# Näringslivets försörjning med riskkapital

## från allmänna pensionsfonden

Ur KB:s samlingar
Digitaliserad år 2013
KUNGL. BIBLIOTEKET
National Library of Sweden

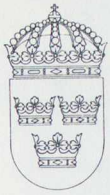
SOU
1972:63

# Näringslivets försörjning med riskkapital

## från allmänna pensionsfonden

1968 års kapitalmarknadsutredning

SOU
1972:63



Statens offentliga utredningar
1972:63
Finansdepartementet

# Näringslivets försörjning med riskkapital från allmänna pensionsfonden

Betänkande avgivet av 1968 års kapitalmarknadsutredning
Stockholm 1972

ISBN 91-38-013568

Göteborgs Offsettryckeri AB, Sthlm 72.2 061 S

# Till Statsrådet och chefen för finansdepartementet

Genom beslut den 13 september 1968 bemyndigade Kungl. Maj:t chefen för finansdepartementet att tillkalla högst tio sakkunniga med uppdrag att utreda kapitalmarknadens struktur och funktionssätt.

Med stöd av bemyndigandet tillkallades den 26 september 1968 riksbankschefen Per Åsbrink (ordförande), riksdagsledamoten, hemmansägaren Johannes Antonsson, försäkringsdirektören Seved Apelqvist, teknologie doktorn Tore Browaldh, planeringschefen i finansdepartementet Erik Höök, direktören Axel Iveroth, riksdagsledamoten, förbundsordföranden Knut Johansson, bankdirektören Sven Lindblad, numera landshövdingen Hjalmar Mehr och numera chefen för Sveriges Radio Otto Nordenskiöld såsom sakkunniga.

På begäran entledigades Nordenskiöld den 29 juni 1970. Samma dag förordnades förbundsdirektören Arne H. Nilstein att vara ledamot i utredningen.

Utredningen har antagit namnet 1968 års kapitalmarknadsutredning.

Under tiden 18 juni 1969–31 maj 1972 har byrådirektören Willem van der Hoeven varit förordnad att som expert biträda utredningen. Som expert förordnades den 14 februari 1972 kammarrättsfiskalen Göran Atterwall.

Till sekreterare förordnades den 14 november 1968 bankokommissarien Lars Hansson och till biträdande sekreterare den 11 maj 1970 pol. mag. Anders Sahlén.

För beaktande vid utredningsuppdragets fullgörande har Kungl. Maj:t den 14 januari 1972 överlämnat skrivelse från Landsorganisationen i Sverige med förslag om vissa ändringar i fråga om förvaltning och regler för placering i reglementet (1959:293) angående allmänna pensionsfondens förvaltning.

Efter remisser har utredningen avgett yttranden den 26 februari 1971 över förslag om inrättande av ett finansieringsinstitut för mindre och medelstora företag (I-stencil 1970–5) och den 28 oktober 1971 över förslag till ny aktiebolagslag (SOU 1971:15).

Kapitalmarknadsutredningen får härmed såsom delbetänkande överlämna utredning angående frågan om allmänna pensionsfonden bör med-

ges rätt att förvärva företagsandelar. Till betänkandet har som bilaga fogats en promemoria angående den skatterättsliga behandlingen av konvertibla skuldebrev och vinstandelsbevis författad av Göran Atterwall. Promemorian innehåller också förslag till ändring i kommunalskattelagen (SFS 1928:370).

Reservation har avgetts av ledamoten Knut Johansson.

Stockholm den 14 september 1972

*Per Åsbrink*

*Johannes Antonsson*

*Tore Browaldh*

*Axel Iveroth*

*Sven Lindblad*

*Arne H. Nilstein*

*Seved Apelqvist*

*Erik Höök*

*Knut Johansson*

*Hjalmar Mehr*

*/Lars Hansson*

*Anders Sahlén*

# Innehåll


Skrivelse till Statsrådet och chefen för finansdepartementet ..... 3

Förslag till författningstext ..... 7

Kapitel 1 *Inledning* ..... 15
1.1 Utredningens uppdrag ..... 15
1.2 Landsorganisationens skrivelse ..... 19
1.3 Allmänna utgångspunkter ..... 24

Kapitel 2 *Allmänna pensionsfonden och mellanhandsinstituten på kapitalmarknaden* ..... 27
2.1 Allmänna pensionsfonden ..... 27
2.1.1 Översikt över gällande bestämmelser ..... 27
2.1.2 Placeringsmönster ..... 29
2.2 Mellanhandsinstituten ..... 31

Kapitel 3 *Den realekonomiska och finansiella utvecklingen* ..... 37
3.1 Allmän återblick på 60-talet ..... 37
3.2 Förändringar i sparande- och investeringsmönster ..... 41
3.2.1 Ökat kollektivt sparande ..... 42
3.2.2 Minskat enskilt sparande ..... 44
3.2.3 Investeringar och finansiering ..... 47
3.2.4 Utvecklingen på kreditmarknaden – några huvuddrag .. 49
3.3 Näringslivets finansieringsstruktur ..... 55
3.3.1 Vinstutveckling, självfinansiering och soliditet ..... 55
3.3.2 Finansieringsmönster ..... 59
3.3.3 Aktiemarknaden ..... 61

Kapitel 4 *Näringslivets försörjning med riskkapital* ..... 65
4.1 Den realekonomiska och finansiella bakgrunden ..... 65
4.2 Utredningens överväganden ..... 69

Kapitel 5 *Former för kanalisering av riskvilligt kapital från allmänna pensionsfonden* ..... 75
5.1 Olika lösningar ..... 75

5.1.1 Aktieförvaltning inom AP-fondens organisation ..... 75
5.1.2 Aktieplacering via fristående mellanhandsinstitut ..... 76
5.2 Utredningens överväganden ..... 78

Kapitel 6 *Fjärde fondens uppbyggnad och funktion* ..... 84
6.1 Finansiering och resultatredovisning ..... 84
6.2 Placeringar ..... 85
6.2.1 Företagsandelar ..... 85
6.2.2 Mellanformer av riskkapital och lånekapital ..... 88
6.3 Styrelse m. m. ..... 91
6.4 Revision och granskning ..... 91

Kapitel 7 *Specialmotivering till författningsförslaget* ..... 94

Kapitel 8 *Sammanfattning av utredningens förslag om inrättande av en fjärde delfond inom allmänna pensionsfonden* ..... 100

Reservation av herr Johansson. 103

Bilaga: Den skatterättsliga behandlingen av konvertibla skuldebrev och vinstandelsbevis. 105

# Förslag till författningstext

**Förslag till**
**Lag om ändring i reglementet (1959:293) angående allmänna pensionsfondens förvaltning**

Härigenom förordnas i fråga om reglementet (1959:293) angående allmänna pensionsfondens förvaltning,

*dels* att nuvarande 25 och 26 §§ skall betecknas 28 respektive 29 §,

*dels* att 1–4, 6 och 12 §§ skall ha nedan angivna lydelse,

*dels* att i reglementet skall införas tre nya paragrafer, 25–27 §§, av nedan angivna lydelse.

| *Nuvarande lydelse* | *Föreslagen lydelse* |
|---|---|
| | 1 § |
| De penningmedel, som enligt 31 § lagen om försäkring för allmän tilläggspension skola ingå till allmänna pensionsfonden, skola på sätt nedan stadgas förvaltas av tre *särskilda* styrelser, benämnda första, andra och tredje fondstyrelserna. | De penningmedel, som enligt 31 § lagen om försäkring för allmän tilläggspension skola ingå till allmänna pensionsfonden, skola på sätt nedan stadgas förvaltas av tre styrelser, benämnda första, andra och tredje fondstyrelserna.<br><br>*En särskild fondstyrelse, benämnd fjärde fondstyrelsen, förvaltar på sätt nedan föreskrives medel, som tillskjutits från de övriga fondstyrelserna till det belopp som Konungen med riksdagen bestämmer.* |
| | 2 § |
| Den i 3 § lagen om försäkring för allmän tilläggspension omförmälda pensionsmyndigheten åligger att överföra | |

| *Nuvarande lydelse* | *Föreslagen lydelse* |
| --- | --- |
| 1. till första fondstyrelsens förvaltning avgifter, som enligt 33 § nämnda lag erläggas av staten, kommuner och därmed jämförliga samfälligheter samt bolag, föreningar och stiftelser, i vilka staten, kommun eller därmed jämförlig samfällighet äger ett bestämmande inflytande; | |
| 2. till andra fondstyrelsens förvaltning jämlikt sistnämnda lagrum inflytande avgifter från andra arbetsgivare än under 1 sägs, som i genomsnitt för det år, varå avgifterna belöpa, sysselsätta minst tjugu arbetstagare; samt | |
| 3. till tredje fondstyrelsens förvaltning övriga avgifter enligt samma lagrum samt avgifter, som erläggas jämlikt 34 § lagen om försäkring för allmän tilläggspension. | |
| | *Till fjärde fondstyrelsens förvaltning överföres efter rekvisition de för ett kalenderår erforderliga medlen från de övriga fondstyrelserna i förhållande till kapitalbehållningarna enligt styrelsernas balansräkningar avseende ställningen vid utgången av närmast föregående år.* |
| Till varje fondstyrelses förvaltning skall jämväl hänföras avkastning av de av styrelsen förvaltade medlen. | Till varje fondstyrelses förvaltning skall jämväl hänföras avkastning av de av styrelsen förvaltade medlen, *dock att avkastningen av de av fjärde fondstyrelsen förvaltade medlen, där ej annat följer av vad i 3 § andra stycket stadgas, skall överföras till de övriga fondstyrelserna i förhållande till av varje fondstyrelse tillskjutna medel.* |
| 3 § | |
| Pensionsutbetalningar ävensom, där ej annat följer av vad i andra stycket stadgas, förvaltningskostnader och andra utgifter avseende försäkringen för allmän tilläggspension skola, i den mån andra medel ej stå till förfogande, bestridas genom tillskott, som pensionsmyndigheten äger erhålla från fondstyrelserna. De för ett kalenderår erforderliga medlen skola tillskjutas av fondstyrelserna | Pensionsutbetalningar ävensom, där ej annat följer av vad i andra stycket stadgas, förvaltningskostnader och andra utgifter avseende försäkringen för allmän tilläggspension skola, i den mån andra medel ej stå till förfogande, bestridas genom tillskott, som pensionsmyndigheten äger erhålla från *första, andra och tredje* fondstyrelserna. De för ett kalenderår erforderliga medlen skola tillskju- |

| *Nuvarande lydelse* | *Föreslagen lydelse* |
| --- | --- |
| i förhållande till kapitalbehållningarna enligt styrelsernas balansräkningar avseende ställningen vid utgången av närmast föregående år. | tas av fondstyrelserna i förhållande till kapitalbehållningarna enligt styrelsernas balansräkningar avseende ställningen vid utgången av närmast föregående år. |

Varje fondstyrelse skall med de under styrelsens förvaltning stående medlen bestrida kostnaderna för styrelsens verksamhet och för revision av styrelsens förvaltning.

4 §

| | |
| --- | --- |
| Varje fondstyrelse skall bestå av nio ledamöter, som förordnas av Konungen. Av ledamöternas utses | Varje fondstyrelse skall bestå av nio ledamöter, som förordnas av Konungen. Av ledamöterna utses |
| i första fondstyrelsen tre efter förslag av sammanslutningar, som företräda kommunerna och landstingskommunerna, och tre efter förslag av rikssammanslutningar av arbetstagare; | i första fondstyrelsen tre efter förslag av sammanslutningar, som företräda kommunerna och landstingskommunerna, och tre efter förslag av rikssammanslutningar av arbetstagare; |
| i andra fondstyrelsen tre efter förslag av rikssammanslutningar av arbetsgivare, en efter förslag av sammanslutning, som företräder konsumentkooperationen, och fyra efter förslag av rikssammanslutningar av arbetstagare; *samt* | i andra fondstyrelsen tre efter förslag av rikssammanslutningar av arbetsgivare, en efter förslag av sammanslutning, som företräder konsumentkooperationen, och fyra efter förslag av rikssammanslutningar av arbetstagare; |
| i tredje fondstyrelsen två efter förslag av rikssammanslutningar av arbetsgivare, fyra efter förslag av rikssammanslutningar av arbetstagare och två efter förslag av sammanslutningar, som företräda personer vilka erlägga avgifter enligt 34 § lagen om försäkring för allmän tilläggspension. | i tredje fondstyrelsen två efter förslag av riksammanslutningar av arbetsgivare, fyra efter förslag av rikssammanslutningar av arbetstagare och två efter förslag av sammanslutningar, som företräda personer vilka erlägga avgifter enligt 34 § lagen om försäkring för allmän tilläggspension; *samt* |
| | *i fjärde fondstyrelsen tre efter förslag av rikssammanslutningar av arbetsgivare och tre efter förslag av rikssammanslutningar av arbetstagare.* |

Avgives icke förslag som i första stycket sägs, förordnar Konungen ändå ledamöter som skolat utses efter sådant förslag.

För varje ledamot utses i enahanda ordning en suppleant.

Ledamöter och suppleanter skola vara myndiga, här i riket bosatta svenska medborgare.

| *Nuvarande lydelse* | *Föreslagen lydelse* |
|---|---|
| 6 § | |
| Av de utan förslag utsedda ledamöterna i första *fondstyrelsen* förordnar Konungen en till ordförande. I andra och tredje fondstyrelserna skall den utan förslag utsedde ledamoten vara ordförande. Fondstyrelse väljer inom sig vice ordförande. | Av de utan förslag utsedda ledamöterna i första *och fjärde fondstyrelserna* förordnar Konungen en till ordförande. I andra och tredje fondstyrelserna skall den utan förslag utsedde ledamoten vara ordförande. Fondstyrelse väljer inom sig vice ordförande. |
| 12 §[1] | |
| *Fondstyrelse* må placera de under styrelsens förvaltning stående medlen | *Första, andra eller tredje fondstyrelsen* må placera de under styrelsens förvaltning stående medlen |
| 1. i obligationer utfärdade av staten, kommun eller därmed jämförlig samfällighet, Sveriges allmänna hypoteksbank, Konungariket Sveriges stadshypotekskassa, Svenska bostadskreditkassan, Svenska skeppshypotekskassan eller Skeppsfartens sekundärlånekassa eller av kreditaktiebolag, som enligt vad därom finnes stadgat står under tillsyn av bankinspektionen; | 1. i obligationer utfärdade av staten, kommun eller därmed jämförlig samfällighet, Sveriges allmänna hypoteksbank, Konungariket Sveriges stadshypotekskassa, Svenska bostadskreditkassan, Svenska skeppshypotekskassan eller Skeppsfartens sekundärlånekassa eller av kreditaktiebolag, som enligt vad därom finnes stadgat står under tillsyn av bankinspektionen; |
| 2. i obligationer garanterade av staten, kommun eller därmed jämförlig samfällighet; | 2. i obligationer garanterade av staten, kommun eller därmed jämförlig samfällighet; |
| 3. i obligationer och andra för den allmänna rörelsen avsedda förskrivningar som offentligen utbjudits av svenskt bankaktiebolag eller Sveriges investeringsbank aktiebolag; | 3. i obligationer och andra för den allmänna rörelsen avsedda förskrivningar som offentligen utbjudits av svenskt bankaktiebolag eller Sveriges investeringsbank aktiebolag *med undantag för av aktiebolag utfärdade obligationer eller andra skuldebrev med rätt för långivaren att helt eller delvis utbyta dem mot aktier i bolaget (konvertibla skuldebrev);* |

[1] Senaste lydelse 1967:345.

*Nuvarande lydelse*

4. i andra skuldförbindelser utfärdade av staten, kommun eller därmed jämförlig samfällighet, riksbanken, bankaktiebolag, postbanken, sparbank, centralkassa för jordbrukskredit eller annan kreditinrättning, som Konungen godkänner, eller av bolag, förening eller stiftelse som i 2 § första stycket 1 sägs, såvida staten, kommun eller därmed jämförlig samfällighet iklätt sig borgen för förbindelserna;

5. i skuldförbindelse utfärdad av annan fondstyrelse;

6. efter hörande av pensionsmyndigheten, i skuldförbindelse utfärdad av företag, som har till syfte att befordra folkhälsan eller att medverka till förhindrande av nedsättning av arbetsförmåga eller till förbättring av sådan förmåga och som enligt styrelsens prövning anses erbjuda godtagbar säkerhet; samt

7. i fordran hos kreditinrättning i enlighet med vad nedan är stadgat om återlån.

*Föreslagen lydelse*

4. i andra skuldförbindelser utfärdade av staten, kommun eller därmed jämförlig samfällighet, riksbanken, bankaktiebolag, postbanken, sparbank, centralkassa för jordbrukskredit eller annan kreditinrättning, som Konungen godkänner, eller av bolag, förening eller stiftelse som i 2 § första stycket 1 sägs, såvida staten, kommun eller därmed jämförlig samfällighet iklätt sig borgen för förbindelserna;

5. i skuldförbindelse utfärdad av annan fondstyrelse;

6. efter hörande av pensionsmyndigheten, i skuldförbindelse utfärdad av företag, som har till syfte att befordra folkhälsan eller att medverka till förhindrande av nedsättning av arbetsförmåga eller till förbättring av sådan förmåga och som enligt styrelsens prövning anses erbjuda godtagbar säkerhet; samt

7. i fordran hos kreditinrättning i enlighet med vad nedan är stadgat om återlån.

*Fjärde fondstyrelsen får placera de under styrelsens förvaltning stående medlen*

*1. i aktier i svenskt aktiebolag med undantag för aktiebolag, som driver bank- eller annan penningrörelse eller försäkringsrörelse, och investmentbolag, dock att styrelsen icke får inneha mer än en tjugondel av aktierna i bolaget, eller om aktier med olika röstvärde finns, större antal än att röstetalet för aktierna utgör högst en tjugondel av röstetalet för samtliga aktier;*

*2. i av svenskt aktiebolag utfärdade obligationer eller andra skuldebrev med rätt för långivaren att helt eller delvis utbyta dem mot*

| *Nuvarande lydelse* | *Föreslagen lydelse* |
| --- | --- |
| | *aktier i bolaget (konvertibla skuldebrev), som offentligen utbjudits av svenskt bankaktiebolag eller Sveriges investeringsbank aktiebolag.* |

I den mån så erfordras för en tillfredsställande betalningsberedskap eller eljest för tillgodoseende av kravet på ändamålsenlig förvaltning må fondmedel även innestå hos riksbanken, bankaktiebolag eller postbanken.

25 §

*Särskild granskning av fjärde fondstyrelsens förvaltning skall ske för varje kalenderår.*

*Granskningen skall avse placeringarna av de under styrelsens förvaltning stående medlen och särskilt inriktas på placeringarna ur riskfördelningssynpunkt och den inverkan placeringarna haft på kursutvecklingen och marknadsförhållandena.*

26 §

*För granskningen utses fem granskare, av vilka en utses av Konungen och två vardera av fullmäktige i riksbanken och riksgäldskontoret. Granskarna förordnas för tiden intill dess riksdagen behandlat över granskningen enligt 27 § avgivet yttrande.*

*Den av Konungen utsedde granskaren skall vara justitieråd eller hovrättspresident och såsom ordförande leda granskningen. Den som utsett granskare kan entlediga honom, även om den tid för vilken han blivit utsedd ej gått till ända.*

*I övrigt gäller vad som i 20–22 §§ sägs om revisor i tillämpliga delar om granskare.*

| *Nuvarande lydelse* | *Föreslagen lydelse* |
| --- | --- |
| | 27 § |
| | *Granskarna skall avge yttrande över granskningen, som skall överlämnas till riksdagen inom två månader efter det att förvaltningsberättelse som i 18 § sägs kommit granskarna till handa.* |

Denna lag träder i kraft den

# 1 Inledning

## 1.1 *Utredningens uppdrag*

Kapitalmarknadsutredningen har erhållit uppdraget att utreda frågor rörande kapitalmarknadens struktur och funktionssätt och föreslå åtgärder som främjar kapitalmarknadens effektivitet med avseende på dess uppgift som instrument för en rationell fördelning av kapitalresurserna i samhället. Med den dominerande ställning som allmänna pensionsfonden – i fortsättningen kallad AP-fonden – intar på kapitalmarknaden och även på kreditmarknaden totalt sett centreras utredningens arbete i hög grad kring denna fonds organisation och funktionssätt. Beträffande AP-fonden yttrade chefen för finansdepartementet, statsrådet Sträng, i sitt anförande till statsrådsprotokollet den 13 september 1968 bl. a. följande.

– – – –

En central fråga för utredningen att behandla gäller reglerna för AP-fonden. De nu gällande bestämmelserna om fonden är samlade i reglementet den 28 maj 1959 (nr 293) angående allmänna pensionsfondens förvaltning (ändrat 1963:78, 1965:132 och 1967:345).

Dessa regler har nu gällt under snart ett decennium. I sina huvuddrag ansluter sig bestämmelserna till de förslag i ämnet som lades fram av 1957 års pensionskommitté. Jag vill erinra om att man vid tillkomsten av AP-fonden förutsatte att en översyn av reglerna borde komma till stånd när närmare erfarenheter förvärvats av fondförvaltningens funktionssätt. Pensionskommittén angav för sin del att dess förslag närmast avsåg ett igångsättningsskede, en övergångstid, under vilken man skulle få tillfälle att inhämta erfarenheter och efter vilken en allmän omprövning av systemet borde ske. Denna omprövning borde enligt kommitténs mening komma till stånd under senare hälften av 1960-talet.

Kommittén ansåg härvid att hela utlåningsorganisationen borde tas upp till en obunden prövning. På en punkt, nämligen i fråga om fondens utlåning till näringslivet, föreslog kommittén att utredningsarbetet borde sättas i gång snarast möjligt. Enligt kommitténs mening borde möjligheterna prövas att bygga ut kreditmarknadens institutionella ram med nya hypoteksinstitut.

Under de gångna åren har mot bakgrunden härav ett flertal nya institut tillkommit på kapitalmarknaden samtidigt som vissa tidigare existerande institut expanderat kraftigt. Huvudsakligen gäller detta de s. k. mellanhandsinstituten, såsom AB Industrikredit, AB Företagskredit, AB Svensk

Exportkredit och lantbruksnäringarnas kreditaktiebolag. Vidare har Svenska Skeppshypotekskassan fått vidgade uppgifter och Skeppsfartens sekundärlånekassa tillkommit. Som ett led i ansträngningarna i att skapa nya kreditkanaler, bl. a. för AP-fondens placeringar, får också ses tillkomsten av Sveriges Investeringsbank AB.

Förslag om en översyn av pensionssystemets och fondförvaltningens funktionssätt har även väckts vid ett flertal tillfällen i riksdagen. I samband med 1963 års beslut om avgiftsuttaget uttalade sig riksdagen för en utredning om de samhällsekonomiska verkningarna av pensionssystemet m. m. (2 LU 57, rskr 289). Det med anledning härav utförda utredningsarbetet redovisas i det tidigare nämnda betänkandet "Finansiella långtidsperspektiv". I detta belyses bl. a. AP-fondens funktion på kapitalmarknaden. Vidare diskuteras takten i fonduppbyggandet och avgiftsuttaget. Frågan om en översyn av fondens reglemente har vidare behandlats av Landsorganisationens kongress år 1966. Till de frågor som enligt kongressen borde utredas hörde möjligheten för fonden att i begränsad omfattning förvärva aktier och fastigheter. Syftet härmed skulle vara att jämställa AP-fondens placeringsregler med försäkringsbolagens. Vidare borde formerna övervägas för ett engagemang från fondens sida, t. ex. genom särskilda för ändamålet bildade förvaltningsbolag, i nyföretagande av betydande storlek.

Beträffande AP-fondens syfte vill jag erinra om att det grundläggande motivet för fonden är önskemålet om en hög kapitalbildningstakt i samhällsekonomin. Tilläggspensioneringen knöts därför samman med en fondbildning, för att på den vägen ett önskvärt tillskott av det samhälleliga sparandet skulle skapas. En betydande fondering är även motiverad av tilläggspensioneringens eget intresse. Fonderingen möjliggör en utjämning av utgifterna för tilläggspensioneringen så att avgifterna för utgående pensioner inte behöver bli så stora i framtiden som de måste bli om man inte avsätter några medel till en fond. Denna grundinställning till AP-fondens syfte kom till uttryck redan vid införandet av tilläggspensioneringen och har därefter bekräftats av statsmakterna vid flera tillfällen. Senast skedde detta genom årets riksdagsbeslut om det fortsatta avgiftsuttaget (prop. 1968:93, 2 LU 45, rskr 265). Någon anledning att nu ompröva fondens syfte föreligger därför inte enligt min åsikt. AP-fondens tillväxt bestäms, förutom av förräntningen av fondens medel och av utgående pensioner, av avgiftsuttaget inom den allmänna tilläggspensioneringen. Genom det nyss nämnda riksdagsbeslutet har avgiftsuttaget fastställts fram till mitten av 1970-talet. Avgiften, som innevarande år uppgår till 9 % av den pensionsgrundande inkomsten, kommer år 1974 att uppgå till 11 %. Pensionsfondens kapital beräknas vid gjorda antaganden om realinkomstökning, levnadskostnadsstegring och medelsförräntning komma att uppgå till omkring 65 miljarder kr. år 1974. Fonden kommer alltså att fortsätta att växa i snabb takt. Detta gäller även åren efter 1974. Även om den nu fastlagda nivån för avgiftsuttaget bibehålls, beräknas fonden uppgå till ca 100 miljarder kr. före utgången av 1970-talet. Den förordade utredningen bör vid sina överväganden om den långsiktiga utvecklingen på kapitalmarknaden kunna utgå från en fonduppbyggnad av nu angiven storleksordning. Det bör därför inte ankomma på utredningen att pröva och framlägga förslag om den framtida politiken rörande avgiftsuttaget.

AP-fondens medel har till helt övervägande del tillförts obligationsmarknaden samt kommunernas långfristiga upplåning. Endast i begränsad utsträckning har fondens medel kanaliserats till institutioner med medelfristig eller kortfristig utlåning. Främst återlånen, men även utlåningen till mellanhandsinstituten, torde delvis avse medelfristig utlåning. Under senare år har utlåningen till bostadsproduktion samt stat och kommuner uppgått till 2/3 av fondens totala utlåning, medan

utlåningen till näringslivet svarat för 1/3. Fondens kreditgivning till näringslivet har skett främst genom köp av industriobligationer och förlagsbevis samt utlåning till mellanhandsinstitut. Återlånen svarar för 20 % av fondens utlåning till näringslivet, vilket motsvarar ca 6 % av fondens totala utlåning.

Avgörande för fondens framtida placeringspolitik är givetvis utvecklingen av finansieringsbehoven i samhället. Men den sammanhänger också med fondens egen utlåningsorganisation och de principer som styr dess utlåning samt långivningens former och grad av risktagande. Även avkastningssynpunkter spelar in. En grundtanke bakom fondens hittillsvarande agerande på kapitalmarknaden har varit att fondens medel skall kanaliseras i sådana former att man från fondens sida inte direkt behövt ta ställning till den slutliga låntagarens kreditvärdighet och inte heller behövt göra någon närmare prövning av investeringarnas räntabilitet. Organisatoriskt har det medfört att fondens behov av resurser för administration och expertis kraftigt begränsats.

De hittillsvarande formerna för fondens utlåning överensstämmer med intentionerna vid fondens tillkomst. Statsmakterna uttalade då att fonden inte borde konstrueras som en ny stor kreditinrättning utan dess utlåning borde i huvudsak ske genom förmedling av andra kreditinstitut (prop. 1959:100, SäU 1, rskr 269).

En av utredningens huvuduppgifter blir att överväga vilken inriktning som skall ges fondens framtida utlåningsverksamhet. En annan huvudfråga blir formerna för kreditgivningen. Ställningstagandena i dessa frågor kommer givetvis att bli beroende av en rad överväganden såväl vad gäller fondens roll i en effektivt arbetande kreditmarknadsorganisation som beträffande fondens egen verksamhet och organisation. Jag vill här endast peka på några faktorer av betydelse.

