



# Riskkapital för kooperativ

*– fallet KLS*

*Anders Nilsson*

---

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

*Examensarbete 281  
Uppsala 2002*

ISSN 1401-4084  
ISRN SLU-EKON-EX--281--SE



# Riskkapital för kooperativ

*– fallet KLS*

*Risk capital for cooperatives – the case of a minor Swedish meat cooperative*

*Anders Nilsson*

Handledare: Jerker Nilsson

© Anders Nilsson

Sveriges lantbruksuniversitet  
Institutionen för ekonomi  
Box 7013  
750 07 UPPSALA

ISSN 1401-4084  
ISRN SLU-EKON-EX--281--SE

Tryck: SLU, Institutionen för ekonomi, Uppsala, 2002

## **Förord**

Uppsatsen är ett examensarbete på agronomprogrammet med ekonomisk inriktning vid Sveriges Lantbruksuniversitet i Uppsala. Arbetet är på D-nivå och omfattar 20 högskolepoäng.Handledare och examinator för arbetet har varit professor Jerker Nilsson på institutionen för ekonomi SLU.

Jag vill tacka ovannämnda handledare för stöd och vägledning under den tid examensarbetet skrevs. Till mina opponenter Sandra Axelsson och Carin Wallin vill jag tacka för en bra och kritisk granskning av arbetet. Dessutom vill jag framföra ett tack till de personer och företag, som tog sig tid för mina frågor. Framför allt vill jag tacka KLS och dess vd Thomas Gustafsson, som har hjälpt till med utformningen av arbetet.

Kristianstad den 23 augusti 2002

Anders Nilsson



## Sammanfattning

Kooperativa företag har ständiga svårigheter att generera egenkapital, eftersom medlemmarna sällan erhåller ränta på sitt insatskapital. Dock behövs kapital till investeringar såsom företagsförvärv, FoU samt marknads lanseringar. KLS Livsmedel ek. för. (KLS) står nu inför sådana problem, när företaget måste stärka sin position på marknaden för förädlade köttprodukter.

Inom den kooperativa sektorn har skett många fusioner. Företagen vill på detta vis förbättra sin konkurrenskraft, vinna skalfördelar och få starkare kapitalbas. För de företag, som väljer att fortsätta på egen hand, krävs andra strategiska åtgärder, bl a på kapitalsidan, eftersom den traditionella finansieringen med kapital endast från medlemmarna ofta inte är tillräcklig.

Ägarstrukturen, dvs vilka ägarna är, hur ägandet är fördelat och vilka motiv ägarna har med sin kapitalplacering, påverkar hur riskkapital kan genereras till föreningen. Om externa intressenter erbjuds att satsa kapital i föreningen, ändras ägarstrukturen, vilket får betydelse för medlemmen. Syftet med uppsatsen är att analysera vilka konsekvenser olika finansieringsalternativ får för medlemmen och för dennes ägande och nyttjande av föreningen. Syftet är relaterat till följande problemställningar:

- Hur påverkas KLS och den enskilde medlemmen av de olika alternativen?
- Vilken betydelse har ägarstrukturen för medlemmen och dennes intresse för att satsa kapital?

De finansieringsalternativ, som är aktuella för KLS, är (1) överföring av delar av verksamheten i bolag vars aktier delvis ägs av externa intressenter, (2) utgivande av konvertibla skuldebrev (som efter några år blir omvandlade till aktier i dotterföretag) samt (3) utgivande av förlagsinsatser. Dessa alternativ analyseras med hjälp av äganderättsteorin. De teoretiska slutsatserna från denna analys prövas med hjälp av fallstudier, genomförda såsom kvalitativa intervjuer med personer i KLS samt i ett antal företag, som använder samma eller liknande finansieringsinstrument.

Arbetets slutsats är att förlagsinsatser är det finansieringsalternativ, som är bäst av de tre. Medlemmen påverkas minst, eftersom det kooperativa företagets särprägel bibehålls och verksamheten inte riskerar att styras av externa intressenters intressen.

## Summary

Co-operative firms have generally difficulties to generate equity capital as members rarely obtain interest on their deposit. Still, capital is needed for investments such as acquisition of other firms, R&D and launching products on the market. KLS Livsmedel ekonomisk förening (KLS) is now facing such problems. KLS is a minor meat cooperative in the southern part of Sweden. As it has recently rejected an offer to merge with a nation-wide meat cooperative, it has decided to integrate vertically in the value chain in order thereby to strengthen its competitiveness.

Mergers are frequent in the co-operative sector. The aim is to increase the competitiveness, to gain economies of scale in the production and to the capital basis. For cooperatives that prefer to operate as independent, other strategic measures are necessary, not the least in terms of capital, as the members are often not able to supply the required amount of funds.

The structure of ownership, i. e., who the owners are, how the ownership is divided between different owners, and which motives the owners have, influence the firm's financial basis. This ownership structure is affected if external investors are offered to invest capital in the cooperative, and thus the membership is affected. This thesis aims at analysing the effects that different financial instruments have for the members, governing and patronising their cooperative. It is related to following problems:

- How are KLS and the member affected by the different alternatives?
- Which importance has the structure of the ownership for the member and its interest to invest capital?

The financial options considered by KLS are: (1) Parts of the business activities are transferred into subsidiaries, owned together with external partners, (2) Bonds are emitted to members and others, and these bonds will after a few years be converted into stock in some subsidiaries. (3) Non-voting B-shares are sold to members.

These options are analyzed using property rights theory. The theoretical conclusions from this analysis are investigated with the help of case studied, conducted as qualitative interviews with the management of KLS as well as in a few other firms that are applying the same or similar financial solutions.

The conclusion of the thesis is that non-voting B-shares is the best option. Members are less affected as the cooperative characteristics are maintained and there is no risk that the business operations are controlled by the interest of external investors.



<b>1 Inledning .....</b>	<b>1</b>
1.1 Bakgrund.....	1
1.2 Problem.....	1
1.2.1 Egenkapital i en ekonomisk förening.....	2
1.2.2 Egenskaper hos finansieringsalternativen.....	4
1.3 Syfte.....	5
1.4 Tillvägagångssätt .....	5
<b>2. KLS Livsmedel ek.för. ....</b>	<b>6</b>
<b>3. Teori.....</b>	<b>9</b>
3.1 Teorival.....	9
3.2 Äganderättsteori.....	9
3.3 Medlemsnytta.....	11
3.4 Vertikal integration .....	12
3.5 Ägarstruktur .....	13
3.6 Finansieringspolicy .....	15
<b>4 Finansieringsformer.....</b>	<b>16</b>
4.1 Delägda aktiebolag.....	16
4.1.1 Olika typer av bolagisering .....	16
4.1.2 Partiell extern bolagisering .....	16
4.1.3 Traditionell kooperation kontra partiell extern bolagisering.....	17
4.1.4 Betalning med aktier .....	18
4.1.5 Äganderättsteoretiska problem.....	19
4.1.6 Sammanfattning .....	20
4.2 Konvertibla skuldebrev .....	20
4.2.1 Konvertibla skuldebrev såsom finansieringsinstrument .....	20
4.2.2 Äganderättsteoretiska problem.....	21
4.3 Förlagsinsatser .....	22
4.3.1 Förlagsinsatser såsom finansieringsinstrument.....	22
4.3.1 Äganderättsteoretiska problem.....	22
<b>5. Analys .....</b>	<b>24</b>
5.1 Ägarrollens betydelse.....	24
5.2 Ägarstrukturens konsekvenser för medlemmen.....	25
5.3 Ägarstrukturens inverkan på företaget .....	26
5.4 Handel med finansiella papper i föreningar och mindre bolag .....	26
5.5 Osäkerhet .....	28
<b>6. Diskussion .....</b>	<b>30</b>
6.1 Slutsatser .....	30
6.2 Rekommendation .....	31
<b>Referenser .....</b>	<b>34</b>
Litteratur .....	34
Elektroniska källor .....	35
Årsredovisningar.....	35
Personliga meddelanden .....	35



# 1 Inledning

## 1.1 Bakgrund

Bakgrunden till detta arbete är den konkurrens, som råder inom slakteribranschen. I denna bransch arbetar föreningsslakten – Swedish Meats (SM) och KLS Livsmedel – och ett antal privata slakterier (t ex Skövde Slakteri och Ugglarps). För att bättre kunna utnyttja de stordriftsfördelar, som finns inom slakterihanteringen, har SM under de senaste åren minskat antalet anläggningar och utökat den operativa driften. Detta ger fördelar, som är svåra att uppnå för mindre aktörer såsom KLS och Skövde Slakteri, dvs konkurrensen håller på att skifta karaktär.

Konkurrensförhållandena medför att prispressen är särskilt stor inom lågförädlade produkter (styckade). Möjligheterna till vinster ligger istället i högförädlad (chark), dvs hos företag, som har hela produktionskedjan från slaktdjursmottagning till marknadsföring av charkprodukter. Genom ett överordnat, gemensamt beslutsfattande för de olika verksamheterna i förädlingskedjan kan företagen bättre utnyttja stordriftsfördelar och åstadkomma god samordning<sup>1</sup>. Samtidigt kan företagen sprida riskerna och därmed minska sitt samlade risktagande. Möjligheten till lönsamhet ökar således genom förädling av råvaran, dvs integration framåt i förädlingsledet.<sup>2</sup>

Integrering in i förädlingsledet kräver emellertid riskkapital. Hur ska finansieringen av dessa investeringar ske? I en ekonomisk förening måste medlemmarna ställa upp med egenkapital, annars är det svårt att övertyga externa finansiärer (långivare) att satsa kapital i företaget<sup>3</sup>. Ett företags förmåga att generera kapital är således beroende av hur ägarstrukturen ser ut. Ägarstrukturen kan medföra problem och kostnader i styrningen av företaget.

KLS står nu inför denna typ av finansieringsproblem. Företaget formulerar sin strategi såsom att ”Förädla alla våra slaktdjur med bibehållet ursprung”<sup>4</sup>. Detta innebär ökad förädlingsgrad. Företagets alternativ är att ingå samarbete med andra företag, att bygga ut sin egna befintliga charkförädling och att förvärva andra företag. Alla dessa alternativ ställer krav på större kapital från nuvarande ägare (medlemmarna) och/eller från nya och därmed externa delägare. KLS vill mot denna bakgrund ha utrett vilka alternativ till finansiering det finns, och denna uppsats syftar till att granska denna problematik.

## 1.2 Problem

Kapitalet är annorlunda uppbyggt i en ekonomisk förening än i ett aktiebolag. Den största skillnaden gäller anskaffningen av riskkapital. I kooperativa företag erhålls kapitalet normalt från medlemmarna, som ju är ägarna, varvid det fluktuerar med medlemsantalet och medlemmarnas leveransvolym. Storleken på ett aktiebolags kapital är däremot konstant, eftersom det inte påverkas av handeln med företagets aktier. Aktiebolag kan också till skillnad från kooperativa företag generera nytt kapital genom nyemission. Det personliga ägandet (medlemsinsatsen) i ett kooperativt företag är i regel litet.

---

<sup>1</sup> Nilsson, 1991a.

<sup>2</sup> Sundblad, 1999, s. 22.

<sup>3</sup> Nilsson, 1994, s. 86.

<sup>4</sup> KLS årsredovisning, 2001, s. 1.

Om föreningens finansiella ställning är svag, måste riskkapital tillföras vid nyinvesteringar. Därvid uppstår frågan om medlemmarna ska tillföra ytterligare kapital eller om föreningens medlemmar tillsammans med externa intressenter ska bidra med riskkapital. Kapital från andra än medlemmarna medför att inte bara medlemmarnas intressen ska tillgodoses, utan även kapitalplaceringarnas intressen måste beaktas. Oavsett val av finansieringssätt påverkas det kooperativa företags likviditet jämfört med ett aktiebolag vid expansion, eftersom aktiebolag kan använda egna aktier som betalning, vilket ger en lägre risk för ägarna<sup>5</sup>.

KLSs syfte med kapitaltillskott är att öka förädlingsgraden för att därmed förbättra lönsamheten. Förädlingsverksamhet har inte direkt koppling till medlemmarna samtidigt som kapitalbehovet är stort, vilket innebär att det kanske är lämpligt med alternativa ägarstrukturer, där verksamheten styrs av ett avkastningsmål<sup>6</sup>. Medlemsrollen ändras från att vara leverantör till att bli ägare med krav på avkastning på satsat kapital. Leverantörsrollen dominerar i den medlemsnära verksamheten (insamling av råvara), där medlemmen behöver styra företaget för att få en säker och lönsam avsättning för sina råvaror<sup>7</sup>.

Ägarstrukturens uppbyggnad får konsekvenser för hur företaget ska styras, eftersom olika delägare har skilda mål med sin kapitalplacering. Medlemmen har inte nödvändigtvis som mål att maximera avkastningen på satsat kapital utan vill istället maximera avräkningspriset. Mål- och intressekonflikter uppstår således mellan delägarna – minoritetsägare har svårt att påverka styrningen av företaget, då majoritetsägaren har kontrollen. En ändrad ägarstruktur kan få både positiva och negativa konsekvenser för medlemmen, vilket gör det intressant att analysera hur KLSs medlemmar påverkas av de olika finansieringsalternativen.

KLS överväger tre finansieringsalternativ, nämligen externa delägare i dotterbolag, konvertibla skuldebrev och förlagsinsatser. Arbetet avser att analysera vilka konsekvenser de tre finansieringsalternativen medför för medlemmen. De problemställningar som uppstår för KLS är följande:

- Hur påverkas KLS och den enskilde medlemmen av de olika alternativen?
- Vilken betydelse har ägarstrukturen för medlemmen och dess intresse för att satsa kapital?

Vad kapitalet i en ekonomisk förening består av diskuteras i avsnitt 1.2.1 medan avsnitt 1.2.2 behandlar respektive finansieringsalternativs egenskaper.

### 1.2.1 Egenkapital i en ekonomisk förening

Kooperativa företag kan definieras såsom ekonomisk verksamhet, som bedrivs för att uppfylla medlemmarnas behov och ägs och drivs av desamma. Ägarrollen ingår således i medlemsrollen<sup>8</sup>, och finansieringen kan avse *individuellt* som *kollektivt kapital*.

