid externa intressen ej kan ta över styrningen och därmed skifta fokus för verksamheten.*
11. *En förändring av organisationsstrukturen sker vid en förlagsinsatsemission. Individualiseringen av kapitalet är en av de viktigaste faktorer som gör att man rör sig bort från den traditionella kooperativa organisationen på grund av att de kollektiva egenskaperna minskar. Förhållandet mellan förlagsinsatskapitalet och övrigt eget kapital avgör i vilken utsträckning detta sker. En viss rätt till residualen ges via utdelningen på förlagsinsatserna.*

3. Erfarenheter av förlagsinsatser – Södra och KLS

Empirin i detta kapitel innehåller de erfarenheter, som Södra Skogsägarna och KLS Livsmedel har gjort av förlagsinsatser. Materialet bygger i huvudsak på intervjuer med fyra representanter för Södra och KLS. Dessa är Lars Eric Åström, styrelseordförande i Södra, Magnus Berg, medlemschef i Södra, Magnus Aaby Eriksson, styrelseordförande i KLS samt Thomas Gustafsson, VD i KLS.

Såsom bakgrundsmaterial presenteras fakta rörande företagets finansierings- och investeringspolicy vid kapitalkrävande investeringar, ägarengagemang och kommunikation med medlemmarna, inställningen till en individualisering av kapitalet, prispolitiken och framtidstron på den kooperativa organisationsformen. Dessa fakta ger en bild av de grundläggande förutsättningarna för att förlagsinsatserna användes i de båda föreningarna och för att möjliggöra en analys av en fortsatt individualisering av kapitalet och därmed indirekt kunna bedöma förlagsinsatsernas framtid.

De båda föreningarnas erfarenheter av förlagsinsatserna presenteras med avseende på syftet med emissionen, för- och nackdelar, om instrumentet har minskat ägande - och agentteoretiska problem, om informationsutgivandet har förändrats, varför förlagsinsatserna inte har använts i en större utsträckning, hur instrumentet kan förändras, varför en fungerande marknad saknas, vad en fungerande marknad skulle innebära, vad man ska göra för att skapa en sådan och om man kan tänka sig att arbeta för att en sådan skall uppkomma. Detta knyts samman i analysen i kapitel 5, utifrån de i kapitel 2 uppställda slutsatser.

3.1 Södra Skogsägarna

Företagsbeskrivning

Södra är en ekonomisk förening med 35 000 sydsvenska skogsägare som medlemmar. Koncernen omfattar skoglig verksamhet och produktion av pappersmassa, trävaror och biobränsle. Södra skog, som köper virket av medlemmarna, inhandlar en virkesvolym, som står för 13 % av det totala avverkandet i Sverige. Södra Wood Products producerar timmer, som motsvarar 8 % av den svenska marknaden, och Södra Cell är en av världens ledande leverantörer av pappersmassa. De egna industrierna ger medlemmarna avsättning för sina skogsprodukter till marknadsmässiga priser, varefter medlemmarna får del av förädlingsvinsten. Södra måste säkerhetsställa en långsiktig försörjning av skogsråvara till den egna industrin. Trävaruförädling och massatillverkning är cykliska branscher med stora fluktuationer i priser och volymer. Industrin är kapitalintensiv med långa tidshorisonter vid investeringsbeslut. Södra behöver en stark kapitalbas för att klara kapacitetsutvidgningar och överbygga cykliska variationer (Södra Årsredovisning, 2003).

Förlagsinsatsemissioner

Södras första omgång förlagsinsatser började löpa 31 december 1999. Emissionen genererade 252 miljoner kronor till föreningen, vilket dock är en liten andel av det totala kapitalet. Antalet som tecknade sig för förlagsinsatser uppgick till 7800, vilket inkluderade medlemmar, närstående till medlemmar och anställda. Grundutdelningen ligger på sex procent med en möjlighet på en avkastning upp till elva procent beroende på Södras vinst i absoluta tal.

LRF tecknade sig samma år via en riktad förlagsinsatsemission för ett belopp på 350 miljoner kronor. Villkoren knutna till den förlagsinsatsemissionen var dock lite annorlunda utformade där det var sagt att de skulle sägas upp så att inlösen kunde ske 2004.

Efterfrågan på förlagsinsatser var större än tillgången år 1999. För att öka förutsättningarna för handel fick Södras medlemmar hösten 2002 ett nytt erbjudande om förlagsinsatser. Föreningen var inte i behov av kapitaltillskott men tyckte att det var viktigt att försöka stärka "instrumentet" som sådant. Jämfört med 1999 blev summan lägre 2002, men en grundutdelning på 5 % och möjlighet till bonus på upp till 4 % lockade ändå många intresserade. Avkastningen på förlagsinsatserna var vid denna utgivning kopplad till avkastningen på sysselsatt kapital. Teckningen av förlagsinsatser pågick från den 1 oktober till 15 november 2002. Det minsta belopp som kunde tecknas var 10 000 kronor och det högsta 250 000. Det fanns ett tak på 150 miljoner kr. I det nya erbjudandet tecknade 3000 personer sig för ett värde av 117 miljoner kronor (www.sodra.se).

Intervjuer

Södras investerings- och finansieringsstrategi är att i första hand finansiera kapitalkrävande investeringar med samlade vinstmedel (obeskattade eller beskattade), och i andra hand med lånefinansiering. Balansräkningen, risken och storleken för investeringen avgör hur en investering skall finansieras.

På frågan om Södra upplevde finansiella restriktioner när företaget skulle investera och om det i så fall berodde på den kooperativa organisationsformen blev svaret:

"Det är en relativ fråga. Om vi vill fördubbla Södra, har vi inte pengarna. Under de sista åren har det gått bättre ekonomiskt än vad vi räknade med i våra långtidsprognoser, beroende på att valutor och priser har gått vår väg, så vi har självfinansierat i en helt annan omfattning än vad vi hade räknat med"(Ordförande).

"Frågan beror på om du ställer den till mig som styrelseledamot eller medlem. Tittar jag på det utifrån ett styrelseperspektiv är det både ja och nej beroende på vad investeringen gäller. Ska man göra något utanför vårt område tycker jag att man har begränsningar då måste man definiera risker på ett annat sätt t ex när vi var i Baltikum (innan vi lämnade det). Då hade vi ett upplägg för finansieringen. När vi är i Sve rige är det medlemmarnas ved. Då kan man ta en

annan risk för det processar man i Sverige, och då tror jag också att vi har medlemmen med på den bedömningen”(Ordförande).

Huvudsyftet med förlagsinsatsemmissionen i Södra var att bygga upp balansräkningen för att kunna finansiera en kapitalkrävande expansion utomlands. Södra diskuterade olika investeringsprojekt bland annat en expansion till Baltikum, men även stora investeringar nationellt.

”Det var finansiering i form av att bygga upp balansräkningen, få en bättre soliditet utan att förbruka säkerheter och få en beredskap för att med den totala tillgångsmassan kunna finansiera större projekt. Det var målet vid den första emissionen”(Ordförande).

Med förlagsinsatserna ville Södra kunna få bättre villkor för de lån, som eventuellt skulle bli nödvändiga. Södra har sedan emissionerna genomfördes haft en gynnsam ekonomisk utveckling, vilket har lett till att de investeringar som utförts har självfinansierats via internt tillförda vinstmedel.

Ett delsyfte med förlagsinsatsemmissionen var att stärka ägarrollen, där förlagsinsatserna var en viktig komponent tillsammans med ägarmöten, insatsemmissioner och ränta på insatserna. Förlagsinsatsemmissionen har inneburit att ägarrollen har lyfts fram på möten, som anordnats för att enbart diskutera ägarrollen.

”Vi hade ägarmöten första gången 1997 och sedan 1999. Så det här var med i diskussionen att försöka skilja nyttjar/leverantörsrollen ifrån ägarrollen, och vi genomförde de här mötena för att enbart diskutera ägarrollen och lyfta bort leverantörsrolls frågor om t ex att köpa plantor och avverkningsfrågor”(Ordförande).

Huvudsyftet med att stärka balansräkningen uppfylldes. Däremot anser Södra inte sig ha utnyttjat instrumentets potential fullt ut, då investeringarna har egenfinansierats istället. Det är svårt för de tillfrågade att uppskatta i vilken grad som de agent- och äganderättsteoretiska problemen (som enligt teorin ska minska) verkligen har minskat i Södra. Enligt medlemschefen är det i idag svårt att få styrsignaler från instrumentet, eftersom svårigheterna med att handla är så stora att det egentligen inte finns något pris. Den volym som byter ägare är låg.

Delsyftet har till viss del uppnåtts. Medlemschefen har uppfattningen att Södras medlemmar känner sig mer som ägare än tidigare, och förlagsinsatserna är en bidragande faktor. Södra har ökat insatskapitalet per medlem från 10 000 kronor till 50 000 kronor via insatsemmissioner och ränta på insatserna, vilket har lett till att medlemmarna väljer att behålla kapitalet i föreningen samt att engagemanget för föreningen stärkts. Södra har dessutom en mycket bra avkastning på sina förlagsinsatser, vilket sannolikt har lett till att innehavarna är än mer positivt inställda till Södra.

Villkoren på de först utgivna förlagsinsatserna sattes lite väl förmånligt, då de var kopplade till en vinst i absoluta tal. Den vinstnivån uppnåddes snabbare när Södra expanderade tack vare en ökad omsättning och ett bättre resultat. Ägarintresset ökade utifrån intressentrollen i form av avkastning på kapitalet. I den andra

förlagsinsatsemissionen kopplades utdelningen till avkastningen på sysselsatt kapital, och på det viset finns det en bättre koppling mellan ett ekonomiskt nyckeltal (som är beroende av avkastningen procentuellt sett i verksamheten) och utdelningen på förlagsinsatserna.

Att ge ut förlagsinsatser kräver enligt Södra framförhållning precis som all annan finansiering. Förlagsinsatserna ska säljas in, prospekt ska utformas och marknadsföras. Det är inte lika enkelt som att låna i bank. Det är heller inte lika förutsägbart hur mycket kapital som kommer in, utan detta beror på de villkor, som är formulerade i prospektet. En annan erfarenhet är att förlagsinsatsemissioner ska göras när företaget har en stabil ekonomi så att fritt eget kapital finns tillgängligt. Det är en fördel att genomföra förlagsinsatsemissioner i samband med att förhållandevis mycket pengar till medlemmarna betalas ut i form av t ex efterlikvider. Medlemmarna har då lättare att till sig instrumentet.

Södra tror att många kan uppfatta instrumentet som dyrt, men genomsnittskostnaden för kapitalet måste tas i beaktande, då en förbättrad soliditetssituation kan leda till förmånligare lånevillkor. Utgivande företag måste se till att utforma villkor, som är attraktiva men samtidigt följer företagets ekonomiska utveckling, eftersom förlagsinsatserna utgör riskkapital.

Södra är positivt till att knyta en förlagsinsatsemission till ett speciellt projekt, men har ännu inte gjort det. Däremot har skrivelser inkommit från medlemmar, som i ett specifikt område skulle vilja finansiera uppbyggnaden av en viss industri för att via den få avsättning för råvaran på ett lokalt plan. Avkastningen på förlagsinsatserna skulle kunna vara kopplad till investeringen med en låg grundränta och sedan en hög utväxling i instrumentet.

Begränsningar med förlagsinsatserna är enligt Södra:

- Viktigast är att en fungerande marknad saknas så att innehavaren idag har svårt att ta sig ur sitt ägande, samt att instrumentet är okänt. Intresset för instrument och en fungerande marknad går hand i hand.
- Kapitalet är bundet i en kort tidsperiod. Södra skulle vilja ha längre löptid så att kapitalet blev mer permanent. Med längre löptid blir det desto viktigare med en fungerande marknad så att innehavaren kan ta sig ur sitt ägande. Instrumentet skulle få ökad likviditet, sett ur innehavarens perspektiv.

Att instrumentet är okänt hindrar dess utbredning. Ordförande tror att det skulle kosta mycket i tid och ork att få externa värdepappersmäklare/bedömare att bli intresserade av instrumentet. Instrumentet är främst intressant inom kooperativa kretsar. Frågan om en fungerande marknad måste drivas på, men det krävs engagemang från fler föreningar för att få till stånd en marknad med omsättningsbara volymer och för att öka intresset för instrumentet. Vidare bör marknadsplatsen drivas av någon utanför Södra. Föreningen vill inte agera ”broker”, eftersom föreningsmedlemmar är både köpare och säljare till instrumentet.

En VPC-registrering och en ”market maker” är det som bör prioriteras om en fungerande marknad ska komma till stånd, anser medlemschefen. Den lagändring som behövs ska inte bereda några problem, eftersom det inte finns några politiska motsättningar i att en sådan kommer till stånd. Det går att stoppa in i nästan vilken proposition som helst.

En marknad med ett pris som ger styrsignaler kan komma till stånd, om man får upp volymen i instrumentet. Styrsignalerna kommer dock knappast att bli så starka att de kan jämföras med en aktie men, men de kan fungera som en vägledning.