Möjligheten av en ökad andel för näringslivet i den totala kreditefterfrågan, som jag berört i det föregående, kan komma att påverka AP-fondens placeringsmönster. Utredningen bör därför pröva om nuvarande former kan anses tillräckliga för att kanalisera fondens medel till näringslivet.

När det gäller frågan om medlen för att kanalisera fondens resurser till näringslivets utbyggnad, har ett betydelsefullt steg tagits genom inrättandet av Investeringsbanken. Bankens insatser kommer till betydande del att avse medel- och långsiktiga krediter för mera riskbetonade projekt. Utredningen bör pröva frågan om medelsplaceringen också utifrån Investeringsbankens behov av medel och dess funktion inom näringslivet.

Vidare bör övervägas om en utbyggnad bör ske av de särskilda mellanhandsinstituten. Förekomsten av dessa innebär att fonden inte behöver ägna sig åt direktutlåning, utan som mellanhänder kan utnyttja hypoteksinstitut och kreditaktiebolag. Utredningen är härvid oförhindrad att överväga reformer av den nuvarande organisationen på kreditmarknaden.

En utväg som ofta förts fram i diskussionen är att transmittera pensionsfondsmedel via bankinstituten. En sådan lösning skulle dock innebära en betydande förskjutning ifråga om inflytandet över kreditresursernas användning och investeringarnas fördelning. Starka skäl talar därför enligt min åsikt emot att denna utväg begagnas i någon mera betydande omfattning.

Utredningen bör granska återlåneinstitutet. Återlånen är i praktiken lån till bankinstituten, vilka också gentemot pensionsfonden svarar för lånens återbetalning. Redan 1957 års pensionskommitté framförde betänkligheter mot återlånen. Den starkaste invändningen torde vara att återlånerätten medför risk för en irrationell kreditfördelning. Bl. a. missgynnas kapitalintensiva företag jämfört med personalintensiva.

Pensionskommittén rekommenderade återlån närmast som ett medel att övervinna vissa problem under en övergångsperiod. Utredningen bör förutsättningslöst pröva huruvida återlåneinstitutet skall bibehållas. Om utredningen stannar för att återlånen bör behållas även i framtiden, bör utredningen pröva vilka villkor som bör gälla för denna utlåningsform.

Genom sin storlek har AP-fonden fått ett stort inflytande på obligationsmarknaden. Tidvis har fonden köpt upp omkring tre fjärdedelar av gjorda emissioner på marknaden. Fondens sätt att inrikta sina placeringar och operera på marknaden återverkar därför i hög grad på hela kreditmarknaden och får konsekvenser även för kreditpolitiken i stort. Hithörande problem bör granskas av utredningen. Detsamma gäller återverkningarna i övrigt på obligationsmarknaden av fondens dominerande ställning.

De frågor som hittills behandlats har främst gällt fondens framtida utlåningsverksamhet. Härutöver bör utredningen pröva de skäl som kan tala för ett mera direkt engagemang i näringslivet från fondens sida. I första hand gäller detta frågan om fonden skall få rätt att förvärva aktier. Jag kommer i det följande att föreslå att i utredningens uppdrag även skall ingå att se över försäkringsbolagens placeringsregler. Utredningen bör pröva om likartade regler bör skapas för AP-fonden och försäkringsbolagen bl. a. när det gäller att i begränsad omfattning förvärva och äga aktier.

En annan viktig fråga för utredningen gäller den organisatoriska uppbyggnaden av AP-fonden och fondens förvaltningsformer. Frågan om en förändring i dessa avseenden torde böra bedömas bl. a. mot bakgrund av de ställningstaganden utredningen gör beträffande fondens kreditgivning och övrig verksamhet.

1957 års pensionskommitté såg uppdelningen av pensionsfonderingen på tre fonder främst som ett uttryck för behovet av decentralisering av fondförvaltningen. Kommitténs förslag i denna del korresponderade mot kommitténs rekommendationer rörande fondens placeringspolitik. Föredragande departementschefen underströk i samband med inrättandet av pensionsfonden, att fonden inte borde innebära en maktkoncentration, vare sig för statliga eller andra intressen (prop. 1959:100). Utredningen bör ta del av de erfarenheter som gjorts av att fondförvaltningen varit uppdelad på skilda fonder men med gemensam administration och avge de förslag granskningen kan ge anledning till. Härvid bör utredningen givetvis även bedöma fondens administrativa resurser och hur de bäst skall organiseras.

— — — —

Av ovan i direktiven angivna frågor har särskilt den som rör AP-fondens direkta engagemang i näringslivet genom förvärv av aktier vunnit ökad aktualitet under senare år. Bakgrunden härtill är den i förhållande till 50-talet sjunkande självfinansieringsgraden och de krav som ställs på det svenska näringslivets konkurrenskraft. För att klara påfrestningarna på den externa balansen vid en bibehållen hög aktivitetsnivå och tillväxttakt för den svenska ekonomin har det bedömts väsentligt att skapa förutsättningar för en utbyggnad av framförallt industrins produktionskapacitet och stärka industrins konkurrensförmåga. De finansiella betingelserna för en expansion av den industriella sektorn har också analyserats i flera utredningar bl. a. i "Finansiella långtidsperspektiv" (SOU 1967:6) och i den senaste långtidsutredningen (SOU 1970:71). I dessa har särskilt understrukits behovet av tillförsel av riskvilligt kapital för att bibehålla en hög investeringsaktivitet vid sjunkande självfinansieringsgrad inom företagen. Åtgärder för att öka utbudet av riskvilligt

kapital har också företagits, varav den utan jämförelse mest betydande var bildandet av Sveriges investeringsbank, som huvudsakligen är inriktad på lån för finansiering av långfristiga och riskbärande investeringar.

Frågan om möjligheterna att öka tillgången även på ägarkapital i företagssektorn har emellertid rests i olika sammanhang. Många av de lösningar för att underlätta företagens kapitalanskaffning som antytts, har gällt lättnader i beskattningen. Dominerande i diskussionen har dock varit frågan om möjligheterna att använda AP-fondens medel för att öka tillförseln av ägarkapital.

### 1.2 *Landsorganisationens skrivelse*

En vidgning av AP-fondens engagemang för att öka tillgången på ägarkapital har föreslagits av Landsorganisationen i skrivelse den 22 november 1971 till statsrådet och chefen för finansdepartementet av följande lydelse.

Landsorganisationen i Sverige får härmed hemställa om vissa ändringar i AP-fondernas förvaltning och regler för placering. Vid årets LO-kongress var dessa förhållanden föremål för diskussion och beslut mot bakgrund av den ekonomiska och sociala utvecklingen. Den ekonomiska utvecklingen i Sverige har sedan mitten av 1960-talet karaktäriserats av en relativt långsam tillväxttakt för industrins investeringar. Detta har bl. a. medfört en förhållandevis stark nedgång i industrins andel av den totala sysselsättningen och en långsiktig försvagning av bytesbalansen. En viss nedgång i industrisysselsättningen är visserligen normal för det ekonomiska utvecklingsstadium Sverige befinner sig i, men den snabbt växande utlandsturismen och Sveriges åtaganden i utvecklingshjälpen nödvändiggör å andra sidan en förstärkning av handelsbalansen, som endast kan uppnås genom en starkare industriexpansion och bibehållen eller ökad sysselsättning inom den konkurrensutsatta sektorn. 1970 års långtidsutredning har påtalat de problem som den nuvarande utvecklingen medför för den svenska ekonomin på längre sikt och hävdat att en årlig ökning av industrins fasta investeringar med 6,5 % per år under 1970-talets första hälft är nödvändig om betalningsbalansen skall kunna förbättras i önskvärd omfattning och exporten svara mot de anspråk som ställs i olika hänseenden.

Industrins sysselsättning i timmar i procent av totala sysselsättningen för år 1965–1971.

| 1965 | 1966 | 1967 | 1968 | 1969[1] | 1970[1] | 1971[1] (prognos) |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 37,1 | 36,6 | 35,6 | 34,5 | 34,0 | 34,1 | 32,8 |

[1] 1969–1971 har nivåjusterats för att möjliggöra jämförelse med tidigare år.

Totala fasta bruttoinvesteringar inom egentliga industrin 1965–1972, procentuell förändring i volym.

| 1965–1966 | 1966–1967 | 1967–1968 | 1968–1969 | 1969–1970 | 1970[1]–1971 | 1971[1]–1972 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 12,0 | – 3,5 | – 4,0 | 7,5 | 5,0 | 3,0 | 1,5 |

[1] Prognos enligt konjunkturinstitutet.

Denna ökningstakt har emellertid såsom framgår av här angivna siffror inte uppnåtts under de båda gångna åren under 1970-talet och torde inte heller komma att uppnås under det kommande. Det kan visserligen sägas att utvecklingen varit gynnsammare – fast givetvis inte fullt tillfredsställande – än i föregående konjunktursvacka, eftersom investeringarna denna gång i varje fall hittills inte minskat. Det är emellertid en klen tröst. En väsentlig ökning som resulterar i en ökad kapacitet erfordras redan till nästa konjunkturuppgång för att vi inte skall tvingas att än en gång på grund av betalningsbalansvårigheter bryta högkonjunkturens investeringsvilja. LO anser därför att ytterligare åtgärder för att på lång sikt stärka industrins investeringsvilja är nödvändiga.

Det är emellertid inte likgiltigt hur ökningen av industriinvesteringarna kommer till stånd. Investeringarna måste ges en sådan inriktning att svensk industri kan bibehålla sin position i främsta ledet vad avser produktionens ekonomiska och tekniska konkurrenskraft. Konkurrenskraft på världsmarknaden är i dagens läge inte enbart en fråga om produktionskostnader. När det gäller högt utvecklade produkter är det i lika eller kanske i ändå högre grad en fråga om teknisk modernitet. Produkter på toppen av teknisk utveckling kan säljas med framgång, men sackar man efter i denna utveckling blir produkterna snart osäljbara, även om produktionskostnader är låga. Denna sanning har svensk industri under efterkrigstiden haft merendels positiva men även negativa erfarenheter av. LO har vid upprepade tillfällen framhållit att den allt snabbare tekniska och ekonomiska utvecklingen nödvändiggör en högre grad av planering och samordning inom näringslivet. Marknadsekonomins informationssystem via prisbildning och försäljningsresultat är numer för långsamt och ligger för sent i utvecklingsprocessen för att alltid vara tillräckligt som grundval för en industriell utveckling. Detta har de större företagen också allmänt insett. De lägger därför ner stora ansträngningar på att organisera sina marknader, ofta genom konkurrensbegränsande samarbete med andra företag och genom stora ekonomiska satsningar för att planera och styra avsättningen genom marknadsundersökningar och olika försäljningsåtgärder för att bygga upp marknader.

Enligt LO:s mening kan emellertid denna centralisering av planering och styrning inom näringslivet inte helt lämnas till de enskilda företagen, företagsgrupperingarna eller företagsorganisationerna att ensamma genomföra. Regeringen har också genom bl. a. samarbetsutredningens arbete låtit utreda olika möjligheter för en samhällelig medverkan i denna utveckling både vad avser informationsinsamling om företagens planer och medverkan i företagens styrelser för att besluta om dem. Det är LO:s uppfattning att denna samhälleliga medverkan i utformningen av näringslivets utveckling i framtiden måste stärkas och att en planering av det framtida näringslivet måste läggas som grund för en sådan medverkan. LO-kongressen beslöt sålunda att mot bakgrund av de omställningsproblem som 1970-talet kommer att innebära uttala sig för en snabbare utbyggnad av näringspolitiken med ett förstärkt informationssystem, integrerad planering och effektivare styrmedel.

En viss och växande del av industrins investeringar kan och bör givetvis komma till stånd inom den samhälleliga industrisektorn. Denna är emellertid än så länge så pass begränsad till sin omfattning, att landet till övervägande del är beroende av det privata näringslivets investeringsvilja för att få till stånd den ökning som erfordras för att skapa balans inom samhällsekonomin och i de utrikes betalningarna. Denna investeringsvilja bestäms framför allt av produktionens förväntade lönsamhet, och de existerande anläggningarnas karaktär och kapacitet. Om investeringsviljan förverkligas är i sin tur beroende på företagens egen soliditet och tillgången på arbetskraft och krediter.

Eftersom den svenska industrin säljer nära hälften av sin produktion på

utländska marknader är det givet att dess avsättningsmöjligheter i hög grad är beroende av dess konkurrenskraft på dessa marknader. Denna konkurrenskraft har under hela efterkrigstiden varit relativt god. Svensk industri har med undantag för kortare recessionsperioder inte behövt begränsa produktionen på grund av sviktande utländsk efterfrågan. Begränsningsfaktorerna har i stället i de flesta fall varit produktionskapacitet och tillgång på arbetskraft. Detta har gällt även under de senaste åren med en iögonfallande uppgång i exporten när efterfrågan på den inhemska marknaden försvagats. För de närmaste månaderna förutser konjunkturinstitutet en viss nedgång i den utländska efterfrågan, men den beräknas återkomma med ordinarie styrka tämligen snart. Denna försvagning är kombinerad med en dämpning också av den inhemska efterfrågan. Den sammanlagda efterfrågan verkar därför inte just nu stimulerande på industriinvesteringarna. Det finns emellertid ingen anledning att förmoda att avsättningen av en växande svensk industriproduktion på längre sikt skulle vålla problem, under förutsättning att den inte helt ställs utanför den europeiska stormarknaden.

Bedömningen av lönsamheten i de enskilda företagen är givetvis väsentligt mera subjektivt färgad än bedömningen av avsättningsförhållandena. Många gånger kan också lönsamhetens utveckling spela större roll för investeringsviljan än själva lönsamhetsnivån. Dagens problem kan därför kanske till en del sägas vara att lönsamheten tidigare varit för hög. Även om bedömningen av lönsamheten sålunda i hög grad är subjektiv, är vi i detta avseende i händerna på företagarna, eftersom så stor del av näringslivets investeringar beslutas av dem och de därvid måste utgå från denna sin subjektiva bedömning.

Lönsamheten inom den svenska industrin bedöms f. n. tämligen enhälligt av företagarna såsom otillräcklig. Detta är delvis en effekt av den nuvarande konjunktursvackan, men även på lite längre sikt har lönsamhetsnivån varit om än svagt fallande. Detta är ett internationellt fenomen. I flertalet industriländer bedöms lönsamheten som otillräcklig och lönsamhetsutvecklingen som på lång sikt fallande. Det är mycket tveksamt huruvida en sådan utveckling effektivt kan motverkas genom ekonomisk-politiska insatser. Investeringsfondssystemet innebär en stark minskning av skattebelastningen för industrin. Det är osäkert om en ytterligare radikal minskning av företagsbeskattningen i verkligheten skulle leda till en förbättrad lönsamhet. Det finns andra krafter som motverkar skattesänkningens effekt, åtminstone på lite längre sikt.

En viss minskning av lönsamheten har också ur ekonomisk-politisk synpunkt varit eftersträvad. Under tidigare perioder har industrin kunnat till 100 % självfinansiera sina nyinvesteringar. Detta har medfört att den varit okänslig för kreditmarknadspolitiken och försöken att med denna ur konjunktursynpunkt reglera efterfrågan. Genom den minskade självfinansieringen och det åtföljande ökade beroendet av kreditmarknaden blir industrin känsligare för samhällets styrning. Statens inflytande på bankernas beteenden är också avgörande i det sammanhanget.

Lönsamhetens inverkan på investeringsviljan kan således inte ses skild från finansieringsmöjligheterna. Om det skapas andra finansieringsmöjligheter än självfinansiering blir kravet på lönsamhet för att möjliggöra en viss investering mindre kategoriskt. Finansieringsvillkoren kan dock inte vara sådana att de äventyrar företagets oberoende. Om soliditeten blir alltför ogynnsam, dvs. relationen mellan eget och främmande kapital i företaget blir alltför liten kommer långivarnas inflytande på företaget att öka i en omfattning som företagarna i allmänhet inte finner acceptabelt. Därför avstår de även från lönsamma investeringar om de inte kan upprätthålla en viss soliditet. Skall företagens investeringsvilja öka i en sådan situation måste ytterligare ägarkapital tillföras, antingen genom nytillskott av enskilt riskvilligt kapital eller genom tillskott av kollektivt

riskvilligt kapital. Tillgången på enskilt riskvilligt kapital på aktiemarknaden har under efterkrigstiden visat sig vara alltmer begränsad. 1965–1969 svarade det endast för 4 % av industrins investeringar (inkl. lager). Därmed avses genomförda nyemissioner. Det bästa sättet att förena målsättningen för företagens utveckling med målsättningen för den ekonomiska politiken är enligt LO:s mening därför att ta kollektivt sparande i anspråk för riskvilligt ägarkapital. Därvid kan samtidigt ett ökat samhällsinflytande över investeringsutvecklingen uppnås.

Svårigheterna att rekrytera arbetskraft till produktionen torde ha varit ytterligare en faktor som begränsat industriinvesteringarna sedan mitten av 1960-talet. De anställda, särskilt ungdomen, har ådagalagt en växande obenägenhet att acceptera de nuvarande arbetsförhållandena inom industrin. Det är inte rimligt att obegränsat ersätta svensk med utländsk arbetskraft. Därför måste arbetsförhållandena enligt LO:s mening snabbt och radikalt förbättras. Vi går inte här närmare in på denna fråga utan konstaterar endast att detta också kommer att ställa ytterligare krav på investeringar, till vilket långtidsutredningen i sina kalkyler knappast torde ha tagit full hänsyn.

Både investeringsutvecklingen inom näringslivet och löntagarnas inflytande i företagen är ett primärt fackligt intresse och dessa frågor har därför sedan länge varit föremål för en livlig debatt inom fackföreningsrörelsen. Det är därvid två förslag som främst tilldragit sig intresse, nämligen dels inrättandet av särskilda branschfonder med löntagarmedel för investering inom näringslivet, dels användandet av löntagarnas medel i AP-fonden som riskvilligt kapital i näringslivet. Den senaste LO-kongressen gav landssekretariatet i uppdrag att göra en utredning om branschfonder. Denna utredning har påbörjats.

I det moderna industrisamhället, som kännetecknas av en stark ökning av kapital- och förmögenhetsbildningen krävs att en ekonomisk demokrati och företagsdemokrati förverkligas, som ger arbetstagarna inflytande över investeringsbesluten och andra dispositioner. Den privata marknadsekonomin leder till en ökad koncentration på få händer av kapitalbildningen. Fackföreningsrörelsen eftersträvar ett reellt inflytande inte bara på investeringsvolymen utan också på hur när och var investeringarna genomförs. En investeringspolitik, som enbart vill verka genom att öka företagsvinsterna, är inte acceptabel ur fördelningssynpunkt.

Redan 1966 års LO-kongress uttalade sig för att AP-fondens medel till viss del skulle kunna placeras som riskvilligt kapital i näringslivet. Den 1968 tillsatta kapitalmarknadsutredningen fick i uppdrag att även göra en översyn av pensionsfondernas placeringsreglemente. Det förmodades därvid att detta även innebar ett uppdrag att pröva möjligheterna att placera en viss del av fondens medel som riskvilligt ägarkapital i företaget genom aktieteckning eller i andra former. Enligt vad LO under hand erfarit anser emellertid inte utredningen att denna senare prövning inrymmes i dess uppdrag. I vilket fall som helst har denna utredning på drygt tre år inte lett till något som helst påtagligt resultat. Den har endast haft ett fåtal sammanträden och något positivt förslag i denna fråga torde knappast heller i fortsättningen vara att vänta.

I och för sig har ganska betydande belopp hittills utlånats från pensionsfonden till näringslivet. De utgör ungefär 1/3 av fondens totala utlåning. Hela utlåningen har skett i form av passivt kapital som inte ger något inflytande och inte är riskbärande vare sig det kanaliserats till industriföretag eller andra låntagare. Såsom LO utvecklat ovan är enbart tillgång till lånekapital emellertid inte tillräckligt för att stimulera expansion inom näringslivet. Det måste också finnas tillgång till riskvilligt ägarkapital. Eftersom en ökning av ägarkapitalet genom självfinansiering inte är önskvärd och nytillskottet av enskilt sparande är otillräckligt

synes ett tillskott från kollektivt sparande nödvändigt. Det är därvid i första hand AP-fondens medel som kan komma i fråga. Det kan bli erforderligt att också se över skattelagstiftningen vad avser avkastningen av nytt ägarkapital för att stimulera företagarna till en investeringsexpansion med bibebållen soliditet baserad på tillskottet från sparande utanför företagen.

Vad som behövs för att stimulera näringslivets utbyggnad är således former genom vilka kapital från AP-fonden kan kanaliseras till näringslivet såsom riskvilligt ägarkapital. Såsom framhölls i debatten kring denna punkt vid 1966 års kongress är det inte fråga om att bygga upp en AP-industri till skillnad från annan industri, helt ägd och styrd av AP-fonden eller samhället. Vad den fackliga rörelsen önskar åstadkomma är ett samråd och ett delägarskap, vilket i det moderna samhället är den bästa formen för kapitalbildning. Ett sådant samråd och samarbete för skapande av nya företag är tänkbart både med staten, det enskilda näringslivet och kooperationen. Med hänsyn till att det egna kapitalet regelmässigt är en ganska begränsad del av det totala kapital, som är engagerat i näringslivet, skulle det bli fråga om ganska små belopp i relation till pensionsfondens stora resurser. Någon risk för att ett sådant engagemang skulle äventyra fondens möjligheter att fullgöra sina förpliktelser eller i någon väsentlig grad minska avkastningen på de i fonden placerade medlen föreligger därför överhuvudtaget inte. Fondstyrelserna kommer naturligtvis alltjämt att ha till uppgift att bevaka att några otillbörliga risker inte tages med fondens medel. Å andra sidan skulle fonden genom att bidra till en effektivisering av näringslivet och skapandet av nya sysselsättningsmöjligheter i höglöneföretag enligt LO:s mening kunna bidra till de försäkrades välfärd på ytterligare vägar utöver vad den uträttar som pensionsfond. LO vill också peka på värdesäkringsmotivet och önskar en bibehållen stabilitet hos pensionssystemet. Realförräntningen under de sista tio åren har legat mellan endast en och två procent per år.

Det bör ankomma på fondstyrelserna själva att bestämma hur stora belopp som skall avsättas till aktieplaceringar. En övre gräns för fondens engagemang bör sättas som fast andel av nuvarande och tillkommande fondkapital, exempelvis vid 5 %. Detta bör ses som en försöksvis anordning. Erfarenheten får visa om andelen bör ökas eller minskas. Det är naturligt att början sker försiktigt.

Beträffande det praktiska tillvägagångssättet finns flera möjligheter. AP-fonden skulle direkt kunna investera i aktier i olika svenska företag och utöva den tidigare angivna ägarfunktionen vid sidan om övrig värdepappersförvaltning. En annan möjlighet är att bilda ett investmentbolag varigenom aktieförvaltningen juridiskt förläggs utanför fondens övriga förvaltning bortsett från innehavet av investmentbolagsaktier. En närbesläktad variant är delägande i ett redan existerande investmentbolag. Vidare kan AP-fonden genom köp av obligationer utgivna av Statens investeringsbank skapa möjligheter för denna att bilda investmentbolag eller köpa enskilda aktieposter för egen aktiv förvaltning. I alla dessa fall kanaliseras AP-fondmedel till placering som riskvilligt ägarkapital. Utan att ta ställning till olika alternativ – flera bör troligen förekomma jämsides – hemställer LO om att riktlinjer för lämpliga placeringsformer anges i samband med en ändring av AP-fondens placeringsreglemente.

LO anser att fonden bör få möjlighet att bilda egna investmentbolag. Bestämmelsen om ägareförhållanden för investmentbolag torde kunna tillämpas på AP-fondens ägare. I den mån investmentbolagen uppnår ett inflytande på ledningen av de företag i vilka de förvärvar andelar bör de kunna placera styrelseledamöter i dessa. De bör därvid stå i nära kontakt med de organ som handhar den samhälleliga näringspolitiken, i första

hand industridepartementet för att samordna sitt inflytande i företagen med de näringspolitiska målsättningarna.

*Hemställan*

LO hemställer därför att regeringen till 1972 års riksdag framlägger förslag om sådan ändring av AP-fondens placeringsreglemente att placeringar av fondens medel i företag som riskvilligt kapital möjliggöres i viss omfattning. Fonderna skall därvid också få möjlighet att bilda egna investmentbolag för att handha dessa placeringar. I avvaktan på 1970 års företagsskatteutrednings förslag bör också en översyn av beskattningen av vinsten på nytecknat aktiekapital göras, som underlättar för företagen att utvidga sitt eget kapital genom att utge aktier eller andra andelar på kapitalmarknaden. Med hänvisning till att AP-fondens medel är löntagarnas och övriga försäkrades pengar uttalade sig LO-kongressen också för att en enda styrelse skulle tillsättas för dess ledning och att denna styrelse skulle få en sådan sammansättning att löntagarna fick en klar majoritet. Genom de stränga regler som hittills begränsat pensionsfondens placeringsmöjligheter har styrelsernas sammansättning varit av mindre betydelse. När den ovan föreslagna ändringen i placeringsreglementet genomförts, blir emellertid verksamheten väsentligt mera kontroversiell. Det är LO:s uppfattning, att det då vore rimligt med en löntagarmajoritet i fondens styrelser. Med friare placeringsregler är också en starkare samordning av fondens verksamhet nödvändig. Fondens ledning bör därför utövas av en enda styrelse.

LO hemställer därför att ovan nämnda förslag till 1972 års riksdag även upptar en sammanslagning av fondens styrelser och en ändrad sammansättning som ger löntagarna klar majoritet.

Skrivelsen överlämnades efter beslut av Kungl. Maj:t den 14 januari 1972 till kapitalmarknadsutredningen för att tagas i övervägande vid utredningsuppdragets fullgörande.

## 1.3 *Allmänna utgångspunkter*

Kapitalmarknadsutredningen har brutit ut frågan om en ökad tillförsel av i första hand riskvilligt ägarkapital till näringslivet, och möjliga former för kanalisering av medel ur AP-fonden för detta ändamål.

Frågan om en kanalisering av riskvilligt ägarkapital från fonden kan enligt utredningens uppfattning behandlas oberoende av andra eventuella förändringar i kapitalmarknadens organisation som utredningen enligt sina direktiv har att överväga. Utredningen har i detta sammanhang inte tagit ställning till en eventuell förändring av AP-fondens organisatoriska uppbyggnad annat än i de avseenden detta visat sig nödvändigt för att anpassa fonden till de nya uppgifter som följer med förvärv av företagsandelar. Utredningens ställningstagande i denna fråga innebär inte heller att den utesluter att andra metoder att öka företagens tillgång till riskvilligt kapital kan prövas. Samtidigt framstår det dock klart, att AP-fonden genom sin dominerande ställning på kapitalmarknaden och sin potentiellt stora förmåga att bära de med aktieförvärv förenade riskerna, utgör en källa som inte kan förbigås om någon mer betydande ökning av utbudet av riskvilligt kapital skall komma till stånd. Stor vikt har emellertid lagts vid att en tillförsel av kapital på denna väg kan medföra

störningar på aktiemarknaden med icke önskvärda återverkningar som följd. Det har därför ansetts väsentligt att utarbeta en metod för kanalisering som medger att verksamhetens omfattning avpassas för att undvika sådana effekter.

I LO:s skrivelse som återgetts ovan och i den debatt som under senare år förts om AP-fondens placeringar har tre huvudargument anförts för att AP-fonden bör ges rätt att placera medel i aktier och andra företagsandelar. Det har hävdats att fonden delvis skulle användas för att *öka samhällets och löntagarnas inflytande* inom näringslivet, att fondmedlen på detta sätt i någon mån skulle kunna *värdesäkras* samt att företagen härigenom skulle kunna erhålla ett nödvändigt *tillskott av riskvilligt ägarkapital.*

Den år 1957 tillsatta pensionskommittén uttalade att fonden inte borde åläggas att uppfylla ekonomisk-politiska eller socialpolitiska mål vid sina placeringsbeslut. Kapitalmarknadsutredningen har inte funnit anledning att frångå denna uppfattning och har således betraktat AP-fonden som en kapitalförvaltande institution med uppgift att bidra till en effektiv fördelning av kapitalresurserna i samhället.