Kapitalet i en ekonomisk förening kan vara uppbyggt på olika sätt. Nedan följer en redogörelse för kapitalets beståndsdelar. Ofta har föreningen en blandning av de olika komponenterna och kan använda flera komponenter, allt beroende på vad man vill uppnå.

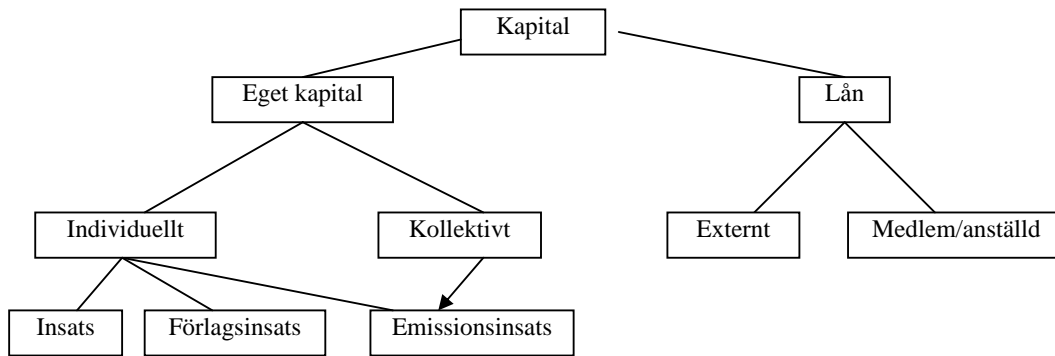
---

<sup>5</sup> Jonnergård, 1992, s. 103ff.

<sup>6</sup> Nilsson, 1994, s. 87.

<sup>7</sup> Nilsson, 1994, s. 131.

<sup>8</sup> Nilsson, 1994, s. 32ff, 86.



Figur 1.1. Kapitalets utseende i en ekonomisk förening. Källa: Egen sammanställning.

Det arbetande kapitalet består av  *eget kapital* och *lån*. Lånen kan vara externa, t ex från finansieringsinstitut, eller interna, t ex från medlemmar och från medarbetare, som har ett långsiktigt intresse i form av anställning<sup>9</sup>. Det egna kapitalet är individuellt och kollektivt ägt.

Det *individuella kapitalet* kan bestå av medlemmarnas *inbetalda insatser, förlagsinsatser och emitterade insatser* (insatsemission då kollektivt kapital omvandlas till individuellt kapital). Den traditionella uppfattningen är att föreningen inte betalar ränta på medlemmarnas insatser, eftersom medlemmarna därigenom kan få desto större nytta i form av samhandelsbetingelser. Detta förutsätter att medlemmarna värderar samhandelsrollen högre än ägarrollen. Modellen med ingen eller låg insatsränta kan emellertid leda till subventioneringar mellan medlemskategorier, såsom då två medlemmar med lika stor leveransvolym har betalt in olika stora belopp, samtidigt som insatsräntan avviker från marknadsräntan.<sup>10</sup>

Innehavare av förlagsinsatser har företräde till utdelning i tillfälle av att föreningen träder i likvidation. Till förlagsinsatser kan betalas ut en bonus, som är resultatberoende. Rätten att leverera kan vara knuten till förlagsinsatser, varvid dessa får karaktär av *leveransrätter*. En form av förlagsinsats är *värdeandelar*, vilka innebär att föreningen betalar ut en stor del av årsöverskottet såsom efterlikvid, men dessa pengar utbetalas inte till medlemmarna direkt utan överförs till öronmärkta konton i föreningen. De utgör egenkapital i föreningen under några år, varefter de betalas ut till medlemmarna<sup>11</sup>. *Emissionsinsats* är kollektivt kapital, som omvandlas till individuellt kapital genom en insatsemission, dvs kapitalet går från kollektivt till att bli individuellt. Genomförandet av en insatsemission i samband med konsolidering medför att medlemmens insats ökar samtidigt som ingen utdelning sker. Medlemmen får alltså genom sin insats del av vinsten vid utträde ur föreningen. Med insatsemissionen ökar kapitalandelen, som blir flyktig, dvs kapitalet försvinner vid medlemsutträden.

Det *kollektiva kapitalet* (ibland kallat det herrelösa kapitalet) är den del av det egna kapitalet, som ägs av alla medlemmar gemensamt. Det byggs upp genom att föreningen inte betalar ut hela årsöverskottet till medlemmarna, utan en del av detta placeras i kollektiva fonder. Vid utträde får medlemmen ej del av det värde, som han/hon har varit med om att bygga upp. Det enda sättet för medlemmen att få del av det kollektiva kapitalet är att föreningen upplöses. Vid förlustår är en hög andel kollektivt kapital att föredra, eftersom det fungerar som en buffert så att medlemmarna slipper tillföra kapital för att täcka förlusten. Bufferten minskar

<sup>9</sup> Nilsson, 1994, s. 88.

<sup>10</sup> Nilsson, 1994, s. 102.

<sup>11</sup> Nilsson, 1991b, s. 16ff.

riskerna för medlemmarna, vilket är särskilt bra då medlemmarna är riskaversiva. En hög andel kollektivt kapital minskar emellertid medlemmens möjlighet att styra företaget.<sup>12</sup>

Det kollektiva kapitalet utgör konsoliderat kapital. Konsolidering sker genom att föreningen håller inne utdelning av vinsten till medlemmarna, vilken därmed blir kollektivt kapital. Följden blir att medlemmarna kan erhålla ett högre avräkningspris, eftersom det kollektiva kapitalet inte föranleder utbetalning av kapitalersättning.

### 1.2.2 Egenskaper hos finansieringsalternativen

De olika alternativen till finansiering har egenskaper, som påverkar föreningen och medlemmen olika. Tabell 1.1 visar en sammanställning ur föreningsperspektiv.

Tabell 1.1 Egenskaper för olika finansieringsalternativ.

Egenskaper	Aktier	Förlagsinsats	Insats	Konvertibla skuldebrev
Avkastningskrav	Ja	Ja	Ja	Ja
Stabilt	Ja	Nej	Nej	Nej
Risk	Låg	Hög	Hög	Hög
Rösträtt	Efter andel	Nej	1 medl. 1 röst	Nej
Medlemskap	Varierande	Varierande	Öppet	Varierande
Finansiering	Investerare	Investerare	Medlem	Investerare
Snabbhet	Ja(Nyemission)	Ja	Nej	Ja
Medlemspolitiskt	Nej	Ja	Ja	Nej

- *Avkastningskrav:* Alla alternativen innebär att innehavaren kräver ersättning för sitt satsade kapital.
- *Stabilt:* Aktiekapital är stabilt, dvs företaget har erhållit kapital vid emissionen, och innehavaren kan inte kräva inlösen, Däremot finns en andrahandsmarknad. Insatser är stabilare än förlagsinsatser, såtillvida att medlemmar med ekonomiska problem kan sälja eller lösa in förlagsinsatsen, innan man tar ut insatsen. Innehavare av konvertibler kan kräva inlösen efter fem år, vilket även gäller långgivaren.
- *Risk:* Om kapitalet är stabilt eller påverkar föreningen risktagande. Aktier innebär lägst risk, då krav på inlösen inte förekommer.
- *Rösträtt:* Innehavaren av ägarandelen kan i större eller mindre grad styra föreningen. Aktier innebär inflytande i proportion till antal ägda aktier, medan insatser ger inflytande enligt principen en-medlem-en-röst. De andra alternativen saknar rösträtt. Om konvertibler omvandlas till aktier, blir det efter innehav.
- *Medlemskap:* Medlemskapet i en förening kan vara mer eller mindre slutet eller öppet, dvs det kan finnas begränsningar för vem som får bli medlem, teckna sig för aktie etc. Föreningarna är oftast öppna för alla, medan det kan finnas begränsningar vad gäller vem som kan äga aktier i dotterbolag, inneha förlagsinsatser och ha konvertibla skuldebrev.
- *Finansiering:* Investerare kan vara medlemmar och/eller externa intressenter.
- *Snabbhet:* Genom nyemission av aktier kan man snabbt generera nytt kapital. Konvertibla skuldebrev medger att kapitaltillskott kan komma relativt snabbt medan det är långt mera tidskrävande att ändra insatsskalans utformning. Förlagsinsatser kan utges relativt snabbt, dock att åtgärden givetvis måste vara väl förberedd innan den sätts i sjön.

<sup>12</sup> Nilsson, 1994, s. 91ff.

- *Medlemspolitiskt*: Enligt den gängse, delvis ideologiskt grundade uppfattningen, bör ”Egenkapitalet i ett kooperativt företag måste komma uteslutande från medlemmarna”<sup>13</sup>. Detta är inte fallet med aktier och konvertibla skuldebrev.

### 1.3 Syfte

Syftet med det föreliggande arbetet är att utvärdera de tre alternativa sätten att införskaffa externt kapital, vilka KLS överväger för finansieringen av sin fortsatta integration framåt i förädlingskedjan. Utvärderingen ska göras utifrån de ekonomiska konsekvenserna för medlemmarna. De tre alternativen är (1) att externa investerare har delägarande i KLSs dotterföretag, (2) att föreningen emitterar konvertibla skuldebrev, vilka är tänkta att omvandlas till aktier, varigenom externa investerare får delägarande i dotterföretagen samt (3) att föreningen emitterar förlagsinsatser till medlemmar, medarbetare och andra, vilket innebär att föreningens egenkapital stärks.

Arbetet skall kunna ligga till grund för KLS i dess val av framtida finansiering. Det ska även visa vilka konsekvenser alternativa ägarstrukturer får för medlemmen. Förhoppningen är att arbetet ska kunna tillämpas också i andra kooperativa företag, som är i behov av riskkapital.

### 1.4 Tillvägagångssätt

Analysen av hur finansieringsalternativen påverkar KLS bygger i huvudsak på äganderättsteorin. I teorin behandlas bl a fem problem vilka är *problemet med gemensam egendom*, *horisontproblemet*, *portföljproblemet*, *uppföljnings- eller kontrollproblem* och *beslutsfattarproblem*. Med hjälp av denna teori värderas fördelar och nackdelar med de olika finansieringsalternativen ur ett äganderättsperspektiv.

Beskrivningen av företaget grundar sig på samtal med KLSs verkställande direktör samt skriftlig information. Fallstudier görs genom kvalitativa intervjuer med personer i KLS och i företag som använder de aktuella eller liknande finansieringsinstrument. Dessa företag är Lyckeby Stärkelsen upa, Skåne-möllan AB och Skövde Slakteri AB.

Arbetet ska belysa endast de problem som de olika finansieringsinstrumenten kan ge för kooperativa företag. Det berör inte de juridiska aspekterna av respektive finansieringsform och ej heller hur mycket kapital de olika alternativen kan tänkas generera.

Uppsatsen består av sex kapitel. Kapitel 1 utgörs av problemanalys, som redogör för de olika finansieringsalternativen. En bild av företaget KLS och dess ställning inom slakteribranschen presenteras i kapitel 2. Då syftet är att analysera de olika finansieringsalternativen ur ett äganderättsteoretiskt perspektiv, beskrivs teorin i kapitel 3. Kapitel 4 är en teoretisk analys av finansieringsformerna med hjälp av äganderättsteorin. Detta kapitel ligger således till grund för diskussionen i det analyserande kapitel 5. Kapitel 6 leder fram till slutsatserna av studien.

---

<sup>13</sup> Nilsson, 1994, s. 86.

## 2. KLS Livsmedel ek.för.

Kronobergs Läns Slakteriförening (KLS) bildades 1934. Det var först 1984 som KLS fusionerades med Kalmar Läns Slakteriförening med anledning av ökad konkurrens och stora kostnader i samband med ombyggnad för EG-standard. Det nya namnet blev Scan KLS ek. för.<sup>14</sup> År 1992 köpte Scan KLS det privatägda CCM i Hultsfred<sup>15</sup>.

Scan KLS ställde sig år 1998 utanför bildandet av slakteriföretaget Swedish Meats. I samband därmed ändrades företagsnamnet till KLS Livsmedel ek. för. Motiveringen till att man avböjde fusionserbjudandet var:

Scan KLS har under senare år utvecklat ett regionalt koncept för marknadsföring och försäljning av sina produkter. Lanseringen av konceptet har varit framgångsrik och styrelsen bedömer att den positiva utvecklingen kommer att fortsätta. Mot denna bakgrund har styrelsen bedömt att det inte är rätt tidpunkt att gå in i en ny konstellation. Styrelsen har därför beslutat att rekommendera att föreningsstämman inte accepterar Slakteriförbundets erbjudande.<sup>16</sup>

Efter bildandet har Swedish Meats genomfört strukturförändringar, bl a minskat antalet slakterier för att kunna utnyttja stordriftsfördelar och pressa kostnaderna. KLS svarar med produktutveckling, varumärke och spårbarhet.

KLS ägs av 3600 lantbrukare på Öland och i Kalmar och Kronobergs län. År 2000 var antalet levererande medlemmar 2800, dvs 77 % av det totala medlemsantalet. Cirka 730 leverantörer (en femtedel av slaktvolymen) har inte önskemål om att bli medlemmar och bidrar därmed inte med insatskapital. Detta är bönder, som levererade till CCM, vilket köptes av KLS.<sup>17</sup>

Verksamheten består av slakt, styckning och produktion av charkuterivaror. Medlemmarnas leveranser tas emot på slakteriet i Kalmar. Jämfört med konkurrenternas volymer är KLS litet på den svenska marknaden men har som mål att avräkningspriset ska vara högre än vad konkurrenten Swedish Meats betalar. Privatslakten har överlag högre avräkningspris än den kooperativa sektorn. Skövde Slakteri AB betalade under 20 veckor (år 2001 för gris) 10-30<sup>18</sup> öre över marknadsnoteringen. KLS betalade i snitt 10-15 öre över under hela 2001 för rätt köttklass, dvs föreningen måste bli mera konkurrenskraftig<sup>19</sup>.

Slakten omfattade ca 32 000 ton under 2000 (7,5 procent av den svenska volymen), varav det slaktas 47 000 nöt (9,5 procent) och 209 000 grisar (6,5 procent)<sup>20</sup>. Styckningen uppgick till ca 10 000 ton och den egna charktillverkningen stod för ca 1000 ton. Under 2001 ökar volymen chark till ca 3000 ton, eftersom J Abrahamssons Chark AB förvärvades under år 2000 och drivs integrerat i KLS.<sup>21</sup> Under 2002 förvärvades Dendu, som blir ett självständigt dotterbolag med tillförsel av råvara från KLS. Produktionen kommer att ligga på 3 200 ton och omsättningen på 110 miljoner kronor<sup>22</sup>.