Akillehälen i instrumentet är löptiden. När företaget finansierar med hjälp av förlagsinsatser, måste det agera som om förlagsinsatserna ska betalas ut och därför spara nya pengar på tillgångssidan i balansräkningen. Den viktigaste förändringen av instrumentet är en förlängning av löptiden. En evig löptid eller en exklusiv rätt för utgivaren att säga upp förlagsinsatserna i kombination med en fungerande marknad skulle vara intressant. Då närmar man sig villkoren för en aktie. Medlemschefen tillägger att eftersom Södra agerar i en långsiktig värld, skulle en annan löptid vara nödvändig. Ett förslag är att ge ut instrument med olika löptid, varvid de med en längre löptid ges bättre avkastningsmöjligheter.

Ett alternativ till en insatsemission kunde vara att förlagsinsatsen gavs en evig löptid till medlemmarna. Då skulle inte insatskapitalet läcka ut vid generationsskiften och dylikt. Det skulle vara intressant att kunna ge ägarna ett insatskapital, som Södra visste skulle vara kvar.

”Allt det här kokar ner till balansen mellan individens och kollektivets kapital och ägande och hur tydliga ägarna blir. Vi har också diskussionen med ytterligheter av medlemmar som säger: 'Behåll det kapital ni behöver kollektivt. Det har vi sparat upp i Södra och det är en del utav skogsgårdens värde. Det gör ett jobb åt skogsägarna. Varje generation kan inte få ut sitt.' Sen har vi den andra ytterligheten och någonstans mitt emellan kan vi på olika sätt justera det här med insatsemissioner, som justerar upp för värdeförändringen på insatserna, även de förtida insatserna, som vi har förräntat hela tiden. Men någonstans måste vi också fundera på en gräns. Om vi inte får till stånd någon handel, kommer de här pengarna att läcka ut när nästa generation tar över, och då måste de tas någonstans ifrån. Vi måste försöka skapa ekonomiska system eller kunna simulera på ett klokt sätt och sätta gränser samt kunna komma på ett intelligent sätt för att utveckla det hela” (Ordförande).

Om Södra skulle göra något annat baserat på sina erfarenheter av förlagsinsatsemissioner, skulle de vilja att avkastningen inte skulle vara fixerad till fasta procenttal utan att procenttalen varierade med en referensränta plus x procentenheter. På så vis skulle man bättre fånga upp svängningarna i konjunkturen. Södra vill fortfarande erbjuda en attraktiv investeringsmöjlighet, vilket innebär att avkastningen blir högre än marknadsräntan.

Att instrumentet bidrar till att bibehålla den kooperativa särprägel är viktigt. Samtidigt anser Södra att den kooperativa organisationsformen måste utvecklas. Det ska betalas marknadsmässiga priser för råvarorna och kapitalinsättningen ska stimuleras i föreningen via en god avkastning på kapitalet.

”Vi har en diskussion nu om marknadsprissättning för virket eller ett öre mer för mjölken. Då är vi tillbaka till grunden för Kooperationen, att man samlar ihop någonting och sedan säljer man det. Man kan samla ihop det för ett öre och sedan säljer man det för två öre, och den vinsten ska gå direkt tillbaka till ägarna. Det går an så länge man bara sysslar med att samla ihop en råvara och inte tar några industriella risker, men så fort man går in i vidareförädling kommer även en marknad, som svänger på olika valutaområden och med olika risker. Då måste man hitta mer sofistikerade sätt att dela ut vinsten men ett kooperativt sätt, nämligen baserat på samhandeln som medlemmarna har med föreningen och den finansiering som medlemmen deltar med i sin förening” (Ordförande).

I samband med förlagsinsatsemissionen ökade informationsutgivandet i form av publicering, ett prospekt och de särskilt anordnade mötena. Årsredovisningen i sig har inte förändrats sedan förlagsinsatsemissionen. Södra anser att dess årsredovisning redan är omfattande, och det behöver den vara för att kunna locka kompetent personal och för att kreditgivare ska kunna göra rättvisa bedömningar.

Orsaken till att andra föreningar inte använt sig av instrumentet är enligt Södra att de förmodligen inte haft så stora investeringsbehov. De har varit i en mognare fas. Södra har fördubblat pappersmassatillverkningen och sågverken samt även ökat bioenergin och virket. Föreningen har gått från en omsättning på nio miljarder till tretton miljarder kronor. Swedish Meats har varit sena i den här frågan och inte sett problemen i tid. Instrumentet ska användas när man har en ordnad ekonomi – det är både styrkan och svagheten i det. Södra har till skillnad från den övriga Kooperationen levt i en marknadsekonomi hela tiden, och det är man tacksam för.

Kommunikationen med medlemmarna är överlag bra. Södra anser sig bedriva ett folkuniversitet på mötena. Det finns en spännvidd bland medlemmarna i form av utbildningsnivå, vilket gör att man har en stor bredd i diskussionerna, förutsatt att diskussionerna hamnar rätt från början. En debatt, som behandlar årsredovisningen, kan lika gärna sluta i massavedhögen. Medlemschefen betonar vikten av att kunna kommunicera.

”Det är konsten egentligen att lyckas fånga medlemmarnas intresse så att man hinner förklara. Sen är det inte säkert att de köper argumentationen rakt av. Det är också ett problem att kunna möta dem med informationen på ett sådant sätt att de tar till sig den” (Medlemschefen).

På frågan om medlemmarna kan övertygas att gå från ett fokus på nyttjarrollen svarar ordföranden:

”Man måste vara lite road av det. Det är så olika med människor, en del är så fascinerade av att få grödan att gro, plantan att växa, en del gillar skruv, mutter och avverkning, en del djur och en del pengar. Denna diskussion förutsätter lite ”tänk” och det ändrar vi inte på” (Ordförande).

3.2 KLS Livsmedel

Företagsbeskrivning

KLS bildades 1934 och var då en förkortning av Kronobergs Läns Slakteriförening. KLS fusionerade 1984 med Kalmar Läns slakteriförening. Det nya namnet efter fusionen blev Scan KLS ek. förening. Scan KLS valde att ställa sig utanför bildandet av Swedish Meats 1998. Efter detta ändrades namnet till den nu gällande KLS Livsmedel ekonomisk förening (Thomas Gustavsson, 2004).

KLS ägs idag av ca 3100 lantbrukare som är verksamma främst på Öland i Kalmar och i Kronobergs län. Produktionsanläggningar finns i Kalmar, Billesholm, Linköping och Mantorp och i Göteborg. Huvudkontoret är beläget i Kalmar. Företaget har 400 anställda, varav ca 25 % är tjänstemän och resten är driftspersonal. Företaget slaktar och styckar nöt, gris och lamm på sin anläggning i Kalmar. Levererade volymer 2002 var ca: 230 000 grisar, 42 500 nöt och 13 500 får och lamm. Under 2003 tillverkades 8 Mkg chark och styckades 12,8 Mkg. Sammanlagt slaktades 32,4 Mkg, vilket motsvarar ca 9 % av den svenska produktionen. Företaget omsätter cirka 1 miljard kr.

KLS:s förädling sker i de helägda dotterföretagen J Abrahamssons Chark AB, Charkprodukter AB och Dendu. Företaget konkurrerar med Swedish Meats och privatslakterierna. KLS eftersträvar kontroll över hela produktionskedjan och strävar efter en högre grad av vidareförädling för att möta marknadens efterfrågan. Företaget har identifierat några kritiska framgångsfaktorer, som innebär jämnt flöde, ökad förädlingsgrad, bibehållet ursprung samt målstyrning. Med visionen "Förädla alla våra slaktdjur med bibehållet ursprung" försöker man förbättra företagets konkurrenskraft genom att öka styckning och framför allt charkproduktion. (www.kls.se).

Förlagsinsatsemissionen

KLS höll inne en del av slutbetalningen/efterlikviden 2001 och 2002 för att i stället ge ut den till medlemmarna i form av förlagsinsatser. KLS har betalat ut slutbetalningen med en procent av leveransvärdet. Grundprincipen har varit att slutbetalning upp till 1000 kronor utbetalas kontant, mellan 1000 och 3000 fick medlemmen 1000 kronor kontant och resten som förlagsinsatser, och över 3000 fick medlemmen en tredjedel kontant och resten som förlagsinsatser. Tanken var enligt VD:n att de, som fick en stor summa i slutbetalning, skulle få kontanta medel för att betala skatten med så att de inte skulle belastas likviditetsmässigt.

Förlagsinsatserna ger en basutdelning på fem procent och därefter upp till tio procent enligt en bonusstege, som är kopplad till vilken vinst KLS gör i absoluta tal det vill säga koncernresultatet. Bonusstegen ger en ökad avkastning utöver basutdelningen om koncernresultatet blir inom intervallet. Bonus + 1 % om resultatet är inom intervallet 20 – 25 Mkr, + 2 % inom intervallet 25 – 30 Mkr, + 3 % inom intervallet 30 – 35 Mkr, + 4 % inom intervallet 35 – 40 Mkr, + 5 % om koncernresultatet är över 40 Mkr (KLS, 2003, Styrelsens förslag till slutbetalning via förlagsinsatser).

Trots att KLS gick med förlust 2003 valde man att ge basutdelningen på fem procent till innehavarna. Det handlade enligt VD om ungefär 200 000 kronor och gjordes för att ägarna inte skulle tappa intresset för instrumentet.

Intervjuer

Den primära finansieringspolicyn i KLS är att egenfinansiera investeringarna och därefter att låna i bank. Både ordföranden och VD: n upplever att det är svårt att attrahera kapital från medlemmarna. VD: n menar dock inte att detta är ett problem i den kooperativa organisationsformen.

”Nej, jag har gjort en resa när det gäller kapitalfrågorna och jobbat ganska intensivt med dem. och jag tyckte nog inledningsvis att det fanns ett kooperativt dilemma med insatserna Jag tycker nog inte det ändå. Jag tycker att det är lite av moment 22. För att få finansiärer att ställa upp, måste man ha riktigt bra idéer och man måste vara ett ganska sunt företag. Har man bra idéer och är ett sunt företag, behöver man inte fråga någon form av externa finansiärer. De externa finansiärerna kan aldrig hjälpa till att lösa problemföretagen. Det blir därför moment 22” (VD).

”Jag tycker inte att man ska övervärdera det kooperativa dilemmat därför att det kooperativa dilemmat tenderar att kopplas till kapitalförsörjningen, men jag tycker att det finns andra frågor utanför vår diskussion, som är mer problematiska för den kooperativa företagsformen. Jag tycker att kapitalet hamnar på fjärde-femte plats.” (VD).

KLS:s huvudsyfte med att använda förlagsinsatser var att stärka både likviditeten och soliditeten för att möjliggöra större investeringar. KLS har inte emitterat i syfte att få in nytt kapital utan valde att ta av kapital som skulle delas ut och samtidigt behålla en del. KLS använde alltså instrumentet på ett annat sätt än Södra. Kooperativt sett har kollektivet tjänat på detta förfarande, eftersom om slutbetalning inte görs utan vinsten konsolideras, blir vinsten beskattad. Genom att ge ut slutbetalningen i form av förlagsinsatser samt en kontantdel får föreningen behålla 2/3 av kapitalet, som det visserligen betalas ut en avkastning på men kapitaltillskottet höjer soliditeten. Medlemmarna får visserligen skatta för kontantbetalningen, men totalt sett tror KLS att kollektivet tjänar på det. Medlemmen kunde inte välja hur slutbetalningen skulle ske. Emissionen var således tvingande.

Liksom hos Södra fanns ett syfte att förstärka ägarrollen. Ordföranden tycker att det är nödvändigt att i framtiden skapa incitament för att stärka ägarengagemanget i Kooperationen och då är det här ett sätt. VD anser att det är ett delsyfte för att testa hur instrumentet uppfattas av medlemmarna.

Syftet med att stärka balansräkningen har uppnåtts, men kapitalet har inte använts som det var tänkt. Eftersom KLS hade en positiv resultatutveckling när investeringarna genomfördes, har investeringarna i huvudsak egenfinansierats istället.

Syftet med att stärka ägarengagemanget anser KLS sig inte ha uppnått. I slakteribranschen är nyttjarrollen så oerhört stark i förhållande till kapitalrollen. I

skogsbanschen finne an annan branschlogik – skog är ett kapital i sig samtidigt som leveranser sker i ett annat tidsperspektiv. Södras medlemmar levererar kanske vartannat eller vart tredje år, medan en stor del av KLS medlemmar levererar veckovis.

För att illustrera hur svag ägarrollen jämfört med nyttjarrollen ger man ett exempel. Den medlem, som fick mest utdelning i form av förlagsinsatser, fick 150 000 kronor, vilket motsvarar en procent av hans avräkningsvärde. Den maximala avkastningen på hans förlagsinsatser är tio procent, och tio procent på en procent i avräkningsvärde är en promille. Ägarrollen handlar om en promille av leverantörsrollen. VD anser att det aldrig går att ändra detta, oavsett hur många kapitalprojekt och förlagsinsatser man använder. Ett litet steg kan tas men det handlar om krusningar på grispriset. Den procentuella utdelningen på förlagsinsatser jämfört med utdelningen av en höjd avräkningsnotering är oerhört liten och saknar betydelse, enligt ordföranden. Det har också visat sig att den leverantör, som fick mest förlagsinsatser, har KLS svårast att skriva nya kontrakt med. En förstärkning av engagemanget och styrningen av företaget har alltså förlagsinsatserna inte lett till. Ungefär fyra miljoner av kapitalet i föreningen utgörs av förlagsinsatser, medan insatskapitalet är 55 miljoner och det totala egna kapitalet i föreningen är runt 90 miljoner. Detta illustrerar hur liten del av kapitalet som utgörs av förlagsinsatser.