Föreliggande förslag om en vidgning av AP-fondens placeringar till att även omfatta aktier är grundat på överväganden av näringslivets finansiella betingelser och de tänkbara effekterna på aktiemarknaden av ett tillskott av riskvilligt kapital på denna väg. Utredningen har således inte sett som sin uppgift att ta ställning till vägar att uppnå ett ökat samhälls- och löntagarinflytande i näringslivet. En implicit grundsyn är dock att AP-fonden, ehuru den förvaltar allmänna medel, i sin egenskap av kapitalplacerande institution inte kan bära ett sådant politiskt ansvar som förbindes med ett ökat samhällsinflytande i näringslivet.

Bakom argumentet att fonden i någon mån skulle kunna värdesäkras genom förvärv av aktier ligger att det reala värdet av dess tillgångar vid stigande prisnivå sjunker medan låntagarna kan göra betydande inflationsvinster genom att finansiera investeringar genom lån i fonden till bundna räntor. Frånsett de tvivel som utredningen känner inför de praktiska möjligheterna att genom aktieplaceringar nämnvärt öka avkastningen på det väldiga fondkapitalet, finner utredningen det väsentligt att framhålla den grundläggande skillnaden mellan ATP-systemet och konventionella försäkringssystem.

De senare är uppbyggda enligt ett premiereservsystem vilket innebär att utfallande försäkringsbelopp skall täckas av fonderade medel av statistiskt beräknad storlek. Försäkringspremiernas storlek bestäms vad gäller skadeförsäkring på grundval av den s. k. skälighetsprincipen enligt vilken föreskrives att premien skall uppgå till belopp som tryggar den nödvändiga fonduppbyggnaden och täcker skäliga kostnader för försäkringen. För livförsäkringsbolag gäller att överskott skall tillgodogöras försäkringstagarna i form av återbäring. För försäkringar som är uppbyggda enligt premiereservsystemet gäller således att en hög avkastning på fonderade medel tillgodogörs försäkringstagarna antingen i form av lägre premier eller som återbäring. Härav följer att en naturlig strävan bör föreligga att i försäkringstagarnas intresse placera förvaltade medel så att en hög avkastning uppnås och att fonderna så långt möjligt värdesäkras.

Allmänna tilläggspensionen är uppbyggd som ett fördelningssystem där pensionsutbetalningarna inte är relaterade till inbetalda avgifter vare sig kollektivt eller individuellt. Pensionen är en rätt som tillkommer på basis av tidigare intjänad inkomst och beräknad efter särskilt system. Denna rätt är garanterad i lag och oberoende av de avgiftsinbetalningar som gjorts och den avkastning som AP-fonden kan erhålla på sina medel. I princip kan myndigheterna alltid fastställa ATP-avgifternas nivå oberoende av pensionsutbetalningarna. Pensionssystemets utbetalningar kan i sista hand sägas vara garanterade av samhällsekonomins förmåga att generera tillräckligt underlag för pensionsavgifter. Utredningen har funnit att en värdesäkring av AP-fondens tillgångar inte kan användas som skydd för de försäkrades rättigheter och att en sådan strävan under alla omständigheter bör underordnas målsättningar som ur samhällsekonomisk synpunkt framstår som väsentliga. Det innebär inte att fonden skulle ta ett eget samhällsekonomiskt ansvar, men väl att utformningen av dess placeringsregler primärt måste ske med beaktande av de effekter som placeringarna kan få på den allmänna ekonomiska utvecklingen medan avkastningsmöjligheterna är av sekundär betydelse. Det utesluter givetvis inte att fonden sedan inom den givna ekonomisk-politiska ramen bör sträva efter att nå en så hög förräntning som möjligt på sina medel.

Framställningen i kapitel 2 är endast avsedd som en kort översikt över AP-fondens organisatoriska uppbyggnad och allmänna placeringsinriktning. Det system av mellanhandsinstitut som byggts upp med det huvudsakliga syftet att kanalisera fondens medel till de slutliga låntagarna inom näringslivet skisseras också i korthet som en allmän bakgrund. AP-fondsystemet i dess helhet kommer att behandlas mer ingående i ett senare betänkande.

# 2 Allmänna pensionsfonden och mellanhandsinstituten på kapitalmarknaden

## 2.1 *Allmänna pensionsfonden*

### 2.1.1 Översikt över gällande bestämmelser

AP-fonden förvaltas enligt bestämmelserna i reglementet den 28 maj 1959 (nr 293) angående allmänna pensionsfondens förvaltning. (Ändrat SFS 1963:78, 1965:132, 1967:345).

AP-fondens medel förvaltas av tre fondstyrelser benämnda första, andra och tredje fondstyrelserna. Varje styrelse består av nio ledamöter med var sin suppleant som förordnas av Konungen för en tid på tre år. Ledamöterna skall förordnas delvis efter förslag av arbetsgivar- och arbetstagarorganisationer. I reglementet finns för varje styrelse föreskrivet antalet ledamöter som skall föreslås av varje part. I Kungl. Maj:ts kungörelse den 28 maj 1959 (nr 319) ges närmare föreskrifter om vilka organisationer som har förslagsrätt.

*Första fondstyrelsen* förvaltar pensionsavgifter som erlagts av staten, kommuner och liknande samfälligheter samt bolag, föreningar och stiftelser, i vilka staten, kommun eller liknande samfällighet äger ett bestämmande inflytande. Ordföranden och två ledamöter utses av Konungen, två nomineras av Svenska kommunförbundet, en av Svenska landstingsförbundet, två av LO och en av TCO.

*Andra fondstyrelsen* förvaltar avgifter som erlagts av enskild arbetsgivare med i genomsnitt minst tjugo anställda under året. Ordföranden utses av Konungen, tre ledamöter nomineras av Svenska arbetsgivareföreningarnas förtroenderåd, en av Kooperativa förbundet, tre av LO och en av TCO.

*Tredje fondstyrelsen* förvaltar avgifter som erlagts av enskilda arbetsgivare med mindre än tjugo anställda och egenavgifter från självständiga yrkesutövare. Ordföranden utses av Konungen, en ledamot nomineras av Svenska arbetsgivareföreningarnas förtroenderåd, en av Sveriges hantverks- och industriorganisation, en av Lantbrukarnas riksförbund, en av Sveriges köpmannaförbund, tre av LO och en av TCO.

Pensionsutbetalningar och kostnader för såväl fondens som pensionsmyndighetens (riksförsäkringsverkets) administration skall bestridas genom tillskott av medel som står under de tre styrelsernas förvaltning.

Tillskotten skall årligen ske i förhållande till kapitalbehållningarna enligt styrelsernas balansräkningar vid utgången av närmast föregående år.

AP-fonden skall enligt reglementet förvaltas på sådant sätt att den blir till största möjliga gagn för försäkringen för allmän tilläggspension. Därvid skall iakttagas att placeringen av fondmedlen tillgodoser kraven på betryggande säkerhet, god avkastning och tillfredsställande betalningsberedskap.

Fondmedel får placeras i

1. obligationer utfärdade av staten, kommun eller därmed jämförlig samfällighet, Sveriges allmänna hypoteksbank, Konungariket Sveriges stadshypotekskassa, Svenska bostadskreditkassan, Svenska skeppshypotekskassan eller av kreditaktiebolag, som står under tillsyn av bankinspektionen;

2. obligationer garanterade av staten, kommun eller därmed jämförlig samfällighet;

3. obligationer och andra för den allmänna rörelsen avsedda förskrivningar som offentligen utbjudits av svenskt bankaktiebolag eller Sveriges investeringsbank aktiebolag;

4. andra skuldförbindelser utfärdade av staten, kommun eller därmed jämförlig samfällighet, riksbanken, bankaktiebolag, postbanken, sparbank, centralkassa för jordbrukskredit eller annan kreditinrättning, som Konungen godkänner, eller av bolag, förening eller stiftelse i vilken staten, kommun eller därmed jämförlig samfällighet äger ett bestämmande inflytande, såvida dess huvudman iklätt sig borgen för förbindelserna;

5. skuldförbindelse utfärdad av annan fondstyrelse;

6. efter hörande av pensionsmyndigheten, i skuldförbindelse utfärdad av företag, som har till syfte att befordra folkhälsan eller att medverka till förhindrande av nedsättning av arbetsförmåga eller till förbättring av sådan förmåga och som enligt styrelsens prövning anses erbjuda godtagbar säkerhet; samt

7. fordran hos kreditinrättning i enlighet med vad som är stadgat om återlån.

Fondmedel får även innestå hos riksbanken, bankaktiebolag eller postbanken.

Återlån upp till ett belopp om hälften av vad som erlagts i avgift under näst föregående år får beviljas av bankinstitut och andra kreditinrättningar som Konungen godkänner. Kreditinrättningen har därvid en ovillkorlig rätt att som lån erhålla motsvarande belopp till en ränta fastställd så att den med en halv procent överstiger högsta allmänt förekommande inlåningsränta i bankinstitut. Skulle bankinstitutets fordran bli nödlidande, skall banken likväl återbetala hela lånebeloppet till fonden vilket innebär att bankinstitutet står hela risken vid långivningen. Om återlån stadgas särskilt i Kungl. Maj:ts kungörelse den 9 december 1960 (SFS 1960:714).

Fondstyrelse har rätt att ta upp lån i kreditinrättning för att tillgodose tillfälliga penningbehov.

Konungen förordnar för varje fondstyrelse fyra revisorer att granska styrelsens förvaltning. Två av revisorerna utses efter samråd med de organisationer som äger rätt att föreslå ledamöter i fondstyrelsen och en

på förslag av bankinspektionen.

Sedan revisionsberättelsen avgivits skall fondstyrelse överlämna denna tillsammans med förvaltningsberättelsen, vinst- och förlusträkningen samt balansräkningen till Konungen som har att avgöra frågan om fastställelse av balansräkningen.

Redan från början av fondstyrelsernas verksamhet beslöt dessa att inrätta ett gemensamt kansli under en verkställande direktörs ledning. Placeringsreglernas utformning förutsätter att fonden endast när det gäller större låntagare förmedlar krediter direkt till den slutlige låntagaren och då endast i former som gör en kreditprövning praktiskt taget obehövlig. Genom att fonden alltså i huvudsak förlitar sig på mellanhandsinstitut i sin verksamhet, har fondens egen administration ringa storlek.

### 2.1.2 Placeringsmönster

Tabellerna 2:1–3 redovisar översiktligt fördelningen av AP-fondens placeringar. Tabell 2:1 visar hur avgiftsuttagen och influtna pensionsavgifter samt utbetalda pensioner och fondkapital utvecklats. Avgiftsuttagen fastställs av Konungen och riksdagen gemensamt för en femårsperiod i taget efter förslag av riksförsäkringsverket. För år 1972 utgår en avgift på 10 1/2 procent av lönesumman. Avgiften ökar till 10 3/4 procent år 1973 och 11 procent år 1974, det sista år för vilket uttaget är fastställt. De inflytande avgifterna uppgår för närvarande till ungefär 8 miljarder kronor per år. Fondkapitalet har ökat i stigande takt och översteg 50 miljarder kronor vid mitten av 1972.

Av tabell 2:2 framgår att bostadssektorn efter hand ökat sin andel av fondens placeringar, medan kommunernas minskat i motsvarande grad. Näringslivets andel har varit tämligen oförändrad. För enstaka år har fördelningen självfallet kunnat avvika från det mönster som genom tiden utbildats för de totala placeringarna. För närvarande uppgår bostadssek-

*Tabell 2:1* AP-fonden: inbetalda avgifter, utbetalningar för pensioner samt fondkapital 1960–1971

| | Avgifts-uttag % | Influtna avgifter Mkr | Utbetalda pensioner Mkr | Fondkapital ult. dec. Mkr |
|---|---|---|---|---|
| 1960 | 3 | 468,4 | – | 478,3 |
| 1961 | 4 | 698,6 | – | 1 209,1 |
| 1962 | 5 | 1 346,2 | – | 2 643,3 |
| 1963 | 6 | 1 890,8 | 35,5 | 4 668,5 |
| 1964 | 7 | 2 441,7 | 101,8 | 7 296,6 |
| 1965 | 7 1/2 | 2 905,4 | 152,8 | 10 501,2 |
| 1966 | 8 | 3 484,0 | 285,7 | 14 362,3 |
| 1967 | 8 1/2 | 4 160,7 | 433,2 | 19 027,8 |
| 1968 | 9 | 5 195,1 | 606,1 | 24 876,0 |
| 1969 | 9 1/2 | 5 643,1 | 833,0 | 31 343,4 |
| 1970 | 10 | 6 099,8 | 1 165,6 | 38 417,9 |
| 1971 | 10 1/4 | 7 263,6 | 1 659,6 | 46 725,2 |

Källa: AP-fonden

*Tabell 2:2a* AP-fonden: de totala placeringarnas fördelning på olika låntagargrupper i anskaffningsvärden vid utgången av resp. år

| Mkr | 1960 | 1965 | 1970 | 1971 |
|---|---|---|---|---|
| Staten | 135,1 | 979,3 | 3 320,3 | 4 255,9 |
| Bostadssektorn | 173,4 | 4 245,2 | 18 403,4 | 23 037,4 |
| Kommunerna | 60,7 | 1 672,5 | 4 075,2 | 4 862,7 |
| Näringslivet | 101,4 | 3 480,5 | 12 324,8 | 15 270,3 |
| *Industriföretag m. fl.* | *86,6* | *2 566,3* | *9 030,3* | *11 606,9* |
| *Jordbruk* | *14,8* | *349,6* | *855,9* | *947,2* |
| *Återlån* | – | *564,6* | *2 438,6* | *2 716,2* |
| Utländska obligationer | – | 64,0 | 135,7 | 132,4 |
| Banktillgodohavanden | 0,1 | 1,4 | 0,6 | 0,8 |
| Summa | 470,7 | 10 442,9 | 38 260,0 | 47 559,5 |
| Procent | | | | |
| Staten | 28,7 | 9,4 | 8,7 | 9,0 |
| Bostadssektorn | 36,9 | 40,7 | 48,0 | 48,4 |
| Kommunerna | 12,9 | 16,0 | 10,7 | 10,2 |
| Näringslivet | 21,5 | 33,3 | 32,2 | 32,1 |
| *Industriföretag m. fl.* | *18,4* | *24,6* | *23,6* | *24,4* |
| *Jordbruk* | *3,1* | *3,3* | *2,2* | *2,0* |
| *Återlån* | – | *5,4* | *6,4* | *5,7* |
| Utländska obligationer | – | 0.6 | 0,4 | 0,3 |
| Banktillgodohavanden | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Summa | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 |

Källa: AP-fonden

torns andel till nära hälften av de totala placeringarna, medan näringslivet tilldelats knappt en tredjedel och staten och kommunerna vardera ungefär tio procent.

Som framgår av tabell 2:3 har fonden till övervägande del placerat medel i obligationer och förlagsbevis. Ungefär 75 procent av medlen är placerade i sådana skuldebrev, medan återstoden fördelats genom reverslån till mellanhandsinstitut och kommuner samt i form av återlån.

## 2.2 *Mellanhandsinstituten*

Mellanhandsinstitutens huvudsakliga uppgift är att låna upp medel på kapitalmarknaden och fördela dessa i form av långfristiga krediter bland de slutliga låntagarna. Huvuddelen av kapitalet lånas upp hos andra kreditinstitutioner.

Mellanhandsinstituten är associationsrättsligt med några mindre betydande undantag antingen av föreningskaraktär eller aktiebolag. De förras verksamhet regleras av lagbestämmelser som är särskilt fastställda för varje institution. För mellanhandsinstitut av aktiebolagskaraktär gäller förutom stadgandena i aktiebolagslagen även en särskild lag, lagen om kreditaktiebolag (SFS 1963:76). Enligt sistnämnda lag avses med kreditaktiebolag aktiebolag som har till ändamål att driva lånerörelse och att genom utgivande av obligationer eller andra för den allmänna rörelsen avsedda förskrivningar upplåna för verksamheten erforderliga medel men i vars verksamhet bankrörelse inte ingår.

*Tabell 2:2b* AP-fonden: placeringarnas fördelning i genomsnitt per år. Anskaffningsvärden, mkr och procent

| | 1960–65 | | 1966–71 | |
|---|---|---|---|---|
| | Mkr | % | Mkr | % |
| Staten | 163,2 | 9,4 | 546,1 | 8,8 |
| Bostadssektorn | 707,5 | 40,7 | 3 132,0 | 50,6 |
| Kommunerna | 278,8 | 16,0 | 531,7 | 8,6 |
| Näringslivet | 580,1 | 33,3 | 1 965,0 | 31,8 |
| *Industriföretag m. fl.* | *427,7* | *24,7* | *1 506,8* | *24,4* |
| *Jordbruk* | *58,3* | *3,3* | *99,6* | *1,6* |
| *Återlån* | *94,1* | *5,3* | *358,6* | *5,8* |
| Utländska obligationer | 10,7 | 0,6 | 11,4 | 0,2 |
| Banktillgodohavanden | 0,2 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Summa | 1 740,5 | 100,0 | 6 186,2 | 100,0 |

Källa: AP-fonden

*Tabell 2:3* AP-fondens placeringsobjekt i mkr anskaffningsvärden och i procent per 31/12 1971

| | Totalt | |
|---|---|---|
| | Mkr | % |
| Obligationer | *35 487,3* | *74,6* |
| Staten | 4 255,9 | 8,9 |
| Stadshypotekskassan | 13 270,7 | 27,9 |
| Inteckningsbolag och tomträttskassor | 9 080,4 | 19,1 |
| Allmänna Hypoteksbanken | 947,2 | 2,0 |
| Skeppshypoteksinstitut | 397,1 | 0,8 |
| Kommuner | 1 478,7 | 3,1 |
| Kommunlåneinstitut | 158,9 | 0,3 |
| Industriföretag | 3 980,2 | 8,4 |
| Kraftverk | 1 695,8 | 3,6 |
| Övriga | 90,0 | 0,2 |
| Utländska | 132,4 | 0,3 |
| Partialbevis | *122,0* | *0,3* |
| Industriföretag | 50,6 | 0,1 |
| Kraftverk | 29,8 | 0,1 |
| Statliga företag | 41,6 | 0,1 |
| Förlagsbevis | *1 163,6* | *2,4* |
| Industriföretag m. fl. | 394,8 | 0,8 |
| Kraftverk | 15,3 | 0,0 |
| Kommunlåneinstitut | 4,6 | 0,0 |
| Banker | 573,5 | 1,2 |
| Inteckningsbolag | 175,4 | 0,4 |
| Kommunlån | *3 731,4* | *7,9* |
| Reverslån till kommuner | 2 986,8 | 6,3 |
| Bostadslån med kommunborgen | 510,9 | 1,1 |
| Övriga reverslån med kommunborgen | 233,7 | 0,5 |
| Andra fordringsbevis | *7 054,4* | *14,8* |
| Lån till näringslivet via kreditaktiebolag | 3 738,3 | 7,8 |
| Övriga | 599,9 | 1,3 |
| Återlån | 2 716,2 | 5,7 |
| Banktillgodohavanden | *0,8* | *0,0* |
| Summa | 47 559,5 | 100,0 |

Källa: AP-fonden

Bolagsordningen för aktiebolag som enligt definitionen ovan blir att betrakta som kreditaktiebolag skall godkännas av Konungen och bolagen står under bankinspektionens tillsyn om ej annat beslutas av Kungl. Maj:t. Bankinspektionen har bl. a. att övervaka att kreditaktiebolag följer gällande lagar och bolagsordning och de beslut som i laga ordning fattats av bolagsstämma och styrelse. Vidare skall inspektionen hålla sig underrättad om förhållanden som kan inverka på bolagets finansiella ställning. I övrigt innehåller lagen en rad bestämmelser om hur bankinspektionens övervakning skall genomföras. Lagen om kreditaktiebolag innehåller således till övervägande del generella bestämmelser för bolagen. Detaljerade föreskrifter om exempelvis upplåning, utlåningsformer och fondbildning återfinns i varje enskilt instituts bolagsordning och är således fastställda av Kungl. Maj:t.

Det må framhållas att aktiebolag som har till ändamål att upplåna för utlåningsverksamheten erforderliga medel på annat sätt än genom utgivande av obligationer eller andra för den allmänna rörelsen avsedda förskrivningar faller utanför lagens om kreditaktiebolag tillämpningsområde. Inte heller aktiebolag som för annat ändamål än utlåning tar upp lån mot obligationer berörs av denna lag. Någon kontroll från samhällets sida utöver den som äger rum enligt aktiebolagslagens bestämmelser har inte ansetts erforderlig för sådana bolag. Om ett aktiebolag utan att det framgår av bolagsordningen faktiskt bedriver utlåningsrörelse och finansierar denna genom utgivande av obligationer, är bolaget inte att betrakta som kreditaktiebolag.

AP-fonden och mellanhandsinstituten kan betraktas som delar av ett och samma system. Tillkomsten av en rad nya mellanhandsinstitut inom näringslivssektorn får således ses som en direkt följd av allmänna pensionsfondens tillkomst och den utformning fondens organisation fick. 1957 års pensionskommitté diskuterade i sitt betänkande med förslag om fondförvaltning (SOU 1958:4) en rad metoder att fördela fondens kreditutbud. Den s. k. obligationsmarknadslinjen ansågs erbjuda en möjlighet att decentralisera utlåningsverksamheten så att fonden därigenom skulle undvika att ta ställning till den individuella kreditfördelningen bland en mängd små projekt. Kommittén framhöll emellertid att direkt obligationsupplåning i realiteten inte står öppen för andra än en begränsad grupp stora företag med förstklassiga inteckningsbara säkerheter. För att tillgodose även andra företagskategoriers behov av långfristiga krediter var det enligt kommitténs uppfattning en tänkbar utväg att upprätta speciella institut för en sådan kreditförmedling liknande dem som redan då fanns organiserade för fastighetsmarknaden, jordbruket, sjöfartsnäringen och i blygsam omfattning även för andra ändamål.

Nio mellanhandsinstitut, varav sex kreditaktiebolag, ger nu lån till näringslivet. I övrigt finns f. n. sex större institut för bostadsfinansiering och två kommuninstitut.

*AB Industrikredit* aktiverades i samband med AP-fondens tillkomst år 1960 från att tidigare ha bedrivit en relativt blygsam utlåning. Företagets syfte var ursprungligen att ge långfristiga bundna primärlån till mindre och medelstora industriföretag.

I syfte att tillskjuta långfristiga sekundärlån bildades år 1962 *AB Företagskredit* som administrativt samordnades med Industrikredit. Staten och affärsbankerna tillsköt vardera hälften av aktiekapital och reservfond och utfärdade skuldförbindelser på lika belopp som garanti för institutets upplåning. I detta sammanhang ändrades Industrikredits bolagsordning så att de båda institutens utlåning skulle inriktas på mindre och medelstora näringsföretag och alltså inte reserveras för industriföretag.

År 1964 bildades enligt liknande mönster *Lantbruksnäringarnas primärkredit AB* och *Lantbruksnäringarnas sekundärkredit AB.* Staten tecknade hälften av aktiekapitalet och jordbrukets föreningsrörelse, handelns samarbetsorgan i jordbruksfrågor samt Kooperativa förbundet den andra hälften. Bolagen har till syfte att medverka vid finansieringen av företag vilkas verksamhet avser förädling eller distribution av produkter från jordbruket eller skogsbruket.

*Svenska skeppshypotekskassan* omorganiserades och *Skeppsfartens sekundärlånekassa* bildades år 1965 mot bakgrund av det ökade kreditbehov som gjorde sig gällande då fartygstonnaget blev allt större och rederinäringen expanderade. Kassorna har formen av låntagarassociationer och låntagarna har ett visst kollektivt ansvar för institutens upplåning. Båda instituten har statliga grundfonder som garanti för upplåningen. Instituten övertog det affärsbanksägda Svensk fartygskredits uppgifter varför detta successivt avvecklas.

Utöver de specialdestinerade mellanhandsinstitut som beskrivits ovan tillkom år 1962 *AB Svensk exportkredit* som har till syfte att ge långfristiga exportkrediter som blivit en allt viktigare konkurrensfaktor vid försäljning på den internationella marknaden. Institutet ägs till hälften av staten och till hälften av tio affärsbanker.

Trots tillkomsten av de ovan beskrivna mellanhandsinstituten ansågs den svenska kreditmarknadens möjligheter att finansiera långsiktiga, riskbärande investeringar begränsade. Bankernas möjligheter att lämna sådana krediter var av institutionella skäl otillräckliga och behovet av långfristiga och riskbärande krediter bedömdes komma att öka. År 1967 bildades därför *Sveriges investeringsbank AB.* Bankens kreditgivning skulle särskilt avse struktur- och branschrationaliserande projekt och även grundas på samhällsekonomiska överväganden som inte borde eller kunde krävas av privata och mindre kreditinstitut. Den närmare inriktningen av bankens verksamhet preciserades inte. Bankledningen avsågs från fall till fall få pröva de underställda projekten.

De ovan nämnda instituten förmedlar långfristiga krediter till näringslivet. Därutöver förmedlar *Sveriges allmänna hypoteksbank* med tillhörande landshypoteksföreningar krediter till enskilda företagare inom jordbruket.

Av de sex kreditaktiebolag som är verksamma inom näringslivet ägs således alla till minst hälften av staten. För de tre instituten av föreningskaraktär gäller genomgående att staten ställt grundfonder till förfogande som garanti för upplåningen. Av de nio instituten inom näringslivssektorn bedrev endast hypoteksbanken någon verksamhet av betydelse före 60-talets början. Sex av instituten bildades under detta

årtionde och två aktiverades från att tidigare ha bedrivit en blygsam utlåningsverksamhet.

I proposition till riksdagen (1972:101) föreslås bildande av ett finansieringsinstitut av nytt slag för mindre och medelstora företag. Institutet skall ägas till hälften av staten och till hälften av affärsbankerna inklusive Sparbankernas Bank och Jordbrukets Bank och samförvaltas med Industri- och Företagskredit. Det nya institutet, benämnt *Företagskapital AB*, avses få till uppgift att medverka vid finansieringen av mindre och medelstora företag genom förvärv av minoritetsposter av aktier och andra företagsandelar. Finansieringen förutsättes komma att ske, förutom genom utnyttjande av det egna kapitalet, genom upplåning i AP-fonden.

Den organisation av mellanhandsinstitut som byggdes upp under 60-talet utformades enligt ett homogent mönster. I princip beviljar instituten lån endast mot fullgod säkerhet. Den uppdelning som i tre fall skett i separata men samförvaltade institut för primär- och sekundärlångivning har motiverats med att kostnaderna för primärlånen i annat fall skulle bli högre.

För lån i *primärkreditinstituten* Industrikredit och Lantbruksnäringarnas primärkredit krävs inteckning i fast egendom inom 60 % av pantens värde eller att borgen tecknats av staten, kommun, bank eller jordbrukskassa. För Skeppshypotekskassan är inteckningskravet 50 %. För Exportkredit, som kan räknas till primärinstituten, gäller att säkerheterna för lämnade lån skall bedömas som betryggande. Varven återbelånar fartygsinteckningar i Exportkredit upp till 50 % av ett beräknat fartygsvärde. Exportkreditnämndens garantier är också en vanlig säkerhetstyp i detta institut.

För lån i *sekundärkreditinstituten* Företagskredit och Lantbruksnäringarnas sekundärkredit stadgas att säkerheten bedöms som betryggande vilket i regel innebär att inteckningen skall ligga inom 75 % av pantens beräknade värde eller att garantier tecknats. För Skeppsfartens sekundärlånekassa är motsvarande gräns 70 %.