---

<sup>14</sup> Johansson, 1984.

<sup>15</sup> Gustafsson, 011024.

<sup>16</sup> Slakteriförbundet, 1998, s. 44.

<sup>17</sup> Gustafsson, 011024.

<sup>18</sup> Nilsson, 020311.

<sup>19</sup> Johansson, 020321.

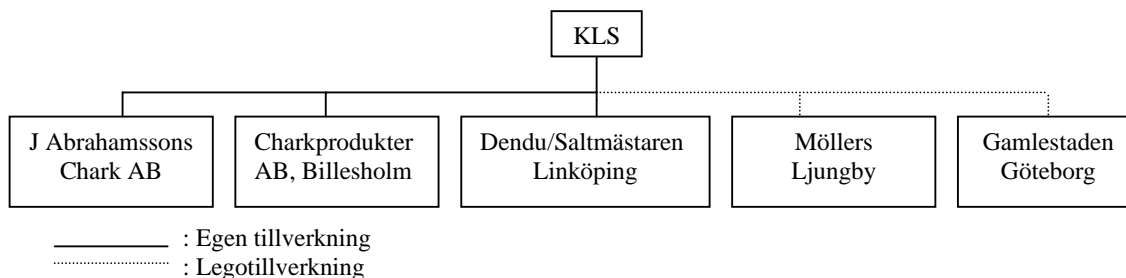
<sup>20</sup> Swedish Meats, 2000.

<sup>21</sup> KLS årsredovisning, 2001.

<sup>22</sup> Land Lantbruk, 020503, s. 27.



KLS har tillverkning i de helägda dotterföretagen J Abrahamssons Chark AB, Charkprodukter AB och Dendu. Legotillverkning, som sker efter KLSs recept, råvaror och varumärke, görs av Möllers Ljungby och Gamlestaden Göteborg. Figur 2.1 visar KLS-koncernens uppbyggnad.



Figur 2.1. Koncernen KLS. Källa: KLS Broschyr 2001, Land Lantbruk 2002.

KLSs konkurrenter är Swedish Meats och ett antal privata slakterier. Bland de senare är det främst Skövde slakteri, som är inne i KLS upptagningsförmåga. Privatslakten behöver inte erbjuda alla leverantörer samma avräkningspris, vilket de kooperativa måste. Om det råder brist på tillförsel av djur, kan således en leverantör få ett högre pris än en annan.<sup>23</sup>

KLS strävar efter att ha kontroll över hela produktionskedjan. Produkterna måste möta marknadens efterfrågan, vilket skall uppnås genom en kundstyrd organisation. Ansvaret för detta ligger på en ledningsgrupp på fyra personer utöver VD samt ett affärsstöd bestående av en person. Man har identifierat några kritiska framgångsfaktorer, vilka föranledes av att kraven på etik och ursprungsmärkning ökar från konsumenter och butiker, där köttdisken inte är lönsam jämfört med chark:

1. Jämmt flöde,
2. Ökad förädlingsgrad,
3. Bibehållet ursprung,
4. Målstyrning.

Med varumärkena SmålandsKött och LantKöket arbetar KLS utifrån visionen ”Förädla alla våra slaktdjur med bibehållet ursprung”<sup>24</sup>. Endast leverantörer, som klarar högt ställda krav, får leverera råvaror till produkter, som säljs under dessa varumärken, och dessa leverantörer får en merbetalning.

KLS vill enligt sin affärsstrategi höja förädlingsgraden genom ökad styckning och charkproduktion. ”Det centrala är att öka förädlingsgraden.”<sup>25</sup> För att nå den volym, som anses vara tillräcklig ur konkurrenssynpunkt, krävs ett tillskott av kapital<sup>26</sup>. Företaget har således ett arbetsutskott, som undersöka alternativa finansieringsmöjligheter.

Målet med KLSs kapitalprojekt är inte enbart kapitalanskaffning utan man vill samtidigt stärka ägarrollen. Insatser som kapitalform är inte att föredra, då ”...insats och avräkningspris är direkt kopplade till antalet levererade djur”<sup>27</sup>. Andelen medlemsinsatser i KLS är 23

<sup>23</sup> Johansson, 2002.

<sup>24</sup> Affärsplan, 2000.

<sup>25</sup> Affärsplan, 2000.

<sup>26</sup> Land Lantbruk, 020503, s. 27.

<sup>27</sup> Land Lantbruk, 011130, s. 13.

procent<sup>28</sup>. Genom att använda sig av någon av finansieringsformerna delägt aktiebolag, konvertibler eller förlagsinsats öppnas möjligheten för externt kapital och extern kompetens samtidigt som ägarrollen stärks.

---

<sup>28</sup> KLS årsredovisning, 2001.

## 3. Teori

### 3.1 Teorival

Arbetet handlar om hur kooperativa företag och medlemmar påverkas av olika finansieringsinstrument. För att denna fråga ska kunna analyseras krävs en uppsättning av teoretiska verktyg. I det föreliggande kapitlet presenteras några användbara teorier. En är äganderättsteorin, som anger ett antal sk äganderättsproblem (avsnitt 3.2). Vidare behandlas den sk medlemsnytta, som medlemmen erhåller från det kooperativa företaget (3.3). Det följande avsnittet 3.4 diskuterar vertikal integration. Ett avsnitt om ägarstrukturer (3.5) belyser hur kontrollen fördelas mellan ägarna. Kapitlet avslutas med en diskussion av hur företags finansieringspolicier påverkas av majoritetsägaren (3.6).

De nämnda teorierna användes såsom analysredskap i de följande kapitlen. Äganderättsteorin ligger till grund i analysen i avsnitt 4.1-4.3. Övriga teorier kommer till användning i kapitel 5.

### 3.2 Äganderättsteori

Det centrala i äganderättsteorin är inte relationen mellan människa och föremål, utan ”... to the sanctioned behavioral relations among men that arise from the existence of things and pertain to their use.<sup>29</sup>” Problem uppstår i organisationer, där äganderätten inte är klart specificerad, vilket normalt är fallet i kooperativa företag<sup>30</sup>. Detta följer av kooperativa organisationer normalt är kollektivt ägda och styrda, vilket har sin grund i att medlemmarna är medlemmar (delägare) i syfte att erhålla nytta av sin samhandelsrelation och inte därför att de önskar avkastning i relation till sitt ägande.

Enligt äganderättsteorin är ett flertal problem kopplade till ett gemensamt ägande, och dessa problem blir särskilt allvarliga när denna teori kombineras med agentteorin. Den senare handlar om de svårigheter, som en organisations ägare har att styra organisationen, vilket beror på att kontrollen är skilt från ägandet. Problemkategorierna är:<sup>31</sup>

- problemet med gemensam egendom;
- horisontproblemet;
- portföljproblemet;
- uppföljnings- eller kontrollproblem;
- beslutfattarproblem.

Dessa problem är olika, beroende på den organisationsform och den verksamhet, som kooperativet bedriver. De existerar mer eller mindre i varje kooperativt företag men i varierande grad. Nedan behandlas vad problemen innebär.

#### *Problemet med gemensam egendom*

Problemet med gemensam egendom uppkommer när:

---

<sup>29</sup> Furubotn et al, 1972, s. 1137ff.

<sup>30</sup> Vitaliano, 1983, s. 1081ff.

<sup>31</sup> Nilsson, 2001.

... a new member-patron acquires the same rights to the organization's residual cash flows based on patronage and the same rights to participate in the organizational decision process as those held by existing members. New members are rarely required initially to pay or make investments approximately equal in amount to the value of these rights.<sup>32</sup>

När medlemmen ansöker om medlemskap, får denne genast tillträde till de tillgångar, som tidigare medlemmar genererat. Eftersom äganderätten ej är tydligt specificerad i ett kooperativ, uppmuntras ägarna till att vara "freeriders" eller gratispassagerare. Även kostnader, som uppstår av den enskildes handlingar, uppbärs kollektivt, dvs alla medlemmar betalar i form av lägre avräkningspris eller lägre utdelning.<sup>33</sup>

Kollektivt kapital utgör en stor andel av egenkapitalet i svenska kooperativa företag, vilket får till följd att Medlemmarna har svårt att uppfatta sig som ägare. Samma sak gäller om ickemedlemmar har samma förmåner som medlemmar, t ex solidarisk prissättning, leveransrättigheter och kollektiv service. Därmed mister medlemskapet sin innebörd, och det lönar sig att vara freerider. Medlemmen har då ingen anledning att engagera sig i företaget vad gäller finansiering eller styrning.<sup>34</sup> Vid sitt utträde får medlemmen inte del av det värde, som tillskapats under perioden utan enbart den inbetalda insatsen<sup>35</sup>.

### *Horisontproblemet*

När medlemmar går ur föreningen och därmed förlorar sin andel av det kapital som ackumulerats, blir de inte motiverade att investera i projekt med lång återbetalningstid<sup>36</sup>. Medlemmar har olika planeringshorisonter, där ägare med kort tidshorisont ej vill satsa på långsiktiga projekt utan vill ha avkastning på satsat kapital inom en snar framtid. Ägare med lång tidshorisont är villiga att satsa i långsiktiga projekt, eftersom deras kvarstående tid som medlemmar är längre än investeringens återbetalningstid. Åldersskillnader mellan medlemmarna ger bl a upphov till olika horisonter, vilket hämmar utvecklingen av företaget.<sup>37</sup>

Problemet med olika tidshorisonter skulle minska om äganderätten var överförbar. Innehavaren skulle tjäna på att företaget utvecklas, eftersom den tänkta investeringen höjer värdet på äganderätten. Även medlemmar med kort planeringshorisont får då ett ökat värde på sin äganderätt vid en försäljning.<sup>38</sup>

### *Portföljproblemet*

Genom att sprida sina investeringar kan en investerare sänka sitt samlade risktagande. I ett kooperativ med heterogen medlemskår minskar möjligheten att genomföra investeringar, som är optimala för medlemmar med skilda riskpreferenser – allt från riskpreferenta till riskaversiva (föredra eller undvika risk) och ett investeringsbeslut blir då optimalt för en liten del av medlemskåren. Många medlemmarna måste betala för något de inte vill ha.<sup>39</sup> Kan

---

<sup>32</sup> Vitaliano, 1983, s. 1081.

<sup>33</sup> Nilsson, 2001.

<sup>34</sup> Nilsson, 1994.

<sup>35</sup> Nilsson, 1999.

<sup>36</sup> Hansmann, 1988, s. 267ff.

<sup>37</sup> Nilsson, 2001.

<sup>38</sup> Nilsson, 2001.

<sup>39</sup> Nilsson, 1999.

ägaren ej styra över sitt kapital och därigenom fördela kapitalet på olika placeringar, kan denne ej minska riskerna.

### *Uppföljnings- eller kontrollproblem*

Uppföljnings- eller kontrollproblemet uppstår, då ägare tappar intresset eller möjligheten att övervaka företaget. Därmed kan någon annan skaffa sig fördelar. I ett kooperativt företag blir problemet allvarligare genom att det är svårt att värdera företagsledningens arbete. I aktiebolag är aktiekursen ett mätinstrument – kursen fluktuerar beroende på hur effektiv ledningen är. Ett stort kollektivt kapital försvagar incitamenten att följa upp och värdera ledningens arbete. Medlemmar, som engagerar sig i att övervaka ledningen, får ingen ersättning för detta arbete och alla andra drar nytta av deras insatser.<sup>40</sup>

### *Beslutsfattarproblem*

Beslutsfattarproblem kan uppstå med en heterogen ägarkrets, i synnerhet om engagemanget är lågt. Ledningen kan därmed ha svårt att avgöra hur medlemmarnas åsikter ska värderas vid beslut. I värsta fall tas beslut, som inte är förankrade bland medlemmarna och inte är rätt för företaget.<sup>41</sup> Många beslut som inte fattas, s k ickebeslut, kan efteråt visa sig vara rätt. I ett kooperativt företag är det bekvämt att i efterhand skylla på ägarna för att besluten inte fattats.

Då arbetet ska visa hur det kooperativa företaget och medlemmen påverkas av olika finansieringsalternativ, används inte de specifikt agentteoretiska problemen i kapitel 4. Det är uppföljnings- eller kontrollproblem och beslutsfattarproblem. Däremot granskas där de äganderättsteoretiska problemen, dvs problemet med gemensam egendom, horisontproblemet och portföljproblemet.

## **3.3 Medlemsnytta**

Kooperativa företag styrs utifrån den nytta, som medlemmarna erhåller. Om det finns externa delägare i delägda företag, är dessas mål med sin placering att få god kapitalavkastning. Delägda företag kan därmed skapa konflikter, om föreningen såsom majoritetsägare inte eftersträvar enbart god kapitalavkastning. Ett exempel skulle vara om medlemmarna får ett avräkningspris, som är högre än marknadspriset – detta skulle inte externa delägare acceptera.

Nytan för medlemmarna med delägda företag är tillskottet av riskkapital. En ekonomisk förening har svårt att snabbt generera riskkapital, som då måste komma från medlemmarna. Med låg eller ingen insatsränta ser inte medlemmen det som en kapitalplacering. Därmed är en förening ej lämpad för kapitalintensiva verksamheter.<sup>42</sup>

Hur kan medlemmen teckna aktier eller satsa kapital i form av konvertibler och förlagsinsatser? Följande kan beskriva medlemmens valmöjligheter.

Tecknar aktier i dotterbolag:

- Satsar kapital;

---

<sup>40</sup> Nilsson, 2001.

<sup>41</sup> Nilsson, 2001.

<sup>42</sup> Normark et al, 1992.

- Bidrar till att säkra avsättningsmöjligheten för föreningens produkter;
- Rätt till utdelning och värdetillväxt;
- Nackdelen är inlåsningseffekten.

Tecknar ej aktier i dotterbolag:

- Satsar ej kapital, men accepterar att andra gör det;
- Målkonflikt huruvida alla ska få det bättre eller enbart de som satsat kapital;
- Tillgång till dotterbolaget via föreningen.