Positivt är att deltagandet på distriktsmötena ökade i samband med att kapitalfrågor och förlagsinsatser diskuterades. På det viset kan ändå en viss ökning av ägarengagemanget sägas ha skett.

”Vi jobbade mycket med kapitalfrågorna, och det mest positiva var att vi fick en markant ökning av deltagare på distriktsmötena. Vi hade diskussioner när vi skulle införa förlagsinsatserna, och just för att instrumentet är okänt så trodde folk att nu skulle det bli aktiebolag. Bönderna kommer till distriktsmötena ... om det är lite blodsmak i kallelsen eller om det är sådana här förändringar som man inte är van vid. Det höjer alltid deltagarantalet” (VD).

Förlagsinsatserna har en fördel, då egenfinansiering och banklån är omöjliga, säger VD.

”Alternativen är att höja insatskapitalet eller att bolagisera en viss del av verksamheten. I förhållande till att höja insatserna är förlagsinsatserna mycket mer flexibla och i förhållande till att bolagisera är förlagsinsatserna betydligt mer kooperativt och på det viset lättare att sälja och hantera och behöver nödvändigtvis inte ha några begränsningar i förhållande till bolagisering bortsett från det faktum att förlagsinsatserna inte är kända.” (VD).

Begränsningarna med instrumentet anser KLS vara att:

- Instrumentet är okänt. VD tror att det blir svårt att skapa en fungerande marknad, eftersom endast kooperativets intressenter kan tänkas vara intresserade, och det är inte bondens roll att handla aktivt på värdepappersmarknaden. För att det ska fungera måste även de som handlar med värdepapper få upp ögonen för instrumentet. Om förlagsinsatserna blir kända, uppstår en marknad för dem, och när det skapas en marknad, blir de kända. VD är ändå tveksam till att en fungerande marknad kommer att skapas, inte ens om Swedish Meats och Svenska Lantmännen emitterar förlagsinsatser så att kunskapen och volymen sprids.

- Externa investerare attraheras inte av det faktum att de tror att en stor del av föreningens resultat försvinner i nyttjarrollen.
- Som medlem har man enligt ordförande ingen del av värdetillväxten i företaget via förlagsinsatsen.
- Instrumentet är pappersbundet. En VPC-registrering krävs för att få instrumentet attraktivt.

En fungerande marknad och dess betydelse

KLS kan tänka sig att ingå i en arbetsgrupp, som försöker att utveckla instrumentet. VD anser att det är klart att KLS ska vara med men att företaget är alltför litet för att kunna utöva påtryckning på regeringen angående lagändringar, liknande vad Södra gjorde för att ta bort trippelbeskattningen på insatsemissioner.

VD tror att anledningen till att inte fler kooperativ utnyttjat instrumentet är att behovet har saknats. Föreningarna har inte resonerat om att införa instrumentet ur ett ägarperspektiv. Branschlogikerna spelar roll. På mejerisidan behöver man inte arbeta med ägarperspektivet, eftersom medlemmarna är så starkt knutna till organisationen, samtidigt som de har få alternativa köpare. I kött och chark samt i skogsindustrin finns många alternativ, och därför måste man knyta leverantörerna närmare till sig. Lantmännen ligger någonstans mitt i mellan. Ordföranden instämmer i att behovet har saknats och att insatserna har gett det kapital som har behövts.

Kommunikationen med medlemmarna vid kapitalkrävande investeringar

Det är enligt ordförande ett fåtal medlemmar, som hör av sig för att diskutera, men dessa kontaktar oftast om de förtroendevalda, och den kommunikationen fungerar bra. Medlemmarna reagerar starkast t ex när media rapporterar om vanvård av djur. Då vill alla se huvudena rulla. I frågor om större investeringar brukar KLS inte kommunicera med medlemmarna, eftersom man tappar effekten när alla ska ha synpunkter. Ofta resulterar det i vanmakt.

Betydelsen av att behålla den kooperativa särprägnen

Ordföranden anser att det är en fördel om företag, som förädlar bondens produkter, är bondeägda, men de måste inte nödvändigtvis vara kooperativa. På längre sikt är det inte bra att enbart ha privata företag, eftersom det finns lantbrukare, som inte klarar vissa saker och behöver hjälp. VD instämmer i att bondeägandet är viktigt och att det ska starka skäl till för att byta organisationsform – kapitalförsörjningsfrågor kan inte få avgöra. Det är nyttjarrollen som måste bestämma vilken organisationsform man väljer.

Alternativa sätt att använda instrumentet

Angående eventuella externa investerare i framtiden nämner VD ett vision. Slakten ägs av den ekonomiska föreningen, men styckningen och charktillverkningen kan bolagiseras. Det finns inga principiella hinder, eftersom det mellan slakten och

styckningen finns ett marknadspris, som sätts av Swedish Meats. Den ekonomiska föreningen finansieras av insatser, medan man emitterar aktier (alternativ A) och/eller förlagsinsatser för att finansiera styckning och chark (alternativ B). I alternativ A ägs styckning och chark till mer än 50 procent av föreningen och till 100 procent i alternativ B, även om finansieringen i alternativ B kan ske med hjälp av externa finansiärer.

Diskussioner har förts med en systerförening (Kalmar Lantmän) om en riktad förlagsinsatsemission, där lantmannaföreningen skulle hjälpa till att täcka kapitalbehovet. Detta är inte aktuellt, men fullt möjligt, och idén kan bli aktuell igen.

VD anser att det som kan göra KLS framgångsrikt inte i första hand är nyttjarrollen kontra ägarrollen och en ökad individualisering av kapitalet. Det handlar framför allt om att flytta fokus från en produktions- till en marknadsorientering. Tre punkter identifieras:

1. flytta fokus från strategin att samla utbudet mot att i stället utveckla produktidéer,
2. flytta fokus från att ha stordriftsfördelar till att ha en operativ överlägsenhet – ett kostnadsfokus i varje del av verksamheten,
3. flytta kunskapen från leverantörsrelationen till kundrelationen.

VD anser att skiftet från de tre gamla till de tre nya fokuserna är väsentligare för kooperationens överlevnad än kapitalfrågorna. KLS har lagt mycken kraft på kapitalfrågan i förhoppningen att därmed kunna lösa andra problem, men så fungerar det enligt VD inte. Strategi, effektivitet och kunskap är det väsentliga att ändra. Det är först när företaget står nära ruinens brant som det går att få med medlemmarna på andra finansieringsformer. När nyttjarrollen riskeras, vill medlemmarna gå in som investerare men inte i syfte att få avkastning på kapital utan för att förstärka nyttjarrollen. Det gäller att flytta fokus från leverantör, industri och produktionsorientering utifrån råvaruleverantörens perspektiv och istället lägga det på kunden. Detta skulle ge en helt annan drivkraft i organisationen. Ibland kan detta vara till en nackdel för nyttjarna, men i ett längre perspektiv är det nödvändigt, annars håller man bara fast vid det gamla.

4. Förlagsinsatsernas potential – Swedish Meats och Svenska Lantmännen

Detta kapitel handlar om vilken inställning Swedish Meats och Svenska Lantmännen har till instrumentet förlagsinsatser. Materialet bygger i huvudsak på intervjuer med fyra representanter för Swedish Meats och Svenska Lantmännen. Dessa är Sören Kvantena, styrelseordförande i Swedish Meats, K Lennart Nilsson, inköpsdirektör (ansvarig för inköp, djur- och ägarfrågor) i Swedish Meats, Thomas Bodén, styrelseordförande i Svenska Lantmännen samt Ingemar Svensson, styrelse sekreterare i Svenska Lantmännen.

Liksom föregående kapitel behandlas hur företagen ställer sig till en individualisering av kapitalet, och så vidare. Genom den likartade strukturen är det möjligt att analysera förlagsinsatsernas framtida möjligheter och användningsområde i dessa två företag.

4.1 Swedish Meats

Swedish Meats har cirka 20 000 levererande medlemmar. Företaget är marknadsledande inom slakteriverksamhet med en slaktvolym på cirka 63 % av den svenska produktionen. På stycknings- och charkmarknaden har man en marknadsandel på c:a 30 %, vilket innebär att större delen av de slaktade djuren säljs till andra företag för styckning och charkverksamhet. Swedish Meats behöver bland annat kapital för att investera i det kapitalkrävande tredje steget, charksektorn, där höga investeringsbelopp per förädlad viktighet krävs (Nilsson & Björklund, 2002). Swedish Meats strategi inför framtiden är att förädla ännu mer av sin råvara, det vill säga öka förädlings- och styckningsdelen och satsa mer på marknadsföring av produkterna, och då krävs mer riskkapital.

Intervjuer

Swedish Meats finansierings- och investeringsstrategi är i första hand självfinansiering och i andra hand lånefinansiering. Enligt strategiplanen för år 2004-2006 ska 800 miljoner kronor satsas, bland annat 250 miljoner för att öka förädlingsgraden med 20 %.

”I den strategiplan vi har för 2004-2006 har vi tittat på vad vi har för investeringsbehov. Vi har inget akut kapitalbehov. Vår soliditet ligger runt 30 procent. Det viktigaste är det att vända resultatutvecklingen i Swedish Meats, sänka kostnaderna, öka förädlingsgraden. Målet är att ge vinst på 300 miljoner kronor.”(Inköpsdirektören).

De avskrivningar, som görs under 2004-2006, täcker till stor del det kapitalbehov, som investeringarna skapar. Resten ska förhoppningsvis tillföras via interna vinstmedel. I dagsläget (2004) bedömer Swedish Meats att man har det kapital man behöver. På längre sikt, t ex vid uppbyggnaden av en ny slaktapparat (som skulle kräva ungefär 2 miljarder), har man inte resurserna och man tror inte heller att ägarna har resurserna. Alternativet skulle vara att vända sig till systerföretagen, LRF, bank eller till institutionella placerare. Vid en sådan satsning kan förlagsinsatser vara ett möjligt finansieringsinstrument.

Ordföranden anser att engagemanget för föreningen stärks, om kapitalet individualiseras:

”Vi har faktiskt sett en omsvängning – det pratas mer om ägaren. Jag vill inte säga medlem, jag vill säga ägare/leverantör. Ska vi få det här engagemanget, måste vi skilja på nyttjar- och ägarrollen. Jag tror också att man kommer att behöva en ersättning för ägandet, alltså någon typ av ränta på insatserna. Jag tror att det är nödvändigt för dem, som har varit med länge och kanske inte har så stor produktion, så att de känner att de får någonting tillbaka, men inga stora pengar” (ordförande).

För att lyfta fram ägarrollen och att göra ägarna delaktiga i förändringsprocessen genomfördes under hösten 2002 ett ”ägarråd”. Fyra strategiska frågeställningar (företagsformen, Swedish Meats medverkan i gårdarnas strukturutveckling, vinstfördelningen och kapitalbehovet) diskuterades.

Nyttjarrollen är väldigt stark i Swedish Meats och vid ägarråden framkom att avräkningspriset är avgörande för medlemmarna och att vinstfördelning i första hand ska ske via avräkningspriset och via efterlikvid och därefter som ränta på insatserna. Styrelsen sade att Swedish Meats ska ha marknadsmässiga avräkningspriser. Dels ska priserna följa marknaden och dels ska priserna vara konkurrenskraftiga, men samtidigt måste företaget visa vinst. Det går inte att ha högsta möjliga avräkningspris. Inköpsdirektörens kommentar till vinstfördelningen är att företagets kapitalbehov ska beaktas, men sedan ska efterlikviden prioriteras, beroende på den situation Swedish Meats befinner sig i idag, där man tappar marknadsandelar. Det är ur ekonomisk synpunkt viktigt för Swedish Meats att behålla konkurrenskraft på bondemarknaden för att utnyttja företagets industrikapacitet, annars krävs nedläggningar utöver de som redan görs idag i kostnadsreducerande syfte.

Ägarråden visade att det finns en stark uppslutning bland medlemmarna att behålla ägandet via den ekonomiska föreningen men att den ska utvecklas för att ha en möjlighet att verka på en konkurrensutsatt marknad. Swedish Meats ägare är öppna för att bolagisera verksamheten i den operativa delen.

Frågan om vilken kapitalmodell som Swedish Meats ska använda framtiden är aktuell. En översyn har gjorts av insatsreglerna med målet att insatserna ska vara oförändrade så att Swedish Meats kan klara strukturförändringarna, där 7-8 % av leverantörerna försvinner årligen. Insattaket ligger idag på 500 000 kronor. Det kollektiva kapitalet har minskat de senaste åren till följd av de insatsemissioner, som gjordes i samband med bildandet av Swedish Meats och de senaste förluståren. En förhållandevis hög andel är individuellt kapital idag (ungefär 65 %). Därmed är det inte aktuellt att omvandla mycket kollektivt kapital till individuellt. En utbetalning av insatskapital kommer att ske i takt med utträden ur föreningen, och då ska det kapitalet ersättas med konsolidering av resultatet.