Utlåningsräntan är inte beroende av någon riskbedömning från dessa instituts sida utan grundad på upplåningsräntan med tillägg för i stort sett enbart administrationskostnader. Skillnaden i utlåningsränta mellan primär- och sekundärkreditinstituten är f. n. 0,4–0,75 %. Skeppshypoteksinstituten uppvisar den största skillnaden. Marginalerna mellan institutens upp- och utlåningsräntor varierar mellan 0,25–0,5 % för primärinstituten och 0,4–0,75 % för sekundärinstituten. Också denna marginal är störst för skeppshypoteksinstituten. Vid upplåning i AP-fonden får ett primärkreditinstitut betala ca 0,1 procentenhet högre ränta än den ränta som utgår på industriobligationer. I gengäld är administrationskostnaden för reverslånen lägre.

Endast den helstatliga Investeringsbanken synes variera sin utlåningsränta med hänsyn till en bedömning av projektets risknivå. Räntan varierar med ca en procentenhet. Medan primär- och sekundärkreditinstituten byggdes upp enligt ett traditionellt mönster utgjorde Investeringsbanken en innovation på kapitalmarknaden. Enligt bolagsordningen skall för lån eller garantiförbindelse ställas säkerhet som prövas

betryggande om inte trygghet för lånets eller förbindelsens fullgörande med hänsyn till omständigheterna ändå kan anses föreligga. Banken är i stor utsträckning inriktad på projekt som utgör en dominerande del av låntagarens verksamhet och kan därför sägas bära en betydande del av företagarrisken. Banken har också varit nydanande vad gäller de allmänna villkoren för kreditgivningen och lånets amorteringsvillkor. Den ger sålunda utfästelser om utbetalning av krediter under en flerårsperiod vid i förväg angivna tidpunkter med räntan fixerad redan i samband med bevillningen och medger också att amorteringarna avpassas med hänsyn till den förutsedda avkastningen på projektet.

För såväl primär- som sekundärkreditinstituten gäller att lånen har en i bolagsordningen fastställd maximal löptid på 20 år, utom Skeppshypotekskassan och Skeppsfartens sekundärlånekassa vars löptider är maximerade till 15 respektive 10 år. I regel beviljar Företagskredit och Industrikredit lån för maskinanskaffning på 10 år medan övriga krediter beviljas på 20 år med konverteringsrätt efter 10 år. Lantbrukskreditinstituten beviljar i regel 20-åriga lån men parterna brukar ha uppsägningsrätt efter 10 år. Skeppshypoteksinstitutens lån har i regel den maximalt tillåtna löptiden medan Exportkredits lån sällan ligger utanför 5–10 års löptid. Investeringsbanken har enligt sin bolagsordning rätt att bevilja krediter på 20 år, men utlåning med en löptid på 10 till 15 år dominerar för närvarande.

Den organisation av mellanhandsinstitut som byggts upp för förmedling av långfristiga krediter huvudsakligen från AP-fonden till näringslivet, erbjuder således såväl konventionell långfristig utlåning mot fullgoda säkerheter som krediter upp till en hög andel av pantens värde samt i hög grad riskbärande krediter med flexibla amorteringsvillkor. Därtill avses som nämnts enligt framlagt förslag riskvilligt ägarkapital kunna tillföras mindre och medelstora företag genom ett nybildat finansieringsinstitut.

Omfattningen av mellanhandsinstitutens utlåning framgår av tabell 2:4. Nettoutlåningen har under senare år expanderat kraftigt och uppgår för 1971 till drygt 1 500 mkr av vilket belopp Investeringsbanken och Industrikredit vardera svarat för mer än en fjärdedel.

Kreditaktiebolagen inom näringslivssektorn finansieras numera uteslutande genom reversupplåning, praktiskt taget helt i AP-fonden, medan övriga mellanhandsinstitut finansieras genom obligationsemissioner vilka till större delen förvärvas av AP-fonden. Investeringsbanken har dock först under 1972 lånat upp medel på kreditmarknaden. Under tidigare år har banken tagit det egna kapitalet i anspråk för sin utlåning.

*Tabell 2:4* Mellanhandsinstitutens utlåning, mkr

| | 1960 | 1965 | 1969 | 1970 | 1971 |
|---|---|---|---|---|---|
| *Utlåning under året, netto* | | | | | |
| Investeringsbanken | – | – | 140 | 364 | 428 |
| Industrikredit | 10 | 95 | 188 | 363 | 402 |
| Företagskredit | – | 15 | 30 | 48 | 64 |
| Exportkredit | – | 96 | 215 | 229 | 256 |
| Skeppshypotekskassan | –2 | 37 | 41 | 38 | 52 |
| Skeppsfartens sekundärlånekassa | – | – | 25 | 26 | 23 |
| Allmänna hypoteksbanken | 75 | 97 | 164 | 142 | 197 |
| Lantbruksnäringarnas primärkredit | – | 61 | 56 | 84 | 110 |
| Lantbruksnäringarnas sekundärkredit | – | 6 | 12 | 16 | 19 |
| Svensk fartygskredit | 12 | – 28 | – 12 | – 10 | – 8 |
| Summa | 95 | 379 | 859 | 1 300 | 1 543 |
| *Totalt utestående lån vid årets slut* | | | | | |
| Investeringsbanken | – | – | 170 | 533 | 961 |
| Industrikredit | 75 | 459 | 1 167 | 1 529 | 1 931 |
| Företagskredit | – | 35 | 150 | 198 | 262 |
| Exportkredit | – | 203 | 738 | 967 | 1 223 |
| Skeppshypotekskassan | 65 | 102 | 423 | 461 | 513 |
| Skeppsfartens sekundärlånekassa | – | – | 60 | 85 | 109 |
| Allmänna hypoteksbanken | 1 299 | 1 727 | 2 451 | 2 593 | 2 790 |
| Lantbruksnäringarnas primärkredit | – | 61 | 363 | 447 | 557 |
| Lantbruksnäringarnas sekundärkredit | – | 6 | 68 | 85 | 104 |
| Svensk fartygskredit | 130 | 82 | 22 | 12 | 4 |
| Summa | 1 569 | 2 675 | 5 612 | 6 910 | 8 454 |

Källa: Sveriges Riksbank

# 3 Den realekonomiska och finansiella utvecklingen

## 3.1 *Allmän återblick på 60-talet*

Även om den svenska ekonomin var påfallande expansiv under 60-talet som helhet jämfört med utvecklingen under 50-talet, har betingelserna sedan 60-talets början ändå undergått påtagliga förändringar. Första delen av 60-talet framstår utan tvekan som det hittills mest gynnsamma utvecklingsskedet för den svenska ekonomin under efterkrigstiden. I 1959 års långtidsutredning antyddes möjligheten av en bättre balans än någonsin förut mellan å ena sidan utvecklingsplaner för konsumtion och investering och å andra sidan de resurser som kunde väntas bli tillgängliga och detta vid en hög tillväxttakt. Knappheten på resurser hade annars varit ett utmärkande drag vid långsiktiga bedömningar för tidigare år.

Den faktiska utvecklingen under första delen av 60-talet kom till och med att överträffa långtidsutredningens kalkyler. Såväl samtliga huvudkomponenter för efterfrågan som totalproduktionen tillväxte snabbare än beräknat. Bruttonationalprodukten (BNP) steg i en takt av 5 procent per år (tabell 3:1). De inhemska fasta bruttoinvesteringarnas andel av bruttonationalprodukten fortsatte att stiga (tabell 3:2) samtidigt som arbetsproduktiviteten ökade kraftigt särskilt inom industri och byggnadsverksamhet.

Den konjunkturella försvagningen av efterfrågan i mitten på perioden – kring 1962 – blev mild samtidigt som relativt kraftfulla expansiva åtgärder vidtogs som stimulerade aktiviteten framförallt inom byggnadssektorn. Den oväntat svaga efterfrågedämpningen i förening med en kanske någon för utdragen expansiv ekonomisk politik bidrog till att skapa ett läge i mitten av 60-talet med tydliga drag av balansbrist. Denna tog sig uttryck i överhettning på arbetsmarknaden, stark löneglidning och svårigheter framförallt för industrin att rekrytera arbetskraft. För första gången sedan betalningsbalanskrisen 1947 uppträdde även externa balansproblem. Handelsbalansens underskott fördubblades från en till två miljarder kronor. Det ökade underskottet ledde aldrig till någon allvarligare rubbning av betalningsbalansläget med valutautflöde som följd men medförde att den tidigare höga tillväxttakten i valutareserven i stort sett

*Tabell 3:1* Försörjningsbalansen 1950–1971.

| | Förändringar i volym, procent per år | | | | Miljarder kronor |
|---|---|---|---|---|---|
| | 1950–1960 | 1960–1965 | 1965–1970 | 1970–1971 | 1971 |
| Konsumtion | | | | | |
| Privat | 2,6 | 4,5 | 2,9 | –1,0 | 97,4 |
| Statlig | 4,0 | 5,6 | 2,0 | 4,4 | 15,8 |
| Kommunal | 4,8 | 4,5 | 8,6 | 4,2 | 26,7 |
| Total konsumtion | 2,9 | 4,6 | 3,7 | 0,5 | 139,9 |
| Bruttoinvestering | | | | | |
| Bostäder | 4,0 | 7,6 | 2,6 | –4,3 | 8,6 |
| Statlig | 6,0 | 2,4 | 2,2 | 3,6 | 5,6 |
| Kommunal | 6,8 | 11,2 | 9,2 | –11,2 | 9,0 |
| Privat | 5,0 | 5,9 | 1,9 | 1,9 | 15,4 |
| Total bruttoinvestering | 5,2 | 6,6 | 3,6 | –2,5 | 38,6 |
| därav industriinvesteringar | 2,6 | 5,3 | 3,0 | 3,0 | 7,5 |
| Lagerförändring | .. | .. | .. | .. | 1,7 |
| Export av varor och tjänster | 5,4 | 6,5 | 8,6 | 5,8 | 44,9 |
| därav varor | 5,3 | 7,7 | 9,1 | 5,0 | 38,2 |
| Import av varor och tjänster | 6,9 | 6,8 | 7,8 | –3,3 | 43,1 |
| därav varor | 6,8 | 7,0 | 7,2 | –5,1 | 36,2 |
| BNP | 3,4 | 4,9 | 3,9 | 0,3 | 182,0 |
| därav industriproduktion | 3,7 | 7,2 | 5,2 | (0) | |

*Källor:* Svensk Ekonomi 1971–1975 (SOU 1970:71) och statistiska centralbyrån.

upphörde. Försämringen av handelsbalansen synes i allt väsentligt ha varit ett utslag av den överkonjunktur, som då rådde, och under de följande åren skedde en återgång till tidigare förhållanden ehuru en viss försämring på nytt inträdde i samband med högkonjunkturen 1969–70.

Balansen för övriga löpande betalningar visade däremot en trendmässig försvagning som efterhand accentuerades. Överskotten i dessa betalningar täckte under första åren av 60-talet i stort underskotten i handelsbalansen. En fortsatt relativt långsam stegring i sjöfartsnettot i förening med en markant ökning av transfereringarna till utlandet och av nettoutflödet av resevaluta medförde att bytesbalansen visade fortsatta underskott även för åren efter 1965 då handelsbalansen återhämtat sig. Den omsvängning till överskott i bytesbalansen, som sedan inträffade 1971, motsvarades av en kraftig förbättring i handelsbalansen medan balansen för övriga löpande betalningar fortsatte att försämras. Balansen i de senare betalningarna hade därmed successivt förändrats från årliga överskott på 1 300 à 1 400 mkr vid 60-talets början till underskott på ca en miljard kronor 1971.

Den försämring av de utrikes betalningsrelationerna, som ägde rum i mitten på 60-talet, bildade upptakten till en period av återkommande störningar i betalningsbalansen. Dessa senare har emellertid haft en annan karaktär än den första. De har varit direkta utslag av den uppblossande allmänna oron på den internationella valutamarknaden,

*Tabell 3:2a* Resursernas fördelning 1950–1971 i löpande priser. Procent av BNP

| | 1950 | 1955 | 1960 | 1965 | 1970 | 1971 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 1. Privat konsumtion | 69,0 | 63,6 | 60,8 | 57,6 | 54,4 | 53,6 |
| 2. Offentlig konsumtion | 12,5 | 15,4 | 15,9 | 17,9 | 21,5 | 23,4 |
| 3. Total konsumtion (1+2) | 81,5 | 79,0 | 76,7 | 75,5 | 75,9 | 77,0 |
| 4. Bruttoinvestering | 18,1 | 19,6 | 21,2 | 22,8 | 21,8 | 21,2 |
| Bostäder | 4,4 | 4,7 | 4,5 | 5,2 | 5,0 | 4,7 |
| Offentlig | 5,0 | 6,6 | 6,9 | 7,6 | 8,3 | 8,0 |
| Privat | 8,7 | 8,3 | 9,8 | 10,0 | 8,5 | 8,5 |
| 5. Lagerförändring | –0,2 | 2,2 | 2,7 | 2,6 | 2,9 | 0,8 |
| 6. Bytesbalansens saldo | 0,6 | –0,8 | –0,6 | –0,9 | –0,6 | 1,0 |
| 7. Summa kapitalbildning (4+5+6) | 18,5 | 21,0 | 23,3 | 24,5 | 24,1 | 23,0 |
| 8. BNP | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 |

*Tabell 3:2b* Resursernas fördelning 1950–1971 i fasta priser. Procent av BNP

| | 1950 | 1955 | 1960 | 1965 | 1970 | 1971 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 1. Privat konsumtion | 66,1 | 64,1 | 61,3 | 60,1 | 57,6 | 56,7 |
| 2. Offentlig konsumtion | 14,4 | 15,8 | 15,8 | 16,0 | 17,2 | 18,0 |
| 3. Total konsumtion (1+2) | 80,5 | 79,9 | 77,1 | 76,1 | 74,8 | 74,7 |
| 4. Bruttoinvestering | 17,7 | 18,8 | 21,0 | 22,6 | 22,4 | 21,9 |
| Bostäder | 4,2 | 4,5 | 4,4 | 5,0 | 4,8 | 4,5 |
| Offentlig | 5,2 | 6,3 | 6,9 | 7,5 | 8,3 | 8,0 |
| Privat | 8,3 | 8,0 | 9,7 | 10,1 | 9,3 | 9,4 |
| 5. Lagerförändring | –0,2 | 2,0 | 2,7 | 2,5 | 2,9 | 0,9 |
| 6. Bytesbalansens saldo | 2,0 | –0,7 | –0,8 | –1,2 | –0,1 | 2,5 |
| 7. Summa kapitalbildning (4+5+6) | 19,5 | 20,1 | 22,9 | 23,9 | 25,2 | 25,3 |
| 8. BNP | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 |

Källa: Statistiska centralbyrån

som inleddes med pundkrisen och devalveringen av pundet i november 1967. Sedan har följt en utveckling med upprepade internationella valutakriser med upp- och nedskrivningar av olika valutors värden. Återverkningarna på den svenska betalningsbalansen har tidvis varit betydande med återkommande svängningar i valutareserven. Denna halverades praktiskt taget på drygt ett par år från sitt högsta läge i oktober 1967, då den uppgick till 6,7 miljarder kronor. Den har sedan på nytt byggts upp till ungefär samma nivå den nådde 1967. Även om förändringar i handels- och bytesbalansen spelade en underordnad roll i den utveckling som följde efter pundkrisen 1967 och inte var orsak till de störningar som inträffade, synes det inte osannolikt att den försvagning som ägde rum i nämnda balanser ändå indirekt kan ha bidragit till att förstärka effekterna. Farhågor uttalades också från en del håll för att försämringen var uttryck för en försvagning av det svenska näringslivets konkurrenskraft på längre sikt.

De externa balansrubbningarna medförde en förskjutning av tyngdpunkten för den ekonomiska politiken. Medan den inhemska balansen tidigare i stort varit bestämmande för utformningen av den politiken – man

kunde räkna med att den externa balansen uppfylldes praktiskt taget automatiskt genom exportens ledande roll i konjunkturförloppet – sköts nu betalningsbalanssituationen mer i förgrunden. Även om det knappast uppstått några egentliga målkonflikter mellan extern och intern balans har betalningsbalansöverväganden med all sannolikhet bidragit till att ge den ekonomiska politiken en ökad grad av restriktivitet och även i övrigt givit den en inriktning som både på kortare och längre sikt avses säkerställa en starkare balans i de utrikes betalningsrelationerna.

Utöver betalningsbalansstörningar har perioden efter 1965 präglats av en ihållande avmattning av konjunkturen, som sträckte sig från senare delen av 1966 in över större delen av 1968. Därefter följde en mycket hastig tillspetsning av konjunkturläget under 1969 med kraftiga inslag av överhettning och sedan en lika snabb avmattning under 1971, som ledde till praktiskt taget fullständig stagnation i produktionen det året.

Tillväxttakten i den totala produktionen under 1965–70 uppgick till knappt 4 procent per år. Den var därmed klart lägre än ökningstakten under närmast föregående femårsperiod men av ungefär samma storlek som enligt kalkylerna i 1965 års långtidsutredning. Dämpningen föll i första hand på de fasta investeringarna. Dessas andel av bruttonationalprodukten hade varit stigande ända sedan 1950, men sjönk nu för första gången under någon femårsperiod tillbaka. Ökningstakten för såväl bostadsbyggandet som privata investeringar sjönk kraftigt. För investeringarna totalt hölls tillväxten uppe framförallt genom en fortsatt stark expansion av kommunernas investeringsaktivitet. Sysselsättningen mätt i antal arbetstimmar sjönk med i genomsnitt ungefär en procent per år. Det var delvis uttryck för den förkortning i arbetstiden, som ägde rum, men i viss mån också för minskad tillväxt av befolkningen i arbetsför ålder.

Det hårdare ekonomiska klimat som utmärkt tiden efter 1965 avspeglas i utvecklingen på olika områden. Fluktuationerna i arbetslösheten har skett på en högre nivå än tidigare och de arbetsmarknadspolitiska insatserna framförallt i form av omskolning har intensifierats markant. Denna utveckling har sin bakgrund i en allt snabbare strukturomvandling. Ett hårdare internationellt konkurrensklimat i förening med en betydande kostnadspress torde vara väsentliga faktorer för att förklara den under senare år starkt ökade omfattningen av driftsinskränkningar, nedläggningar och fusioner. Vissa svårigheter har därvid förelegat att i önskad takt finna nya anställningar för den friställda arbetskraften. Den snabba strukturomvandlingen torde å andra sidan verksamt ha bidragit till att hålla uppe den höga stegringstakten för produktiviteten från första hälften av 60-talet trots svårare yttre förhållanden.

Ett positivt drag har varit att osäkerheten i de internationella betalningarna inte lagt hinder i vägen för en snabb utveckling av utrikeshandeln. Den jämfört med 50-talet höga volymmässiga ökningstakten för varuexporten under första delen av 60-talet blev än mer markant under senare delen. Tullavvecklingen mellan EFTA-länderna och tullsänkningarna som resultat av Kennedy-ronden bidrog därvid till att skapa ett allmänt gynnsamt klimat. Lönestegringarna har visserligen varit betydande men det svenska näringslivets positioner har knappast försämrats internationellt sett om man betraktar utvecklingen i stort. Denna ställ-

ning har dock bara kunnat upprätthållas genom att företagen fått arbeta under mer pressade vinstmarginaler och en lägre självfinansieringsgrad. Den strukturrationalisering, som ägt rum, har med all sannolikhet varit till fördel för exportindustrin. Samtidigt har troligen importen svällt genom den sammankrympning, som skett av de importkonkurrerande branscherna som resultat av strukturrationaliseringen. Denna har i sin tur påskyndats av den kraftfulla låglönesatsningen vid de senaste avtalsuppgörelserna och den växande konkurrensen från låglöneländerna.

Den kombination av starkare prisstegring och högre arbetslöshet – s. k. stagflation – som varit en internationell företeelse under senare år, har gjort sig märkbar även i Sverige. Tendenserna synes dock ha varit relativt svaga här jämfört med förhållandena i många andra länder. Prisstegringstakten ökade något under de sista åren av 60-talet delvis genom påverkan av de stigande priserna på utlandsmarknaden.

Sammanfattningsvis kan konstateras att den svenska ekonomin i stort har utvecklats gynnsamt sedan 60-talets början, men att till bilden har hört en avtagande takt i produktionstillväxten och dämpad investeringsaktivitet framför allt inom den privata sektorn, samt – temporärt eller ej – tilltagande störningar i den externa balansen, i första hand härrörande från den internationella valutaoron, häftigare konjunkturrörelser och ökade inslag av stagflation. Särskilt rubbningarna i den externa balansen har lett till att den ekonomiska politiken, och i synnerhet kreditpolitiken, fått utformas med mer drastiska inslag än tidigare.

### 3.2 *Förändringar i sparande- och investeringsmönster*

Under 60-talet inträffade betydande förändringar i sparande- och investeringsmönstret liksom i den finansiella strukturen såväl under loppet av perioden som i jämförelse med 50-talet. Detta är ett normalt inslag i en dynamisk ekonomi utsatt för stark internationell påverkan vad gäller såväl konjunkturrörelser som marknads- och betalningsförhållanden och med en ambitiös stabiliseringspolitik. Utvecklingen inrymmer också strukturella inslag i form av teknisk förnyelse, övergång till stordrift, fusioner och ändrade finansieringsförhållanden som påverkat fördelningen av sparande, investeringar och kreditgivning. Mest markanta är de förskjutningar, som inträffat i sparandets fördelning och på kreditmarknaden. ATP-systemets tillkomst och tillskapandet av AP-fonden har härvid medfört genomgripande förändringar inom loppet av några få år.

Utvecklingen i stora drag redovisas i tabell 3:3, i vilken bruttosparande, bruttoinvestering och finansiellt sparande beräknats i procent av bruttonationalprodukten till marknadspris. Bruttosparandet utgör den del av de disponibla inkomsterna, dvs. inkomsterna efter skattebetalningar och andra transfereringar, inom varje sektor som icke används för offentlig eller privat konsumtion. Med bruttoinvesteringar avses de fasta reala investeringarna samt lagerinvesteringarna. Det finansiella sparandet framkommer som differensen mellan bruttosparande och bruttoinvestering. Ett positivt finansiellt sparande anger att sektorn ifråga har ökat sina finansiella tillgångar mer än sina finansiella skulder (inklusive externt tillfört ägarkapital) medan ett negativt sådant sparande innebär att sektorn har haft ett

*Tabell 3:3* Sparande och investering 1955–1971. Procent av BNP till marknadspris

| | 1955–59 | 1960–65 | 1966–71 |
|---|---|---|---|
| *Bruttosparande* | | | |
| Staten | 3,8 | 5,0 | 3,4 |
| Kommuner | 2,8 | 4,0 | 5,1 |
| Bostäder | 1,4 | 1,5 | 1,4 |
| Allmänna pensionsfonden | – | 1,9 | 4,0 |
| Övriga finansiella institutioner[1] | 2,8 | 1,9 | 2,2 |
| Privata icke finansiella företag | 7,8 | 7,0 | 6,2 |
| Hushåll[1] | 2,7 | 2,6 | 1,1 |
| Summa | 21,3 | 23,9 | 23,4 |
| *Bruttoinvesteringar inkl. lagerinvestering* | | | |
| Staten | 3,5 | 3,5 | 3,0 |
| Kommuner | 3,2 | 3,7 | 5,1 |
| Bostäder | 4,7 | 4,9 | 5,1 |
| Privata icke finansiella företag | 10,1 | 11,7 | 10,3 |
| Summa | 21,5 | 23,8 | 23,5 |
| *Finansiellt sparande* | | | |
| Staten | 0,3 | 1,5 | 0,4 |
| Kommuner | –0,4 | 0,3 | 0,0 |
| Bostäder | –3,3 | –3,4 | –3,7 |
| Allmänna pensionsfonden | – | 1,9 | 4,0 |
| Övriga finansiella institutioner[1] | 2,8 | 1,9 | 2,2 |
| Privata icke finansiella företag | –2,3 | –4,7 | –4,1 |
| Hushåll[1] | 2,7 | 2,6 | 1,1 |
| Summa[2] | –0,2 | 0,1 | –0,1 |

[1] Hushållens försäkringssparande redovisas under rubriken "övriga finansiella institutioner". Enskilda försäkringsbolag svarar för huvuddelen av detta sparande.
[2] Summan motsvarar saldot i bytesbalansen.

*Anm.* För närmare redovisning av beräkningsmetoder hänvisas till "Finansiella tillväxtaspekter 1960–75", 1970 års långtidsutredning, Bilaga 4, SOU 1971:7.

Källa: Statistiska centralbyrån och Sveriges Riksbank.

finansieringsunderskott; den har under den period, som avses, lånat upp medel eller anskaffat externt ägarkapital till ett större belopp än som motsvarar dess finansiella placeringar (bankinsättningar, obligations- och aktieköp, handelskrediter etc.).

### 3.2.1 Ökat kollektivt sparande

Under 60-talet ökade det kollektiva sparandet kraftigt. Som kollektivt sparande räknas här statens, kommunernas och AP-fondens bruttosparande. Tabell 3:4 visar att det kollektiva sparandets andel av de totala bruttosparandet steg från drygt 30 procent under perioden 1955–59 till närmare 55 procent 1966–71.

De *primära* effekterna på sparandets fördelning av ATP-systemets tillkomst och bildandet av AP-fonden är lätta att urskilja. Offentligt försäkringssparande som inte förekom under 50-talet – om man bortser från några mindre fonder – steg sålunda genom AP-fondens tillväxt så att det för perioden 1966–71 uppgick till ungefär en sjättedel av det totala bruttosparandet.

*Tabell 3:4* Kollektivt och enskilt inhemskt sparande 1955–1971.

| | 1955–59 | 1960–65 | 1966–71 |
|---|---|---|---|
| *I procent av BNP* till *marknadspris* | | | |
| Kollektivt sparande | 6,6 | 10,9 | 12,5 |
| Övrigt sparande | 14,7 | 13,0 | 10,9 |
| Summa | 21,3 | 23,9 | 23,4 |
| *Kollektivt sparande i procent av totalt sparande* | | | |
| Staten | 17,8 | 20,9 | 14,5 |
| Kommuner | 13,1 | 16,7 | 21,8 |
| AP-fonden | – | 7,9 | 17,1 |
| Summa | 30,9 | 45,5 | 53,4 |
| *Privat sparande i procent av totalt sparande* | | | |
| Bostäder | 6,6 | 6,3 | 6,0 |
| Övriga finansiella institutioner | 13,1 | 7,9 | 9,4 |
| Privata icke finansiella företag | 36,7 | 29,4 | 26,5 |
| Hushåll | 12,7 | 10,9 | 4,7 |
| Summa | 69,1 | 54,5 | 46,6 |

*Anm.* Med kollektivt sparande avses statens och kommunernas sparande samt kapitalökningen inom allmänna pensionsfonden.
*Källa:* Tabell 3:3

Statens andel sjönk under nivån för den tidigare perioden efter att ha stigit kraftigt under mellanperioden då statsbudgeten, bl. a. genom den allmänna omsättningsskattens införande, kunde hållas i stort sett totalbalanserad. Kommunernas andel ökade däremot successivt, från 13 procent under 1955–59 till 22 procent under 1966–71.

Möjligheterna är tämligen begränsade att bedöma de *sekundära* eller indirekta effekterna av ATP-systemets införande på andra sektorers sparande, på det totala sparandet, på investeringarnas storlek och fördelning och på den ekonomiska tillväxten m. m. Vid försök att genomföra en sådan kartläggning uppkommer en rad frågor av teoretisk natur. Utredningens intresse i detta sammanhang är dock inte i första hand att analysera AP-fondens roll i den utveckling som varit utan att söka klarlägga rådande förhållanden och tendenser beträffande såväl den allmänna ekonomiska utvecklingen som sparande och investering med sikte på att bedöma näringslivets behov av riskvilligt kapital. Att förhållandena därvid är sådana att AP-fonden medverkat till de förändringar som inträffat och därför så långt det är möjligt bör tagas in i bilden är givet.