Genom att satsa kapital i dotterbolaget säkras bonden avsättningen för sina produkter. En målkonflikt kan vara att de som satsar kapital erhåller fördelar i form av en säkrare avsättning för sina produkter. En konfliktsituation kan uppstå om endast de medlemmar, som köpt aktier i dotterbolaget skulle få leverera till detta bolag. Alla medlemmar kanske inte har ekonomiska möjligheter att satsa kapital i dotterbolaget, och om det finns favörer kopplade till aktieinnehavet missgynnas de medlemmar, som inte har råd att satsa. Portföljproblemet minskar inte genom investering i dotterbolaget. Till exempel kan vara en lantbrukare som har den största andelen av kapitalet i svinverksamheten och en mindre andel i övrigt – skulle verksamhetsgrenen svin gå dåligt hjälper den mindre andelen föga. Samtidigt uppstår inlåsningseffekten om det saknas en fungerande marknad för handel med värdepappret.<sup>43</sup>

För medlemmen gäller det att utvärdera placeringen i förhållande till andra kapitalplaceringar – kortsiktiga såväl som långsiktiga. Denna typ av investering bör ses som långsiktig, dvs pengar som var tänkta att bygga ladugård för ska inte användas. Vad gäller inlåsningseffekten bidrar aktien till en svag likviditet genom att det kan ta tid vid köp eller försäljning. Denna effekt bidrar ej till att höja kostnaden för aktien som endast består av mäklarcourtaget.<sup>44</sup>

### 3.4 Vertikal integration

Motivet till vertikal integration är att man kan skapa en bättre samordning och ofta också bättre utnyttja stordriftsfördelar. Genom vertikal integration kan företaget bättre sprida riskerna, varvid det samlade risktagandet sjunker. Integrationen framåt i förädlingskedjan ökar möjligheten till goda förtjänster, eftersom konkurrensen där är mindre intensiv.<sup>45</sup>

Det finns emellertid också risker med vertikal integration. En är om vinsten i förädlingsledet läggs på avräkningspriset med påföljden att marknadssignalerna snedvrids<sup>46</sup>. Detta kan leda till produktionsöverskott, som sedan måste säljas till underpris. Betalas vinsten ut som avkastning på satsat kapital bör sannolikt risken för överproduktion minska.<sup>47</sup>

Vertikal integration är kapitalkrävande, och många kooperativa företag har inte tillgång till detta kapital. Finansieringen kan ske på olika vis såsom att delar av verksamheten läggs i ett delägt aktiebolag.

---

<sup>43</sup> Hallgren, 020211.

<sup>44</sup> Hallgren, 020211.

<sup>45</sup> Sundblad, 1999, s. 22.

<sup>46</sup> Sundblad, 1999, s. 22.

<sup>47</sup> Nilsson, 1994, s 130.

### 3.5 Ägarstruktur

Ägarstrukturer beskriver sammansättningen av företagets ägare. Kontrollen i ett delägt dotterbolag beror på ägarstrukturen och ägarandelarna men även huruvida företaget är ett dotterföretag eller inte. Har moderföretaget en dominerande ställning i dotterföretaget, dvs mer än 50 procents ägande, uppstår enligt svensk associationsrätt en koncern. Företaget klassas därmed som dotterföretag och inordnas i moderföretagets årsredovisning. Med en ägandeandel på 20-30 procent anses innehavet vara en kapitalplacering. Ägandet anses vara i organisationssyfte, dvs företagen har ett organisatoriskt samband. Vid denna ägandeandel är utdelningar till moderföreningen skattefria. Uppnår ägandeandelen 90 procent eller mer skapas möjligheter att fritt flytta koncernbidrag mellan moderföreningen och företaget. Med denna nivå på ägande kan det ske resultat- och skatteutjämning inom koncernen. Minoriteten har vid ett majoritetsägande svårt att påverka styrningen av företaget samt att förhindra att huvudägaren tvångsinlöser utestående aktier för att bilda ett helägt dotterbolag.<sup>48</sup>

De som innehar majoriteten av rösterna kontrollerar minoriteten, dvs ägarna som kontrollerar företaget äger fler röster än vad deras rätt till utdelning är. Detta benämns Controlling Minority Shareholders (CMS), vilket är vanligt i Sverige (t ex Ericsson). Ofta används rösträttsdifferentiering i form av A- och B-aktier. Skillnaden mellan A- och B-aktier gäller rösträtt, medan ingen skillnad förekommer vad gäller rätt till utdelning. A-aktien har ofta tio röster jämfört med B-aktien som har en röst. Det finns kontrollinstrument för att förhindra innehavare att sälja röststarka A-aktie till tredje part. Med hembudsplikt ges innehavare av icke överlåtelsebara aktier rätt till att köpa tillbaka aktier som sålts till tredje part. Restriktioner finns vad gäller omröstning på bolagsstämma, t ex att en aktieägare får maximalt stå för 20 procent av rösterna. Aktieägare med lägre rösträtt kan inte ta över företaget även om CMS kontrollerar mer än 50 procent av rösterna.

CMS måste äga aktier med hög rösträtt för att det ska vara möjligt. Överenskommelser mellan aktieägare är tillåtna oavsett om handel med A-aktier är tillåts eller inte. Exempel på dessa kan vara röstpakter eller olika regleringar om hur försäljning av A-aktier ska gå till. Det kan liknas vid företagets stadgar vad gäller rätt till förvärv. Ägare med 25 procent av rösterna eller mer anses vara kontrollerande, dvs det räcker för att kunna påverka företagsbeslut (ej full kontroll). För att ha full kontroll räcker i vissa fall 50 procent av rösterna, ofta krävs dock kvalificerad majoritet (två tredjedelar eller tre fjärdedelar av rösterna, i vissa fall så högt som 90 procent). Detta gör det möjligt för minoritetsägare att blockera eventuella uppköpsförsök med 10 procent av rösterna. Innehav av ett överskott av röster, dvs fler än vad som krävs för kontroll, gör det möjligt att förhindra ägare med välfärdsintresse att delta vid kapitalfrågor. Överskottet av röststarka aktier kan då användas som betalningsmedel vid uppköp.<sup>49</sup>

Med ett lågt skydd för investerare är ett koncentrerat ägande att föredra. Koncentrerat ägande garanterar att minoritetsägare inte blir utsatta för expropriation (tvångsinlösen). En anledning till detta kan vara att det finns en möjlighet att få ut ett högre värde vid en framtida försäljning av utestående aktier. Risken för expropriation minskar med rösträttsdifferentierade aktier, då ledningen kan sälja aktier men ändå behålla kontrollen. Majoritetsägares kontroll kan också vara till fördel för minoriteten, exempelvis om en potentiell investerare är dålig ("bad raider") såtillvida att denne bidrar till att företagets vinst blir lägre och/eller har en högre grad av expropriation än vad majoritetsägaren har. Risken för "bad raider" är högre, om aktieägarnas

---

<sup>48</sup> Swartz, 1994.

<sup>49</sup> Nilsson, 2002.

skydd var svagt. CMS är fördelaktig, när ”bra” majoritetsägare tillåts behålla kontrollen med en mindre del stamaktier. Med CMS finns både för- och nackdelar för minoritetsägarna.<sup>50</sup>

Agentkostnaderna kopplade till CMS kan variera mellan olika typer av majoritetsägare. Exempelvis är majoritetsägare ofta involverade i styrningen av företaget i form av VD och/eller styrelse. Detta ger dem stor handlingsfrihet vid beslut i företaget och underlättar vid åtgärder som expropriation. Denna inblandning i styrningen av företaget leder till högre agentkostnader av CMS för de ägare som räknas till CMS, än vad andra kategorier har. Agentkostnader varierar för olika ägargrupper. Ofta är majoritetsägaren grundare eller ättlingar till denne. Grundaren eller framförallt ättlingarna kan styra företaget så att deras välfärd maximeras. Detta överensstämmer inte alltid med maximering av företagets vinst. När företag kontrolleras av grundaren är sannolikheten för uppköp mindre. De negativa effekterna av att kontrollen innehas av grundaren blir små, eftersom denne bidrar med sitt ”know-how”. Agentkostnaden påverkas positivt eller negativt, beroende på om den kontrollerande parten tillhör grundaren eller inte.<sup>51</sup>

Ägarstrukturen i det delägda företaget kan ta lite former vad gäller majoritetsägande. Sådana kan delas in i fyra grupper:

- Grundare och dennes familj;
- icke grundarefamilj;
- företag;
- finansiella institut.

Grundare är vanligast som majoritetsägare och ofta har företaget en professionell ledning som inte missbrukar sin ställning som majoritetsägare. Agentproblemen begränsas av att ledningen riskerar avsked vid beslut, som medför ekonomisk skada för företaget. Majoritetsägare av detta slag övervakar styrningen av företaget då intresset är kapitalavkastning. Nackdelen är att det finns risk för att ledningen hämmas i sina försök att agera affärsmässigt. Företag som är majoritetsägare i dotterbolag kan i vissa affärssituationer göra vinster, som är till nackdel för minoritetsägare. Om två eller flera av dessa grupper kontrollerar 25-50 procent av rösterna, anses den största vara majoritetsägare. Finns det ingen majoritetsägare anses ägandet vara splittrat. Företagets röster kan ägas direkt av familjemedlemmar, eller indirekt via investeringsbolag och andra organisationer, t ex företag som ägs av familjen. Familjen kan bestå av en individ eller grupp av individer som inte behöver vara släkt. Grundarefamiljen kan bestå av grundaren med eller utan familj eller av personer med koppling till grundaren..<sup>52</sup>

Undersökningar visar att grundarefamiljer använder sig av kontrollinstrument i större utsträckning än t ex finansiella institut. Finansiella institut är de som utnyttjar det minst. Rösträttsdifferentierade aktier och andra begränsningar kan medföra att heterogenitet uppstår i ägargruppen. Ju större företaget är desto mer sannolikt är det att ägare med begränsat finansiellt utrymme måste lita till rösträttsdifferentierade aktier och andra kontrollinstrument för att behålla kontrollen över företaget. Slutsatsen blir att familjekontrollerande företag i större utsträckning använder sig av rösträttsdifferentierade aktier för att kontrollera minoriteten. Familjer avviker mer från en-aktie-en-röst (B-aktie) jämfört med andra majoritetsägare. Särskilt grundarefamiljer är mer benägna att använda fullständiga kontrollinstrument för att ha kontrollen över företaget. Framför allt familjekategorierna

---

<sup>50</sup> Nilsson, 2002, s. 6ff.

<sup>51</sup> Nilsson, 2002, s. 7.

<sup>52</sup> Nilsson, 2002.



uppmuntrar andra aktieägare till expropriation, vilket medför högre agentkostnader, särskilt för grundarefamiljen om man jämför med andra institutionella ägare. Familjekontrollerande ägare använder sig ofta av CMS vilket medför att en-aktie-en-röst inte tillämpas. Detta gör det möjligt att behålla kontrollen över företaget.<sup>53</sup>

Hur påverkas företagets värde av de olika formerna av majoritetsägande? Aktieägare tjänar överlag på att bli uppköpta. Är sannolikheten för uppköp liten påverkas företagets värde negativt. Risken för uppköp är mindre för familjeägda företag jämfört med när företag och finansiella institut är ägare. Däremot är konkursrisken större för familjeägda företag. För att en familjekontrollerande ägare ska avstå kontrollen måste denne kompenseras för de förmåner som denne avstår från. Om risken för uppköp är låg, visar detta sig såsom ett lägre aktievärde. Detta kan till viss del förklara de höga agentkostnaderna hos familjekontrollerande företag.<sup>54</sup>

### 3.6 Finansieringspolicy

Ett företags finansieringspolicy påverkas av ägarfamiljens/majoritetsägarens begär efter makt och kontroll över företaget, dvs ägarfamiljen väljer finansieringsalternativ efter hur kontroll och personliga förmåner påverkas. Hänsyn tas ej till hur övriga aktieägares välfärd påverkas. Ägarfamiljen föredrar att använda eget kapital för att därefter vända sig till externa finansiärer. Vid brist på eget kapital föredrar ägarfamiljen ofta lån före externt kapital, eftersom lånet inte påverkar kontrollen/makten över företaget.<sup>55</sup>

Vid extern finansiering kan dock ägarfamiljen behålla kontrollen i företaget genom att erbjuda investerare aktier med liten rösträtt (B-aktier). Investerare kräver då att få köpa aktierna till ett undervärde. Avståndet mellan ägande och kontroll över företaget ökar. Detsamma gäller agentkostnaderna och det finns risk för att företagets värde sjunker. Lån är ett billigare alternativ jämfört med B-aktier, samtidigt som ägarfamiljens kontroll inte påverkas. Långgivare påverkar inte styrningen av företaget så länge som ägarfamiljens privata förmåner inte äventyrar de åtaganden, som denne har gentemot borgenären. Vid lån minskar agentkostnaderna med en stark ägarfamilj. Ägarfamiljen är inte intresserad av att styra företaget mot en tänkbar konkurs och därmed förlora sitt kapital. Med det kapital, som ägarfamiljen har i företaget, minskar incitamenten att styra företaget med risk för bankrott, vilket ökar med heterogena aktieägare.<sup>56</sup>

Med en hög tillväxt i företaget kan det vara svårt att använda eget kapital, och kapital från externa investerare måste till. Om kapitalkostnaderna ökar jämfört med agentkostnaderna, minskar företagets långsiktiga förmåga att överleva på en konkurrensutsatt marknad. Risken för att privat välfärd går förlorad i framtiden ökar.<sup>57</sup>

---

<sup>53</sup> Nilsson, 2002.

<sup>54</sup> Nilsson, 2002, s. 25ff.

<sup>55</sup> Nilsson, 2002.

<sup>56</sup> Nilsson, 2002.

<sup>57</sup> Nilsson, 2002.