Ett system med frivilliga individuella insatser tror inköpsdirektören kan skapa dynamiska diskussioner. Den medlem, som känner sig som delägare kan visa att han/hon tror på företaget genom att satsa ytterligare kapital. Detta ska han/hon få avkastning på om företaget går bra, samtidigt som det inte blir någon avkastning, om företaget går dåligt. Detta skulle tillföra ytterligare en dimension i ägandet.

Balansen mellan ägarroll och nyttjarroll

Under ägarråden framkom att det är nyttjarrollen och effektiviteten som är det viktiga, men ordföranden anser att det ska kunna ges avkastning på ägandet. Inställningen beror på var i landet man befinner sig. I Södras område är man för en avkastning på kapitalet medan de stora producenterna i Skåne enbart är intresserade av avräkningspriserna. I Mellansverige är köttproduktionen restprodukter från mjölkproduktionen, och medlemmarna kan känna ett större behov av en avkastning på kapitalet. Ägarna var positiva till att skjuta till kapital via förlagsinsatser – företrädesvis de ägare som är verksamma inom Södras område.

Swedish Meats syfte med en förlagsinsatsemission skulle i första hand enligt inköpsdirektören vara att få ett komplement till en "basdel". Denna skulle bestå av nuvarande insatssystem, där en ränta betalas på insatserna, eller en årlig insatsemission, där kapitalet är bundet tills medlemmen slutar att leverera. Utöver denna "basdel" skulle det finnas en möjlighet att frivilligt satsa pengar med avkastningen kopplad till resultatutvecklingen. Detta var hälften av ägarrådets deltagare inställda på. Systemet skulle möjliggöra att mer kapital kunde satsas i företaget i form av förlagsinsatser eller aktier med en skälig avkastning. Kapitalet skulle användas till bolagisering av någon del av verksamheten, förvärv av företag eller till en satsning som läggs i ett särskilt bolag.

Inköpsdirektören tycker att fördelen med förlagsinsatserna är att den ekonomiska föreningen tydligt behålls samtidigt som det egna kapitalet ökar. Ägarengagemanget bör också öka hos dem som satsat pengar. På kort sikt ser inköpsdirektören ett användande av förlagsinsatser som ett sätt att utveckla den kooperativa organisationsformen. Ordföranden svarar att syftet i första hand är att stärka engagemanget – att förändra förhållandet mellan nyttjarrollen och ägarrollen – eftersom Swedish Meats kan låna betydligt billigare jämfört med vad finansiering via förlagsinsatser skulle kosta.

Vad krävs för att få igång en fungerande marknad?

Det krävs att det blir en volym på marknaden och att det blir en volatilitet i instrumentet så att en värdeförändring blir möjlig.

Instrumentet är okänt bland bönderna, om man undantar Södras område. Därför anser inköpsdirektören att det är viktigt att ge ett erbjudande att teckna sig i en del av verksamhet baserat på t ex leveransvärdet. Det skulle vara förhållandevis enkelt att genomföra, och samtidigt blir det ett test på hur stort intresset bland ägarna är. På mötena säger medlemmarna att de är intresserade, men Swedish Meats vet inte hur stort intresset faktiskt är. Ägarråden genomfördes hösten 2002, då resultatutvecklingen var positiv, och föreningen andades optimism. Frågan är inte lika aktuell 2003/2004 – "timingen" är inte bra.

Kommunikationen med medlemmarna

Ordföranden anser att kommunikationen kan bli bättre men att ägarråden blev en framgång. Produktionen kom till dessa möten. Normalt har Swedish Meats 27 procent av leveransvärdet närvarande vid regionmötena, men på ägarråden kom 45 procent och i vissa områden 60-70 procent.

Kommer informationsutgivandet att förändras?

Om Swedish Meats ska kunna attrahera kapital via förlagsinsatser tror ordföranden att en ”roadshow” måste sättas ihop för att marknadsföra instrumentet. Ett attraktivt prospekt iordningställs och eventuellt görs en ännu grundligare årsredovisning för att externa investerare eller systerföreningar ska kunna bedöma lönsamheten.

Hur vill Swedish Meats förändra instrumentet?

En förändring av tidsbundenheten i instrumentet vore önskvärd så att instrumentet kunde utvecklas till att mer likna en aktie. Det bör också finnas en fungerande marknadsplats

Vad är orsaken till att ni inte använt instrumentet tidigare?

”Det har inte varit någon kapitalbrist egentligen i Swedish Meats, utan pro blemet har varit lönsamheten och kostnadseffektiviteten. Fokus har legat på att förändra strukturen och hantera nya marknadsförutsättningar”. (Inköpsdirektören).

Swedish Meats kan tänka sig att använda instrumentet på samma sätt som KLS har gjort, det vill säga att ge ut en del av efterlikviden/slutbetalningen i form av förlagsinsatser. Inköpsdirektören säger dock att han hellre gör en insatsemission, eftersom det i annat fall är tvingande. Förlagsinsatserna kan lösas in tidigast efter fem år, om en fungerande marknad saknas, medan insatskapitalet kan fås ut efter ungefär ett år vid upphörande av medlemskap.

4.2 Svenska Lantmännen

Lantmännen ägs av cirka 48 000 svenska lantbrukare och omsätter cirka 25 miljarder kronor. Verksamheten bedrivs i 13 länder, dock företrädesvis i Sverige. Lantmännens huvuduppgift är att tillhandahålla utsäde, gödsel, växtskydd och foder samt att ta emot, lagra, förädla och sälja det som lantbrukarna odlar. Försäljning av maskiner för jordbruk, skog och entreprenad samt en omfattande butiksverksamhet är andra viktiga delar. Kärnverksamheten bedrivs inom divisionen Lantmännen Lantbruk med cirka 2 000 medarbetare via 14 marknadsområden samt divisionerna Spannmål, Foder, Växtodling och Logistik. Lantmännen har egna livsmedelsindustrier (inom Cerealia-koncernen) för att vidareförädla i huvudsak svensk spannmål.

Finansieringen av kapitalkrävande investeringar i Lantmännen sker i huvudsak genom lån och egenfinansiering. Ordföranden säger att projektet inte är riktigt värt att satsa på, om

det inte går att lånefinansiera. Köpet av det danska brödföretaget Schulstad kunde egentligen ha egenfinansierats men lånefinansierades istället. Det ska finnas en sådan lönsamhet i investeringen att man kan låna pengarna.

Intervjuer

Lantmännen upplever inte att det finns finansiella begränsningar i företaget. Svenska Lantmännen har aldrig begärt extra pengar av medlemmarna förutom medlemsinsatserna, där insatstaket enligt stadgarna för närvarande är 150 000 kronor. På frågan om det kan bli aktuellt i framtiden svarade ordföranden att det kan uppstå en sådan situation men att man ska utnyttja dagens gynnsamma sats. Ordföranden tror inte att det går att få in så mycket kapital från medlemmarna men att Lantmännen söker efter alternativ för att i framtiden kunna få det.

I syfte att stärka ägarrollen genomförde Svenska Lantmännen under hösten 2003 ett projekt som heter "Att äga Lantmännen". Under två dagar utbildades 120 handledare på fyra orter. Ett utbildningsmaterial togs fram, där det i varje avsnitt fanns ett antal diskussionsfrågor, som behandlades på kretsråds- och MO-fullmäktigemöten. Bland annat diskuterades vilken kapitalmodell Lantmännen skulle ha i framtiden. Utifrån materialet utarbetade styrelsen en handlingsplan, som presenteras på fullmäktigemötena och stämman våren 2004. Styrelsen ska under hösten arbeta vidare med kapitaluppbyggnads-, kapitalanskaffnings- och investeringsfrågorna på basis av vad som kommer fram på stämman. Enligt styrelsesekreteraren har det gett en "spin-off"-effekt. Medlemmarna har fått upp ögonen för vad Lantmännen är och vilka företag man äger samt vilken funktion företagen har.

I projektet "Att äga Lantmännen" rangordnades alternativen för hur det skulle vara mest intressant att öka andelen eget kapital. Underlag består av 45 svar på frågan från mötena. Mest förekommande alternativ avseende kärnverksamheten blev konsolidering av årets vinst, som nämns på första plats i 18 av 45 fall. Näst vanligast blev ett ökat insatsuttag, vilket nämns som första alternativ i 12 fall. Därefter kommer i tur och ordning insatsemission (5 fall), direktägande i dotterbolag (5 fall), frivilliga insatser (3 fall) samt förlagsinsatser (2 fall).

Andelen eget kapital ökas främst genom konsolidering av årets vinst, enligt svaren i sammanfattningen. Konsolidering av årets vinst medför ingen kostnad för medlemmen. Till denna konsolidering kopplas en påföljande insatsemission. Förlagsinsatser anses viktiga, eftersom det antas att ägarnas intresse för hur det går för föreningen ökar. Flera möjligheter kan vara intressanta, men de måste situationsanpassas, mixas och användas för de ändamål, som passar ägarna och företaget bäst.

Att det kollektiva kapitalet överförs till nästa generation ligger enligt medlemmarnas svar i kooperationens idé. Dagens generation förvaltar ett "arv". Det är emellertid rimligt att de som är aktiva via insatsemissioner får ta del av värdetillväxten under sin aktiva tid.

Cirka 60 % anser att insatskapitalets andel av det egna kapitalet bör ligga på samma nivå som idag eller ökas till cirka 15 % genom insatsemissioner. En femtedel anser att andelen bör ökas till 20-25 % medan 5 % anser att insatskapitalet bör ökas rejält till 40-50 % genom insatsemissioner, högre minimiinsatser och slopat insatstak.

Finansieringen av verksamheten ska ske genom koncernens egengenererade medel för kärnverksamheten. Perifer verksamhet kan externfinansieras som komplement till konsoliderade vinstmedel. Även medlemmarna kan erbjudas köpa in sig i nya verksamheter. I praktiken bör de olika finansieringsmöjligheterna prövas från fall till fall, beroende på affärens storlek och inriktning.

Cirka 95 % anser att kärnverksamheten skall bedrivas som ekonomisk förening. Den ekonomiska föreningen sätter medlemmens affärer i centrum och ger långsiktig stabilitet. Verksamhet utanför kärnverksamheten kan med fördel bedrivas som aktiebolag. En ökad tydlighet krävs för dotterbolagens verksamhet. Vinsten skall kopplas till nyttan av respektive bolag.

Över 90 % anser att insatsemission är ett bra sätt att få del av verksamheten och de tillfrågade anser att det sannolikt är den bästa möjligheten för ett kooperativt företag att föra ut en del av det kollektiva kapitalet till medlemmarna. Insatsemissionen ger medlemmarna en chans att ta del av värdetillväxten samtidigt som kapitalet behålls fram till dess medlemmen begär utträde (Sammanfattning av svar från kretsråds- och MO-fullmäktigemöten, Att äga Lantmännen, 2004).

En av frågorna i materialet till projektet var ”Skall medlemmar och anställda erbjudas att teckna förlagsinsatser med avkastning kopplad till resultatutvecklingen?” Över 75 % av de tillfrågade var positiva till förlagsinsatser i syfte att skapa motivation och engagemang. Svaren var dock i flera fall villkorade till avkastningskrav. De negativa var 17 % och 13 % svarade inte. Några av kommentarerna löd:

Både medlemmar och anställda bör erbjudas förlagsinsatser. Möjligheten ska finnas om behovet finns, intresset hänger helt och hållet på villkoren. Möjligheten kan finnas, men det ska knytas till avkastningen i bolagen, ej till avkastningen i Lantmännen. Ja, erbjud medlemmar som slutar, dvs vid utträde, att ha sina pengar kvar mot en bra ränta med en bindningstid. Ja till riktade projekt. Bra att det är en frivillig möjlighet. Kan öka personalens engagemang inom företaget. Bra, skapar motivation för alla. Ja, teckna förlagsinsatser som komplement för att öka kraven på medlemmar, ledning och personal. Förlagsinsatser ställer högre krav på information. Nej, konkurrerar med andra utdelningar t ex återbäring och ränta på insatser. Nej, vi tror inte att intresset motiverar ansträngningarna att ta fram ett erbjudande om detta (Sammanfattning av svar från kretsråds- och MO-fullmäktigemöten, Att äga Lantmännen, 2004).

Syfte med en förlagsinsatsemission

Svenska Lantmännens syfte med en förlagsinsatsemission skulle vara att finansiera en betydande strategisk investering i ett klart avgränsat projekt. Ett sådant projekt skulle kunna vara en etanolfabrik för att få avsättning för vete i ett visst område eller för att få

kapital till en smal verksamhet, t ex för kyckling- och äggkläckningsproducenterna. De är ungefär 115 av Lantmännens cirka 50 000 medlemmar. Dessa kunde de erbjudas en möjlighet att teckna förlagsinsatser i ett nytt bolag, där även Lantmännen och någon extern investerare gick in med kapital.