Det kan naturligtvis ifrågasättas huruvida AP-fondens bruttosparande representerar en genuin ökning av det kollektiva sparandet eller om en ökning i det senare ändå skulle ha kommit till stånd på andra vägar. Det kan för det första konstateras att en del av de till AP-fonden inflytande avgifterna betalas av stat och kommun. Om några inbetalningar till

AP-fonden icke hade skett, skulle sålunda statens och kommunernas bruttosparande vid i övrigt oförändrade förhållanden varit större. Det kan dock antas att avgiftsbetalningarna till AP-fonden delvis finansierats genom ökad skatteindragning och därmed minskat den privata sektorns inkomster och sparande. På vilket sätt och i vilken omfattning detta ägt rum är omöjligt att ange liksom även hur budgetplaneringen i övrigt påverkats härav. Det kan exempelvis tänkas att avgiftsbetalningarna balanserats av minskad offentlig konsumtion varigenom man direkt skapat realt utrymme för större investeringar.

För det andra förefaller det troligt att kompenserande finanspolitiska åtgärder, som förstärkt statens budget, hade blivit nödvändiga om en pensionsfond ej byggts upp inom ATP-systemet och pensionsutbetalningarna således löpande finansierats genom arbetsgivaravgifter. Till en del skulle dock en nödvändig åtstramning sannolikt ha kunnat åstadkommas genom ökad statlig upplåning på marknaden eller med andra kreditpolitiska medel. Risker hade väl också förelegat för en något högre inflationstakt. Mycket talar därför för att en icke oväsentlig del av – om än inte hela – bruttosparandet i AP-fonden representerar en ökning av det kollektiva sparandet som ej skulle ha kommit till stånd på andra vägar. Detta framstår som än mer självklart om jämförelsen avser det förhållandet, att någon allmän tilläggspensionering icke hade införts. Några åtgärder för att balansera ett bortfall av hushållens sparande skulle då inte behövt vidtagas.

### 3.2.2 Minskat enskilt sparande

Av framställningen i föregående avsnitt kan sammanfattningsvis konstateras att det kollektiva sparandet ökat kraftigt sedan senare delen av 50-talet. AP-fondens tillkomst och tillväxt torde ha spelat en väsentlig roll för denna utveckling. Det finns dock skäl att anta att dess andel av det totala bruttosparandet ger en något överdriven bild av dess bidrag till det kollektiva sparandet då AP-fondens andel av detta i viss mån torde ha tillkommit på bekostnad av statens och kommunernas andel.

Den kraftiga tillväxten i det kollektiva sparandet torde till övervägande del vara resultatet av en omfördelning av det totala sparandet och sålunda balanserats av en motsvarande mer dämpad ökningstakt för det privata sparandet, men därutöver bör indragningen av avgifter till AP-fonden också ha lett till någon ökning av den totala sparkvoten – bruttosparandet i procent av bruttonationalprodukten. Denna kvot steg tämligen kraftigt från perioden 1955–59 till 1960–65 – från 21,3 till 23,9 procent – men sjönk sedan tillbaka något 1966–71 – till 23,4 procent. Sparkvoten har sedan 50-talets början varit trendmässigt stigande och de senaste årens utveckling innebär sålunda en avvikelse från detta mönster.

Väsentligt för analysen i detta sammanhang är förskjutningarna i hushållens sparbenägenhet, utvecklingen av det privata försäkringssparandet och verkningarna på inkomstfördelningen mellan företagssektorn och hushållssektorn av indragningen av medel till den offentliga sektorn.

Förändringarna i hushållens sparbenägenhet och utvecklingen av försäkringssparandet framgår av tabell 3:5. Försäkringssparandet sjönk kraftigt från perioden 1955–59 till 1960–65. Nedgången hänförde sig

*Tabell 3:5* Hushållssektorns inkomster och sparande 1955–1971

| År | Disp. inkomst | Försäkr.-sparande | Övrigt sparande | Totalt sparande | Försäkr.-sparande | Övrigt sparande | Totalt sparande |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | miljarder kronor per år | | | | i procent av disponibel inkomst | | |
| 1959 | 42,9 | 1,1 | 0,6 | 1,8 | 2,7 | 1,5 | 4,2 |
| 1960 | 46,5 | 1,0 | 2,0 | 3,0 | 2,1 | 4,4 | 6,5 |
| 1961 | 49,7 | 0,7 | 2,3 | 3,0 | 1,4 | 4,5 | 5,9 |
| 1962 | 53,3 | 0,8 | 2,3 | 3,1 | 1,4 | 4,3 | 5,7 |
| 1963 | 57,2 | 0,8 | 2,2 | 3,0 | 1,4 | 3,9 | 5,3 |
| 1964 | 68,5 | 0,8 | 3,0 | 3,8 | 1,2 | 4,4 | 5,6 |
| 1965 | 67,5 | 1,0 | 2,1 | 3,1 | 1,5 | 3,1 | 4,6 |
| 1966 | 72,6 | 1,0 | 1,9 | 2,9 | 1,4 | 2,6 | 4,0 |
| 1967 | 76,7 | 1,2 | 1,2 | 2,3 | 1,5 | 1,6 | 3,1 |
| 1968 | 80,8 | 1,5 | 0,5 | 2,0 | 1,9 | 0,6 | 2,5 |
| 1969 | 86,8 | 1,8 | 0,2 | 2,0 | 2,1 | 0,2 | 2,3 |
| 1970 | 94,7 | 2,1 | 1,0 | 3,1 | 2,2 | 1,1 | 3,3 |
| 1971 | 103,8 | 2,4 | 4,0 | 6,5 | 2,3 | 3,9 | 6,2 |
| 1955–59 | 39,2 | 1,0 | 1,5 | 2,5 | 2,5 | 3,9 | 6,4 |
| 1960–65 | 57,1 | 0,8 | 2,3 | 3,1 | 1,5 | 4,1 | 5,6 |
| 1966–71 | 85,9 | 1,7 | 1,5 | 3,1 | 1,9 | 1,7 | 3,6 |

Källa: Statistiska centralbyrån

till minskade premieinbetalningar till den privata tjänstepensionsförsäkringen och kan sättas i direkt samband med införandet av den allmänna tilläggspensioneringen. De årliga växlingarna i premieinbetalningarna till den privata tjänstepensionsförsäkringen under den sistnämnda perioden är dock bara uttryck för att man innan en uppgörelse var klar inom detta område i stort bibehöll inbetalningarna oförändrade, varefter en reglering skedde.

Hushållens övriga sparande synes i varje fall inte omedelbart ha påverkats av ATP-systemets införande. Detta visade emellertid en markant försvagning från mitten av 60-talet och fram t. o. m. 1970, även om det statistiska underlaget för de i tabellen angivna nationalräkenskapsuppgifterna över övrigt sparande och inkomster är mycket osäkert och de framräknade sparbenägenheterna kanske, som antyds av kreditmarknadsdata, ger en något överdriven bild av de inträffade förändringarna.

Nedgången i sparbenägenheten kan naturligtvis vara en eftersläpande effekt av ATP-systemets införande och därav följande ändrade sparmotiv. Långtidsutredningen pekar emellertid också på andra mer plausibla förklaringsfaktorer. Effekter på inkomstfördelningen med en omfördelning från grupper med hög till grupper med låg sparbenägenhet som följd av den ökade omfattningen av den offentliga sektorns transfereringar och socialförsäkringsutbetalningar och av enskilda företagares sjunkande andel av inkomsterna kan sålunda ha verkat neddragande på sparandet. Vid konjunkturväxlingar har också ofta kunnat konstateras att konsumtionsförändringarna följer inkomstförändringarna med en viss eftersläpning. Det är möjligt att detta förklaringsmönster främst är tillämpbart vid kortsiktsfluktuationer. Det förefaller emellertid inte osannolikt att även en svagare inkomsttillväxt under en något längre tid i förening med en sjunkande disponibel inkomstandel – en utveckling som faktiskt ägt rum under senare delen av 60-talet – kan ha motsvarande verkningar och

sålunda leda till en minskning av det enskilda sparandet.

Det återstår att se om den uppgång i sparbenägenheten som inträffade 1971 är av temporärt slag. Det är i varje fall klart att det fanns tillfälliga faktorer, som bidrog till ökningen. Omläggningen av skattesystemet med lägre direkt och högre indirekt skatt medförde en relativt kraftig ökning av de disponibla inkomsterna samtidigt som mervärdeskattehöjningen ledde till en viss köprush i slutet av 1970 och en svagare konsumtionsutveckling i början av 1971. De utdragna löneförhandlingarna och därmed rådande osäkerhet kan också ha verkat dämpande på konsumtionsefterfrågan under 1971.

Frågan om verkningarna av pensionssystemet på inkomstfördelningen är väsentlig därför att en medelsindragning till den offentliga sektorn och ett ökat kollektivt bruttosparande, som i sista hand får bäras av företagssektorn, blott innebär en överflyttning av sparande från en sektor till en annan. En övervältring av pensionsavgifterna på hushållssektorn i form av uteblivna eller minskade löneökningar eller höjd prisnivå medför däremot vid oförändrad sparbenägenhet i denna sektor att den privata konsumtionen pressas ned. Det betyder att det sparande, som indragningen av avgiftsmedel till AP-fonden representerar, icke motsvaras av ett lika stort sparandebortfall i någon annan sektor. Härigenom skapas ett ökat realt investeringsutrymme vid en höjning av den totala sparkvoten. En annan väsentlig fråga är om sparandeomfördelningen också påverkat investeringsviljan.

Försök att spåra effekterna på inkomstfördelningen av ATP-systemets införande har gjorts i en utredning om de långsiktiga utvecklingstendenserna på det finansiella området[1] och senast i 1970 års långtidsutredning,[2] varifrån följande uppgifter om hushållens faktorinkomstandel av förädlingsvärdet inom varje sektor har hämtats.

| | 1957–60 | 1961–64 | 1965–69 |
|---|---|---|---|
| Privat sektor | | | |
| a. Faktorinkomst inkl. arbetsgivaravgifter | 75,9 | 77,9 | 77,7 |
| Privat + offentlig sektor (BNP till faktorkostnad) | | | |
| b. Faktorinkomst inkl. arbetsgivaravgifter | 78,6 | 80,6 | 81,0 |
| c. Faktorinkomst exkl. arbetsgivaravgifter | 75,1 | 75,4 | 73,3 |
| d. Arbetsgivaravgifter till ATP | 0,2 | 1,9 | 3,5 |
| e. Övriga arbetsgivaravgifter | 3,3 | 3,3 | 4,2 |

Hushållssektorns andel av de totala faktorinkomsterna i samhället ökade, som framgår, något från perioden 1957–60 till 1961–64 även om hushållens inkomster beräknas exklusive arbetsgivaravgifter. En slutsats

1 "Finansiella långtidsperspektiv" SOU 1967:6, kap. 8.

2 "Finansiella tillväxtaspekter 1960–1975". 1970 års långtidsutredning, Bilaga 4, SOU 1971:7, kap. 2.

härav skulle vara att höjningen av ATP-avgifterna motsvarande närmare 2 procentenheter helt hade burits av företagen. Någon övervältring av kostnaderna skulle således inte ha ägt rum. Däremot skulle övervältringsmöjligheterna ha varit något större under 1965–69. Konklusioner av detta slag är naturligtvis ytterst tentativa och osäkra. Det kan bl. a. pekas på att nedgången i företagens vinster var en internationell företeelse under första delen av 60-talet. Det har också skett så många förändringar i andra faktorer med olika tänkbara övervältringseffekter, t. ex. i direkta och indirekta skatter, att det ställer sig ytterst tveksamt att ta ut en eller ett par avgifter och analysera verkningarna av dessa. Det förhållandet att andelen av hushållens disponibla inkomster i de totala inkomsterna sjönk från senare delen av 50-talet till första delen av 60-talet, bidrog till att pressa ned den privata konsumtionen och därmed öka den totala sparkvoten. Nedgången i nämnda inkomstandel fortsatte visserligen och förstärktes till och med under perioden 1966–71, men balanserades då åtminstone delvis av en nedgång i hushållens sparbenägenhet. Dessutom synes de offentliga konsumtionsutgifternas andel av bruttonationalprodukten ha tenderat att stiga mer markant än tidigare.

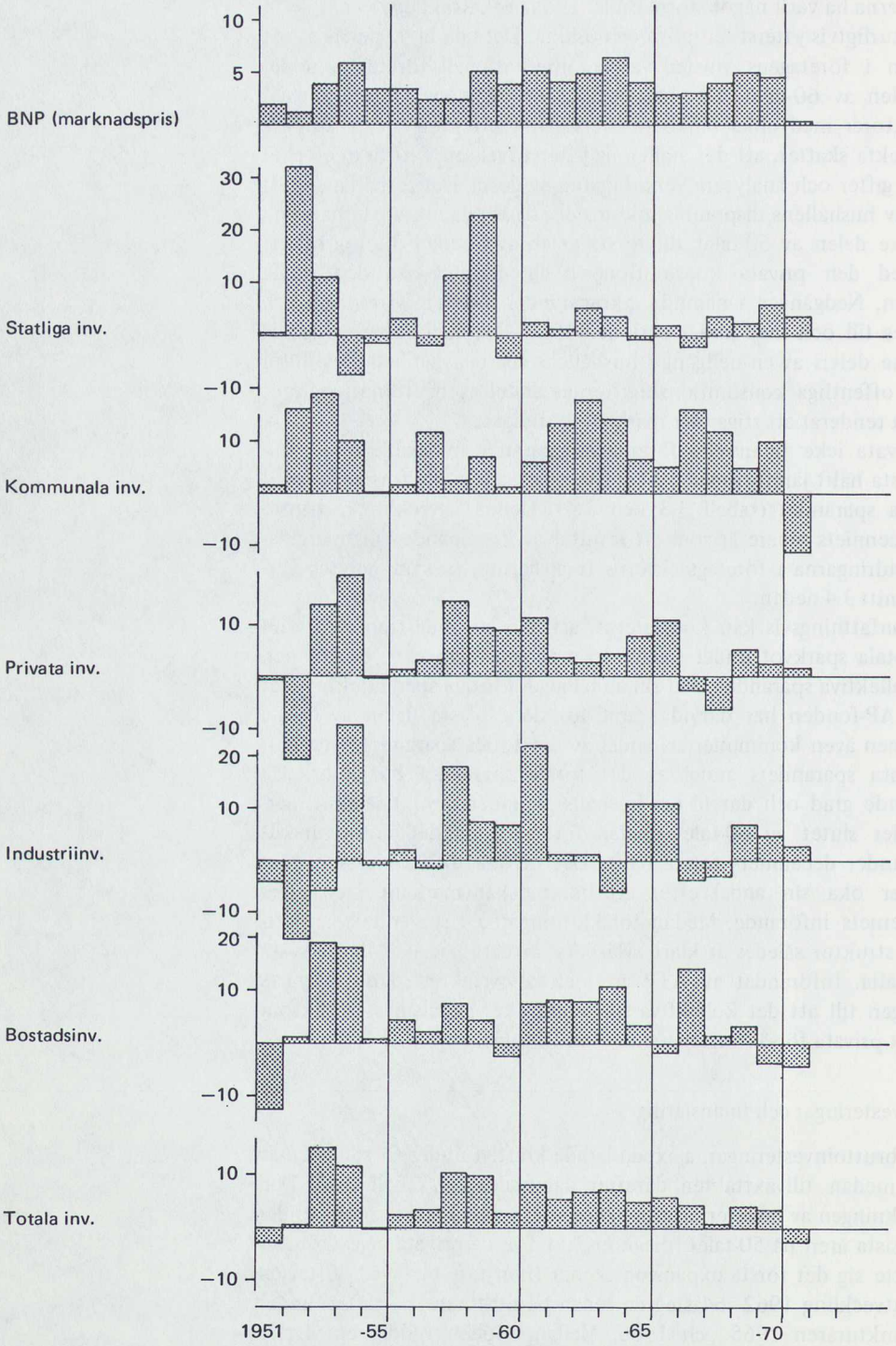
De privata icke finansiella företagens sparande minskade under 60-talets första hälft jämfört med 50-talet såväl relativt som i förhållande till det totala sparandet (tabell 3:3 och 3:4). Denna utveckling fortsatte under decenniets senare år som ett resultat av krympande vinstmarginaler. Förändringarna i företagssektorns finansieringsstruktur belyses närmare i avsnitt 3.4 nedan.

Sammanfattningsvis kan konstateras, att den stigande trenden i samhällets totala sparkvot under senare år, möjligen temporärt, brutits och att det kollektiva sparandet ökat sin andel av det totala sparandet mycket kraftigt. AP-fonden har därvid svarat för den största delen av denna ökning, men även kommunernas andel av det totala sparandet har stigit. Det privata sparandets andel av det totala sparandet har minskat i motsvarande grad och därvid har hushållssparandet sjunkit särskilt markant under slutet av 60-talet medan företagssparandet sjönk särskilt kraftigt under decenniets första hälft. Det privata försäkringssparandet synes åter öka sin andel efter att ha minskat markant åren efter ATP-systemets införande. Medan förskjutningarna i sparandets omfattning och struktur således är klart avläsbara, är deras orsaker delvis svåra att fastställa. Införandet av ATP är dock otvivelaktigt den viktigaste förklaringen till att det kollektiva sparandet ökat andelsmässigt, liksom till att det privata försäkringssparandets andel minskat.

### 3.2.3 Investeringar och finansiering

De fasta bruttoinvesteringarna expanderade kraftigt under första delen av 60-talet medan tillväxttakten därefter dämpades (se tabell 3:1). Den snabba ökningen av investeringarna påbörjades i själva verket redan under de båda sista åren på 50-talet (diagram 3:1). För de privata investeringarna sträckte sig det första expansionsskedet fram t. o. m. 1961. Efter en lugnare utveckling 1962–64 steg de sedan på nytt ganska kraftigt under högkonjunkturåren 1965 och 1966. Mellanperioden fylldes emellertid

*Diagram 3:1* Investeringsutvecklingen 1950–1971. Procentuell förändring från föregående år i fasta priser.



upp av stora kommunala investeringar och en hög aktivitet i bostadsbyggandet. Tillväxten i de privata investeringarna och bostadsbyggandet mattades under senare delen av 60-talet medan de kommunala investeringarna fortsatte att stiga i snabb takt.

De statliga investeringarna växte relativt långsamt både under förra och senare delen av 60-talet och växlingarna i det statliga finansiella sparandet avspeglar i stor utsträckning ändringar i medelsindragningen. Trots kraftig expansion i de kommunala investeringarna har kommunerna kunnat täcka dessa med skatter och avgifter och sålunda, netto, inte haft något finansieringsunderskott. Enskilda kommuner har däremot självfallet haft underskott och lånat medel på kreditmarknaden. Dessutom torde många kommuner ha behövt öka upplåningen för att bygga upp sin kassalikviditet.

Bostadssektorn är till en dominerande del externt finansierad och finansieringsunderskottet har tenderat att öka successivt.

Den mest dramatiska utvecklingen har utan tvekan inträffat inom företagssektorn. Trots den svaga vinst- och sparandeutvecklingen skedde, som nämnts, en stark ökning i de fasta investeringarna i förening med icke oväsentligt högre lagerinvestering. Dessa förändringar avspeglas i ett kraftigt ökat finansieringsunderskott för företagssektorn under perioden 1960–65 jämfört med åren 1955–59; underskottet steg från 2,3 till 4,7 procent av bruttonationalprodukten och minskade endast obetydligt, till 4,1 procent, under perioden 1966–71. Dessa data ger naturligtvis, liksom motsvarande tal för kommunerna, en mycket grov bild och avspeglar exempelvis inte fördelningen mellan över- och underskottsföretag. Nivåförskjutningen sedan 50-talet är ändå så markant att det framstår klart att en avgörande förändring inträffat i företagens finansieringsförhållanden. Det kan synas som om behovet av extern finansiering lättat under senare år. Denna förändring sammanhänger emellertid med en avmattning i investeringsefterfrågan medan investeringarna ökade kraftigt i början av decenniet.

### 3.2.4 Utvecklingen på kreditmarknaden – några huvuddrag

Det finansiella sparandet utgör, som nämnts, skillnaden mellan förändringen i finansiella tillgångar och förändringen i skulder (inkl. externt anskaffat eget kapital). Endast en del av de poster, som ingår i det finansiella sparandet för t. ex. företag, avser medel anskaffade på den s. k. organiserade kreditmarknaden – i banker och försäkringsbolag samt på aktie- och obligationsmarknaden. Det finns således ingen enkel formel för att översätta den nettoupplåning, som ett negativt finansiellt sparande representerar för en sektor, i upplåning på kreditmarknaden. Denna relation sammanhänger med en rad förhållanden. För det första påverkas upplåningen av fördelningen av finansieringsöverskott och -underskott inom sektorn. Ju större skillnader, som föreligger mellan företagen beträffande överskott och underskott vid givet totalt finansiellt sparande för sektorn som helhet, desto mer "uppblåst" kan upplåningen väntas bli. I vilken utsträckning dessa över- och underskott inom företagssektorn liksom motsvarande över- och underskott mellan sektorer ger upphov till direkt kreditförmedling eller kanaliseras över kreditmarknaden, beror i

sin tur på betalningsvanor, graden av restriktivitet i kreditpolitiken etc. För det tredje påverkas självfallet upplåningen på kreditmarknaden av en uppbyggnad eller neddragning av kassalikviditeten. De här anförda reservationerna utesluter givetvis inte att ett relativt nära samband föreligger mellan fördelningen av det finansiella sparandet å ena sidan och upplåningen på kreditmarknaden å den andra. Sambandet bör rimligen framstå tydligare ju längre perioder som jämföres.

Som framgår av tabell 3:6 har upplåningen på kreditmarknaden räknat i procent av bruttonationalprodukten ökat väsentligt under senare år jämfört med senare delen av 50-talet. Ökningen av upplåningen har också varit större än tillväxten i bruttosparande och bruttoinvestering. Detta är en naturlig utveckling om, såsom varit fallet, spridningen i över- och underskott av det finansiella sparandet för olika sektorer vidgas. Vad som

*Tabell 3:6* Upplåning på kreditmarknaden 1955–1971

| | Miljarder kronor i genomsnitt per år | | | I procent av BNP till marknadspris | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | 1955–1959 | 1960–1965 | 1966–1971 | 1955–1959 | 1960–1965 | 1966–1971 |
| Staten | 1,0 | 0,1 | 2,9 | 1,8 | 0,1 | 1,9 |
| Kommuner | 0,3 | 0,8 | 1,4 | 0,5 | 0,9 | 1,0 |
| Bostäder | 1,8 | 3,5 | 7,4 | 3,0 | 3,8 | 4,9 |
| Näringsliv | 0,9 | 3,1 | 5,7 | 1,6 | 3,5 | 3,9 |
| Totalt | 4,0 | 7,5 | 17,4 | 6,9 | 8,3 | 11,7 |
| varav från | | | | | | |
| Riksbanken | 0,2 | 0,3 | 1,3 | 0,3 | 0,3 | 0,9 |
| Affärsbanker | 1,2 | 2,0 | 4,1 | 2,0 | 2,2 | 2,7 |
| Andra banker | 1,4 | 2,0 | 3,5 | 2,5 | 2,2 | 2,4 |
| Enskilda försäkringsinrättningar | 1,0 | 1,0 | 1,8 | 1,8 | 1,1 | 1,2 |
| Offentliga försäkringsinrättningar | 0,0 | 1,6 | 5,9 | 0,0 | 1,8 | 3,9 |
| Allmänheten | 0,2 | 0,6 | 0,8 | 0,3 | 0,7 | 0,6 |

*Källa:* Årsbok för Sveriges Riksbank 1971, tabellbilagan, tabell 88.
*Anm:*
Den organiserade *kreditmarknaden* har avgränsats till att omfatta riksbanken, affärsbanker, andra banker (sparbanker, postbanken och jordbrukskasseorganisationen), enskilda försäkringsinrättningar (enskilda riksförsäkringsbolag och Sveriges kommunalanställdas pensionskassa) och offentliga försäkringsinrättningar (allmänna pensionsfonden och riksförsäkringsverket) samt allmänhetens placeringar i aktier, förlagsbevis och obligationer och dessutom andra statspapper än obligationer.

Tabellerna avser att belysa vissa "reala" låntagargruppers upplåning på den organiserade kreditmarknaden. Grupperna utgörs av staten, kommunerna och den privata reala sektorn. För den sistnämnda har bostadskrediterna redovisats för sig och resten hänförts till "näringsliv". Tabellerna innehåller inte uppgifter om kreditgivningen mellan kreditinstituten eller kreditgivningen gentemot utlandet. Upplåning och utlåning avser kreditflöden och har räknats netto, dvs. utbetalda belopp minus återbetalda.

De i tabellerna upptagna kreditinstitutens lån till mellanhandsinstitut har fördelats på de reala sektorerna i överensstämmelse med mellanhandsinstitutens utlåningsfördelning. De s. k. återlånen, som beviljas av bankinstituten men refinansieras i allmänna pensionsfonden är redovisade som utlåning under respektive bankinstitut.

framförallt bidragit härtill är tillkomsten av AP-fonden och de medel som från denna kanaliseras över kreditmarknaden. Större delen av medlen hade i annat fall troligen "blivit kvar" inom övriga sektorer och bara i begränsad utsträckning ställts till förfogande på kreditmarknaden. Både tillskottet av medel till kreditmarknaden och efterfrågan på krediter därifrån skulle då ha blivit lägre. Mest markant är det ökade upplåningsbehovet för företagssektorn.

Statens finansiella sparande och upplåning har utvecklats ungefär parallellt. Under perioden 1960–65, då staten hade ett stort positivt finansiellt sparande, var upplåningen ringa. Under före- och efterliggande perioder, då det finansiella sparandeöverskottet var obetydligt, lånade staten däremot stora belopp. Att staten lånar även vid ett sparandeöverskott sammanhänger med att staten själv bedriver en omfattande utlåningsverksamhet – statliga bostadslån, studielån etc.

Såväl kommuner som bostadssektorn har ökat sin upplåning på kreditmarknaden betydligt mer än vad utvecklingen av det finansiella sparandet skulle ge anledning att förmoda. För kommunerna har t. o. m. mot ett ökande finansiellt sparande stått en växande upplåning, mätt i procent av bruttonationalprodukten. Bakgrunden härtill är inte helt kartlagd, men kommunerna torde i högre grad än tidigare ha förvärvat mark samt stärkt sin likviditet och har sannolikt också ökat sin egen utlåning till kommunala bolag och andra företag. Bostadsfinansieringen är svår att relatera till bostadsbyggandet bl. a. därför att i bostadslånen ingår även sådana lån mot inteckning i bostadsfastighet som ej upptas i anknytning till bostadsbyggandet utan avser äldre fastigheter. Det är möjligt att dessa lån ökat under senare år. Därtill kommer att bostadslånen i växande omfattning torde ha finansierat även anläggningsinvesteringar av olika slag i anslutning till själva byggandet.

Den kraftiga nedgången i det finansiella sparandet inom företagssektorn från 1955–59 till 1960–65 motsvarades av en nästan lika stor ökning av upplåningen för näringslivet. Upplåningen fortsatte sedan att stiga trots att underskottet i det finansiella sparandet sjönk något för perioden 1966–71. Det har tidigare pekats på olika faktorer som kan medverka till att finansiellt sparande och upplåning på kreditmarkanden utvecklas olika. Utöver dessa kan i detta fall ha bidragit att hushållen ökade sin upplåning. I sektorn "näringsliv" ingår nämligen även hushållens upplåning på kreditmarknaden då denna upplåning icke kunnat särskiljas.