## 4 Finansieringsformer

### 4.1 Delägda aktiebolag

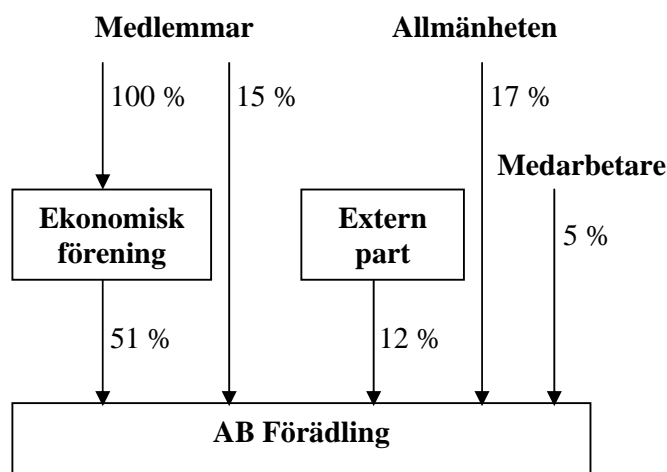
#### 4.1.1 Olika typer av bolagisering

Delägda dotterbolag kan ägas av kooperativa företag tillsammans med medlemmar och externa delägare. För de medlemmar, som tecknar aktier i bolaget, ändras medlemsrollen såtillvida att medlemmen också får rollen som ägare med krav på avkastning på satsat kapital. Externa delägare medför att förutsättningarna för medlemmarna ändras. Exempelvis kan solidarisk prissättning, leveransrätt och kollektiv service allvarligt hamna i farozonen.

Det finns olika förfaranden vid bolagisering av kooperativa företag. Den kan vara intern respektive extern. Med *intern bolagisering* läggs delar av verksamheten i separata dotterbolag, där medlemmarna via föreningen äger 100 procent, och det uppstår fullständig integration. Styrningen av företaget effektiviseras, men förändringen påverkar inte föreningsformens utmärkande drag. Extern bolagisering har två varianter, nämligen *partiell extern bolagisering* och *fullständig extern bolagisering*. Vid den förra har föreningen kvar ett ägande, medan de övriga delägarna kan vara medlemmar och externa finansörer. Vid fullständig extern bolagisering har föreningen upphört och företaget ägs av medlemmar och externa parter.<sup>58</sup> Intern bolagisering och fullständig extern bolagisering är inte aktuella för KLS och utvecklas inte vidare. Här behandlas endast partiell extern bolagisering.

#### 4.1.2 Partiell extern bolagisering

Vid partiell extern bolagisering bolagiseras delar av affärsverksamheten med föreningen såsom juridisk person. Den bolagiserade verksamheten får nya delägare, men föreningen kvarstår som en av huvudägarna. Övriga delägare kan vara medlemmar, leverantörer, anställda, externa kapitalintressenter eller allmänheten. Ett exempel på en partiell extern bolagisering visas i figur 4.1.



Figur 4.1 Exempel på partiell extern bolagisering. Källa: Normark et al, 1992, s. 133.

<sup>58</sup> Normark et al, 1992.

Föreningens motiv för att existera ändras med delägda aktiebolag. Kooperativet uppgift är att främja vissa funktionsintressen hos en grupp<sup>59</sup>. Aktiebolagets uppgift är att maximera avkastningen på ägarnas investerade kapital. När en del av en förenings verksamhet knopps av till aktiebolag med blandat ägarskap, accepterar externa aktieägare inte att råvaror köps in till ett icke marknadsmässigt pris. För aktieägare är det ointressant hur vinsterna genereras. Vanligt i kooperativ är att avräkningspriset är snedvridet, vilket betyder marknadspris plus vinster från sidoverksamheter. Ett exempel är mejeriföreningarnas juiceframställning.

### 4.1.3 Traditionell Kooperation kontra partiell extern bolagisering

Tabell 4.1 visar de huvudsakliga skillnaderna och likheterna mellan ett traditionellt kooperativt företag (TK) och partiell extern bolagisering (DK).

Tabell 4.1 Kooperativ organisations modell. Källa: Nilsson, 1999, s. 452ff.

Kännetecken/ egenskaper	Traditionellt kooperativ (TK)	Delägt kooperativ (DK) (shares co-operative)
Inträde	Fritt	Fritt
Individuellt ägande	Nej	Endast för investerare
Ta del av värdeökning	Nej	Investerare
Rösträtt	Jämlikhet	Medlem: utnyttjande Investerare: efter andel
Beslutsmajoritet	Medlemmar	Medlemmar
Externa intressenter	Nej	Ja
Insatskrav medlemmar	Lika	Lika
Avkastning på kapital	Baserad på utnyttjande	Medlem: utnyttjande Investerare: andel
Aktiviteter för att öka mervärdet	Begränsade	Ja
Professionell ledning	Nej	Ibland
Kooperativ ideologi	Ja	Mindre, endast i föreningen
Fördelar	Stordriftsfördelar	Stordriftsfördelar och större vidd
Fokus	Handelsförutsättningar	Kund: handelsförutsättningar Investerare: avkastning på satsat kapital
Mål	Defensiv	Offensiv
Strategi	Kostnadsfördelar	Produktdifferentiering
Medlemsroll	Kund	Kund & eventuell investerare
Investering/produkt	Liten investering/produkt	Höga investeringar/produkt
Orientering	Produktionsorienterat	Marknadsorienterat med produkt- restriktioner
Typ av marknad	Stabil marknad	Orolig marknad

Varken i TK eller i DK nekas någon inträde. Denna princip ökar risken för en heterogen medlemskår med olika planeringshorisonter som följd. Detta kan orsaka problem vid investeringar med olika återbetalningstid. Ägarkontrollen underlättas i aktiebolag, eftersom ägandet är definierat. Medlemmen är ägare till kooperativet under sin medlemsperiod. En aktieägare har intresse av att aktierna ska vara mest möjligt värda vid vilken tidpunkt som helst. Risken för fientliga uppköp är större i aktiebolag och ofta ett sätt att bli av med en icke "vinstmaximerande" chef. Kooperativ utsätts sällan för uppköpsförsök och om så är fallet avslås budet vanligtvis.<sup>60</sup>

<sup>59</sup> Nilsson, 1994, s. 32ff.

<sup>60</sup> Nilsson, 2001.

I TK gäller en-medlem-en-röst, medan inflytandet i DK är efter antal ägda aktier. Aktierna kan vara rösträttsdifferentierade i form av A- eller B-aktier. Genom föreningens ägarandel har medlemmarna majoritet i båda fallen. En icke-medlem, som satsar kapital i DK, får svårare att påverka styrningen, vilket kan minska dennes incitament att investera. I såväl TK som DK investerar medlemmarna i proportion till sin utnyttjandegrad, medan de externa investerarna satsar pengar som i andra aktiebolag. Aktieinnehavarna får del av det bolagiserade företags värdeökning, vilket inte sker i TK. Dock kan föreningen omvandla kollektivt kapital till individuellt med hjälp av insatsemissioner och på så vis öka medlemmens insatskapital. Medlemmarna får då ta del av de vinster som konsoliderats under en längre tid.

Om det finns samma ledning i det delägda företaget och i föreningen, kommer externa intressenter att dra sig för att satsa kapital. Har ledningen inte kunskap om hur ett aktiebolag drivs minskar förtroendet vad gäller att marknadsmissiga beslut. Medlemmarna har ofta en personlig relation och förtroende för någon i ledningen, vilket minskar medlemmarnas risk.

Kooperativ ideologi finns endast i TK samt i den förening, som äger ett DK. Exempel är krav på öppet medlemskap och avståndsneutralitet. Kooperativ vill maximera produktionsvolymen, medan aktiebolag vill maximera kapitalavkastning. Medlemmar med ideologisk övertygelse anser att kooperativ verksamhet generellt är bättre och att förklaringar inte behöver vara logiska<sup>61</sup>.

I båda fallen efterfrågas stordriftsfördelar, dvs en hög produktion minskar kostnaderna. Med TK säkras medlemmens avsättning av produkter på marknaden och medlemmarna erbjuds ett högre pris än vad motsvarande organisation skulle ha gjort. Med DK tillkommer investerarnas krav på avkastning på satsat kapital samtidigt som medlem vill ha ett så högt avräkningspris som möjligt. Medlemmar som investerat i aktier kommer att sitta på två stolar, såsom medlem och investerare. Detta ökar risken för konflikter.

TK arbetar med lågförädlade standardprodukter och liten produktutveckling. Marknaden är ofta stor och stabil, där kostnadsfördelar uppnås med hjälp av stor volym. DK försöker komma in på nya marknader genom produktutveckling, som kräver mycket kapital.

#### **4.1.4 Betalning med aktier**

Det underlättar att vara ett aktiebolag på en marknad som domineras av aktiebolag. Det är lättare att sluta avtal om samarbete med andra aktiebolag, och detsamma gäller vid uppköp av andra företag som kan finansieras av aktieemissioner. Jämfört med en ekonomisk förening har aktiebolaget ett marknadsvärde i form av aktiernas värde, vilket underlättar vid förhandlingar med andra bolag och finansieringsinstitut vid tagande av banklån.

Överskott av röststarka aktier kan användas som betalningsmedel utan att kontrollen över företaget påverkas. Detta medför att den som mottar aktierna inte kan påverka styrningen av företaget. Därmed minskar intresset, och värdet för respektive aktie blir lägre. Detsamma gäller för så kallade röstsvaga aktier.

---

<sup>61</sup> Nilsson, 1994, s. 40ff.

#### 4.1.5 Äganderättsteoretiska problem

##### *Problemet med gemensam egendom*

Problemet med gemensam egendom minskar med delägda aktiebolag, bl a pga att kooperativets kollektiva kapital minskar och ägandet definieras. Innehavare bestämmer om eller när aktierna ska omsättas.

Ägarstrukturen, bestående av förening, medlemmar och externa intressenter i form av icke medlemmar, kan skapa problem vid partiell extern bolagisering. Gruppen kan ha olika åsikter om hur företaget ska styras, utdelning, investeringar, tidshorisonter för innehav etc. Genom sitt majoritetsägande kan föreningen påverka styrningen för att maximera avkastningen för sina medlemmar i form av ett högt avräkningspris. En ny medlem får genom avräkningspriset omedelbart del av dotterbolagets avkastning. Föreningens produktionsvolym ökar med den nya medlemmen, vilket bidrar till stordriftsfördelar och följderna blir att dotterbolagets inköpspris kan sänkas. Således erhåller icke medlemmar en lägre avkastning på satsat kapital och incitamenten att göra långsiktiga placeringar minskar. Som minoritetsägare är det svårt att förhindra tvångsinlösen av aktier för bildandet av ett helägt dotterbolag.

Med en homogen medlemskår och låga tillgångar i föreningen lönar det sig inte för någon medlem att vara ”freerider”. Kooperativa företag kan inte vara effektiva eftersom ägandet inte är definierat.<sup>62</sup>

##### *Horisontproblemet*

Med aktiebolag minskar horisontproblemet. Aktien är överförbar, vilket medför att ägare som ej är nöjda, kan sälja sin aktie. Ägarens planeringshorisont spelar mindre roll, när äganderätten är överförbar och marknadspriset på aktien bygger på förväntningar på företagets framtida värden. Genom att företaget utvecklas och gör investeringar för framtiden ökar förväntningsvärdet.

Problemet finns dock kvar i föreningen om alla medlemmar inte köper aktier i dotterbolaget. Om den enskilde medlemmen upplever att en investering inte kommer denne tillgodo under resterande medlemstid i form av exempelvis ett högre avräkningspris, kan medlemmens vilja att investera minska. Ägarnas planeringshorisonter har då betydelse vad gäller investeringar som föreningen gör i dotterbolaget, exempelvis projekt med lång återbetalningstid.

##### *Portföljproblemet*

Portföljproblemet minskar med aktiebolag genom att kapitalplaceraren själv bestämmer hur mycket kapital som ska investeras i dotterbolaget. Företaget får då investerare, som är intresserade av företaget och som vill att det ska utvecklas. Med den specificerade äganderätten som en aktie medför ökar ägarens incitament att engagera sig i sin placering. Ju bättre det går för företaget, desto bättre värde får aktien.

Medlemmarna har intresse i dotterbolaget i form av aktier eller via föreningens innehav. Det egna innehavet kan medlemmen själv påverka men inte föreningens. Problemet minskar inte i detta fall ”då man sitter i samma båt”. Går det dåligt för dotterföretaget är det inte enbart

---

<sup>62</sup> Nilsson, 2001.

föreningen som drabbas utan även den medlem som satsat kapital. Kooperativet har inte ovanstående problem om medlemmarna är engagerade och det är starka sociala band inom medlemskåren<sup>63</sup>. Om innehavare av aktier har svårt att köpa eller sälja på en väl fungerande marknad, ökar portföljproblemet.

#### **4.1.6 Sammanfattning**

Med ett delägt aktiebolag tydliggörs ägarrollen. Företagets uppgift är att maximera avkastning på ägarnas kapital jämfört med kooperativets maximering av produktionsvolym. Ägaren har rösträtt efter antal aktier att jämföra med kooperativets en-medlem-en-röst. Innehavaren får ta del den värdeökning som sker i företaget i form av en högre aktiekurs men även värdeminskning.

De äganderättsteoretiska problemen minskar med delägt aktiebolag. Då måste man utgå från att det finns en fungerande marknad där innehavaren kan komma ur sitt ägande, dvs risken för inlåsningsseffekt är låg.

## **4.2 Konvertibla skuldebrev**

### **4.2.1 Konvertibla skuldebrev såsom finansieringsinstrument**

Genom att erbjuda medlemmar och icke medlemmar (medarbetare, leverantörer m fl) att teckna konvertibla skuldebrev, t ex i ett delägt dotterbolag, kan kapital genereras. En medlem som inte väljer att teckna påverkas inte på annat sätt än att denne ej får ta del av den utdelning, som är kopplad till konvertibeln.

Konvertibla skuldebrev är en mellanform mellan ett förlagslån och en aktie. Vid löptidens slut väljer innehavaren om konvertibeln skall lösas in till det nominella beloppet eller omvandlas – konverteras – till en aktie. Innehavaren kan sedan sälja eller behålla aktien. Denne betalar endast vid förvärv av konvertibeln. Ingen extra betalning sker vid konvertering. Innehavstiden räknas från den tidpunkt, då betalning erläggs för det konvertibeln.<sup>64</sup> När konvertibeln är omgjord till aktier, föreligger samma för- och nackdelar som delägda aktiebolag har.