”Hittar man den här typen av inte allt för diffusa målgrupper utan en klart engagerad, motiverad målgrupp som behöver ha hjälp med förädlingen och avsättningen av sina produkter, kommer de att vara mycket intresserade av ställa upp med finansieringen” (styrelsesekreteraren).

Ordföranden säger att instrumentet skulle ge mer individuellt ägande och ge avkastning direkt till ägarna i speciella projekt. Avkastningen ska i så fall vara kopplad till vinsten i projektet. Det går inte att via instrumentet ge en garanterat hög ränta, eftersom det ger fel signaler. Då är det bättre att låna pengarna. Instrumentet ska riktas mot en grupp ägare och anställda, som hjälper till att finansiera och får en chans att ta del av vinsten om det går bra.

”Jag har varit väldigt skeptisk till förlagsinsatser förut. Men när jag har sett att man kan koppla till vinstutvecklingen, då kan man säga att det skulle kunna bli ett instrument. Om man fick en handelsplats för det, där man kan få loss värdetillväxten också, förväntade vinster, så att det blir ett mera intressant marknadsinstrument, det skulle kunna vara en fördel.” (ordförande).

Ordföranden är förvånad att det var så stort intresse för förlagsinsatserna i projektet. Det har funnits för dålig kunskap om instrumentet, men det är rätt tid att göra någonting nu. Det handlar om finansiering, ägarstyrning och organisationen.

Nackdelarna med instrumentet enligt ordföranden är att det krävs att den ränta som erbjuds är bättre än vad som kan fås för motsvarande placering på ett annat ställe, vilket innebär att finansieringsformen kan bli dyr. Det är också anledningen till att ordföranden tror att instrumentet är bäst lämpat för finansiering av avgränsade projekt. Styrelsesekreteraren framhåller även den administration, som är kopplat till instrumentet i form av registrering, särskild redovisning, uträkning av avkastningen om denna är baserad på projektets resultatutveckling.

Vad krävs för att få till stånd en fungerande andrahandsmarknad?

För att få till stånd en fungerande andrahandsmarknad för förlagsinsatserna måste det, enligt ordföranden, finnas intressanta förlagsinsatser i intressanta bolag. Det finns potential i några av Lantmännens bolag, och Södra är ett intressant bolag. Däremot tror han inte att Swedish Meats och KLS är så intressanta just nu beroende på att branschen är illa ute. Instrumentet måste även göras känt för att kunna skapa en marknad.

Vidare måste ett papperslöst system till och en ökad volym så att handel blir möjlig. Likviditeten i instrumentet är viktig – kanske inte att pengarna går att få loss samma dag men åtminstone inom en månad. Många blandar ihop instrumentet med förlagslån, enligt styrelsesekreteraren. Det behövs utbildning vilken tar tid, men å andra sidan lyckades Södra. Själva handeln skulle kunna administreras via Internet i ett system, där det går lätt för köpare och säljare att hitta varandra, exempelvis via Lantmännen-nätet.

Styrelsesekreteraren tror att Internet i sig skulle kunna vara ett marknadsforum, som utgjorde navet till att bytet skulle fungera.

Ordföranden nämner en annan svårighet med att få igång en fungerande marknad. Det finns ett inbyggt motstånd inte bara bland medlemmarna utan även inom organisationen. Han kan tänka sig att en emission skulle innebära en extra arbetsbörda. Ett argument som kan framföras är att instrumentet har inte behövts hittills – varför behöver vi det nu med all det extra arbete som krävs?

Informationsutgivandet

Åsikten att en ökat informationsinsats behövs vid en emission stämmer överens med vad som kom fram i "Att äga Lantmännen". Ordföranden tror att det blir tätare information; kvartalsrapporter och så vidare. På frågan om han tror att det skapar incitament till företagsledningen att prestera bättre svarar han att det bör det bli, men han vill inte att det ska uppstå en "kvartalsekonomi", som går ut på att prestera bra rapporter på kort sikt. Lantmännen arbetar med långsiktiga projekt och är sällan inblandat i riskfyllda investeringar, som kan ge väldigt bra avkastning.

Externa investorer

Lantmännen är försiktigt positivt till att försöka locka externa investerare till att investera i förlagsinsatser. Att rikta det till anställda anses önskvärt, och om det finns ett attraktivt projekt kanske även banker kan bli aktuella. Om det finns en synergi med den egna verksamheten, kan man tänka sig att själva teckna förlagsinsatser i en systerförening, till exempel ett företag som förädlar spannmålen. Lantmännens alla affärer ska gynna bonden. Därför bör kopplingen vara klar, men det är också en förutsättning att pengar finns att avvara. Placeringen ska vara likvid och ge en bra avkastning. Det får inte vara en räddningsaktion.

Lantmännen skulle vara intresserat att verka för en andrahandsmarknad, men styrelsesekreteraren tror att LRF är bäst lämpade att hantera frågan. Eventuellt skulle LRF fungera som en fondkommissionär och ta ut en avgift för detta.

Om Lantmännen fick en chans till att förändra någonting i instrumentet, är det marknadsplatsen som får högst prioritet. Löptiden bör vara kopplad till hur lång tid man behöver kapitalet. Om kapitalet används till att investera i etanolfabrik, bör löptiden vara lika långa som investeringens avskrivningstid, i det fallet ungefär tio år.

Anledningen till att Svenska Lantmännen tidigare inte har utnyttjat instrumentet är att behovet har saknats, samtidigt som man har upplevt avsaknaden av en fungerande marknad såsom en begränsning. Lantmännen har redovisat ungefär en halv miljard i vinst de senaste två åren, och styrelsesekreteraren tycker att behovet saknats, då man har kunnat låna kapital billigare.

Balansen mellan ägar- och nyttjarroll

Balansen mellan ägare och nyttjare ingår i projektet "Att äga Lantmännen". Nyttjarrollen är fortfarande i särklass viktigast för medlemmarna, men samtidigt inser man att ägarrollen måste utvecklas – inte bara i form av att finansiera och få avkastning. Bönderna måste ta sitt ansvar för att utveckla företaget. Eftersom bönder har det långsiktiga perspektivet på sin egen gård, borde de ha det för sin förädlingsindustri. Bland de förtroendevalda sker en attitydförändring, men det beror på att det diskuterats mycket i projektet "Att äga Lantmännen".

Styrelsesekreteraren tror inte att medlemmarnas intresse för att teckna sig för förlagsinsatser är ett bra uttryck för deras uppfattningar om vad föreningen ska investera i. Om få tecknar sig, behöver det inte betyda att det är en dålig investering utan snarare att medlemmarna har andra preferenser eller behöver kapitalet på den egna gården.

Engagemanget och uppföljningen av företaget bör öka för medlemmen, enligt ordföranden, men framför allt i det specifika projekt, som emissionen gäller. Medlemmarnas olika planeringshorisonter tillgodoses på ett bättre sätt om tecknandet av förlagsinsatser är frivilligt, men det kan det vara i varierande grad bland medlemmarna.

Portföljproblemen kan enligt ordföranden minska om emissionen är frivillig. De som är unga och i en uppbyggnadsfas väljer nog att behålla kapitalet på den egna gården men tecknar sig förhoppningsvis när de kommit upp i ålder.

Snålskjutsproblematiken bör minska med förlagsinsatser, men ordföranden säger samtidigt att bönderna vill ha ett kollektivt kapital, som de ändå vill ha en värdestegring på men utan någon risk.

5. Förlagsinsatsinstrumentets möjligheter och begränsningar

I avsnitt 2.6 formuleras ett antal hypoteser (teoretiska slutsatser) på basis av de teoretiska resonemangen tidigare i kapitel 2. Dessa uttrycker förväntningar till vilka resultat som skulle komma fram i den empiriska delen av studien. I det föreliggande avsnittet ställs observationerna från intervjuerna i relation till vad som förväntades komma fram. En översikt över de fyra studerade företagens finansiella förhållanden framgår av tabell 1.

1. På grund av att den kooperativa äganderätten är vagt definierad upplever företagen restriktioner vid finansiering av kapitalkrävande investeringar.

Företagen har i hög grad kvar inställningen att huvuddelen av det egna kapitalet ska finnas i form av kollektivt kapital, även om olika grader av individualisering sker. Finansieringsstrategin i samtliga företag utgörs i första hand av egenfinansiering via interna vinstmedel och därefter lånefinansiering.

Projektet ”Att äga Lantmännen” visade att medlemmarna inte i första hand vill se en ökad individualisering av kapitalet för att öka det egna kapitalet och därmed bidra med riskkapital – 40 % av svaren sade att en konsolidering av årets vinst var det mest intressanta alternativet. Lantmännen anser inte att företaget i dagsläget har några problem med finansieringen och man har aldrig bett medlemmarna om kapital utöver insatserna, men man är medveten om att det kan uppstå problem i framtiden. Man tror att det är svårt att få in mycket kapital från medlemmarna, men arbetar för att få fram en kapitalmodell, som kan hjälpa till att lösa problemen.

I KLS tror man att medlemmar bidrar med finansiering först när en förening står nära ruinens brant. KLS anser att kapitalförsörjningen kommer först på fjärde plats vid en prioritering av problemen och att det är viktigare att arbeta med strategier, kostnadseffektivitet och kundrelationer. Ett av antagandena i inledningen av denna rapport är att detta arbete till stor del redan var gjort. KLS har genomfört ett kapitalprojekt, men anser sig vara tillbaka på ruta ett igen. De erfarenheter man skaffat sig blir värdefulla, när man arbetar med strategin för företaget, och förhoppningsvis kan strategin kopplas till organisationsmodellen.

Ingen av föreningarna har som mål att låta det individuella kapitalet vara dominerande. Finansiering med enbart individuellt kapital eller en individualisering av huvuddelen av det kollektiva kapitalet löser inte de finansieringsrestriktioner som kan uppstå i framtiden samt minskar agent- och äganderättsproblem. Avgörande är hur residualen fördelas. Den kan konsolideras, delas ut som efterlikvid/återbäring baserad på samhandeln eller som avkastning på det individuella kapitalet baserad på antingen samhandel eller det individuella kapitalets storlek. Baseras den på samhandeln kan detta leda till att felaktiga signaler kommer från föreningen till medlemmarna om att producera volymer som föreningen inte har avsättning för, samtidigt som den attraherar volymer i de fall föreningarna har avsättning för produkterna. Baseras den istället på kapitalinsatsen stimuleras ägarna att satsa mer kapital (förutsatt att restriktioner för hur stora kapitalinsatserna inte finns), som användas för investeringar i förädlingsledet. Det är i de

fallen som kooperativen kan få en betydande finansiering från sina medlemmar, vilka då också borde bli mer engagerade i företagets styrning, eftersom de är intresserade av hur deras kapital förvaltas.

Residualen (vinstutdelningen) baseras i Swedish Meats, KLS och Lantmännen i första hand på samhandeln och ges ut som efterlikvid/återbäring. Även KLS ger utdelning på sina förlagsinsatser och fördelar på så vis en del av residualen såsom kapitalavkastning. Utöver efterlikvid/återbäring genomför Lantmännen insatsemmissioner och betalar ut en insatsränta, vilket är en fördelning av residualen baserat på det individuella kapitalet.

Tabell 1. Föreningarnas kapital situation baserat på årsredovisningarna för 2003.

	Södra	Sw. Meats	Sv. Lantm.	KLS
Inbetalt och emitterat insatskapital MSEK	1517	664	990	55
Förlagsinsatser MSEK	719			5
Övrigt eget kapital (Bundet och fritt) MSEK	6311	359	7008	32
Summa eget kapital MSEK	8547	1023	7998	91
Insatskapital/medlem kr/medlem	43600	32530	20620	15348
Summa eget kapital/medlem kr/medlem	245800	49009	166620	29833
Totalt Kapital MSEK	13519	3420	22447	317
Insatskapital/Egetkapital	35%	65%	14%	60%
Insatskapital/Totalt kapital	11%	19%	4%	17%
Förlagsinsatskapital/Eget Kapital	8%			5%
Förlagsinsatskapital/Totalt Kapital	5%			1%
Soliditet	63%	30%	36%	29%
Omsättning MSEK	13 177	8 684	28 038	1003

I både KLS och Swedish Meats är som synes i tabell 1 den individuella andelen av det egna kapitalet förhållandevis hög idag beroende på att kollektivt kapital har täckt de förluster, som föreningarna har gjort. Trots att den individuella andelen är hög har inte engagemanget och styrningen av föreningarna ökat nämnvärt hos Swedish Meats och KLS. Detta beror på att vinstutdelningen inte stimulerar det individuella kapitalet. Det är nyttjarrollen som är viktigast för medlemmarna. Styrningen av kooperativet kommer inte att påverkas i förhållande till den grad av individualisering som kooperativet har. Föreningarna har kvar systemet med en medlem – en röst och en fördelning av residualen via konsolidering av vinster samt efterlikvid/slutbetalning istället för avkastning på det insatta kapitalet (som mycket väl kan baseras på samhandeln).