De stora förskjutningar, som ägt rum på kreditmarknaden sedan slutet av 50-talet, har på låntagarsidan inneburit att näringslivet ökat sin andel samtidigt som staten minskat sin (tabell 3:7). Förändringarna är markanta från 1955–59 till 1960–65 varefter en viss återgång skedde 1966–71. På långivarsidan är förskjutningarna än mer markerade och har direkt samband med AP-fondens bildande och tillväxt. Offentliga försäkringsinrättningar, vilkas utlåning praktiskt taget uteslutande hänför sig till AP-fonden, svarade sålunda för ungefär en tredjedel av kreditutbudet under 1966–71 mot en ren obetydlighet före AP-fondens tillkomst. Denna andelsökning motsvarades av sjunkande andelar framförallt för enskilda försäkringsinrättningar och "andra banker" – postbanken, spar-

*3:7a,* Kreditmarknaden: De reala sektorernas upplåning i olika kreditinstitut 1955–1971 i procent av det totala utbudet på marknaden

| Långivare | Låntagare | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| | Staten | Kommuner | Bostäder | Näringsliv | Summa |
| 1955–59 | | | | | |
| Riksbanken | 4,3 | – 0,0 | – 0,1 | – 0,2 | 4,0 |
| Affärsbanker | 10,4 | 1,1 | 8,6 | 9,0 | 29,1 |
| Andra banker | 5,7 | 2,8 | 24,5 | 3,1 | 36,1 |
| Enskilda försäkringsinrättningar | 4,3 | 3,1 | 9,9 | 8,3 | 25,6 |
| Offentliga försäkringsinrättningar | 0,0 | 0,9 | 0,1 | 0,0 | 1,0 |
| Allmänheten | 0,8 | – 0,4 | 1,1 | 2,7 | 4,2 |
| Totalt | 25,5 | 7,5 | 44,1 | 22,9 | 100,0 |
| 1960–65 | | | | | |
| Riksbanken | 2,9 | 0,0 | 1,0 | 0,2 | 4,1 |
| Affärsbanker | – 3,0 | 0,8 | 8,8 | 19,7 | 26,3 |
| Andra banker | – 2,6 | 4,2 | 20,3 | 5,2 | 27,1 |
| Enskilda försäkringsinrättningar | 0,6 | 1,7 | 5,8 | 4,6 | 12,7 |
| Offentliga försäkringsinrättningar | 2,2 | 4,1 | 9,8 | 5,8 | 21,9 |
| Allmänheten | 0,6 | 0,5 | 0,5 | 6,3 | 7,9 |
| Totalt | 0,7 | 11,3 | 46,2 | 41,8 | 100,0 |
| 1966–71 | | | | | |
| Riksbanken | 6,8 | 0,0 | 0,3 | 0,3 | 7,4 |
| Affärsbanker | 3,4 | 1,4 | 8,6 | 10,0 | 23,4 |
| Andra banker | 1,0 | 3,0 | 11,5 | 4,9 | 20,4 |
| Enskilda försäkringsinrättningar | 0,2 | 0,6 | 5,8 | 3,9 | 10,5 |
| Offentliga försäkringsinrättningar | 3,1 | 3,3 | 16,0 | 11,2 | 33,6 |
| Allmänheten | 2,0 | 0,0 | 0,1 | 2,6 | 4,7 |
| Totalt | 16,5 | 8,3 | 42,3 | 32,9 | 100,0 |

*Källa:* Årsbok för Sveriges Riksbank 1971, tabellbilagan, tabell 88.
*Anm:* Se anm. under tabell 3:6.

banker samt centralkassor för jordbrukskredit – men även för affärsbankerna.

Någon allmänt accepterad definition av kapitalmarknaden finns knappast utöver att den skall avse långfristig finansiering. Olika statistiska avgränsningar är naturligtvis möjliga. Enligt en förhållandevis vid definition skulle kapitalmarknaden omfatta aktier, långfristiga obligationer och förlagslån samt reverslån i försäkringsinrättningar och andra bankinstitut än affärsbanker. Kapitalmarknaden, definierad på detta sätt, ökade sin andel av utbudet på kreditmarknaden från drygt 70 procent 1955–59 till knappt 80 procent 1966–71 (tabell 3:8). Andelstillväxten för AP-fonden var betydligt större men motvägdes av en relativ tillbakagång för "andra banker" samtidigt som en mindre del av affärsbankernas långivning kom att avse obligationsköp. Det kan synas anmärkningsvärt att kapitalmarknaden utgjort en så stor andel av kreditmarknaden som 70 till 80 procent. Därvid har emellertid som framgått inräknats affärsbankernas lö-

*Tabell 3:7b* Kreditmarknaden: Kreditinstitutens lån till de olika reala sektorerna 1955–1971. Procentuell fördelning

| Långivare | | Låntagare | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | | Staten | Kommuner | Bostäder | Näringsliv | Summa |
| Riksbanken | 1955–59 | 108,5 | – 0,5 | – 3,9 | – 4,1 | 100,0 |
| | 1960–65 | 70,4 | 0,9 | 24,2 | 4,5 | 100,0 |
| | 1966–71 | 91,8 | 0,5 | 3,6 | 4,1 | 100,0 |
| Affärsbanker | 1955–59 | 35,7 | 4,0 | 29,5 | 30,8 | 100,0 |
| | 1960–65 | – 11,4 | 2,9 | 33,5 | 75,0 | 100,0 |
| | 1966–71 | 14,5 | 5,8 | 36,7 | 43,0 | 100,0 |
| Andra banker | 1955–59 | 15,9 | 7,7 | 68,0 | 8,4 | 100,0 |
| | 1960–65 | – 9,6 | 15,6 | 75,0 | 19,0 | 100,0 |
| | 1966–71 | 5,2 | 14,6 | 56,2 | 24,0 | 100,0 |
| Enskilda försäkringsinrättningar | 1955–59 | 16,7 | 12,1 | 38,8 | 32,4 | 100,0 |
| | 1960–65 | 4,8 | 13,3 | 45,6 | 36,3 | 100,0 |
| | 1966–71 | 1,5 | 5,8 | 55,2 | 37,5 | 100,0 |
| Offentliga försäkringsinrättningar | 1955–59 | 0,0 | 93,5 | 5,0 | 1,5 | 100,0 |
| | 1960–65 | 10,4 | 18,7 | 44,5 | 26,4 | 100,0 |
| | 1966–71 | 9,4 | 9,6 | 47,7 | 33,3 | 100,0 |
| Allmänheten | 1955–59 | 17,2 | – 10,2 | 27,6 | 65,4 | 100,0 |
| | 1960–65 | 7,1 | 6,7 | 6,6 | 79,6 | 100,0 |
| | 1966–71 | 42,4 | 0,9 | 2,2 | 54,5 | 100,0 |
| Totalt | 1955–59 | 25,5 | 7,5 | 44,1 | 22,9 | 100,0 |
| | 1960–65 | 0,7 | 11,3 | 46,2 | 41,8 | 100,0 |
| | 1966–71 | 16,5 | 8,3 | 42,3 | 32,9 | 100,0 |

*Källa:* Årsbok för Sveriges Riksbank 1971, tabellbilagan, tabell 88.
*Anm:* Se anm. under tabell 3:6.

pande placeringar i långfristiga obligationer, vilka hållits på en hög nivå genom särskilda kreditpolitiska åtgärder.

Andelarna för kommunerna och bostadssektorn, vars upplåning till dominerande del är långfristig, har förändrats i stort på samma sätt på kapitalmarknaden som på hela kreditmarknaden. Statens långfristiga upplåning har utvecklats betydligt jämnare än dess totala upplåning och detsamma gäller för näringslivet. Mönstret på kapitalmarknaden har därför förändrats utan de kraftiga kastningar som varit utmärkande för utvecklingen på den totala kreditmarknaden och den starkt ökade kreditefterfrågan från näringslivet under 1960–65 tillgodosågs i betydande utsträckning genom en expansion av affärsbankernas utlåning.

Lån från andra bankinstitut än affärsbanker har, som framgått ovan, hänförts till kapitalmarknaden. Skälet härtill är att nämnda bankinstitut traditionellt betraktats som kapitalmarknadsinstitut. Deras utlåning har till stor del avsett långfristiga lån mot bottenin teckningar i bostadsfastigheter. Under 60-talet har emellertid deras kreditgivning erhållit en ändrad inriktning. Bostadslånen avser numera i betydande omfattning dels lån under byggnadstiden, dels finansiering av överliggande del sedan avlyft av byggnadslånet skett genom att bottenlån lämnats av bostadsinstitut. Dessutom har "andra banker" i allt större omfattning beviljat krediter till nä-

*Tabell 3:8* Upplåning på kapitalmarknaden 1955–1971. Procentuell fördelning

| | Marknaden avgränsad efter finansobjekt | | | Marknaden institutionellt avgränsad | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | 1955–1959 | 1960–1965 | 1966–1971 | 1955–1959 | 1960–1965 | 1966–1971 |
| Staten | 16,8 | 7,7 | 12,0 | 19,9 | 8,7 | 8,3 |
| Kommuner | 9,1 | 13,3 | 9,7 | 11,2 | 14,7 | 9,0 |
| Bostäder | 53,1 | 51,7 | 48,7 | 34,6 | 37,5 | 45,8 |
| Näringsliv | 21,0 | 27,3 | 29,6 | 34,3 | 39,1 | 36,9 |
| Totalt | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 |
| Andel av kreditmarknaden | 71,4 | 81,2 | 79,6 | 32,2 | 42,7 | 47,4 |

*Källa:* Årsbok för Sveriges Riksbank 1971, tabellbilagan, tabell 88.
*Anm:* Se anm. under tabell 3:6.
*Kapitalmarknaden, avgränsad efter finansobjekt,* innefattar långfristiga obligationer, förlagsbevis och aktier, oavsett placerare, samt sparbankernas, postbankens, jordbrukskassornas och de privata och offentliga försäkringsinrättningarnas reverslångivning och placeringar i andra långfristiga statspapper än obligationer.
*Kapitalmarknaden, institutionellt avgränsad,* innefattar endast privata och offentliga försäkringsinrättningars och allmänhetens placeringar i långfristiga obligationer, förlagsbevis och aktier samt privata och offentliga försäkringsinrättningars reverslångivning och placeringar i andra långfristiga statspapper än obligationer.

ringslivet och det kan synas tveksamt om denna utlåning är mer långfristig än affärsbankernas. I den nya lagstiftning, som infördes från 1969, har nämnda bankinstituts placeringsregler också utformats i nära överensstämmelse med affärsbankernas. Med hänsyn härtill skulle lämpligen "andra bankers" andel av kapitalmarknaden korrigeras ned i tilltagande omfattning. Om så sker skulle kapitalmarknadens andel av kreditmarknaden ha undergått en ännu mindre ökning från 1955–59 till 1966–71 än den ovan angivna. Det förhållandet att affärsbankernas kortfristiga utlåning till näringslivet sannolikt var särskilt låg under 1955–59 – en period som dominerades av kreditåtstramning – antyder å andra sidan att man underskattat trendökningen i den långfristiga kreditgivningens andel av kreditmarknaden.

För bankinstituten och speciellt för affärsbankerna framstår den långfristiga kreditgivningen åtminstone delvis som bestämd av kreditpolitiska överväganden medan deras primära funktion närmast skulle vara att ge kortfristig kredit. Med detta betraktelsesätt skulle bankinstituten helt eller delvis uteslutas vid beräkning av utbudet på kapitalmarknaden. I denna trängre mening innefattar denna marknad endast enskilda och offentliga försäkringsinrättningars placeringar, samt förvärv av aktier, långfristiga obligationer och förlagslån på marknaden utanför kreditinstituten.

Med denna defintion skulle kapitalmarknaden under senare delen av 50-talet ha omfattat mindre än en tredjedel av kreditmarknaden, men andelen växte snabbt och uppgick 1966–71 till närmare hälften av kreditmarknaden. Denna utveckling är resultatet av en uppgång i AP-fondens placeringar och en relativ tillbakagång av enskilda försäkringsbolags. Förändringarna i placeringsmönstret från 1955–59 till 1966–71 är i detta fall särskilt framträdande för staten och bostadssektorn med en

minskning av statens andel och en ökning av bostadsbyggandets. Sammanslås dessa båda på kreditmarknaden s. k. prioriterade sektorer framstår placeringsfördelningen som i stort sett oförändrad.

Sammanfattningsvis kan följande huvuddrag urskiljas i utvecklingen på kreditmarknaden från senare delen av 50-talet till de senare åren av 60-talet och den hittillsvarande delen av 70-talet. Utbudet på den organiserade kreditmarknaden har växt i snabbare takt än bruttonationalprodukt, sparande och investering. Därvid har den långfristiga finansieringen stigit mest och kapitalmarknaden i vid mening ökat sin andel av kreditmarknaden. Andelsökningen har dock knappast varit så stor som man haft anledning att förmoda med hänsyn till det kraftiga tillskott som AP-fondens bildande och tillväxt inneburit. AP-fondens utbud har därvid balanserats av en mer dämpad utveckling av enskilda försäkringsinrättningars utlåning, vilket var en direkt följd av ATP-systemets införande. Dessutom har "andra banker", vilkas reverslån traditionellt räknats som långfristig utlåning, svarat för en sjunkande andel av utbudet på kreditmarknaden samtidigt som dessa lån i allt större utsträckning blivit mer kortfristiga. En bättre balans kan såtillvida sägas ha uppnåtts vad gäller utbudet på kapitalmarknaden att en större andel härrör från försäkringsinrättningarna som helt är inriktade på långfristig utlåning.

Näringslivet har svarat för en växande andel av upplåningen såväl på hela kreditmarknaden som på kapitalmarknaden i vid mening. Någon större ändring i mönstret har emellertid inte skett för försäkringsinrättningarnas och "allmänhetens" placeringar. Omfördelningen av den långfristiga långivningen har således huvudsakligen skett inom banksektorn. Bl. a. har "andra banker" ökat sina reverslån till näringslivet. Det kan emellertid ifrågasättas om dessa lån är av mer långfristig karaktär än affärsbankernas.

### 3.3 *Näringslivets finansieringsstruktur*

#### 3.3.1 Vinstutveckling, självfinansiering och soliditet

Tillväxten i de privata investeringarna ökade under första delen av 60-talet till ca 6 procent per år mot 5 procent under 50-talet. Näringslivets sparande minskade däremot i relation till bruttonationalprodukten och dess andel av det totala sparandet reducerades. Senare under 60-talet fortsatte minskningen av nämnda sparandeandelar, men denna utveckling motsvarades inte av en lika kraftig ökning av upplåningen på kreditmarknaden som tidigare. En markant dämpning av investeringstillväxten – till under 2 procent per år – ägde istället rum. Denna utveckling kan sammanfattas med följande uppgifter för förändringarna i investerings- och sparkvoter (investeringarnas och sparandets procentuella andelar av bruttonationalprodukten).

| | 1955–59/1960–65 | 1960–65/1966–71 |
|---|---|---|
| Förändring i procentenheter: | | |
| Sparkvot (S) | – 0,8 | – 0,8 |
| Investeringskvot (I) | + 1,6 | – 1,4 |
| Finansiellt sparande (S–I) | – 2,4 | + 0,6 |

Spar- och investeringskvoten avser icke finansiella företag inom den privata sektorn.

Utvecklingen av vinstmarginalerna var under 60-talet i stort sett likartad för företagssektorn i sin helhet och för industrin. Vinstmarginalerna fluktuerade med konjunkturutvecklingen, men för flertalet industrigrupper och för industrin som helhet kan en trendmässig försämring av bruttovinsten i förhållande till omsättningen konstateras (tabell 3:9 och diagram 3:2). Under perioden 1960–65 uppgick marginalförsämringen för industrin i sin helhet till mindre än en halv procentenhet i förhållande till perioden 1957–59 men för tiden 1966–70 minskade marginalen mer påtagligt, med ca en och en halv procentenhet.

Den angivna utvecklingen indikerar en markant nedgång i självfinansieringsgraden, dvs. bruttosparandet i relation till de totala investeringarna. För företagssektorn som helhet sjönk självfinansieringsgraden från 77 procent 1955–59 till 60 procent 1960–65. För industrin var motsvarande värden 124 procent (1957–59) och 89 procent (diagram 3:3 och tabell 3:10).[1] Denna förändring var delvis en följd av ett i förhållande till bruttonationalprodukten sjunkande företagssparande, men framför allt framkom nedgången som ett resultat av investeringsexpansionen i den privata sektorn i början av 60-talet.

Självfinansieringsgraden för såväl industrin som hela näringslivet låg sedan kvar på ungefär oförändrad nivå mellan 1960–65 och 1966–71.

*Tabell 3:9* Förändringar i bruttovinstmarginaler inom industrin 1957–1970

| | Bruttovinst i procent av omsättningen | |
|---|---|---|
| | 1957–59/ 1960–65 | 1960–65/ 1966–70 |
| Metall- och verkstadsindustri | −0,6 | −1,7 |
| Jord- och stenindustri | −1,5 | −2,0 |
| Träindustri | −0,1 | +1,2 |
| Massa- och pappersindustri | −2,4 | +1,6 |
| Grafisk industri och pappersförädling | +0,1 | +1,1 |
| Livsmedelsindustri | 0,0 | +0,2 |
| Textil- och sömnadsindustri | +0,3 | −1,0 |
| Läder, hår- och gummivaruindustri | −0,7 | +0,7 |
| Kemisk och kemisk-teknisk industri | −1,3 | −1,2 |
| Hela industrin | −0,3 | −1,4 |

*Anm.* Bruttovinst beräknas inkl. lagernedskrivning. Gruvindustrin, varvsindustrin och kombinerade företag ingår inte i de redovisade industrigrupperna, men inkluderas i summan. Kraftverk ingår inte.
*Källor:* Statistiska centralbyrån och konjunkturinstitutet.

[1] Tillgänglig statistik medger inte jämförelser för industrin för åren före 1957. Den valda perioden 1957–59 ger måhända inte en fullt rättvisande bild av finansieringsutvecklingen då den är något kort och då en svagare konjunktur torde ha rått under en större del av denna period än under de övriga. De allmänna slutsatserna påverkas dock inte om motsvarande beräkningar utföres för perioden 1957–60 även om noterade förändringar i självfinansieringsgrad och vinstmarginaler blir något mindre markanta.

*Diagram 3:2* Bruttovinstmarginal inom industrin 1957–1970.

Anm: Bruttovinst justerad för lagernedskrivning i procent av omsättningen.
Källa: Konjunkturinstitutet.

Därvid balanserades en fortsatt nedgång i företagssparandets andel av bruttonationalprodukten av en dämpning i investeringstakten från ca 6 procent per år under perioden 1960–65 till ca 2 procent under 1965–70 för hela näringslivet och från drygt 5 till 3 procent för industrin.

De första åren under 60-talet kännetecknades således av att den relativa vinst- och sparnivån sjönk samtidigt som investeringsaktiviteten ökade. Under slutet av decenniet fortsatte vinster och sparande att falla och följdes nu av en markant sjunkande investeringstakt.

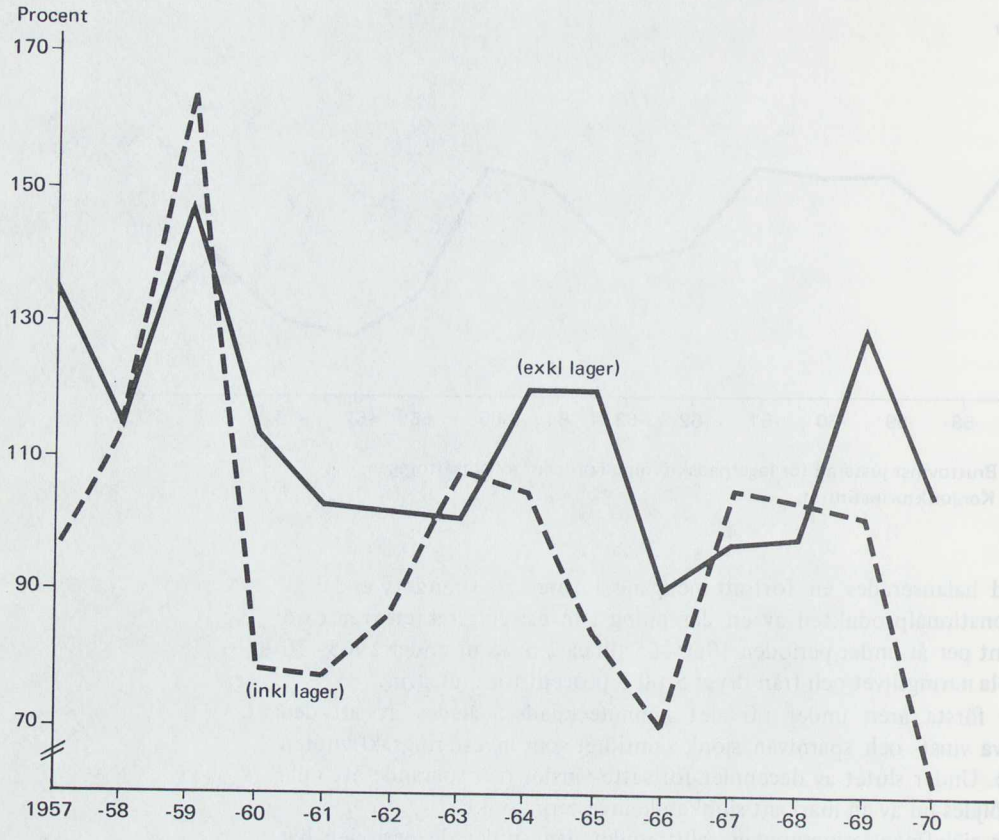
När självfinansieringsgraden fallit under den studerade perioden har beroendet av extern finansiering ökat. Även om redovisade data antyder att ett ökande behov av extern finansiering efterhand uppkommit ger de

*Tabell 3:10* Självfinansiering inom industrin 1957–1970

| | Eget sparande i procent av fasta investeringar och lagerinvesteringar | | |
|---|---|---|---|
| | 1957–59 | 1960–65 | 1966–70 |
| Metall- och verkstadsindustri | 151 | 91 | 93 |
| Jord- och stenindustri | 168 | 84 | 74 |
| Träindustri | 125 | 65 | 75 |
| Massa- och pappersindustri | 108 | 73 | 74 |
| Grafisk industri och pappersförädling | 121 | 78 | 85 |
| Livsmedelsindustri | 111 | 100 | 101 |
| Textil- och sömnadsindustri | 165 | 107 | 128 |
| Läder-, hår- och gummivaruindustri | 130 | 80 | 83 |
| Kemisk och kemisk-teknisk industri | 126 | 96 | 82 |
| Hela industrin | 124 | 89 | 86 |

*Anm.* Gruvindustrin, varvsindustrin och kombinerade företag ingår inte i de redovisade industrigrupperna, men inkluderas i summan. Kraftverk ingår inte.
*Källor:* Statistiska centralbyrån och konjunkturinstitutet.

*Diagram 3.3* Självfinansieringsgraden inom industrin 1957–1970.




Anm: Bruttosparande i procent av fasta och lagerinvesteringar
Källa: Konjunkturinstitutet och Statistiska centralbyrån

inte mer än en grov bild av hur företagens totala upplåningsbehov utvecklats bl. a. på grund av att i totalbeloppen vissa företags överskottssparande salderas mot andra företags underskottssparande.

Om företagens självfinansieringsgrad är lägre än 100 procent, måste investeringarna delvis finansieras med externa medel såvida det inte sker en neddragning av de finansiella tillgångarna. Hur denna externa finansiering kommer att påverka företagens soliditet beror emellertid på i vilken form kapitaltillskottet sker. Soliditeten kommer inte att falla om tillskottet sker i form av riskkapital från gamla eller nya delägare, men den kommer att avta om tillskottet sker i form av upplånat kapital.

En jämförelse av *industriföretagens* finansiella ställning vid början och slutet av 60-talet visar att relationen mellan eget kapital och de totala skulderna sjönk från 36 till 21 procent för företag med 50–499 anställda (tabell 3:11). För företag med över 500 anställda förändrades relationen från 45 till 32 procent. De långfristiga skulderna ökade markant i andel under perioden för båda storleksgrupperna. Även om försiktighet är tillrådlig vid jämförelser av finansieringsstrukturen under enskilda år då

*Tabell 3:11* Industriföretagens finansiella tillgångar och skulder vid utgången av 1961 och 1970. I procent av summa skulder och eget kapital.

| | Företag med 50–499 anställda | | Företag med minst 500 anställda | |
|---|---|---|---|---|
| | 1961 | 1970 | 1961 | 1970 |
| *Finansiella tillgångar* | | | | |
| Kassa och bank | 12 | 7 | 12 | 8 |
| Handelskrediter | 21 | 26 | 19 | 26 |
| Koncernfordringar | 6 | 8 | 7 | 19 |
| Aktier, andelar m. m. | 7 | 3 | 12 | 5 |
| Summa | 46 | 44 | 50 | 58 |
| | (3 800 mkr) | (6 500 mkr) | (14 300 mkr) | (30 100 mkr) |
| *Skulder och eget kapital* | | | | |
| Handelskrediter | 15 | 27 | 19 | 23 |
| Övriga kortfristiga skulder | 15 | 11 | 7 | 7 |
| Koncernskulder | 6 | 12 | 3 | 5 |
| Pensionsskulder | 11 | 5 | 12 | 7 |
| Övriga långfristiga skulder | 17 | 24 | 14 | 26 |
| Eget kapital | 36 | 21 | 45 | 32 |
| Summa | 100 (8 200 mkr) | 100 (14 800 mkr) | 100 (28 600 mkr) | 100 (51 700 mkr) |

*Anm:* Företagens avsättningar till investeringsfonder ingår i "övriga långfristiga skulder". Övriga obeskattade reserver har utelämnats.

Källa: Statistiska centralbyrån och Sveriges Riksbank

tillfälliga fluktuationer kan förrycka bilden, torde den allmänna slutsatsen ändå kunna dras att industrins soliditet sjunkit under 60-talet såväl vad gäller mindre och medelstora som större företag. Den hårda åtstramning som präglade kreditmarknaden år 1970 gör att data för detta år måhända inte ger en fullt rättvisande bild av företagens finansieringsstruktur. En förutsättning för att soliditeten för de båda åren skall kunna jämföras direkt är också att andelen dolda reserver inte förändrats markant. En justering av de poster som främst torde ha påverkats av kreditmarknadsläget ger snarast vid handen att soliditeten bör ha sjunkit mer under perioden än vad redovisade data antyder. Under mer normala förhållanden borde sålunda företagens upplåning i bankerna och därmed de likvida tillgångarna ha varit större. Därvid skulle relationen mellan det egna kapitalet och de totala skulderna ha blivit än lägre. Det bör också noteras att företagens pensionsfonder, som torde kunna betraktas som näraliggande det egna kapitalet minskat i andel under perioden genom den upplösning av dessa fonder som skedde i samband med ATP-reformen.

### 3.3.2 Finansieringsmönster

De privata investeringarnas externa finansiering sker huvudsakligen genom upplåning och kapitalanskaffning på den inhemska kreditmarkna-

den. Denna finansiering ökade från ett belopp motsvarande mindre än 20 procent av investeringarna åren 1955–59 till drygt 30 procent åren 1960–65. Under den därpå följande perioden steg upplåningskvoten till nära 40 procent. Den finansieringsbild som ges i tabell 3:12 är ofullständig såtillvida att företagens likvida och övriga finansiella tillgångar inte redovisas. Vidare sker en betydande del av företagens finansiering utanför den organiserade kreditmarknaden. Denna kreditgivning omfattar inte endast lånetransaktioner mellan företag utan även den offentliga sektorns kreditgivning till företagen. Nettot av upplåningen utomlands omfattar samtliga privata transaktioner med utlandet, dvs. direkta investeringar, värdepapperstransaktioner samt långfristiga och kortfristiga lån. Huvuddelen av dessa transaktioner berör industrin.