Konverteringskursen är bestämd på förhand. Är kursen vid en konvertering över den utlovade konverteringskursen görs en realisationsvinst vid framtida aktieförsäljning. Med hjälp av konvertibla skuldebrev har företaget finansiering under fem år (maximal löptid för en konvertibel är fem år) till en konkurrenskraftig ränta (lägre än obligationsräntan).<sup>65</sup>

Konvertibler ger en säkrare avkastning än aktier, dvs den utdelning som ett aktieinnehav kan medföra är osäkrare än den räntebetaling som följer med konvertibeln. Dock tillfaller hela aktieutdelningen innehavaren av aktien oavsett löptid, medan räntedelen med konvertibler endast motsvaras av den löptid, som innehavet har varit mellan två ränteutdelningar.<sup>66</sup>

---

<sup>63</sup> Nilsson, 2001.

<sup>64</sup> Wramsby et al, 1997.

<sup>65</sup> Hallgren, 2001.

<sup>66</sup> Wramsby et al, 1997.

Konvertibla skuldebrev utfärdas vanligen av företag med hög risk. Företaget beskriver ofta vad pengarna ska användas till. Innehavarna av skuldbreven deltar såväl i uppgångs- som i nedgångstider. Detta minskar intressekonflikten mellan konvertibelägarna och aktieägarna.<sup>67</sup>

#### **4.2.2 Äganderättsteoretiska problem**

##### *Problemet med gemensam egendom*

Med konvertibla skuldebrev minskar problemet med gemensam egendom. Intressenter erbjuds teckna konvertibler i företaget, vilka vid löptidens slut kan lösas in eller konverteras till aktier. Innehavaren bestämmer själv hur mycket kapital han/hon vill satsa och erhåller kapitalavkastning i form av ränta. Den medlem, som ej tecknar någon konvertibel, kan ej vara "freerider" vad gäller att ta del av ränteutbetalningen. Problemet uppstår dock då denne kan utnyttja de investeringar som görs av kapitaltillskottet.

Innehavaren får i framtiden del av företagets värdeökning/-minskning med konvertibler, som är omsättningsbara. Inrättas en börsliknande marknadsplats för konvertibler, uppstår inte problemet med gemensam egendom då aktien blir omsättningsbar. Vid konvertering till aktier uppstår samma problem som nämns i avsnitt 4.1.6.

##### *Horisontproblemet*

Genom att konvertibelns är överförbar både före och efter konverteringen, dvs den går att sälja, minskar horisontproblemet. Ägarens planeringshorisont spelar mindre roll, när äganderätten är överförbar, och marknadspriset på konvertibelns respektive aktien bygger på förväntningar på företagets framtida värden.

##### *Portföljproblemet*

Intressenten bestämmer själv om han/hon vill satsa kapital och hur mycket. Därmed minskar portföljproblemet genom att kapitalplaceraren bestämmer hur riskerna ska spridas. Innehavarens incitament att engagera sig i företaget ökar och ju bättre det går för företaget desto mera sannolikt är det att aktiekursen är högre än konverteringskursen.

Samma problem kan dock inträffa med konvertibler som med delägda dotterbolag. Om dotterföretaget går ekonomiskt dåligt, drabbas föreningen, medlemmar och externa intressenter. Den medlem, som satsat kapital, drabbas därmed både som konvertibelägare och som leverantör.

##### *Sammanfattning*

Innehavarna av konvertibler väljer själv om skuldbrevet ska lösas in eller konverteras till aktier till en förutbestämd kurs vid löptidens slut. Konvertibelns räntebetalning ger säkrare avkastning jämfört med aktieutdelning. Dock är det ofta företag med hög risk som använder konvertibla skuldebrev.

---

<sup>67</sup> Brealey et al, 2000, s. 660.

De äganderättsteoretiska problemen minskar med konvertibler. De kan liknas vid aktier i ett delägt aktiebolag såtillvida att det måste finnas en fungerande marknad så att innehavaren kan komma ur sitt ägande.

## 4.3 Förlagsinsatser

### 4.3.1 Förlagsinsatser såsom finansieringsinstrument

Under vinstrika år kan föreningar konsolidera genom att öka det kollektiva kapitalet, men också ge ut förlagsinsatser. Förlagsinsatser är ett slags värdepapper, som betyder *tillskott av kapital genom insats*. Det ger företräde till årlig utdelning, om det finns fritt kapital i balansräkningen, dvs före utbetalning av efterlikvid och ränta på insatskapital.<sup>68</sup> Risken att inte få utdelning/efterlikvid är lägre för innehavaren av förlagsinsatser än för den som enbart är medlem. Utdelningen kan vara vinstbaserad, dvs variera efter storleken på vinsten eller efter vad som beslutas av stämman.

Tecknandet av förlagsinsatser är frivilligt. Innehavet av förlagsinsatser ger inte rösträtt i föreningen. Anledningen är att icke medlemmar kan ges möjlighet att teckna förlagsinsatser och ska då inte kunna påverka besluten i föreningen. I stadgarna skall det anges vem som får inneha förlagsinsatser och hur förvärv går till. Mängden förlagsinsatser, som icke medlemmar får inneha, begränsas av medlemmarnas inbetalda insatser, eftersom värdet på förlagsinsatser inte får överstiga insatsbeloppet. Värdet på förlagsinsatserna som icke medlemmar tecknar får inte överstiga medlemmarnas inbetalda insatser. För varje förlagsinsats skall föreningen utfärda ett förlagsandelsbevis. Detta är ett skriftligt och skall bl a innehålla uppgifter om vem som är innehavare och vilken rätt till utdelning insatsen medför. För att innehavaren ska kunna få sin förlagsinsats inlöst måste den skriftligen sägas upp två år i förväg. För utfärdaren gäller sex månaders uppsägningstid, vilket tidigast kan ske fem år efter utgivandet.<sup>69</sup> Nackdelen för föreningen är att kapitalet blir svagare bundet på lång sikt.

### 4.3.1 Äganderättsteoretiska problem

#### *Problemet med gemensam egendom*

Problemet med gemensam egendom kan minska med förlagsinsatser genom att äganderätten definieras och innehavet är frivilligt. Avkastning sker som årlig utdelning plus bonus baserad på vinst eller omsättning med föreningen. Den medlem, som ej innehar förlagsinsatser, kan inte vara "freerider" vad gäller utdelning. Problemet ökar dock om efterlikvid ej betalas ut till denna grupp, då incitament att engagera sig saknas. Förlagsinsatsen kan vara kopplad till hela föreningen eller till en viss del. Vinsten byggs upp av medlemskåren inklusive de som inte innehar förlagsinsatser. Om utdelningen baseras på vinsten, blir innehavaren "freerider" på andra medlemmars bekostnad. Innehavare kan inte påverka styrningen av föreningen då förlagsinsatser inte berättigar till rösträtt.

---

<sup>68</sup> Södra, 1999.

<sup>69</sup> Lag 1987:667, 2000.



### *Horisontproblemet*

Innehavarnas olika planeringshorisonter har ingen betydelse, dvs horisontproblemet minskar. Den som köper förlagsinsatser bestämmer själv när avyttringen ska ske. Marknadspriset bygger på inlösenbeloppet (det nominella värdet) och förväntningar till framtida avkastning. Detsamma gäller för föreningen, då denna överväger att lösa in förlagsinsatsen.

### *Portföljproblemet*

Portföljproblemet minskar med förlagsinsatser eftersom kapitalplaceraren sprider riskerna genom att själv bestämma hur mycket kapital som ska investeras. Företaget får då investerare som är intresserade av företaget och som vill att det ska utvecklas och generera en högre utdelning. Eftersom förlagsinsatserna inte berättigar till någon rösträtt, kan innehavaren påverka endast genom "exit", dvs avyttra sin förlagsinsats. Om alla kräver inlösen samtidigt, måste föreningen betalas ut stora belopp. Södras gav 1999 ut förlagsinsatser omfattande 252 MSEK<sup>70</sup>. Dock står förlagsinsatserna för en relativt liten del av föreningens samlade egenkapital.

Innehavarens incitament att engagera sig i företaget ökar, eftersom förlagsinsatsens försäljningsvärde beror på företagets förväntade vinst. Vinstbaserad utdelning är ökar engagemanget.

### *Sammanfattning*

Innehavare av förlagsinsatser ges företräde till årlig utdelning om fritt kapital förekommer i balansräkningen. En nackdel för föreningen är att kapitalet blir mindre bundet på lång sikt. Förlagsinsatser betyder till skillnad från de övriga finansieringsinstrumenten att den kooperativa prägeln bibehålls.

Förlagsinsatser medför att de äganderättsteoretiska problemen minskar. Dock kan problemet med gemensam egendom öka, beroende på om förlagsinsatser kopplas till hela föreningen eller till viss del. Det krävs på en fungerande marknad så att innehavaren kan komma ur sitt ägande.

---

<sup>70</sup> Södra, 2000.

## 5. Analys

### 5.1 Ägarrollens betydelse

I detta kapitel analyseras finansieringsalternativen för KLS. Analysen bygger på de olika finansieringsformer som presenteras i kapitel 4 och på jämförelser med företag med liknande finansieringsformer. Dessa är Skövde Slakteri AB, Lyckeby Stärkelsen upa. och Skånemöllan AB. Avsnitt 5.1 behandlar ägarrollens betydelse medan avsnitt 5.2 behandlar ägarstrukturens konsekvenser för medlemmen i KLS. I avsnitt 5.3 analyseras ägarstrukturens inverkan på företaget. Därefter följer avsnitt 5.4 som analyserar olika alternativ för handel med finansiella papper i föreningar och mindre aktiebolag medan avsnitt 5.5 belyser osäkerheten med kapitalplaceringar.

I aktiebolag är aktieägarna angelägna om att företaget såväl kortsiktigt som långsiktigt ska gå med vinst. Långsiktiga investeringar ska finansiellt täckas av företagets resultat och ge avkastning på aktieägarnas satsade kapital. I kooperativ är ägare och nyttjare normalt samma personer. För nyttjaren (leverantören) är god service och högt avräkningspris viktigare än kapitalavkastning, dvs ägarrollen får stå tillbaka för leverantörsrollen.

Med en partiell bolagisering, där föreningen har ett ägande, kan leverantörsrollen behållas, om föreningen är majoritetsägare. Är föreningen minoritetsägare tillgodoses enbart ägarintresset. Annars får leverantörsrollen vid en bolagisering stå tillbaka till förmån för ägarrollen. Vid en bolagisering med externa delägare försvinner troligen solidarisk prissättning, kollektiv service och leveransrätter. Med föreningen som majoritetsägare försvåras möjligheten att få kapital.<sup>71</sup>

Ägarrollen i KLS har försvagats under de senaste åren, och leverantörsrollen har stärkts. Detta skedde sedan KLS köpte CCM, vars 730 leverantörer kunde leverera med samma avtal och priser utan att vara medlemmar. Det är inte sannolikt att ickemedlemmar vill avstå en del av avräkningspriset till insatser, när möjligheten till efterlikvid och kapitalavkastning är liten. Om de inte måste vara medlemmar för att leverera och om de kan få samma avräkningspris och fördelar som medlemmar, har de inga incitament att bli medlemmar. Således ökade inte föreningens insatskapital, och CCM-leverantörerna blev ”freeriders” på medlemmarnas bekostnad. Incitamenten för ickemedlemmar att satsa kapital ökar, när det finns möjlighet att få kapitalavkastning.

Under 2001 kom KLS med en positiv delårsrapport, varvid det blev möjligt att betala efterlikvid. Utbetalning av efterlikvid, vilket inte har skett sedan 1995, sker för år 2001. Idag (mars 2002) har antalet leverantörer, som inte är medlemmar, sålunda minskat från 730 till 661. Dessa ickemedlemmar är bl a CCM-leverantörer, leverantörer som av ideologiska skäl inte vill vara med i en kooperativ organisation samt små producenter som får leverera utan att betala insats.<sup>72</sup> Föreningen har även fått nya medlemmar från Swedish Meats och den privata sektorn. Dessa är ”stora” leverantörer, främst inom grissektorn, vilka betalar sin insats på 7000 kr och ser långsiktigt på sitt medlemskap<sup>73</sup>. Efterlikvid fungerar såsom ett sätt att premiera trogna medlemmar.

---

<sup>71</sup> Sundström, 2001.

<sup>72</sup> Eriksson, 020319.

<sup>73</sup> Johansson, 020321.

Vilken typ av verksamhet ska bolagiseras och med vilka delägare? Icke medlemsnära verksamheter med stort kapitalbehov såsom förädling är lämpliga att bolagisera<sup>74</sup>. Ju längre fram föreningen i förädlingen går desto starkare är argumenten för delägande, eftersom såväl riskerna som kapitalbehovet ökar. Risken är dock lägre för den aktieäggande medlemmen än för den externa delägaren. Medlemmarna känner ofta någon i ledningen för det kooperativa företaget, vilket ger bättre insyn i verksamheten. Fördelen med att inte ha externa delägare är att föreningen kan flytta obeskattade koncernbidrag mellan dotterföretag och förening och även dela ut pengar till medlemmar utan dubbelbeskattning.

## 5.2 Ägarstrukturens konsekvenser för medlemmen

När ägandet är splittrat, dvs det finns ett stort antal aktieägare, minskar risken att de olika ägarna bildar allianser i syfte att ta kontrollen över företaget. Små aktieägare ser mer till avkastningen än vad större aktieägare gör och är mer benägna att sälja sitt innehav, dvs exit. Kontrollen flyttas då till andra ägare. En ägarstruktur är effektiv, om den består av både exit- och voice-benägna ägare och när föreningens medlemmar inte styrs av lojalitet<sup>75</sup>.