Så länge det saknas en möjlighet att omsätta de kooperativa ägarandelarna, en värdeförändring i dem är omöjlig och rösträtten ej är proportionell till antalet ägarandelar kommer inte medlemmarnas styrning av föreningarna att öka. Nyttjarrollen blir fortsatt dominerande så länge som handel med äganderätter inte är möjlig. Om detta kapital är omsättningsbart, innebär det att kapitalet och innehavaren utsätts för en högre risk, som möjliggör högre avkastning men också högre förluster i de fall föreningarna inte förvaltas väl. Den högre risken för kapitalet torde innebära att ägaren engagerar sig mer i föreningen och får en aktivare styrningsroll.

Om det kollektiva kapitalet fortsätter att vara förhärskande, om residualen fördelas via stimulans av nyttjarrollen och om medlemmarna inte får eller inte vill ta ansvar för kapitalförsörjningen, kan de kooperativa företagen få svårt att överleva på en marknad, där konkurrenterna har tillgång till kapitalmarknaden. Den kooperativa äganderätten kommer att fortsätta att vara vagt definierad, och om företagen inte genererar vinst, kan de få kapitalrestriktioner. När kollektivet blir alltmer heterogent, blir det svårare att styra föreningen, eftersom medlemsengagemanget sviktar, när medlemmarna tror att deras insatskapital hamnar i ett svart hål.

Södra har visat att det är möjligt att det med en hög andel kollektivt kapital går att generera vinster och samtidigt ha hög avkastning på det individuella kapitalet. Södras framgångsrecept har varit att betala ut marknadsmässiga avräkningspriser. Vinster från förädlingen konsolideras, men ges även ut som avkastning på kapitalet. En kontrakterad volym säkerställer förädlingsindustrins behov. Långsiktiga strategiska satsningar på förädlingen genomförs. Det finns extern kompetens i styrelsen, en skicklig företagsledning samt utbildning av medlemmarna så att de bättre förstår sin ägarroll. Det kollektiva kapitalet förvaltas väl i Södra, och medlemmarna har förtroende för sin styrelse och ledning. Södra har agerat på en konkurrensutsatt marknad under en lång tid samtidigt som branschlogiken skiljer sig från de övriga föreningarna, då skogen är ett kapital i sig och leveranser inte sker vecko- eller månadsvis. Leverantörerna blir beroende av avräkningspriset på ett helt annat sätt. Södra behöver ha en hög soliditet för att kunna överleva i den cykliska bransch föreningen verkar i.

2. För att kunna *flytta fokus från det kortsiktiga agerande (som ett fokus på nyttjarrollen leder till) mot ett långsiktigt agerande (som ett fokus på ägarrollen innebär)*, krävs att kapitalet individualiseras och att ägarna får rätt till residualen via kapitalavkastning istället för via priset på produkterna.

Swedish Meats sätter marknadspriset i Sverige, eftersom företaget är den största aktören i branschen. Marknadspriset följer allt mer det europeiska – på senare tid dock under det europeiska. KLS anser att marknadspriset sätts av Swedish Meats, och sedan lägger man sig några öre över. Både i Swedish Meats och i KLS talas om vikten av att dela ut efterlikvid för att kunna konkurrera om djuren. Det finns ett ekonomiskt incitament att stimulera nyttjarrollen så att ett högt kapacitetsutnyttjande kan erhållas men bara om företaget är effektivt så att det finns en marginal mellan förädlingskostnaden och det pris man kan ta ut på marknaden. Marknadssignalerna mellan föreningen och medlemmen filtreras så att medlemmen inte känner av marknadskrafterna fullt ut, om avräkningspriset stimuleras utan att föreningen har avsättning för produkterna. På konkurrensutsatta marknader måste marknadssignalerna gå fram för att nödvändig strukturrationalisering och effektivisering skall vidtas i föreningen och hos föreningens medlemmar.

Södra betalar marknadsmässiga priser och ger istället avkastning på kapital (dock att det var på förslag på stämman 2004 att en utredning skulle tillsättas om huruvida marknadspriser ska betalas). Södra får ändå ses som en föregångare inom Kooperationen med avseende på att skilja ägarrollen och nyttjarrollen. Genom marknadspris för råvaran och genom kontrakt säkerställer Södra en jämn råvarutillgång till sin industri. De pengar

som förädlingsindustrin genererar betalas ut som efterlikvid (baserat på samhandeln), vilket gynnar nyttjarrollen, men även som avkastning på kapitalet i form av insatsränta, insatsemission samt utdelning på förlagsinsatser. Medlemmarna kan på detta vis se vad som är avkastning i nyttjarrollen och vad som är avkastning i ägarrollen. En förändring av synen på ägarrollen har märkts hos Södra, vilket leder till att långsiktiga perspektiv diskuteras oftare på stämmor och möten. Noterbart är dock att det kortsiktiga perspektivet m.a.p priserna fortfarande finns kvar.

3. *Det måste finnas en förankring hos medlemmarna angående syftet med emissionen.*

De måste förstå instrumentets alla effekter för att kunna ta ställning till om de vill investera eller ej och de måste förstå varför investeringar krävs.

En av de största begränsningarna är att kunskap om instrumentet saknas. Swedish Meats och Svenska Lantmännen har genomfört projekt i syfte att utbilda och försöka utröna medlemmarnas åsikter i ägarfrågor, och KLS har genomfört ett kapitalprojekt. Att nyttjarrollen är så stark som den är i dessa föreningar, byggd på ideologi, traditioner och branschlogik, gör att denna process tar lång tid att genomföra.

Hos både Swedish Meats och Svenska Lantmännen finns en positiv inställning till förlagsinsatser, framför allt inom Södras område, vilket bekräftar nödvändigheten av information. Enligt KLS är det kanske till och med en förutsättning för att föreningen skulle kunna använda instrumentet. Om en förlagsinsatsemission ska bli lyckosam, krävs det att man utbildar sina medlemmar om instrumentets för- och nackdelar men även att en utbildning sker internt i organisationen, då det kan finnas ett inbyggt motstånd mot nya finansieringsinstrument, som medför en större arbetsbörda.

4. *Förlagsinsatsemissioner minskar äganderätts- och agentproblem.*

En fungerande marknad saknas, och därmed saknas signaler i form av fluktuationer i priset för förlagsinsatserna. Förlagsinsatskapitalets del av det totala egna kapitalet utgör endast ungefär åtta procent i Södra och ungefär fem procent i KLS (se tabell 1). Innehavet i sig leder sannolikt inte till att investerarna i förlagsinsatser gör sina röster hörda för att få bort gammeldags ideologi, överkapacitet o.s.v. Instrumentet saknar rösträtt, vilket försvårar för innehavarna att påverka via "voice". Medlemmarna måste i detta fall använda sina vanliga medlemskanaler, vilka också är begränsade, eftersom förhållandet en medlem – en röst gäller, varvid den del av medlemskåren som blir drabbad när t ex anläggningar läggs ner p g a överkapacitet lär protestera, varvid beslutsprocessen förlängs. Om inte medlemmarna kan påverka via "voice", återstår "exit", men denna funktion är begränsad under de första fem åren om en fungerande marknad saknas.

Externt förlagsinsatskapital kan inte få en dominerande status över insatskapitalet i framtiden, eftersom förlagsinsatskapitalet inte får överstiga insatskapitalet. Därmed får förlagsinsatsernas mindre betydelse för att åtgärda äganderätts- och agentproblemen. Förlagsinsatser innebär dock en *individualisering av kapital*, varvid ägarrollen till viss del förstärks. Engagemanget hos innehavaren ökar för det kapital han har investerat, eftersom

innehavaren är mån om att följa upp sin investering men i dagsläget ökar engagemanget inte i den omfattning som antogs i kapitel 2.

- *Uppföljningsproblemen* minskar, då företagsledningen får styrsignaler via marknadsvärdet på förlagsinsatsinstrumentet. Om en fungerande marknad saknas, får ledningen signaler då ett stort antal innehavare begär inlösen.

Förlagsinsatser blir en form av kontrollinstrument för medlemmarna (huvudman) om hur ledningen (agenten) driver företaget. Med hjälp av utdelningen, som bestäms för varje år, kan medlemmarna se hur styrelsen har förvaltat företaget under året samt jämföra från år till år. Alltså torde uppföljningsproblemet minska. Medlemmarna kan kontrollera företagets resultat lättare genom att se hur hög avkastningen på förlagsinsatserna blir. Styrelsen torde få mer press på sig att göra ett bra resultat, eftersom dess kompetens ifrågasätts, om det blir en låg utdelning.

Samtidigt krävs det en fungerande marknad för att signaler via värdeutvecklingen i instrumentet ska komma till stånd. De signaler företaget kan få via "exit", dvs att en stor del av innehavarna säljer eller begär inlösen av sina förlagsinsatser, behöver inte betyda att föreningen har gjort felaktiga investeringar. Det kan lika gärna vara sammankopplat med att innehavaren anser sig behöva kapitalet bättre i den egna verksamheten.

Förlagsinsatskapitalets del av det totala kapitalet är liten i både Södra och KLS. Då en fungerande marknad saknas för både Södras och KLS förlagsinsatser, kan man inte säga att uppföljningsproblemen minskar med hjälp av förlagsinsatserna. Det kollektiva kapitalet är förhållandevis stort i Södra och Svenska Lantmännen, medan andelen individuellt eget kapital är förhållandevis stort i KLS och Swedish Meats. Både det kollektiva och insatskapitalet är dock avskärmat från marknadskrafterna, vilket leder till att återkopplingen på ledningens investeringsbeslut är svår, och därmed ökar risken för olyckliga investeringar.

- *Beslutsfattandeproblemen* minskar då ett positivt mottagande bland investerare (medlemmar) innebär att ledningen får signaler om medlemmarnas vilja att investera i föreningen eller i ett speciellt projekt.

Beslutsfattandeproblemet kan minska om man, såsom i Svenska Lantmännens fall, vill finansiera avgränsade projekt. Kommunikationen mellan medlemmar och ledning bör i detta fall leda till att signaler går fram huruvida ett projekt är intressant eller inte. Därmed minskar problemen med att ledningen har svårt att bedöma medlemmens vilja och att medlemmen har svårt att styra sitt företag. Är det fråga om en generell emission som ska finansiera olika projekt, kan även detta leda till att beslutsfattandeproblemen minskar, men bara om föreningen förklarar hur pengarna ska användas.

- *Horisontproblemen* minskar, då innehavare med en kort planeringshorisont kan sälja sina förlagsinsatser på en marknad eller begära inlösen om en välfungerande marknad saknas.

Horisontproblemen kan minska genom att innehavaren kan begära inlösen, om han anser sig behöva kapitalet i den egna verksamheten eller ska sluta inom en nära framtid. Södras förlagsinsatsemissioner har varit frivilliga och därför kan horisontproblemen sägas ha varit små vid emissionstillfället. I KLS kan inte horisontproblemen sägas ha minskat, eftersom förlagsinsatsemissionen var tvingande. Nackdelen är också att det tar två år efter uppsägning att få ut kapitalet, och det kan tidigast fås ut efter fem år, vilket leder till att horisontproblemen antagligen minskar endast obetydligt vid en förlagsinsatsemission.

- *Portföljproblemen* minskar, då innehavet av förlagsinsatser är frivilligt. Den medlem, som bedömer att pengarna gör bättre nytta i den egna verksamheten eller tycker att risken är för hög, kan låta bli att investera.

Att placera kapital i förlagsinsatser är ett sätt att sprida investeringar. Instrumentet ger mindre riskfylld avkastning, beroende på dess prioritering framför insatsränta, efterlikvider och återbäring. I Södras fall utgår utdelning om minst fem procent (de som gavs ut 2002) på investerat kapital samt möjlighet till ytterligare bonus om upp till fyra procent. Innehavarna vet även att de efter fem år får tillbaka åtminstone det nominella beloppet (om inte företaget går i konkurs). Vetskapen om att man får tillbaka nominellt belopp gör att man bättre kan planera för framtida användningsområden eller placeringar. Risken är om företaget går med förlust och fritt eget kapital saknas. Då kan företaget besluta att inte ge någon utdelning under det specifika året. Följden blir att man vid en långvarig svacka (inom de första fem åren) för företaget kan få en inlåsnings effekt med förlagsinsatserna utan möjlighet att placera sitt kapital på en annan gynnsammare marknad. KLS förlagsinsatsemission var inte frivillig, och därmed kan man inte säga att uppföljningsproblemen minskade i KLS.

- *Problemet med gemensam egendom* minskar på så vis att de, som inte innehar förlagsinsatser, inte får del av den utdelning som är knuten till dem.

Om förlagsinsatsemissionen sker för ett avgränsat projekt, stämmer ovanstående resonemang. Detta har dock inte gjorts i något av företagen men däremot diskuterats. Vid en generell förlagsinsatsemission liknande Södras minskar gratispassagerarproblemet till viss del, då det bara är innehavarna av instrumentet som har rätt till utdelning. Däremot kan alla övriga medlemmar tillgodogöra sig de positiva betalningsströmmar som kapitalet skapar, vilket leder till ett nytt gratispassagerarproblem. Om Lantmännen genomför något av sina projekt, som finansieras till t ex en fjärdedel av Lantmännen, en fjärdedel av förlagsinsatser och hälften med lån, uppstår ett visst gratispassagerarproblem, förutsatt att Lantmännen väljer att låta avkastning på det kapital man satsat gå tillbaka till föreningen.