Den sjunkande självfinansieringsgraden under första hälften av 60-talet medförde en kraftig ökning av i första hand upplåningen i affärsbankerna, men också av företagens långfristiga upplåning på obligationsmarknaden. Även upplåningen i "andra banker", dvs. postbanken, sparbankerna och centralkassorna för jordbrukskredit, ökade, dock inte i samma takt som affärsbanksupplåningen. Under senare hälften av 60-talet ökade den långfristiga upplåningens andel av den totala upplåningen markant. Upplåningen i affärsbankerna ökade obetydligt i förhållande till tidigare år medan "andra bankers" utlåning till näringslivet fortsatte att stiga kraftigt. Affärsbankernas utlåning till näringslivet var dock alltjämt ungefär dubbelt så stor som "andra bankers". Traditionellt har de sistnämnda bankernas utlåning varit av långfristig karaktär. Under senare år synes dock löptiderna för lånen successivt ha blivit kortare, samtidigt som en omfördelning av dessa bankers långivning har ägt rum från bostäder till företag. Förskjutningar i kreditefterfrågan kan i någon mån ha bidragit till denna utveckling samtidigt som AP-fondens växande utbud på kapitalmarknaden gav möjligheter till en viss omstrukturering av kreditgivningen. En ännu viktigare förklaringsgrund torde dock vara att finna i nämnda bankers egen politik, vilken i hög grad synes ha karakteriserats av en strävan att utvidga engagemangen i företagssektorn. Denna omställning har underlättats genom den nya lagstiftningen för bankinstituten som genomfördes från 1969 och som innebar att "andra banker" fick ungefär samma placeringsregler som affärsbankerna.

Den ökade externa finansieringen under 60-talet utgjordes inte längre huvudsakligen av rörelsekrediter, utan avsåg i allt större utsträckning långfristig finansiering av investeringar i anläggningar och maskiner. Upplåningen på kapitalmarknaden och då i synnerhet genom obligationsutgivning ökade snabbt. Även om införandet av den allmänna tilläggspensionen som tidigare framhållits medförde att det kollektiva sparandet ökade på det privata sparandets bekostnad och därvid också otvivelaktigt bidrog till den sjunkande självfinansieringsgraden inom näringslivet, är det också klart att bildandet av AP-fonden skapade de grundläggande förutsättningarna för en kraftig ökning av företagens långfristiga finansiering. Under femtiotalet uppträdde kraftverken regelbundet som låntagare på denna marknad, medan övriga industrier endast undantagsvis emitterade obligationslån. Under 60-talet upptog ett växande antal industriföretag lån på marknaden. I genomsnitt emitterades

*Tabell 3:12* Näringslivets externa finansiering 1955–1971. Nettobelopp. Årsgenomsnitt. Mkr

| | 1955–1959 | 1960–1965 | 1966–1971 |
|---|---|---|---|
| Bruttoinvestering | 5 040 | 9 050 | 13 510 |
| Lagerinvestering | 780 | 1 470 | 1 840 |
| Summa | 5 820 | 10 520 | 15 350 |
| *Upplåning och kapitalanskaffning på kreditmarknaden* | | | |
| Reverslån m. m. i: | | | |
| Affärsbanker | 300 | 1 460 | 1 660 |
| Andra banker | 100 | 300 | 740 |
| Enskilda försäkringsinrättningar | 250 | 180 | 370 |
| Offentliga försäkringsinrättningar | – | 100 | 650 |
| Summa | 650 | 2 040 | 3 420 |
| Obligationslån | 70 | 580 | 1 740 |
| Aktier | 210 | 520 | 610 |
| Summa | 930 | 3 140 | 5 770 |
| Nettoupplåning utomlands | 330 | 320 | 700 |

Källa: Statistiska centralbyrån och Årsbok för Sveriges Riksbank 1971, tabellbilagan, tabell 88.

under denna period årligen 30–35 lån mot 7 före 1960. AP-fondens andel av obligationsemissionerna ökade successivt och fonden har under senare år tecknat 80–90 procent av varje industrilån.

Uppbyggnaden av AP-fonden förutsatte att ett system av mellanhandsinstitut skulle skapas för att förmedla långfristiga krediter till företag som inte kan tänkas själva emittera obligationslån på marknaden. Ett tiotal institut tillkom eller aktiverades under 1960-talet främst i syfte att kanalisera fondmedel till sådana företag, i första hand mindre och medelstora. De medel som kanaliseras över dessa institut från AP-fonden redovisas under rubriken "reverslån m. m." i tabell 3:12. Denna kanalisering var omfattande under perioden 1966–71 och uppgick till 650 miljoner kronor, vilket motsvarade mer än en tredjedel av näringslivets upplåning på obligationsmarknaden. Härtill skall läggas utlåningen från Investeringsbanken som baserades på dess egna kapital och uppgick till ca 160 miljoner kronor per år under nämnda period.

### 3.3.3 Aktiemarknaden

En förskjutning av sparandefördelningen i samhället mot en ökad andel kollektivt sparande kan generellt sett antas innebära att basen för tillförsel av riskvilligt kapital krymps. I den mån den ökade andelen kollektivt sparande har skett på bekostnad av sparandet i företagssektorn är detta mest uppenbart då det senare torde kunna karakteriseras som närmast fullt ut riskvilligt kapital. En nedgång i hushållssektorns sparandeandel påverkar däremot tillförseln av riskvilligt kapital endast i den mån den leder till en minskning av hushållens placeringar i aktier och liknande

värdepapper. Även om det kollektiva sparandet inte i sig självt utgör riskvilligt kapital kan den offentliga sektorn genom olika åtgärder transformera sina finansiella resurser härtill. Aktieplaceringar i de statsägda industriföretagen är en form även om den inte tillför den privata sektorn riskkapital. Det är däremot fallet då Investeringsbanken med tillskott av ägarkapital från statsbudgeten och lånekapital från AP-fonden förmedlar lån av tämligen hög riskgrad till det privata näringslivet.

Den sjunkande självfinansieringsgraden för såväl industrin som hela näringslivet under 60-talet har endast i ringa utsträckning kompenserats med tillskott av externt riskvilligt ägarkapital. De genomsnittsbelopp för tillskott av aktiekapital som anges i tabell 3:13 innefattar samtliga aktiebolag, alltså även tillskott av kapitel vid nybildande av företag, vilket innebär att det riskkapital som tillskjutits till den egentliga industrin, som här är av primärt intresse, var av betydligt mindre omfattning.

*Tabell 3:13* Aktieemissioner 1951–1971. Mkr

| År | Aktieemissioner | | Näringslivets kapitaltillförsel (netto) via aktiemarknaden | Nyemissioner av börsnoterade aktier |
|---|---|---|---|---|
| | Totalt | Varav nyemissioner (Totalt ./. fondemissioner) | | |
| 1951 | 775 | 306 | 144 | 180 |
| 1952 | 467 | 245 | 214 | 10 |
| 1953 | 491 | 212 | 172 | 5 |
| 1954 | 882 | 449 | 148 | 26 |
| 1955 | 1 058 | 363 | 254 | 243 |
| 1956 | 632 | 406 | 277 | 119 |
| 1957 | 520 | 92 | 164 | 24 |
| 1958 | 646 | 247 | 147 | 65 |
| 1959 | 214 | 113 | 190 | 84 |
| 1960 | 921 | 457 | 346 | 128 |
| 1961 | 1 553 | 853 | 602 | 330 |
| 1962 | 1 199 | 801 | 427 | 106 |
| 1963 | 879 | 546 | 351 | 262 |
| 1964 | 868 | 509 | 454 | 363 |
| 1965 | 1 900 | 865 | 934 | 768 |
| 1966 | 1 325 | 857 | 651 | 327 |
| 1967 | 1 851 | 1 325 | 553 | 181 |
| 1968 | 1 062 | 743 | 476 | 83 |
| 1969 | 3 130 | 2 111 | 846 | 406 |
| 1970 | 2 856 | 1 834 | 448 | 50 |
| 1971 | 1 651 | 1 030 | 687 | 107 |

*Anm.* Patent- och registreringsverket (PRV) sammanställer statistik över aktiekapitalförändringar i alla svenska aktiebolag. På detta material bygger bl. a. Bankföreningens kreditmarknadsstatistik (kolumn 1 och 2). Dessa uppgifter avser alla emissioner och nyemissioner i samtliga aktiebolag utom bank- och försäkringsbolag. Riksbankens statistik över näringslivets nettotillförsel av kapital via aktiemarknaden (kolumn 3) uppvisar lägre siffror. Även här bygger man på uppgifterna från PRV. Här medtas dock endast kontant inbetalda belopp (således ej likvider i form av t. ex. apportegendom) och frångras belopp som vid kapitalnedsättning återbetalts till aktieägarna. Vidare utesluts aktier som emitteras av statliga bolag och betalas över statsbudgeten.

De börsnoterade företagen svarar för en stor del av exporten av industrivaror och av industrins export faller 45 procent på de 25 största exportföretagen. En påfallande liten del av det totala nytillskottet av aktiekapital har tillfallit de börsnoterade företagen. Det högsta beloppet för nyemissioner under efterkrigstiden för denna kategori, 768 mkr, noterades år 1965 medan genomsnittet under 60-talet rörde sig om ca 250 mkr. En stor del av det övriga nyemitterade aktiekapitalet torde emellertid ha tillfallit dotterbolag till börsnoterade företag.

I december 1971 hade Stockholms fondbörs 104 företag inregistrerade på den s. k. A-listan. Börsvärdet på samtliga dessa företag utgjorde 29,6 miljarder kronor vid slutet av 1971. Den hittills högsta siffran för börsvärdet, 33,0 miljarder kronor, uppnåddes i maj 1969. Utvecklingen av de börsnoterade aktiernas värde framgår av tabell 3:14.

Börsvärdet av industriföretagen utgjorde vid utgången av 1971 nära 80 procent av börsvärdet av samtliga företag (tabell 3:16), medan värdet av de två grupperna banker jämte försäkringsbolag och investmentbolag utgjorde icke fullt 10 procent vardera.

Omsättningen på fondbörsen är inte stor och börsens andel av den totala omsättningen av aktier har sjunkit som tabell 3:15 visar. En stor del av aktierna ligger fast placerade hos olika institutioner. Som framgår av tabell 3:16 låg 1971 drygt 20 procent av A-listans aktier hos investmentbolag, försäkringsbolag och aktiefonder. Lägger man därtill de innehav som finns i olika stiftelser och fonder, torde siffran komma i närheten av 25 procent.

*Tabell 3:14* De börsnoterade företagens aktiestock

| År | Antal företag | Nom. värde miljarder kr | Markn. värde miljarder kr ult. december |
|---|---|---|---|
| 1954 | 93 | 3,8 | 9,8 |
| 1958 | 103 | 5,2 | 11,6 |
| 1962 | 109 | 6,3 | 16,6 |
| 1966 | 112 | 9,4 | 20,3 |
| 1969 | 107 | 10,6 | 30,6 |
| 1970 | 106 | 11,9 | 24,0 |
| 1971 | 104 | 12,2 | 29,6 |

Källa: Svenska Handelsbanken

*Tabell 3:15* Omsättning av aktier. Mkr

| År | Samtliga aktiebolag[1] | Via Fondbörsen | |
|---|---|---|---|
| | | mkr | % |
| 1954 | 513 | 240,5 | 47 |
| 1958 | 568 | 261,0 | 46 |
| 1962 | 731 | 277,5 | 38 |
| 1966 | 1 589 | 656,0 | 41 |
| 1969 | 2 809 | 1 194,4 | 43 |
| 1970 | 1 848 | 708,0 | 38 |
| 1971 | 2 692 | 1 061,5 | 39 |

[1] Beräknad på grundval av influten stämpelskatt.
Källa: Bankinspektionen och Svenska Handelsbanken

*Tabell 3:16* A-Listans börsvärde ultimo 1966–1971. Mkr

| | 1966 | 1967 | 1968 | 1969 | 1970 | 1971 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| Verkstäder | 8 303 | 9 164 | 13 384 | 13 977 | 10 547 | 14 018 |
| Järn-, -metallverk, bruksföretag inkl. Gränges | 2 475 | 2 388 | 3 456 | 4 111 | 3 464 | 3 305 |
| Skogsindustri | 1 670 | 1 317 | 1 745 | 2 209 | 1 952 | 1 892 |
| Övriga industrier | 3 238 | 3 478 | 4 088 | 4 232 | 2 938 | 3 779 |
| Industriföretag totalt | 15 686 | 16 347 | 22 673 | 24 529 | 18 901 | 22 993 |
| Rederier | 303 | 290 | 340 | 306 | 288 | 305 |
| Varuhus | 687 | 760 | 797 | 665 | 329 | 420 |
| Banker | 1 663 | 2 028 | 2 603 | 2 216 | 1 918 | 2 434 |
| Försäkringsbolag | 102 | 176 | 323 | 237 | 187 | 253 |
| Övriga företag exkl. investmentbolag | 365 | 403 | 365 | 342 | 306 | 410 |
| Investmentbolag | 1 788 | 1 928 | 2 374 | 2 171 | 1 999 | 2 640 |
| Pref.aktier | 107 | 107 | 99 | 90 | 83 | 128 |
| Sa A-listan totalt | 20 271 | 22 039 | 29 576 | 30 556 | 24 011 | 29 583 |
| a *Innehav i investmentbolag* | | | | | | |
| Miljoner kr | 2 091 | 2 245 | 2 968 | 3 255 | 2 661 | 3 352 |
| i % av A-listan | 10,3 | 10,2 | 10,0 | 10,7 | 11,1 | 11,3 |
| b *Innehav i försäkringsbolag* | | | | | | |
| Miljoner kr | .. | .. | 2 453 | 2 695 | 2 209 | 2 514 |
| i % av A-listan | | | 8,3 | 8,8 | 9,2 | 8,5 |
| c *Innehav i aktiefonder/ stiftelser* | | | | | | |
| Miljoner kr | 77 | 85 | 104 | 135 | 118 | 150 |
| i % av A-listan | 0,4 | 0,4 | 0,4 | 0,4 | 0,5 | 0,5 |
| *a + b + c* | | | | | | |
| Miljoner kr | .. | .. | 5 525 | 6 085 | 4 988 | 6 016 |
| i % av A-listan | | | 18,7 | 19,9 | 20,8 | 20,3 |

*Källa:* Svenska Handelsbanken

# 4 Näringslivets försörjning med riskkapital

## 4.1 *Den realekonomiska och finansiella bakgrunden*

Kredit- och kapitalmarknadernas eller det finansiella systemets effektivitet måste självfallet bedömas mot bakgrund av det bidrag de kan ge till en gynnsam utveckling av den svenska ekonomin. Ett primärt krav på det finansiella systemet bör vara att det besitter tillräcklig *flexibilitet* i fördelningen av medel till olika reala sektorer. Traditionella utlåningsmönster eller stela placeringsregler bör inte få leda till att expanderande näringsgrenar hämmas av bristande finansiella resurser då förutsättningarna i övrigt föreligger för en snabb tillväxt. Utöver den rent kvantitativa aspekten i kravet på snabb anpassning till växlingar i finansieringsbehovet för olika sektorer finns också en kvalitativ sida. Även om man inte skall överdriva betydelsen av att det på kredit- och kapitalmarknaderna finns tillgång till en mångfald olika finansieringsinstrument, bör det ändå föreligga möjligheter att i rimlig utsträckning tillgodose finansieringsbehovet i de olika former det framträder, långfristiga och kortfristiga lån, tillförsel av riskvilligt lånekapital, ägarkapital etc.

Ett andra och kanske mer grundläggande krav är att det finansiella systemet besitter en hög grad av *soliditet*. En stor flexibilitet, som inte stöder sig på ett solitt kreditsystem, kan medföra risker för bakslag med betydande realekonomiska konsekvenser. Börskrisen i slutet på 20-talet och början på 30-talet är härvid extrema exempel. För att återupprätta stabiliteten i det finansiella systemet fick lagstiftningen för olika kreditinstitut efter dessa erfarenheter en betydligt restriktivare utformning. Soliditeten i det finansiella systemet är självfallet väsentlig för stabiliteten i hela samhällsekonomin. Samtidigt kan man emellertid hävda att ett i övrigt stabilt ekonomiskt system bör medge vidgade möjligheter till flexibilitet på kredit- och kapitalmarknaden, så att utbudet kan anpassa sig till de växlingar i efterfrågan som föranledes av variationer i utvecklingstakten för olika näringsgrenar och till dessas finansieringsbehov. Det synes därför önskvärt att skapa institutionella betingelser för den flexibilitet och rörelsefrihet, som krävs för att den svenska ekonomins tillväxtpotential skall kunna tillvaratas på bästa sätt. Det är närmast ur denna synpunkt och med beaktande av kravet på stabilitet i kreditsystemet som utredningen betraktar frågan om näringslivets

kapitalförsörjning.

Företagens finansieringsstruktur torde besitta en betydande grad av elasticitet och företagen synes inom relativt vida gränser ha möjligheter att anpassa strukturen efter rådande förhållanden beträffande självfinansiering, kreditmarknadsläge etc. utan att de reala dispositionerna påverkas i nämnvärd grad. Jämförelser av företagsfinansieringen i olika branscher och olika länder liksom över tiden antyder att förhållandena kan vara högst skiftande. Några entydiga samband mellan företagens finansieringsstruktur och deras investeringsaktivitet torde därför vara svåra att finna. En rad andra faktorer, såsom konjunkturutveckling, marknadsläget beträffande tullar och andra handelshinder, tekniska nydaningar m. m., spelar här troligen en betydligt mer avgörande roll. Det kunde möjligen påstås att företagen är mer sårbara på kort sikt innan lämpliga anpassningsformer kunnat utvecklas t. ex. i samband med en åtstramning i kreditmarknadsläget. Mycket tyder dock på att åtminstone de större företagen genom variationer bl. a. i sina likvida tillgångar besitter en betydande grad av flexibilitet och utnyttjar denna så länge de långsiktiga förutsättningarna bedöms kvarstå orubbade. Det betyder inte att en kreditåtstramning skulle vara verkningslös, men väl att företag med en god finansiell planering inte skulle behöva företa några omfattande ändringar i sin investeringsverksamhet. Inte minst för denna kategori av företag kunde man tänka sig att det sker en medveten anpassning till på längre sikt ändrade finansieringsförhållanden.

De uppgifter som presenterats i föregående kapitel över företagen och deras finansiering kan inte ge mer än mycket grova mått på utvecklingen. Bilden är dock tillräckligt tydlig för att motivera slutsatsen att det skett en markant förändring i företagens finansieringsstruktur sedan 50-talet. Företagssparandet – mätt i procent av BNP – har som framgått visat en oavbrutet sjunkande tendens. Självfinansieringsgraden har också minskat kraftigt men för denna ägde hela nivåförskjutningen rum redan under förra delen av 60-talet. Detta speglar den då höga investeringsaktiviteten inom näringslivet. Dessa investeringars andel av BNP steg kraftigt från 1955–59 till 1960–65 för att sedan åter sjunka tillbaka. De drag som här tecknats för näringslivet i sin helhet, gäller också i stort för industrin.

Den starka investeringsexpansionen vid sjunkande företagssparande ger en antydan om att företagen åtminstone temporärt är beredda att genomföra sina investeringar utan alltför stort beroende av vinst- och sparandeutveckling om förutsättningarna på längre sikt betraktas som gynnsamma. Några års avvikelser bör också ha en ganska marginell effekt på utestående finansiella tillgångar och skulder.

Man kan naturligtvis diskutera vilka drivkrafter som låg bakom den ökade investeringsaktiviteten. Expansionen sköt fart i slutet av 50-talet, delvis sannolikt till följd av en uppdämd investeringsefterfrågan efter den restriktiva politik som fått föras tidigare under 50-talet och under 40-talet. Tillväxten fick sedan direkt stimulans av den allmänna konjunkturuppgången. Den klarare handelspolitiska situationen och tullavtrappningen kan också ha bidragit till ökad optimism inom framförallt exportnäringarna. En viss nedgång i den under 50-talet rådande höga självfinansieringsgraden borde inte heller ha tett sig

avskräckande. Den försämrade utvecklingen av de inom företagen genererade finansieringsmedlen kan väl delvis sättas i samband med avgiftsuttagen till ATP-systemet, ehuru några säkrare slutsatser rörande övervältringseffekter m. m. inte är möjliga att dra. Till bilden hör att det under denna period även internationellt rådde en svagare vinstkonjunktur.

Den följande perioden sjönk, som nämnts, både företagens sparande och investeringar, beräknade i procent av BNP. Det bör i detta sammanhang framhållas att de valda perioderna kanske inte är av tillräcklig längd för att man skall kunna bortse från konjunkturrörelserna. Möjligen rymmer mellanperioden en längre tid med högkonjunktur än övriga perioder.

Andra faktorer har dock troligen varit mer framträdande. Det synes inte osannolikt att de tilltagande konjunkturrörelserna och de ökade riskerna för betalningsbalansstörningar och handelsrestriktioner liksom osäkerheten om utvecklingen av marknadsfrågorna både i Europa och i ett större internationellt perspektiv kan ha verkat återhållande på investeringsaktiviteten och lett till ökad försiktighet vid planeringen av nya projekt. Man kan emellertid ej heller utesluta att den dämpade investeringsviljan också får ses som en anpassning till en på längre sikt lägre vinst- och företagssparandenivå än tidigare.

Det är möjligt att företagen under senare delen av 60-talet hade kunnat övervältra en större del av ATP-avgifterna än tidigare. Effekten härav skulle ha varit en mer dämpad tillväxt av hushållsinkomster och privat konsumtion och därmed ökat sparutrymme. I motsatt riktning verkade emellertid att hushållen under senare delen av 60-talet sparade mindre av sina disponibla inkomster. Denna senare förändring torde dock knappast mer än i obetydlig utsträckning ha varit en eftersläpande effekt av ATP-systemets införande.

Oavsett om verkningarna på sparandet och dess fördelning härrör från ATP-systemets införande eller kan återföras på andra förhållanden kan konstateras att såväl hushållens som företags- och försäkringssektorns sparkvot sjunkit medan det kollektiva sparandet, främst i AP-fonden men också hos kommunerna, ökat från senare delen av 50-talet till senare delen av 60-talet och början av 70-talet. Det kollektiva sparandets andel har sålunda ökat kraftigt på bekostnad av det privata sparandet och möjligen också genom någon ökning av det totala sparandet. Några väsentliga förändringar i rådande förhållanden synes knappast vara att vänta.

En omfördelning av sparandet bör medföra ändringar i förutsättningarna att tillgodose olika finansieringsbehov. Några klara linjer härför kan visserligen inte fastläggas på grund av den transformation som finansieringsvillkoren genomgår på sin väg från den "ursprunglige" finansiären till den "slutlige" mottagaren av kapitalet – en process som bl. a. hör till kreditinstitutens primära funktioner. En ökning av andelen kollektivt sparande torde dock innebära att basen för det riskvilliga kapitalet krymper, då detta sparande inte annat än undantagsvis görs riskbärande. Klarast framstår detta då kollektivt sparande ersätter företagssparande, en utveckling som kan dämpa företagens investeringsvilja. Förändringen i sparandefördelningen kan mot denna bakgrund

motivera att man försöker utöka formerna för det kollektiva sparandets användning om detta bedöms angeläget för att öka tillförseln av riskvilligt kapital. Det utesluter givetvis inte att åtgärder, som ökar hushållens benägenhet att placera i mer riskvilliga former, prövas. Det kollektiva sparandet skulle kunna begränsas, men ansträngningar i den riktningen skulle medföra betydande risker för ett lägre totalt sparande.

Vid en bedömning av finansieringsbehovet torde man för tiden framöver kunna förutse vissa ändringar i investeringsmönstret. Det synes sålunda troligt att den mer dämpade utveckling, som redan inletts för bostadsbyggandet efter den kraftiga expansionen tidigare under 60-talet, kommer att bestå. Även om de kommunala investeringarna kan komma att öka väsentligt, torde den mycket starka tillväxten under 60-talet knappast komma att upprepas på sikt bl. a. till följd av kommuninvesteringarnas nära samband med bostadsbyggandet men även som en följd av det ansträngda kommunalekonomiska läget.

Utrymme skulle mot nämnda bakgrund kunna föreligga för en icke oväsentligt högre stegringstakt för de privata investeringarna än den förhållandevis dämpade, som präglat dessa investeringar sedan mitten av 60-talet. Från statsmakternas sida har betonats nödvändigheten av att förstärka industrins produktionskapacitet och att därför söka uppnå en ökad investeringsaktivitet inom detta område. 1970 års långtidsutredning har skjutit bytesbalansproblemet i förgrunden och framhåller att en förstärkning av bytesbalansen i riktning mot jämvikt 1975 förutsätter en prioritering av industrins investeringar och att dessa således beredes utrymme för en snabb tillväxt. I det längre perspektiv, som kapitalmarknadsutredningen har att anlägga framstår önskemålet om en hög kapitalbildningstakt, utan närmare kvantifiering, som mer direkt relaterat till målsättningen om en på sikt hög ekonomisk tillväxttakt och till utvecklingen av ett expansivt och vitalt näringsliv. Utredningen vill dock tillägga att väl så viktigt som någon procents större årlig investeringsökning är att investeringarna ges en effektiv allokering. En eller ett par procents större ökning i investeringarna under några år ger helt obetydliga tillskott till de förefintliga kapitalresurserna som säkerligen lätt kan gå "förlorade" genom en mindre omsorgsfull fördelning av investeringarna.

Den ekonomiska politiken har också under senare år i icke oväsentlig grad utformats med inriktning på att försöka stärka investeringsbenägenheten och ge prioritet åt industrins investeringar. Några kvantitativa mål liknande dem som gäller för bostadsbyggandet har visserligen inte fastställts för industriinvesteringarnas storlek. Under högkonjunkturen 1969–70 sökte man emellertid genom fysiska regleringar och skatt på andra investeringar skapa utrymme för en utbyggnad av industrins kapacitet. Under den påföljande konjunkturavmattningen har stimulansåtgärderna också i hög grad varit koncentrerade på industrins investeringar. Investeringsfonderna har frisläppts i ökad omfattning och deras användning utsträcktes i slutet av 1971 till att gälla även lagerinvesteringar. Industrins maskininvesteringar främjas dessutom genom ett extra skatteavdrag på 20 procent för åren 1971 och 1972. På kreditmarknaden har det finansiella utrymmet inte minst på den långa marknaden vidgats genom emissioner av industriobligationer av något

större omfattning än lågkonjunkturåren 1967–68 och genom långfristig utlåning från Investeringsbanken samt Industri- och Företagskredit. Vid utformningen av riktlinjerna för den restriktiva kreditpolitiken under den senaste högkonjunkturen beaktades särskilt industrins kreditbehov och lån för finansiering av industrins investeringar skulle ha företräde i den mån kreditutrymme fanns. Åtgärderna synes otvivelaktigt ha bidragit till att tillväxttakten för industriinvesteringarna under senare år varit högre än för de totala investeringarna.

Stabiliseringspolitiska åtgärder syftande till att åstadkomma en hög och jämn tillväxttakt i industriinvesteringarna är självfallet inte de enda insatser, som är nödvändiga för att stärka det svenska näringslivets konkurrenskraft. Härför behövs även näringspolitiska insatser för att påskynda strukturomvandlingen och främja teknisk utveckling. Vid utformningen av arbetsmarknads- och regionalpolitiken, som har nära anknytning till strukturomvandlingen, har bl. a. strävats efter att få till stånd koncentrerade insatser för att därigenom skapa mer livskraftiga enheter inom stödområdena.

Inte mindre viktigt synes emellertid vara att det finansiella systemet är så utformat att det leder till en effektiv allokering av resurserna och skapar de grundläggande incitamenten för en expansion av i första hand industrins investeringar.

Någon väsentlig förändring av företagssparandets utveckling som skulle framkalla en ökad investeringsvilja inom industrin torde emellertid knappast vara att vänta. En nedgång i självfinansieringsgraden som blir bestående under en längre tid kan medföra en påtaglig försämring av företagens soliditet. Det riktar uppmärksamheten mot möjligheterna att tillföra företagen riskvilligt kapital utifrån, i första hand genom tillskott till deras egna kapital. Tillförseln av eget kapital främst genom nyemission av aktier har inte undergått någon nämnvärd ökning sedan 60-talets början. Den har i varje fall inte på långt när kunnat uppväga den sjunkande nivån för företagssparandet.