I KLSs fall skulle aktiemajoriteten innehas av föreningen, medan minoriteten består av medlemmar och externa intressenter. Därmed blir ägandet splittrat – fördelat på ett stort antal aktieägare, vilket ger liten risk för allianser. Såsom majoritetsägare har KLS svagt incitament att sälja aktier och förlora kontrollen. Majoritetsägaren måste kompenseras för de förmåner, som denne avstår ifrån. Enligt Ögren (020318) krävs mycket pengar för att man ska släppa kontrollen över Skövde Slakteri AB (han äger ca 80 procent). Om behov av nytt kapital skulle uppstå, är extern finansiering inte aktuell, eftersom det ej är intressant att minska ägandet i företaget. Alternativet är att bli utlöst till ett högt pris. Minoritetsägarna i Skövde Slakteri AB, vilka består av små producenter, kan inte påverka styrningen av företaget, eftersom styrelsen tillsätts av majoritetsägaren. För Skövde Slakteri AB sätts personliga kontakter med kunder och leverantörer högt, vilket underlättar vid beslutsfattande. Styrelsen kan då känna av hur leverantörer och även hur minoritetsägarna ställer sig i olika frågor, men det är ändå majoritetsägaren som bestämmer.<sup>76</sup>

Således har minoritetsägarna i Skövde Slakteri AB svårt att sälja sina aktier till externa intressenter, dvs de upplever en inlåsnings effekt. Externa intressenter är inte intresserade av att investera kapital, om de inte kan påverka styrningen. Den ende, som kan tänkas vilja köpa, är majoritetsägaren. Genom att minoriteten inte kan påverka styrningen eller inte heller är insatt i företagets strategiska beslut, dvs saknar helhetsbilden över företaget, är det svårt att värdera aktiens värde, vilket däremot majoritetsägaren kan. Det finns en skevhet mellan säljare och köpare vad gäller informationsläge (information asymmetry)<sup>77</sup>. Detta kan liknas vid KLS – vid en övergång till delägt aktiebolag vet föreningen såsom majoritetsägare mer än övriga aktieägarna. När risken för uppköp är låg, minskar aktievärdet, vilket också är till fördel för majoritetsägaren vid en eventuell extraktion.

KLSs medlemmar är införstådda i att en integrering i förädlingsledet krävs för att föreningen ska bli konkurrenskraftig. Horisontproblemet är enligt KLS obetydligt, då föreningens

---

<sup>74</sup> Nilsson, 1994, s. 87.

<sup>75</sup> Sundström, 2001.

<sup>76</sup> Ögren, 020318.

<sup>77</sup> Nilsson, 1991a.

medlemmar inte uppges ha olika planeringshorisonter trots att medelåldern bland medlemmarna är hög. De medlemmar, vars planeringshorisont avvek, levererar idag till andra slakterier. Grisleverantörerna är knutna till ett leveransavtal medan 65 procent av nötleverantörerna har ett avtal. De, som levererar till LantKöket, har ett speciellt kontrakt med krav på kvalitetsklass och tidpunkt för leverans. Övriga 35 procent är lättflyktiga. Leverantörer utan kontrakt hamnar sist i slaktkön, varmed de lätt kan sälja till någon annan. Lojaliteten från dessa medlemmar är därmed låg. KLS kan inte betala ett högre pris till vissa leverantörer för att tillgodose efterfrågan en viss vecka utan måste då höja avräkningspriset för alla leveranser. Inom hela näringen råder det brist på nötkött, och privatslakten betalar vid behov ett högre pris och tar då ofta leveranser från leverantörer utan kontrakt. Engagemanget från KLS medlemmar är dock fortfarande högt<sup>78</sup>.

### 5.3 Ägarstrukturens inverkan på företaget

Med delägda aktiebolag ökar risken för konflikter, eftersom syftet med innehavet kan variera för ägarna. För att tilltala externa delägare måste företaget visa sig vara en sund investering. Den externa delägaren vill ha god kapitalavkastning. Föreningen måste då visa att solidarisk prissättning och leveransrätt inte tillämpas i det delägda företaget, vilket bl a görs med ett marknadsmässigt agerande och med en låg ägandeandel. Följden blir att det lätt uppstår konflikter i organisationen och ett tecken på det är att det kan vara svårt att generera kapital<sup>79</sup>.

Majoritetsägare är ofta involverade i styrningen av företaget<sup>80</sup>. I Skåne-Möllan innehar VD och styrelse sammanlagt 70 procent av aktierna och rösterna, varav en styrelsemedlem har ca 36 procent<sup>81</sup>. Denne anses vara kontrollerande och kan då påverka företagsbeslut. Detta ger styrelsen stor handlingsfrihet, och agentkostnaderna för minoritetsägarna ökar. Detsamma skulle gälla om KLSs innehav av röster är 50 procent i ett delägt aktiebolag.

### 5.4 Handel med finansiella papper i föreningar och mindre bolag

Handel med finansiella papper i föreningar och mindre aktiebolag utmärks ofta av problem, eftersom handelsvolymen är så liten att köparnas och säljarnas osäkerheter kan bli betydande. Ett hjälpmedel kan vara s k market-maker system. En market-maker kan vara en bank, som håller i handeln, eller en börsmäklare. Banken ansvarar för att korrekta uppgifter lämnas i prospektet och gör det möjligt att handla med värdepapperet. Därför måste banken inneha ett lager av detta värdepapper och notera köp- respektive säljkurser. Är företaget inte tillräckligt stort för att noteras på börsens *Fondhandlarlista* sker handeln på s k småbolagslistor såsom *O-listan* och *Nya marknaden*. Handeln sker ”over the counter”, vilket medför att det kan finnas få köpare när man vill sälja. Följden blir att avslut kan ske bara någon gång i månaden och ofta är spannet stort mellan noterad köp- och säljkurs. Man brukar kalla det för en *inlåsningsseffekt*, då innehavaren drabbas av förluster för att komma ur sitt aktieäggande.<sup>82</sup>

---

<sup>78</sup> Johansson, 020321.

<sup>79</sup> Sundström, 2001.

<sup>80</sup> Nilsson, 2002.

<sup>81</sup> Skåne-möllan AB, 2001.

<sup>82</sup> Hallgren, 2001.

Genom småbolagslistorna får mera riskbenägna investorer möjlighet att investera i företag med hög risk. Företagen erhåller ett ökat riskkapital samt mer uppmärksamhet, då företaget är noterat på börssidan med köp- och säljkurs. Det arbete, som företagen måste lägga ner för att hålla aktiemarknaden informerad, kan dock vara stort. Mäklare och börsanalytiker utsätter de börsnoterade företagen för kontinuerlig och hård granskning. Företag på Stockholms Fondbörs har genom det s k börskontraktet åtagit sig att ge hela marknaden samma chans att agera på information.<sup>83</sup>

Skåne-möllan noterades på Nya Marknaden 1998 och använder sig av market-maker system med hjälp av sin sponsor Aros Maizels (tidigare Nordbanken Corporate Finance). Företaget betalar en blygsam ”peng” på 75 tkr för tjänsten. Däremot har arbetet med att tillhandahålla information åt marknaden ökat – fullständiga kvartalsrapporter, årsredovisningar, bolagsstämma samt informationsplikt vid väsentliga händelser. Priset på aktien är ett fast årligt pris. Risken för inlåsningsseffekt är liten, då få vill sälja och många vill köpa. Därför har Aros Maizels ingen depå med aktier och få avslut sker varje månad. Skåne-möllan AB har en miljon aktier, där utdelningen per aktie för år 2001 var 4 kr<sup>84</sup>. Företaget har fyra huvudägare, som innehar 70 procent av aktierna och rösterna, dvs det finns inga begränsningar i form av A- och B-aktier eller hembudsplikt. Aktieägarna är knappt 600, bestående av ledning, anställda, lantbrukare, kunder, konkurrenter och ”gamla” Midway aktieägare (Skåne-möllan låg som dotterbolag till Midway innan noteringen). Möjligheten att generera mer kapital för specifika händelser har ökat med hjälp av nyemission men det har också blivit mer uppmärksamhet kring Skåne-möllan, då företaget är noterat 220 dagar om året på börssidan med köp- och säljkurs.<sup>85</sup>

Som liten/medelstor aktör på en oligopolistisk marknad med Kooperationens NordMills som störste konkurrent så har alltför stora, potentiella, kunder fått upp ögonen för oss! Om man som kvarnföretag är noterad på börsen så är det, förmodligen, ett styrkebesked/ då sitter det inga ”vingar” på kvarnen!<sup>86</sup>

Ingen förening har idag emitterat förlagsinsatser, som har en fungerande marknad. Mest uppmärksammat är Södra, vars förlagsinsatser började löpa den 31 december 1999. Förlagsinsatserna genererade 252 Mkr till föreningen och 7 800 medlemmar, närliggande till medlemmar och anställda tecknade sig för förlagsinsatser. I prospektet *Erbjudande om teckning av förlagsinsats...* skrev Södra: ”På Södras hemsida kommer det att finnas möjlighet för köpare och säljare att komma i kontakt.” Det går fortfarande idag (020320) inte att hitta information om handel på hemsidan<sup>87</sup>.

Södra uppger att efterfrågan på förlagsinsatser är större än tillgången. För att öka förutsättningarna för handel får Södras medlemmar i höst (2002) ett nytt erbjudande om förlagsinsatser. Föreningen är inte i behov av kapitaltillskott men menar att det är viktigt att stärka ”instrumentet” som sådant.<sup>88</sup>

Handel med förlagsinsatser kan liknas vid handel med stärkelseandelar eller leveransrätter i Lyckeby Stärkelsen. Lyckeby Stärkelsens leveransrätter ger rätt att leverera stärkelsepotatis till föreningen. Föreningen är slutet, dvs odlare måste inneha leveransrätter för att få leverera.

---

<sup>83</sup> Hallgren, 2001.

<sup>84</sup> Skåne-möllan AB, 2001.

<sup>85</sup> Persson, 020326.

<sup>86</sup> Persson, 020326.

<sup>87</sup> www.sodra.se, 020320.

<sup>88</sup> Land Skog, 020412, s. 1.

Den som vill köpa eller sälja andelar anmäler sig till föreningen, som anslår det på en ”anslagstavla”. Köpare och säljare får själva kontakta varandra och avtala pris. Föreningen lägger sig inte i till vilket pris handel sker, men alla överlåtelse tas upp i en grupp i styrelsen för godkännande. Under 2001 har det varit säljarens marknad. Föreningen har gått bra, och många befintliga odlare vill utöka sin areal. Detta är odlare, som har överkapacitet på maskinsidan. Det som driver köparen är ”avkastningsvärde” och ”önskan att få odla”. Risken för inlåsningsseffekt är låg. Framtiden för potatisstärkelse ser bra ut, då vetestärkelse inte kan ersätta potatisstärkelse i papper. Samtidigt har föreningen hela förädlingsledet jämfört med sin danska motsvarighet, som ej förädlar till papper utan säljer på den fria marknaden.<sup>89</sup>

## 5.5 Osäkerhet

Osäkerheten i kapitalplaceringar är hög vid nybildade aktiebolag. Investeraren har svårt att värdera sin tänkta investering utifrån tillgänglig information, jämfört med redan börsnoterade företag. Informationen kan vara knapphändig. Det finns en skevhet mellan säljarens och köparens tillgång till information, varvid att köparens analysförmåga och överblick minskar. Vid placeringar i redan noterade företag kan historiska uppgifter om aktiekurser, omsättning etc analyseras.<sup>90</sup> Vid en börsintroduktion är det ovisst hur kursutvecklingen blir. Aktien kan vara övervärderad eller undervärderad. Ett exempel är Telia-aktien, som introducerades för 85 kr och som nu står i ca 25,5 kr<sup>91</sup>. Det blir att ”köpa grisen i säcken”, eftersom man inte vet vad man får förrän köpet är genomfört.

Tillgång till en väl fungerande marknad för värdepapper minskar risken för att man investerar i företaget. Om man inte kan ”dra sig ur” på ett smidigt vis, minskar viljan att satsa i företaget. Marknaden benämns tunn, när efterfrågan inte överensstämmer med utbudet<sup>92</sup>.

Kapitalplacerarens osäkerhet ökar, när huvudägarna (i detta fall föreningen) behåller makten, dvs majoriteten i dotterbolaget och därmed får ett stort inflytande. Är dotterbolagets ledning samma som föreningens, kan kapitalplacerare ifrågasätta dess kunskap i att driva ett aktiebolag. Detsamma gäller beslut, som missgynnar ägare i föreningen eller dotterföretaget. Aktieägare tjänar överlag på att deras företag bli uppköpt. Möjligheten för uppköp är lägre för företag med majoritetsägare, vilket leder till lägre aktiepris. Majoritetsägare sätter ett högt pris för att det ska bli lönsamt för uppköparen, vilket resulterar i färre uppköp.<sup>93</sup>

Hur ska aktiemarknaden för denna sektor analyseras och av vem? Det är svårt att förutse hur livsmedelssektorn påverkas av olika händelser. Faktorer såsom BSE-krisen påverkar efterfrågan på kött, vilket inverkar på aktievärdet både positivt och negativt. Vid analys av branschen är medlemmen expert, då han/hon kan sin marknad och kan därmed minska sin risk vid investeringar inom denna sektor. Medlemmen känner ofta någon i föreningsledningen, och därför är det viktigt att ledningen äger aktier i dotterbolaget. Enligt pilotskolan handlar aktieägande ledningspersoner utifrån vad som är bäst för företaget<sup>94</sup>.

---

<sup>89</sup> Norup, 020314.

<sup>90</sup> Nilsson, 1991a.

<sup>91</sup> [www.afv.se](http://www.afv.se), 020710.

<sup>92</sup> Ollila, 1989.

<sup>93</sup> Nilsson, 2002.

<sup>94</sup> Hallgren, 020211.

Innehavare av förlagsinsatser har större risker än ägare av aktier och konvertibler. Efter fem år kan företaget kräva inlösen av förlagsinsatserna med en uppsägningstid på sex månader. Investeringen blir osäker på mer än fem års sikt. Om innehavaren begär inlösning (efter minst två år), drabbas inte föreningen nämnvärt. Det kan dock bli stora belopp, om alla innehavare väljer att få sina förlagsinsatser inlösta samtidigt. Icke desto mindre påverkas föreningen ej särskilt allvarligt, eftersom förlagsinsatserna står för endast en del av det samlade kapitalet.

## 6. Diskussion

### 6.1 Slutsatser

De studerade alternativen har sina fördelar och nackdelar. Om KLS noterar ett dotterbolag på börsen, blir företaget synligt 220 dagar om året på börssidorna. Uppmärksamheten kring företaget ökar, samtidigt som varumärkena LantKöket och SmålandsKött stärks. Framför allt är icke medlemsnära verksamheter med stort kapitalbehov är lämpliga att bolagisera. Om KLS istället behåller den kooperativa prägnen genom att använda förlagsinsatser, behöver inte hänsyn tas till vad aktiemarknaden tycker och dess krav på avkastning. Solidarisk prissättning och avståndsneutralitet kan ske utan att ifrågasättas. Det som är gemensamt för de olika alternativen är att ägandet tydliggörs.