5. *En soliditetsstärkande effekt uppnås, eftersom kapitalet behandlas som bundet eget kapital.*

Den soliditetsstärkande effekten betonas främst av Södra. Alla föreningarna är överens om att den är viktig men hur viktig den är varierar. Att inlösen av instrumentet kan ske efter fem år begränsar den soliditetsstärkande effekten. Företagen måste spara pengar på tillgångssidan i balansräkningen för att förbereda en eventuell utbetalning. Instrumentets

löptid är ett problem ur både föreningens och investerarens synvinkel. Föreningen vill ha möjlighet att planera kapitalbehovet, och medlemmen vill att placeringen ska vara likvid så att kapitalet ska kunna användas i den egna verksamheten. Om en fungerande marknad fanns, skulle detta problem begränsas, och kapitalet skulle inte läcka ut ur föreningen i någon större omfattning, samtidigt som innehavaren kunde få tillgång till kapitalet inom en rimlig tidsrymd. Merparten av förlagsinsatserna kommer inte att lösas in, om företagen har gynnsamma avkastningsvillkor liknande de Södra har för sina förlagsinsatser samt om företaget går med vinst så att utdelning blir möjlig.

6. *Instrumentet har flera egenskaper, som pekar mot att marknaden blir tunn och att instrumentets potential inte till fullo kan utnyttjas.*

Om och när en VPC-registrering kommer till stånd, underlättas handeln med förlagsinsatser. Transaktionskostnader, som är kopplade till den omständiga pappershanteringen och det faktum att köparna inte har tillgång till information angående priser etc, ger upphov till de i kapitel 2 beskrivna kontakts- och kontraktskostnader. Aktörerna behöver inte söka upp handelspartners själva, om en marknadsplats finns, varvid *kontaktskostnaderna* minskar. Det finns ett pris som säljaren erbjuder via marknadsplatsen så att förhandlingar om priset inte behöver göras, och betalning och leverans förmedlas via den ”market maker” som är ansvarig. Därmed minskar *kontraktskostnaderna*.

Enligt Södras medlemschef kan de, som investerat i förlagsinsatser, tänkas se sin investering som långsiktig samt ur ett medlemsperspektiv. De vill gynna föreningen och är därmed mindre benägna att sälja sina förlagsinsatser. I sin nuvarande form är den potentiella ägarkretsen liten, eftersom instrumentet inte är särskilt känt utanför kooperativa kretsar. Ju större denna krets är, desto mer talar för att marknadsvärde kan uppstå. Det finns då fler som kan ha skilda motiv för sitt ägande, varvid efterfrågan på värdepappret ökar. Södra lät vid sin emission anställda och familjemedlemmar teckna sig, men denna skara skulle kunna utökas.

Vad som talar emot att instrumentet skulle bli en attraktiv placering även för externa placerare är att dessa kan få anse att avräkningspriset prioriteras så att utdelningen för deras placering begränsas. Eftersom rösträtt saknas kan de inte påverka detta. Ytterligare en begränsning är att utdelningen baseras på nominellt belopp. Om en köpare betalar mer än det nominella värdet för förlagsinsatsen, kommer köparens effektiva utdelningsränta att bli lägre, eftersom utdelningen baseras på ett procenttal, som multipliceras med det nominella värdet på förlagsinsatsen. Ett exempel är följande.

Förlagsinsatsens nominella värde är 10 000 kr; utdelningen är beslutad till 5 %; köparen har betalat 11 000 kr för att anskaffa förlagsinsatsen. Därmed blir köparens effektiva utdelningsränta $500/11\ 000 = 4,5\ %$. Således begränsas möjligheten till fluktuationer i förlagsinsatsens marknadsvärde, då den effektiva räntan blir lägre när marknadsvärdet är högre än det nominella beloppet. Därmed mister instrumentet såsom spekulationsobjekt.

Volymen på marknaden kan även i framtiden bedömas bli låg, då Swedish Meats inte i dagsläget är i position att ge ut förlagsinsatser och Lantmännen främst vill ge ut förlagsinsatser i klart avgränsade projekt. Problemen med en begränsad ägarkrets kvarstår förmodligen även vid investeringar i avgränsade projekt om inte dessa av omvärlden bedöms som extremt lönsamma. De exempel som gavs på t ex en ny etanolfabrik torde endast intressera de som kan få avkastning för sin råvara. Därmed kvarstår till stor del de problem som tyder på att marknaden för förlagsinsatser blir tunn och därmed blir det svårt att få någon form av rättvisande marknadspris om handel skulle komma igång.

7. Förlagsinsatserna kan användas för olika syften.

KLS delade ut efterlikviden och använde instrumentet på ett sätt som det inte ursprungligen var tänkt att användas, eftersom emissionen var tvingande. KLS användning av instrumentet kan liknas vid det danska systemet med personliga konti, d v s att en del av efterlikviden/slutbetalningen behålls i föreningen. I systemet med personliga konti betalas pengar ut automatiskt efter att ha stått inne ett visst antal år. Ur medlemmen/ innehavarens synpunkt har förlagsinsatserna en nackdel gentemot det danska systemet i form av att medlemmen själv måste begära inlösen och att det tar två år innan utbetalning kan ske. Förutom denna nackdel fungerar förlagsinsatserna utmärkt som ett alternativ om föreningarna vill individualisera kapitalet och samtidigt behålla det i företaget åtminstone under en femårsperiod. Görs detta kontinuerligt, innebär det att efter fem år finns det ett system där medlemmarna får ut pengar varje år om man väljer att lösa in förlagsinsatserna. Förhoppningsvis väljer medlemmen att låta pengarna stå kvar med hopp om avkastning, och en viss del av föreningarnas kapitalbehov täcks då upp.

Föreningarna kan även rikta emissioner med stora belopp mot enskilda investerare såsom Södra gjorde mot LRF. Södras syfte med emissionen var att förbättra soliditeten så att räntorna gentemot kreditgivarna kunde omförhandlas. Detta var två exempel på användningsområden utöver en generell emission för vilka förlagsinsatserna kan användas.

8. För att företaget ska lyckas med en emission bör denna ske när företaget är ekonomiskt stabilt och uppvisar vinst.

Södra hade bra villkor knutna till sin förlagsinsatsemission och hade just utbetalat en stor efterlikvid. Detta bör ha bidragit till Södras framgångar med att få in kapital via förlagsinsatserna. KLS hade bra villkor på sin emission, men gjorde en förlust 2003. KLS beslutade ändå att ge utdelning för att värna om instrumentet. Swedish Meats har inga förutsättningar för att göra en förlagsinsatsemission, då det går med förlust och leverantörerna har dålig ekonomi. Svenska Lantmännen har uppvisat bra resultat två år i rad och har i dagsläget bra förutsättningar för att ge ut förlagsinsatser. Lantmännen kommer att dela ut en stor del av vinsten 2003 i form av ränta på insatserna, efterlikvid/återbäring och insatsemission. Tidpunkten för en förlagsinsatsemission är således gynnsam. I projektet "Att äga Lantmännen" var även de tillfrågade positiva till att teckna sig för förlagsinsatser i ett avgränsat projekt med god avkastning.

9. *En förlagsinsatsemission innebär en ökad mängd ekonomisk information från utgivande företag.*

Ett ökat informationsgivning efter förlagsinsatsemission så som det förutspåddes i kapitel 2 har inte förekommit. Så länge handeln med förlagsinsatser är liten samtidigt som volymen är låg, är detta heller inte särskilt motiverat. Skulle volymen och handeln öka, torde också relevant ekonomisk information från utgivarna finnas tillgänglig för innehavarna så att de kan bedöma investeringens attraktivitet. Det blir dock aldrig samma mängd information som ges ut av aktiebolag. Det är heller inte sannolikt att affärspressen kommer att analysera instrumentet så att man på den vägen kan få signaler om hur företagsledningen förvaltar företaget. Intresset för instrumentet kommer antagligen att begränsas till den kooperativa kretsen och eventuellt till institutionella investerare, till vilka information riktas specifikt. Det medför kostnader att ta fram underlag för prospekt och ge ut relevant information kontinuerligt. Öppenheten och informationsförmedlingen måste förändras, vilket kan upplevas negativt av föreningarna.

10. *Finansieringsalternativet bidrar till att den kooperativa särprägn bibehålles. Till kapitalet är inte knuten någon rösträtt, varvid externa intressen ej kan ta över styrningen och därmed skifta fokus för verksamheten.*

Den kooperativa särprägn behålls vid finansiering med förlagsinsatser. Föreningarna kan erbjuda externa intressenter att investera i företaget utan att ge avkall på de kooperativa fördelarna såsom att efterlikvid, återbäring och utdelningen på förlagsinsatser är avdragsgilla för föreningen. Att instrumentet saknar rösträtt innebär att konflikter avseende föreningens mål ej uppstår. Externa intressenter med ett kapitalavkastningsmål kan inte ändra föreningens mål med verksamheten.

11. *En förändring i organisationsstrukturen sker vid en förlagsinsatsemission.*

Södra och KLS kan inte fullt räknas in i som traditionella kooperativa företag, då de via utdelningen på förlagsinsatserna ger en viss begränsad rätt till residualen. Återigen är förlagsinsatskapitalets andel låg, varför en avgörande ändring av organisationsstrukturen inte kan sägas ha skett till följd av förlagsinsatserna. Däremot har föreningarna genomfört fler åtgärder som gör att en viss förändring av organisationsstrukturen har skett.

6. Diskussion och slutsatser

Studiens syfte är att utreda möjligheterna och begränsningarna för svenska lantbrukskooperativa företag att använda förlagsinsatsinstrumentet. I denna diskussion bedöms förlagsinsatsernas potential i framtiden.

Inställningen till en individualisering av kapitalet i föreningarna är blandad. Alla är överens om att viss individualisering bör ske för att ägarengagemanget ska stärkas, men samtidigt betonas hur stark nyttjarrollen är.

Eftersom nyttjarrollen är mycket stark i Swedish Meats, KLS och Svenska Lantmännen, kan förlagsinsatsernas potential först och främst anses vara en möjlighet för föreningarna att balansera ägar- och nyttjarrollerna. Tillsammans med en fortsättning av de ägar- och kapitalprojekt, som dragits i gång i de olika föreningarna, kan förlagsinsatserna vara ett komplement för att få upp intresset för ägarrollen, öka engagemanget och på så vis få bättre kunskap om marknaden samt långsiktiga strategier. Utgivande av förlagsinsatser kan också göra det lättare för föreningen att i framtiden diskutera andra finansiella lösningar med medlemmarna.

När nyttjarrollen är så stark som den är, bör man framgångsrikt kunna koppla förlagsinsatserna till projekt, som ligger nära nyttjarrollen. Kommunikationen med medlemmarna bör underlättas. De som investerar i förlagsinsatser kopplade till ett visst projekt kan även tänkas bli engagerade. I detta fall kan de agent- och äganderättsliga problemen minska. Det är nödvändigt att systemet är enkelt att förstå för medlemmarna. Om medlemmarna inser syftet med förlagsinsatsemmissionen, ökar deras engagemang. Det ligger i föreningarnas intresse att utveckla instrumentet och att föra en dialog med medlemmarna för att kunna dra nytta av förlagsinsatserna i framtiden.

Förlagsinsatser kan inte anses ha en potential att fungera likt en aktie. Förutom begränsningarna i instrumentets utformning kan tilläggas att även om en fungerande marknad kommer till stånd, är det inte sannolikt att de signaler som kommer via värdeutvecklingen kan tolkas för att utvärdera företagsledningens arbete. Däremot kan en indikation fås huruvida verksamheten är framgångsrik. Många faktorer tyder på att en fungerande marknad med ett rättvist marknadspris inte kan komma till stånd. Volymen kan antas bli låg, eftersom intresset för instrumentet sannolikt begränsas till kooperativa kretsar. Lantmännen, som är en av de största aktörerna, vill begränsa användningen till specifika projekt, och Swedish Meats står inte i begrepp att ge ut förlagsinsatser så länge företaget går med förlust. Detta begränsar den totala volymen av förlagsinsatser, som kan tänkas erbjudas. Medlemmen kan inte förväntas köpa och sälja några större volymer så länge det inte finns någon koppling mellan instrumentet och t ex leveransvillkoren. Därmed blir investerna inte så aktiva.

Även om förlagsinsatserna inte har någon större potential att fungera såsom aktier med avseende på signaler om instrumentets värdeutveckling, är det av största vikt att en VPC-registrering av instrumentet påskyndas. Det är viktigt för både innehavare och utgivare att en likviditet finns i instrumentet. Även om antalet transaktioner kan väntas bli litet så

länge volymen är låg, underlättas en handel av ett papperslöst system, varvid transaktionskostnaderna sänks. Nya kostnader i form av en viss ökning av ekonomisk information knuten till förlagsinsatserna tillkommer, vilket är positivt då det sätter press på föreningen att uppnå högsta möjliga utdelning.

Det finns önskemål från alla föreningarna att se över löptiden på instrumentet. Om en fungerande marknad inte kommer till stånd, vållar löptiden bekymmer för både innehavare och emitterande förening. Förslag har framförts om en förändring av löptiden så att kapitalet blev mer permanent. Förlagsinsatser skulle kunna ges ut med olika löptid, där de med längre löptid ges bättre avkastningsvillkor. Problemet i det fallet blir att villkoren på förlagsinsatser med en lång löptid antagligen måste sättas väldigt förmånligt för att locka investerare, varvid kapitalet kan bli för dyrt för föreningarna. Förlagsinsatserna anses ju redan idag vara ett dyrt instrument, när löptiden är på fem år. Kombinerat med en icke fungerande marknad minskar incitamentet för att binda upp kapital för en lång period.

Samtidigt finns en potential i att det inte finns någon begränsning för hur hög utdelning som föreningarna kan knyta till instrumentet. Föreningarna kan använda instrumentet för att överföra förädlingsvinster till medlemmar. Det kan vara bättre att fördela förädlingsvinsterna såsom avkastning på kapitalet än såsom höga avräkningspriser, eftersom detta kan ge fel marknadssignaler till medlemmarna. Om utdelningen på förlagsinsatser är prioriterad för att fördela förädlingsvinster, blir innehavet en nödvändighet för medlemmen och därmed stimuleras användandet av förlagsinsatser. Den bedömning, som kan göras i dagsläget, är dock att det krävs mycket arbete från föreningarnas sida för att förändra medlemmarnas attityder.

Eftersom bönder ofta är riskaverta, borde de vara intresserade av att investera i ett instrument med låg volatilitet. Kan föreningarnas närmaste framtid förväntas bli lönsam, kan en stabil placering erbjudas med en i förhållande till risken hög avkastning.

Förlagsinsatser är ett intressant instrument för att individualisera kapitalet och samtidigt få in riskkapital till föreningarna. Det finns dock begränsningar i instrumentet, men det är upp till föreningarna att t ex via LRF arbeta för att dessa hinder övervinns. Alla föreningarna är positiva till en utveckling av den kooperativa företagsformen. Användande av förlagsinsatser är en del i denna process.

Referenser

Litteratur

- Andersson, Fredrik, 1998, *Alternativa prismodeller för mejerikooperationen*. Examensarbete 183, Institutionen för ekonomi, SLU, Uppsala.
- Att äga Lantmännen, 2004, Sammanfattning av svar från kretsråds- och MO-fullmäktigemöten. Svenska Lantmännen, Stockholm.
- Barton, David 1989, What is a cooperative? *Cooperatives in Agriculture*, (ed. David Cobia), Prentice Hall, Englewood Cliffs, NJ.
- Broberg, Jesper, *Insatsemission – Fallstudier i två lantbrukskooperativa företag*, Examensarbete 165, Institutionen för ekonomi, SLU, Uppsala.
- Chaddad, Fabio, 2001, *Financial Constraints in U.S. Agricultural Cooperatives – Theory and Panel Data Econometric Evidence*, A Dissertation presented to the Faculty of the Graduate School University of Missouri, Colombia.
- Fahlbeck, Erik, 1994. *Undervisnings-PM i transaktionskostnadsteori*. Institutionen för ekonomi, SLU, Uppsala
- Fahlbeck Erik & Karin Hakelius, 2004, *Finansiering av lantbrukskooperativa företag*, idéseminarium, LRF.
- Hakelius, Karin, 2002, *Lantbrukskooperationens finansiella problem. Teoretiska analyser och uppslag till lösningar*. Rapport 146, Institutionen för ekonomi, SLU, Uppsala.
- Hansson, Sigurd, 1996, *Aktier, optioner och obligationer*, 2000, Studentlitteratur, Lund.
- Hedberg, Sofia, 2004, *Strategic alliances in the dairy industry – with special reference to Arla Foods*. Examensarbete 342.
- KLS, 2003, *Styrelsens förslag till slutbetalning via förlagsinsatser*. Kalmar.
- Mallmén, Anders, 2002, *Lagen om ekonomiska föreningar – en kommentar*, Nordstedts juridik AB, Stockholm.
- Ollila, Petri, 1989, Coordination of supply and demand in the dairy marketing system – with special emphasis on the potential role of the farmer cooperatives as coordinating institutions. *Journal of Agricultural Science in Finland*, 61.
- Nilsson Jerker och Thomas Björklund, 2003, *Kan kooperationen klara konkurrensen?* Rapport 149, Institutionen för ekonomi, SLU, Uppsala.
- Nilsson Jerker & Martina Bärnheim, 2000, Remodelling a Dairy Producer Cooperative. *Research in Rural Sociology and development. Volume 8: Dairy Industry Restructuring*, Elsevier/JAI Press, Amsterdam.
- SOU 1981:60, *Kooperationen i samhället*, Liber förlag, Stockholm.
- Villkor för förlagsandelsbevis*, 2002, Södra Skogsägarna ekonomisk förening, Växjö.

Årsredovisningar

KLS 2003

Svenska Lantmännen 2003

Swedish Meats 2003

Södra 2003

Internet

www.sodra.se 2004-04-12

Personliga meddelanden

Berg, Magnus, 2003-11-21. Medlemschef, Södra Skogsägarna ek. Förening, Växjö

Mallmén Anders, 2003-10-10. Förbundsjurist, LRF, Stockholm

Bilaga 1. Frågeguide – Södra och KLS.

1	Vilka finansieringsalternativ diskuterar ni vid en kapitalkrävande investering?	
2	Vilka kriterier avgör hur investeringen finansieras?	
3	Upplever ni finansiella begränsningar när ni ska investera?	
4	Vad var ert syfte med förlagsinsatsemissionen?	
5	Har syftet uppnåtts? Varför eller varför inte?	
6	Vad anser ni vara förlagsinsatsernas fördel jämfört med andra finansieringsalternativ?	
7	Vad är dess nackdelar?	
8	Hur viktigt är det att den kooperativa särprägel behålls?	
9	Hur högt värderar ni att utdelningen på förlagsinsatser är avdragsgill?	
10	Upplever ni att engagemanget för föreningen och styrningsfrågorna stärks på grund av att kapitalet individualiseras? Hur märks det?	
11	Vad krävs för att få till stånd en fungerande andrahandsmarknad för förlagsinsatserna?	
12	Vilka är fördelarna med att en fungerade marknad för omsättning finns?	
13	Vilka är svårigheterna med att få igång en marknad?	
14	Går det att skapa en marknad för omsättning av förlagsinsatser som ger korrekta marknadssignaler? (Med avseende på att ett flukturerande värde på förlagsinsatsen skulle kunna sända styrsignaler till ledningen och eventuellt locka mer kapital till föreningen om placeringen anses vara attraktivt).	
15	Har ert tillhandahållande av ekonomisk information till innehavare och potentiella investerare förändrats sedan förlagsinsatsemissionen?	
16	Finns det motiv till att marknadsföra instrumentet mer mot externa investerare och därmed eventuellt öka efterfrågan?	
17	Är det ett uttalat och prioriterat mål att en marknad ska komma till stånd?	

18	Vad tror ni om möjligheten att finansiera specifika investeringar med en emission av förlagsinsatser, där avkastningen på investeringen kopplas till utdelningen på förlagsinsatserna?	
19	Vad tror ni är orsaken/orsakerna till att inte fler ekonomiska föreningar utnyttjat sig av instrumentet?	
20	Kan föreningen tänka sig att emittera förlagsinsatser till en ensam investör? Under vilka förutsättningar skulle det vara?	
21	Om ni fick förändra instrumentet utifrån dagsläget, hur skulle ni förändra det och varför?	
22	Vilka effekter tror ni skulle kunna uppnås? Hur skulle situationen förbättras från dagsläget?	
23	Den gängse uppfattningen bland medlemmarna i traditionella kooperativ har i stor utsträckning varit att det är bättre att investera i den egna verksamheten framför att investera i föreningen. Hur gör ni för att kommunicera ut föreningens behov av riskkapital till kapitalkrävande investeringar?	
24	Kan ni övertyga medlemmarna om behovet av att gå från ett fokus på leverantörs/nyttjarrollen till en mer balanserad syn på nyttjarrollen och ägarrollen i de fall föreningens kapitalbehov ökar?	
25	Anser ni att kommunikationen med medlemmarna fungerar tillfredsställande när investeringsalternativ diskuteras?	
26	Kommer ni att fördjupa arbetet med att individualisera kapitalet och stärka engagemanget?	
27	Övriga kommentarer	

Bilaga 2. Frågeguide – Swedish Meats och Svenska Lantmännen

1	Vilka finansieringsalternativ diskuterar ni vid en kapitalkrävande investering?	
2	Vilka kriterier avgör hur investeringen finansieras?	
3	Upplever ni finansiella begränsningar vid kapitalkrävande investeringar? Beror dessa i så fall på organisationsformen?	
4	Vad skulle ert syfte vara med en förlagsinsatsemissionen? Hur tror ni att potentialen i instrumentet kan utnyttjas i Svenska Lantmännen?	
5	Vad anser ni vara förlagsinsatsernas fördel jämfört med andra finansieringsalternativ?	
6	Vad är dess nackdelar?	
7	Hur viktigt är det att den kooperativa särprägnen behålls?	
8	Tror ni att engagemanget för föreningen och styrningsfrågorna stärks på grund av att kapitalet individualiseras?	
9	Vad krävs för att få till stånd en fungerande andrahandsmarknad för förlagsinsatserna?	
10	Vilka är fördelarna med att en fungerade marknad för omsättning finns?	
11	Vad tror ni är svårigheterna med att få igång en marknad?	
12	Går det att skapa en marknad för omsättning av förlagsinsatser som ger korrekta marknadssignaler? (Med avseende på att ett flukturerande värde på förlagsinsatsen skulle kunna sända styrsignaler till ledningen och eventuellt locka mer kapital till föreningen om placeringen anses vara attraktivt).	
13	Skulle ert tillhållande av ekonomisk information till innehavare och potentiella investerare förändras vid en förlagsinsatsemissionen?	
14	Skulle det finnas motiv till att marknadsföra instrumentet mot externa investerare?	
15	Skulle ni kunna tänka er att verka för att få till stånd en andrahandsmarknad för förlagsinsatserna?	
16	Vad tror ni om möjligheten att finansiera specifika investeringar med en emission av förlagsinsatser, där avkastningen på investeringen kopplas till utdelningen på förlagsinsatserna?	
17	Vad är orsaken/orsakerna till att ni inte har utnyttjat instrumentet?	

18	Kan ni tänka er teckna förlagsinsatser i en systerförening om de skulle rikta en emission till er? Under vilka förutsättningar skulle det vara?	
19	Om ni fick förändra instrumentet utifrån dagsläget, hur skulle ni förändra det och varför?	
20	Vilka effekter tror ni skulle kunna uppnås? Hur skulle situationen förbättras från dagsläget?	
21	Den gängse uppfattningen bland medlemmarna i traditionella kooperativ har i stor utsträckning varit att det är bättre att investera i den egna verksamheten framför att investera i föreningen. Hur gör ni för att kommunicera ut föreningens behov av riskkapital till kapitalkrävande investeringar?	
22	Kan ni övertyga medlemmarna om behovet av att gå från ett fokus på leverantörs/nyttjarrollen till en mer balanserad syn på nyttjarrollen och ägarrollen i de fall föreningens kapitalbehov ökar?	
23	Anser ni att kommunikationen med medlemmarna fungerar tillfredsställande när kapitalkrävande investeringsalternativ diskuteras?	
24	Kommer ni att fördjupa arbetet med att individualisera kapitalet och stärka engagemanget?	
25	Tror ni att ett utgivande av förlagsinsatser leder till att medlemmen får en bättre uppföljning av företagets verksamhet samtidigt som engagemanget stärks.	
26	Tror ni att kommunikationen mellan ledningen och medlemmen förbättras m.a.p. att ledningen får en bättre uppfattning om vilka investeringar som bör göras via intresset av att teckna sig. (Framst i de fall specifika investeringar finansieras med riktade förlagsinsatsemissioner).	
27	Tror ni att medlemmarnas olika planeringshorisonter tillgodoses på ett bättre sätt då medlemmar med kort planeringshorisont ej behöver teckna sig eller kan välja att sälja förlagsinsatserna.	
28	Det är frivilligt för medlemmen att köpa förlagsinsatser. De som tror sig få bättre avkastning från investeringar i sitt lantbruksföretag köper inte förlagsinsatser. Var och en kan sammanställa en portfölj, som passar just för honom/henne. Stämmer detta resonemang? Vilka är invändningarna?	
29	Förlagsinsatserna är frivilligt, individuellt kapital, och det krävs en god avkastning för att någon ska vilja köpa dem. Därmed blir det god överensstämmelse mellan vad den enskilde ger och vad han/hon får. För kollektivt kapital gäller att var och en helst vill slippa investera samtidigt som var och en vill ha de fördelar, som detta kapital skapar. Stämmer detta resonemang? Vilka är invändningarna?	

Pris: 70:- (exkl moms)

Tryck: SLU, Institutionen för ekonomi, Uppsala, 2004

Distribution:

Sveriges lantbruksuniversitet
Institutionen för ekonomi
Box 7013
750 07 Uppsala
Tel 018-67 10 00

Swedish University of Agricultural Sciences
Department of Economics
P.O. Box 7013
SE-750 07 Uppsala, Sweden
Fax + 46 18 67 35 02