Genom att låta medlemmar och externa intressenter teckna sig för aktier och konvertibla skuldebrev stärks ägarrollen i föreningen. Vid handel via börsen eller via ett sekundär market-maker system bestämmer ägaren själv över innehavet, och de äganderättsteoretiska problemen minskar. Detsamma gäller för förlagsinsatser, om det går att komma ur ägandet, dvs om innehavaren ej utsätts för inlåsningsseffekt. Även vid utträdet ur föreningen blir medlemmen utsatt för inlåsningsseffekt. Det kan ta upp till sex månader innan insatsen betalas ut<sup>95</sup>. Finns det inte någon väl fungerande marknad minskar intresset från externa intressenter, och detta gäller även för medlemmen. Med detta får KLS in riskkapital samtidigt som föreningen stärks som kapitalplacering. Med en definierad ägarroll blir satsningar utanför föreningens verksamhetsområde naturligare för medlemmarna<sup>96</sup>.

Nedan görs en sammanställning över skillnader mellan de olika alternativen.

#### *Delägt aktiebolag:*

- Medlemmen har fördel av att föreningen är majoritetsägare. Externa investerare (icke medlemmar) påverkas mer av företagets ägarstruktur och den inlåsningsseffekt som uppstår;
- Notering av dotterbolag på börsen medför att företaget är synligt 220 dagar om året på börssidan. Detta ger uppmärksamheten runt företaget samtidigt som varumärkens stärks;
- Kapitalet blir stabilt;
- Det är lätt att generera nytt kapital med hjälp av nyemission;
- Rösträtten i det börsnoterade dotterbolaget blir efter antalet ägda aktier;
- Det aktieemitterande företaget kan specificera vem som får inneha aktier;
- Ägandet blir tydligare;
- Risk för inlåsningsseffekt om handel inte är möjlig.

#### *Konvertibla skuldebrev:*

- Kapitalet blir ej stabilt förrän vid konverteringen till aktier;
- Det nya kapitalet kommer inte in lika snabbt som för delägda aktiebolag – först vid konverteringen till aktier
- Innehavarna saknar rösträtt innan konverteringen ägt rum;
- Begränsningar i ägandet kan förekomma;
- Ägandet specificeras;
- Risk för inlåsningsseffekt om handel ej kan ske.

---

<sup>95</sup> Stadgar, 2000, s. 6ff.

<sup>96</sup> Sundström, 2001.



### *Förlagsinsats:*

- Företagets kooperativa prägel behålls, och hänsyn behöver ej tas till vad aktiemarknaden tycker och dess krav på avkastning;
- Solidarisk prissättning och avståndsneutralitet kan ske utan att ifrågasättas;
- Kapital stabilt under en femårsperiod då innehavare ej kan kräva inlösen;
- Genereringen av nytt kapital sker ej lika snabbt som för delägda aktiebolag;
- Innehavarna saknar rösträtt;
- Begränsning i ägandet kan förekomma;
- Ägandet specificeras;
- Inlåsnings effekter uppstår om handel inte kan ske under de fem år som inlösen ej kan ske.

Ägarstrukturen påverkar möjligheten att generera kapital. Detta kan sammanfattas som följer:

- Med majoritetsägare kan minoritetsägaren inte påverka styrningen av företaget;
- Innehavare har olika mål med sitt innehav. Exempel är avkastning på satsat kapital, avsättning av varor och avräkningspris;
- Majoritetsägaren är ej intresserad av att förlora kontrollen över företaget. Vid val av finansieringsalternativ väljs det som inte påverkar kontrollen av företaget;
- Det är till fördel för medlemmarna om föreningen är majoritetsägare i bolaget. Externa investerare påverkas mer av ägarstrukturen och av inlåsnings effekt.

Några kommentarer till inlåsnings effekter är:

- Om handel ej kan ske, saknas marknadsplats;
- Med svag efterfrågan på värdepappret blir det få avslut;
- Om företaget har majoritetsägare, minskar intresset för köp, eftersom det finns liten möjlighet att påverka. Enbart majoritetsägaren har intresse av förvärv.

## **6.2 Rekommendation**

Ett försök att värdera alternativen kan göras genom en beslutsanalys. Framför allt tre faktorer påverkar bra beslutstagande: hur väl de specifika faktorer som ska uppnås definieras, hur väl alternativen utvärderas och förståelse för vad respektive alternativ ger. Målet med analysen är att identifiera behov, ta fram kriterier som uppfyller dessa samt identifiera risk.<sup>97</sup>

Besluts kriterier identifieras och graderas på en skala 1-10 efter hur betydande de är för företaget (vikt). Alternativen bedöms efter hur väl de uppfyller (upp) kriterierna. Upp multipliceras med vikt som summeras, där alternativet med det högsta värdet rekommenderas. Målet med beslutet delas in i två kategorier: *krav* och *önskemål*. För att garantera ett bra beslut måste *krav* vara uppfyllt. De kriterier som inte uppfyller uppställda *krav* tas bort från analysen, t ex krav på två års arbetserfarenhet – antingen har man det eller inte. Resten kategoriseras som *önskemål*.<sup>98</sup>

Alternativen är delägt aktiebolag, konvertibler och förlagsinsats. Besluts kriterierna är valda utifrån sammanställningen i detta avsnitt. De är:

---

<sup>97</sup> Kepner et al, 1981, s. 83ff.

<sup>98</sup> Kepner et al, 1981, s. 83ff.

- *Maximering av kapital:* bl a möjlighet för tillskott av ytterligare kapital;
- *Specificerat ägande:* möjlighet att påverka styrningen av företaget och sälja andelen;
- *Osäkerhet för innehavare:* möjlighet till utdelning/avkastning på satsat kapital, huruvida ägarstrukturen påverkar och risk för inlösen;
- *Kooperativ ideologi:* bl a om solidarisk prissättning och avståndsneutralitet kan ske;
- *Uppmärksamhet:* huruvida företaget kan nå ut till tänkbara kunder;
- *Ej arbetskrävande för företag:* bl a krav på kontinuerlig information.

Tabell 5.1 Beslutsanalys. Källa Kepner et al, 1981, s. 83ff.

Beslutskriterier	Vikt	Delägt aktiebolag	Upp	Konvertibler	Upp	Förlagsinsats	Upp
<b>Krav</b>							
Ökat kapital		Uppfylls	Ja	Uppfylls	Ja	Uppfylls	Ja
<b>Önskemål</b>							
Specificerat ägande	10	Uppfylls	10 100	Först efter konvertering	8 80	Ägande med restriktioner, ingen Rösträtt	7 70
Osäkerhet för innehavaren	8	Börsras, låg/ingen utdelning, ägarstruktur	4 32	Räntebetalning, ägarstruktur	6 48	Risk för inlösen	6 48
Kooperativ ideologi	6	Nej	0 0	Innan konvertering	3 18	Uppfylls	6 36
Uppmärksamhet	4	På börsen	4 16	Beror på möjlighet till handel	2 8	Beror på möjlighet till handel	1 4
Ej arbetskrävande för företag	2	Aktiemarknaden kräver kontinuerlig information	0 0	Mer efter konvertering till aktie	1 2	Ej kontinuerlig Information krävs	2 4
<b>Summa:</b>			148		156		162

Utifrån uppställda kriterier erhåller förlagsinsats det högsta värdet (191). Rekommendationen blir därför förlagsinsats. Graderingen är gjord utifrån författarens egen bedömning.

En känslighetsanalys visar hur förändringar påverkar utfallet. Vad händer om osäkerheten för ett delägt aktiebolag minskar för innehavaren, 4 ökar till 6? Delägt aktiebolag erhåller då 164 istället för 148, vilket är det bästa alternativet. Vad inträffar om uppmärksamheten är viktigare än den kooperativa ideologin? Rekommendationen blir även här delägt aktiebolag tätt följt av konvertibler. Med det första exemplet, där osäkerheten för innehavaren minskar, är rekommendationen delägt aktiebolag. Vad blir rekommendationen om osäkerheten för förlagsinsats också minskar (6 ändras till 7)? Rekommendationen blir då förlagsinsats.

Grundanalysen visar ganska likvärdiga lösningar. Känslighetsanalysen indikerar att också små förändringar i kriterievikt eller alternativvärdering ändrar alternativens inbördes Grundlösningen är följaktligen instabil.

Beslutsanalysen visar att förlagsinsatser är det bästa alternativet. En konsekvensbedömning indikerar att ett genomförande av det valda alternativet inte medför speciella svårigheter och inte ger några negativa konsekvenser.

Syftet med arbetet är att utvärdera de tre finansieringsalternativ, som är intressanta för KLS. Arbetets syfte är relaterat till följande problemställningar:

- Hur påverkas KLS och den enskilde medlemmen av de olika alternativen?
- Vilken betydelse har ägarstrukturen för medlemmen och dess intresse för att satsa kapital?

Med beslutsanalysen, stödd av konsekvens- och känslighetsanalysen, såsom underlag rekommenderas KLS att använda förlagsinsatser för att skaffa nytt kapital. Företaget behåller den kooperativa prägel. Externa intressen kan ej påverka verksamheten (innehavare av förlagsinsatser saknar rösträtt) och aktiemarknadens krav på kontinuerlig information behöver ej uppfyllas. Risken för inlåsnings effekt är låg, om det finns en fungerande marknadsplats, vilket även gör det mer intressant för medlemmarna att teckna förlagsinsatser.

## Referenser

### Litteratur

- Brealey, R. A. och Myers, S. C. 2000. *Principles of corporate finance*, sixth edition.
- Furubotn, E. och Pejovich, S. 1972. Property Rights and Economic Theory: A survey of Recent Literature. *Journal of Economic Literature*. 10(1972), pp 1137-62
- Hallgren, Ö. 2001. *Finansiell Strategi och Styrning*. Sjunde upplagan, Ekonomibok Förlag AB, Helsingborg.
- Hansmann, H. 1988. Ownership of the firm. *Journal of Law, Economics, and Organization*, 4, pp 267-304
- Jonnergård, K. 1992. Bolag eller kooperativ? En jämförelse mellan företagsformer. *Kooperativ Årsbok 1992*, pp 103-129.
- Johansson, G. 1984. *Kronobergsbönder i samverkan*. Alvesta.
- Kepner, C. och Tregoe, B. 1981. *The new rational manager*. Princeton, N.J.
- KLS Livsmedel ek för. 2000. Affärsplan.
- KLS Livsmedel ek för. 2001. KLS Livsmedel ek för – på väg att bli ett mer komplett livsmedelsföretag.
- KLS Livsmedel ek för. 2000, Stadgar.
- Lag (1987:667) om ekonomiska föreningar, Uppdaterad 2000:1092.
- Land Lantbruk nr 48, 011130.
- Land Lantbruk nr 18, 020503.
- Land Skog nr. 15, 020412.
- Nilsson, J. 1991a. *Kooperativ utveckling*, Studentlitteratur, Lund.
- Nilsson, J. 1991b. *Värdeandelar – Hur kan medlemmarna få del i kooperativa företags värdetillväxt?* Rapport nr 38, Institutionen för ekonomi, SLU, Uppsala.
- Nilsson, J. 1994. *Producentkooperativa principer i pressad konkurrens*. Rapport nr 77, Institutionen för ekonomi, SLU, Uppsala.
- Nilsson, J. 1999. Co-operative Organisational Models as Reflections of the Business Environment, *The Finnish Journal of Business Economics* 4, pp 449-470
- Nilsson, J. 2001. Organisational principles for co-operative firms. *Scandinavian Journal of Management*.
- Nilsson, M. 2002. *Essays in Empirical Corporate Finance and Governance*. Diss. Stockholm School of Economics, Stockholm.
- Normark, P. och Swartz, E. 1992. Bolagisering av ekonomiska föreningar. *Kooperativ Årsbok 1992*, pp 130-162.
- Ollila, P. 1989. Coordination of supply and demand in the dairy marketing system – with special emphasis on the potential role of farmer cooperatives as coordinating institutions. *Journal of agricultural science in Finland*, Vol 61:135-321.
- Slakteriförbundet. 1998. *Erbjudande till Norrmejerier/Scan Luleå*, Scan Norrland, Scan Farmek, Scan KLS, Skanek om förvärv av rörelse.
- Slaktuellt. 2001. Nr 1. KLS Livsmedel ek för.

- Sundblad, F. 1999. *Externa delägare i slakterikooperativa företag – exemplen Atria och Dumeco*. Rapport nr 212, Institutionen för ekonomi, SLU, Uppsala.
- Sundström, M. 2001. *Metsä-Serla, Norske Skog och Södra Cell – ägarstrukturen i förädlingsföretag till skogsägarföreningar*. Rapport 243, Institutionen för ekonomi, SLU, Uppsala.
- Swartz, E. 1994. *Ledning och organisering av federationer*, Stockholm.
- Swedish Meats. 2000. *Kött 2000*, Avd. för Handels- och livsmedelspolitik.
- Södra. 1999. *Erbjudande om teckning av förlagsinsats i Södra Skogsägarna ekonomisk förening*, Växjö.
- Vitaliano, P. 1983. Cooperative enterprise: An alternative conceptual basis for analyzing a complex institution. *American Journal of Agricultural Economics*. 65, pp 1078-83.
- Wramsby, G. och Österlund, U. 1997. *Företagets finansiella miljö 7:e upplagan*, Wramsby/Österlund förlag.

## **Elektroniska källor**

[www.sodra.se](http://www.sodra.se), 020320.

[www.afv.se](http://www.afv.se), 020612.

## **Årsredovisningar**

KLS Livsmedel ek för. 2001.

Skåne-möllan AB 2001.

Södra 2000.

## **Personliga meddelanden**

Eriksson, Lena. 020319. Information och ägare, KLS Livsmedel ek för.

Gustafsson, Thomas. 011010, 011024, 011206, 020213. VD, KLS Livsmedel ek för.

Hallgren, Örjan. 020211. Författare, Ekonomibok.

Johansson, Jan-Erik. 020321. Chef producentavdelningen, KLS Livsmedel ek för.

Nilsson, Jeanette. 020311. Administrationen, Skövde Slakteri AB.

Norup, Sven. 020313. Tf. VD och styrelseordförande, Lyckeby Stärkelsen upa.

Persson, Anders. 020326. Ekonomichef, Skåne-möllan AB.

Ögren, Tommy. 020318. Styrelseordförande och majoritetsägare, Skövde Slakteri AB.



Pris: 60:- (exkl moms)

Tryck: SLU, Institutionen för ekonomi, Uppsala, 2002

---

*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