### 4.2 *Utredningens överväganden*

Basen för företagens finansiering av investeringsverksamheten är det egna kapitalet och de i företagen kvarhållna vinstmedlen. I debatten kring självfinansieringens betydelse kan något tillspetsat två olika synpunkter sägas vara företrädda. Enligt den ena förutsättes att företagen uppfattar upplåning som ett förhållandevis dåligt substitut för självfinansiering. För att företagen skall göra några djärvare satsningar, måste investeringarna enligt företrädarna för denna uppfattning finansieras praktiskt taget uteslutande med egna medel. Enligt den andra uppfattningen antas skillnaderna mellan olika finansieringsformer, då företaget väl har en god bas av eget kapital, inte vara lika avgörande. Den fäster därför vikt vid att medlen kommer ut på en marknad och härigenom kan kanaliseras till företagen med de mest lönsamma projekten.

De framförda uppfattningarna är i hög grad subjektiva och något tillförlitligt empiriskt underlag för att bedöma dem föreligger inte. Det förefaller sannolikt att båda uppfattningarna innehåller väsentliga element för

förståelsen av företagens investeringspolitik. Det är sålunda möjligt att företagens satsning på investeringsprogram innehållande projekt som kan förväntas ha hög lönsamhet men som är förenade med stor osäkerhet, förutsätter en relativt omfattande självfinansiering. Dock kan en alltför nära anknytning av investeringsverksamheten till självfinansieringsutrymmet marginellt medföra att projekt med lägre räntabilitet blir genomförda på bekostnad av mer lönsamma investeringar inom andra företag som, i avsaknad av en marknadsmässig fördelning, ej kunnat konkurrera om de finansiella resurserna inom ramen för det totala investeringsutrymmet. Det förefaller exempelvis inte uteslutet att självfinansieringsgraden under 50-talet kan ha varit alltför hög för att en samhällsekonomiskt önskvärd fördelning av resurserna skulle komma till stånd. Härtill kommer att en hög självfinansieringsgrad försämrar möjligheterna att påverka investeringsefterfrågan inom företagssektorn med kreditpolitiska åtgärder. På många håll anses en hög självfinansieringsgrad ej heller acceptabel ur inkomst- och förmögenhetsfördelningssynpunkt.

Det torde dock otvivelaktigt också finnas en gräns under vilken företagssparande och vinster inte kan sjunka utan att det uppstår svårigheter att upprätthålla den önskvärda investeringsvolymen och få till stånd en effektiv resursfördelning. Självfinansieringsgraden under 60-talet var väsentligt lägre än under 50-talet framförallt som en följd av sjunkande vinst- och sparandenivå inom företagssektorn. Utredningen anser att en fortsatt utveckling i denna riktning kan få ogynnsamma följder för industrins investeringsaktivitet och för den allmänna ekonomiska utvecklingen. I utredningens uppdrag ingår emellertid inte att överväga åtgärder som direkt kan påverka företagens lönsamhet utom i den mån de har direkt beröring med förhållandena på kapitalmarknaden. Företagsbeskattningsfrågor, ändrade avskrivningsregler etc. ankommer sålunda inte på utredningen att överväga. Dess uppgift i detta sammanhang är snarast att utröna i vad mån medel från kapitalmarknaden kan tänkas utgöra lämpliga komplement till av företagen internt genererat eget kapital och i vilka former utbudet kan ske.

I viss utsträckning kan företagens benägenhet att lånefinansiera en expansion väntas öka om långfristiga krediter ställs till förfogande och då särskilt om kreditgivningen kan ske i mer riskvilliga former än kreditinstituten för närvarande kan eller önskar erbjuda.

Allmänna pensionsfondens tillkomst har medfört att näringslivets tillgång till långfristiga krediter väsentligt ökat. Då direkt upplåning mot obligationer i realiteten inte står öppen för andra än en begränsad grupp stora företag, bildades eller aktiverades såsom tidigare beskrivits ett tiotal mellanhandsinstitut under 60-talet i syfte att kanalisera långfristiga krediter från AP-fonden till näringslivet.

Ett av dessa institut, den statliga investeringsbanken, utgör den mest framträdande manifestationen för statsmakternas strävan att genom nydaningar på kreditmarknaden bidra till att lösa näringslivets finansieringsproblem. Investeringsbanken har försetts med ett betydande eget kapital, men förutsätts i övrigt i allt väsentligt repliera på AP-fondens medel. Då banken i stor utsträckning är inriktad på finansiering av projekt som utgör en dominerande del av låntagarens verksamhet kan den förutsättas bära en väsentligt större del av företagsrisken än konventionella

kreditinstitut. Även vad gäller själva lånevillkoren har banken varit nydanande. Den ger bl. a. utfästelser om krediter med utbetalning vid i förväg angivna tidpunkter och med räntesatsen fastställd redan i samband med bevillningen. Låneutbetalningarna kan härvid anpassas till låntagarens löpande utgifter för det till grund för krediten liggande projektet. Amorteringarna anpassas också med hänsyn till den förutsedda utvecklingen av avkastningen på projektet ifråga.

I den mån bankerna inte har möjlighet att sänka kraven på soliditet och alltså i praktiken ta större risker i sin kreditgivning, kan en ökad tillförsel av riskvilligt och långfristigt lånekapital via Investeringsbanken framstå som en lämplig åtgärd för att bidra till att uppnå det primära målet att öka näringslivets investeringar. Medan de institutionella förutsättningarna för näringslivets kreditförsörjning sålunda synes ha förbättrats väsentligt under en tioårsperiod, har, frånsett Investeringsbankens lånevillkor, några mer betydande innovationer vad gäller låneinstrumenten på kapitalmarknaden inte genomförts. Debatten på detta område har emellertid varit livlig.

Förslaget till ny aktiebolagslag (SOU 1971:15) aktualiserar två kapitalformer, vinstandelslån och konverteringslån, som närmast kan karakteriseras som mellanformer mellan eget kapital och lånekapital. Vinstandelslånen är i stora drag utformade så, att avkastningen utöver en förhållandevis låg, fixerad "grundförräntning", är beroende av det låntagande företagets resultat. Konverteringslånen, i huvudsak obligationslån, utmärks av att skuldebreven i på förhand fixerade proportioner kan utbytas mot aktier i företaget. Gemensamt för låneformerna är därför att långivaren garanteras en viss utdelning på insatta medel samtidigt som han har möjlighet att tillgodogöra sig en ökad avkastning för den händelse företaget uppnår god lönsamhet.

I debatten har ofta framhållits att dessa båda låneformer bör kunna initiera ett ökat utbud av kapital från allmänheten till näringslivet eftersom placeringarnas risknivå blir lägre än för sedvanliga aktieplaceringar. För företagens del vore det en fördel att lånekostnaderna blev beroende av verksamhetens resultat. Det är inte uteslutet att dessa låneformer kan locka fram ett ökat utbud av i viss bemärkelse riskvilligt kapital från allmänheten och att företagens finansiering även i övrigt skulle gynnas av en introduktion av dessa på marknaden. Vissa rättsliga reformer måste dock genomföras för att låneformerna skall kunna få någon mer utbredd användning. För konverteringslånen gäller sålunda att bestämmelserna enligt förslaget till ny aktiebolagslag måste införas. Beträffande vinstandelslånen måste klarläggas huruvida den variabla delen av utdelningen kan likställas med räntekostnad för företagen och således vara avdragsgill vid beskattning.

Det finns emellertid knappast anledning att förmoda att ovan diskuterade eller några andra instrumentella innovationer på kapitalmarknaden i någon betydande utsträckning spontant skulle kunna framkalla ett ökat intresse för riskbetonade placeringar. Det synes ej heller troligt att företagen i någon högre grad betraktar lånekapital som lämpligt substitut för ägarkapital.

Olika finanspolitiska åtgärder, som direkt stimulerar till en ökad till-

försel av riskkapital till näringslivet, kan naturligtvis också övervägas. Bestämmelser med sådant syfte har redan introducerats genom de s. k. Annell-reglerna. Företagens incitament att nyemittera aktier förstärks genom dessa regler då bolag under tio år äger tillgodogöra sig avdrag vid beskattning för lämnad utdelning på nyemitterade aktier till ett belopp högst motsvarande fem procent av vad som inbetalts för aktierna. Ytterligare lättnader av denna karaktär skulle kunna införas. Det kan dock ifrågasättas om man på denna väg kan nå mer väsentliga effekter.

Mot bakgrund av nämnda förhållanden kan enligt utredningens mening prövas om möjligheter föreligger att tillföra företagen riskvilligt kapital genom sådana ändrade regler på kapitalmarknaden, som medger ökade riskbärande placeringar. Om en sådan kanalisering skall kunna få någon större omfattning måste AP-fonden genom sin dominerande ställning rimligen stå för merparten av tillskottet och detta torde i allt väsentligt få avse konventionellt ägarkapital. För detta talar inte blott det förhållandet att ägarkapital bara i begränsad utsträckning kan ersättas av andra former av riskkapital. Oavsett den syn man har på det inflytande i näringslivet som löpande bör utövas på grundval av tillskott av riskvilligt kapital från AP-fonden, synes det enligt utredningens mening knappast rimligt att helt frånhända placeraren – AP-fonden själv eller något mellanhandsinstitut – möjligheterna att åtminstone i vissa lägen kunna utöva det inflytande, risktagandet i och för sig motiverar. Detta förutsätter att placeringarna sker i aktier eller eventuellt andra företagsandelar.

Två förhållanden skall emellertid understrykas i detta sammanhang. Det första gäller det faktum att olika former av eget kapital inte kan betraktas som likvärdiga. Det är sålunda en avgörande skillnad om kapitalet genereras internt inom företaget eller anskaffas genom emission av aktier. En ökning av det internt genererade kapitalet är i sig själv uttryck för en högre förräntning på redan insatt kapital, ett förhållande som borde förstärka investeringsviljan. Anskaffning av eget kapital genom aktieemissioner för finansiering av ett företags utveckling ställer däremot förräntningsanspråk som snarare är högre än för upplånade medel såvida det inte sker en förändring i placerarnas avkastningskrav.

För det andra bör framhållas att ökade placeringar i aktier inte utan vidare kan antas tillföra näringslivet ett motsvarande belopp eget kapital. Några institutionella hinder för företagen att emittera nya aktier föreligger inte. Den rådande situationen kan sägas karakteriseras av att kursnivån är för låg och marknaden för "tunn" för att företagen skall kunna uppnå en sådan emissionskurs att de är beredda att nyemittera aktier i större omfattning. En press uppåt på kurserna synes under förevarande omständigheter närmast oundgänglig för att företagen skall vara benägna att företa nyemission av aktier.

Den svenska aktiemarknaden är liten och nyemissionerna har varit tämligen obetydliga. Omsättningen på fondbörsen under perioden 1966–70 uppgick till i genomsnitt ca 800 miljoner kronor per år och nyemissionerna för börsnoterade företag till i genomsnitt ett par hundra miljoner kronor per år. Av dessa senare års erfarenheter att döma synes det knappast troligt att företagens efterfrågan på riskvilligt kapital skulle vara tillräckligt elastisk för att absorbera ett mer betydande utbud av

sådant kapital utan att detta skulle leda till kraftiga kursstegringar. Det är därför väsentligt att man prövar sig fram på marknaden så att det ökade utbudet kommer företagen till godo och ej i alltför hög grad tar sig uttryck i en höjd kursnivå.

I diskussionen kring kanaliseringen av AP-fondens medel har nämnts att fem procent av fondkapitalet skulle avdelas för placeringar i aktier och andra företagsandelar. Detta skulle innebära en årlig tillförsel av f. n. 400 miljoner kronor som en följd av de löpande tillskotten av medel till fonden. En årlig placering av denna omfattning, vare sig den kom att ske genom uppköp eller genom deltagande i nyemissioner, skulle otvivelaktigt medföra kraftiga kursstegringar och därmed förutsätta att man accepterade en väsentlig sänkning av avkastningskraven för placeringar i riskvilligt kapital. Samtidigt skulle en sådan utveckling medföra betydande kapitalvinster för tidigare aktieägare.

Denna utveckling kunde följa redan om en ökad benägenhet uppstod hos allmänheten att placera i aktier. I det här diskuterade fallet skulle det emellertid vara fråga om något radikalt annorlunda. Man skulle nämligen tillskapa en aktieplacerande institution med en potentiell kapacitet utan motsvarighet på aktiemarknaden. Härvid kunde förväntningsbilden förändras väsentligt med kraftiga återverkningar på kursbildningen som följd. Förväntningar om fortlöpande kraftiga kursstegringar skulle kunna hålla tillbaka säljarna på marknaden samtidigt som köplusten torde komma att stiga avsevärt. Även själva bildandet av en institution av denna karaktär kunde utlösa en spekulation med överdriven kursuppgång och med risk för påföljande kraftiga kursfall.

Förutom dessa verkningar på den allmänna kursnivån skulle sannolikt ofta återkommande marknadsstörningar uppstå genom att förväntningar skapades om att fondmedel skulle placeras än i det ena bolaget än i det andra. Dessa effekter skulle givetvis förstärkas om fonden kom att företa ständiga omplaceringar av aktieportföljen. Avsevärda svårigheter skulle också föreligga om behov uppstod för fonden att sälja ut en del av aktieinnehavet då häftiga kurseffekter därvid kunde initieras. I praktiken torde därför i portföljen inneliggande aktier i stort sett få betraktas som "frusna".

I ovan förda diskussion har förutsatts att aktieköpen sker på marknaden och det har inte gjorts någon åtskillnad mellan nyemitterade aktier och andra. Det har emellertid i debatten hävdats att tillskott bör ske i samband med nyemissioner. Man skulle därvid säkerställa att de placerade medlen direkt tillförs näringslivet och även att denna tillförsel sker till sådana företag, som anses vara i behov av nytt kapital. Det har också anförts att man härigenom skulle kunna nå uppgörelser som inte får en kursstegrande effekt på fondbörsen.

Med nuvarande lagstiftning är emellertid en sådan kanalisering knappast möjlig. Aktiebolagslagen föreskriver att varje aktieägare har en (med här betydelselösa undantag) ovillkorlig företrädesrätt att teckna aktier vid nyemission. AP-fondens eventuella köp i samband med nyemission av aktier i befintliga företag torde därför för närvarande knappast skilja sig nämnvärt från vanliga aktieförvärv då fonden vore tvingad att förvärva teckningsrätter på marknaden. Kurserna på dessa avspeglar givetvis gällan-

de marknadskurser för utelöpande aktier och det vore egalt om placeringarna avsåg aktier eller teckningsrätter.

En grundläggande förutsättning för att fonden skall bli i stånd att företa riktade insatser synes således vara att aktiebolagslagens nuvarande bestämmelser om företrädesrätt upphävs. I aktiebolagsutredningens betänkande föreslås att bolagsstämma med kvalificerad majoritet skall kunna besluta att avvika från den grundläggande principen om företrädesrätt. Om denna regel blir tillämplig, kommer den att möjliggöra nyemissioner av aktier primärt avsedda att försäljas utanför ägarkretsen vid emissionstillfället, t. ex. till AP-fonden. Även enligt förslaget till ny aktiebolagslag är således aktieägarnas medgivande en förutsättning för att fonden skall kunna ge direkta tillskott av ägarkapital till företagen.

Det är möjligt att de vägar som härigenom skulle öppnas att träffa överenskommelse om övertagande av en del av en nyemission eller en hel nyemission, i någon mån skulle dämpa den press uppåt på de registrerade kurserna som ett ökat utbud av riskvilligt kapital framkallar. Förutsättningarna för att bolagsstämman skall acceptera en nyemission att placeras utanför ägarkretsen måste emellertid vara att bolaget ifråga når en för sig gynnsam överenskommelse. Emissionskursen skulle sålunda kunna bli tämligen hög även i detta fall och det kan ifrågasättas om inte en tänkbar överenskommelse ur placerarens synpunkt i vissa lägen t. o. m. kunde innebära sämre villkor än vad som skulle kunna uppnås genom direkta köp på marknaden. Det kan gälla i de fall då företagen kanske är överdrivet optimistiska i sin bedömning av möjligheterna att placera en nyemission på marknaden eller överhuvudtaget är föga intresserade av en uppgörelse.

Enligt utredningens mening bör, som framgått, möjligheterna prövas att tillföra näringslivet riskvilligt kapital från AP-fonden huvudsakligen i form av aktiekapital. De överväganden som redovisats ovan har dock gjort utredningen övertygad om att en kanalisering av riskvilligt kapital från AP-fonden måste ske med varsamhet och med stor hänsyn tagen till riskerna för störningar på marknaden.

# 5 Former för kanalisering av riskvilligt kapital från allmänna pensionsfonden

## 5.1 *Olika lösningar*

Det är givetvis möjligt att konstruera en rad olika former i vilka AP-fondens medel kan kanaliseras som riskvilligt *ägar*kapital till näringslivet. Vid en systematisk genomgång av olika kanaliseringsmetoder kan lämpligen urskiljas två huvudformer. Enligt den *första* kan placeringsverksamheten handhas inom ramen för AP-fondens organisation, d. v. s. av AP-fonden själv eller till denna knutna organ. AP-fonden placerar då i aktier och andra företagsandelar direkt i industriföretag m. fl. eller via av fonden ägda mellanhandsinstitut. Enligt den *andra* metoden kanaliserar AP-fonden medel till mellanhandsinstitut, som ur ägandesynpunkt är fristående från fonden och som i sin tur använder medlen för förvärv av aktier m. m.

### 5.1.1 Aktieförvaltning inom AP-fondens organisation

Den ur tekniska synpunkter enklaste kanaliseringsmetoden skulle sannolikt vara att ändra placeringsreglementet för AP-fonden så att denna medgavs rätt att placera även i aktier eventuellt kombinerat med någon övre gräns för placeringarnas omfattning. Fonden skulle därvid kunna placera direkt i aktier emitterade av industriföretag, rederier o. d. samt eventuellt även i sådana utgivna av på marknaden förefintliga investmentbolag. Dessa skulle då kunna betraktas som ett slags mellanhandsinstitut i vilka fonden ingick som delägare genom att förvärva aktier i dem.

En utsträckning av AP-fondens placeringsrätt till att även omfatta aktier skulle också möjliggöra för fonden att bilda och äga egna mellanhandsinstitut. Fondens placeringar i aktier i ett institut av detta slag, som då finge formen av förvaltningsbolag, skulle utgöra det kapital detta hade till förfogande för förvärv av aktier i olika bolag. Institutets resurser skulle givetvis kunna kompletteras med lån från fonden. Man kunde även bilda aktiefonder av det slag som beskrivs nedan. Fonden skulle emellertid i samtliga dessa fall bära den fulla risken för mellanhandsinstitutens totala engagemang. Det synes därför knappast föreligga skäl att försvåra överblicken av AP-fondens placeringar och den närmare

karaktären av dessa genom att splittra upp kapitaltillförseln på flera olika finansieringsformer.

Valet av kanalisering via ett eller flera av fonden helägda förvaltningsbolag finge givetvis bli avhängigt av vilka fördelar, som skulle stå att vinna med en sådan kanaliseringsmetod jämfört med att fonden placerade direkt på marknaden. Det kan te sig rationellt ur redovisningssynpunkt och även i övrigt ur administrativ synpunkt att separera aktieplaceringsverksamheten från fondens utlåning. Det kan också befinnas funktionellt att låta aktieplaceringarna skötas av ett eller flera bolag som får agera relativt självständigt men som i sista hand är ansvariga inför AP-fonden och eventuellt tilldelas olika uppgifter. Något bolag kunde t. ex. bidra med kapitaltillskott till mindre och medelstora företag. Det är även möjligt att konstruera ett slags konkurrenssystem med flera förvaltningsbolag. Det bör dock noteras att det ur beskattningssynpunkt, med tillämpning av nu gällande skatteregler, icke är helt likgiltigt om placeringarna görs direkt av AP-fonden eller sker via förvaltningsbolag. Både AP-fonden och nämnda bolag är visserligen befriade från skatt på inkomst från uppburna utdelningar; de senare dock endast under vissa bestämda förutsättningar. Förvaltningsbolag är emellertid i motsats till AP-fonden skattskyldiga för realisationsvinst på aktier.

Det skall inte uteslutas att ett system med delegering av uppgifter till ett eller flera relativt självständigt arbetande organ skulle kunna ha betydande förtjänster. Det kan emellertid ifrågasättas om inte samma syfte lika väl skulle uppnås genom en uppdelning av uppgifter på olika för ändamålet tillskapade interna enheter inom AP-fonden som genom bildande av till fonden knutna förvaltningsbolag.

### 5.1.2 Aktieplacering via fristående mellanhandsinstitut.

Vid tillämpning av de hittills nämnda kanaliseringsmetoderna skulle AP-fonden bestämma placeringsinriktningen och den blev direkt eller genom de av fonden ägda mellanhandsinstituten delägare i de företag som skulle tillföras kapital. Den skulle därmed kunna utöva det inflytande över dessa bolag som följde av delägarskapet. Samtidigt skulle AP-fonden också fullt ut bära den risk som är förenad med aktieplaceringar.

Förhållandena skulle bli annorlunda om kanaliseringen sker genom ett mellanhandsinstitut som ur ägandesynpunkt är fristående från AP-fonden. Fondens tillförsel av medel till ett sådant institut kan då inte läggas till grund för ett inflytande på aktieplaceringen. Däremot skulle fonden bära en varierande andel av risken varvid graden av risktagande vid given placeringsinriktning skulle bli beroende av mellanhandsinstitutets konkreta utformning. Aktiefonder eller, med en mer vidsträckt definition, värdepappersfonder utgör därvid exempel på en extrem form. Någon lagstiftning som reglerar dessa fonders form och verksamhet finns ännu inte i Sverige. Förslag härom har emellertid utarbetats i ett av aktiefondutredningen framlagt betänkande (SOU 1969:16). Enligt den modell, som föreslagits däri, skall en värdepappersfond bestå av en fond och ett fondbolag. Medel till fonden erhålles genom utgivande av fondandelsbevis. Fondens medel placeras sedan i olika värdepapper. Hanteringen av

värdepapper och utlämnandet av andelsbevisen handhas av en förvaringsbank. På fondbolaget ankommer att sköta försäljningen av andelsbevisen och att bestämma placeringarna av fondens tillgångar, men det skall i övriga avseenden t. ex. vad beträffar redovisningen vara helt skilt från fonden. Värdet av fondandelsbevisen beräknas direkt på grundval av marknadsvärdet av värdepappersportföljen. Med denna konstruktion skulle AP-fonden som placerare få bära hela risken såväl för låg avkastning på värdepappersfondens portfölj som för kursförluster och fallissemang i de bolag, som ingick i portföljen samtidigt som ägarfunktionen, som följer med aktieinnehavet, helt kunde utövas av det till värdepappersfonden knutna fondbolaget. Något eget kapital, som skulle tjäna som buffert vid förluster, skulle inte finnas i värdepappersfonden.

Kanalisering genom fristående mellanhandsinstitut skulle med större möjligheter till flexibilitet i utformningen kunna förverkligas genom bildande av ett eller flera förvaltningsbolag. Genom bolagets finansiella uppbyggnad och låneinstrumentets form kan man därvid inom vissa gränser variera det risktagande som pålägges dess långivare – AP-fonden.

Om man väljer att förse förvaltningsbolaget med ett i förhållande till upplåningsrätten betydande aktiekapital och därtill finansierar verksamheten med upplåning mot sedvanliga reverser till bunden ränta, bär långivaren i praktiken inte någon risk vad gäller avkastningen. Om däremot långivningen sker till ränta, som avpassas efter avkastningen på institutets värdepappersportfölj, blir långivningen förenad med risktagande i nämnda avseende. Risken för förluster genom kursfall eller fallissemang bland de företag i vilka bolaget placerat medel blir beroende av hur stor buffert bolaget har i form av eget kapital och garantifonder.

Variationsintervallet för möjliga lösningar skulle dock i praktiken inte vara särskilt stort såvida inte bolaget ifråga gavs en uppbyggnad som radikalt kom att skilja det från andra kredit- och finansieringsinstitut. Redan ur soliditetssynpunkt, med hänsyn tagen till aktieplaceringarnas riskfyllda karaktär, finge man räkna med att förvaltningsbolagets upplåningskapacitet i förhållande till det egna kapitalet måste bli tämligen begränsad. För Industrikredit och Företagskredit gäller att upplåningsrätten uppgår till femton respektive sex gånger summan av eget kapital och garantifond. Investeringsbankens upplåning är begränsad till fem gånger det egna kapitalet. Den till banken knutna garantifonden är lika stor som aktiekapitalet, men ligger inte till grund för beräkning av upplåningsrätten. Eftersom förvaltningsbolagets placeringsverksamhet skulle vara förenad med väsentligt större risk än de här nämnda kreditaktiebolagens, borde upplåningsrätten rimligen sättas avsevärt lägre än dessa bolags, kanske till två à tre gånger det egna kapitalet.

Även om en tämligen hög multipel fastställdes för förvaltningsbolagets upplåningsrätt kunde det ifrågasättas om inte andra förhållanden skulle medverka till att bolaget föredrog att begränsa sin faktiska upplåning. Gällande skatteregler kan vara en sådan faktor. Enligt reglerna för beskattning av förvaltningsbolag i 54 § kommunalskattelagen skall sådant bolag för att befrias från skattskyldighet för uppburen utdelning dela ut minst motsvarande belopp till ägarna. Bolaget skulle sannolikt ha svårt att utnyttja denna skatteförmån och ändå vara i stånd att bestrida ränte-

kostnader för upplåning på marknadsmässiga villkor för finansiering av aktieförvärv. Det skulle å andra sidan kunna behålla mottagna utdelningar och därmed uppge skattefriheten, men det förefaller av förefintliga förvaltningsbolags handlande att döma, som om detta icke vore ett praktiskt alternativ. Särskilda undantagsbestämmelser i skattehänseende kunde därför bli erforderliga för förvaltningsbolaget ifråga.

Än väsentligare synes emellertid vara att man vid finansiering av aktieplaceringar genom upplåning mot marknadsränta får räkna med att problem kan uppstå, även utan skattebelastning, att täcka kostnaderna för ränteutgifter eftersom den direkta avkastningen beräknad på aktiernas anskaffningsvärde sannolikt blir låg jämfört med låneräntan, åtminstone de första åren efter förvärven.

Ovan angivna förhållanden torde implicera att förvaltningsbolaget måste ges särskilda skattelättnader och/eller att lånen utformas med räntan på något sätt anpassad till bolagets inkomster, t. ex. genom någon form av vinstandelslån. Härigenom skulle långivaren – AP-fonden – bära en betydande risk utan att kunna påverka aktieplaceringarna och utöva det ägarinflytande som följer med aktieinnehav.

Till de här båda nämnda – aktiefond och förvaltningsbolag – kan läggas en tredje redan existerande form, ehuru kanaliseringen av ägarkapital blott kan ske i mindre skala och endast under vissa tämligen snäva förutsättningar. Investeringsbanken, som för sin upplåning kan repliera på AP-fonden, har sålunda enligt bolagsordningen rätt att förvärva aktier i begränsad omfattning och endast då så är väl motiverat ur företagsekonomisk synpunkt och kapitalanskaffning på annat sätt är förenad med stora svårigheter eller skulle medföra betydande olägenhet för mottagaren. För att Investeringsbanken i någon mer betydande utsträckning skulle kunna transformera lånemedel till ägarkapital krävs i första hand en ändring av placeringsreglerna och sannolikt också en förstärkning av bankens egna kapital och garantifond.

De i ovanstående avsnitt anförda alternativen har varit "renodlade" former. Självfallet finns det också en rad möjliga mellanformer med AP-fonden och olika intressenter som delägare. Fördelningen av risker och inflytande blir då beroende av utformningen i det speciella fallet.

### 5.2 *Utredningens överväganden*

Utredningen föreslår, som framgått, att möjligheterna att tillföra näringslivet riskvilligt ägarkapital med utnyttjande av AP-fondens medel prövas. Ett öppnande av denna väg för kanalisering av riskvilligt kapital innebär en principiell förändring i AP-fondens placeringspolitik som kan få vittgående konsekvenser för inflytandet inom näringslivet och för den ekonomiska utvecklingen överhuvudtaget. Det är enligt utredningens mening väsentligt att det positiva bidrag som en ökad tillförsel av riskkapital ger kan bäras upp av största möjliga samling bland olika intressegrupper. Detta är inte minst av betydelse för att trygga en fortsatt fonduppbyggnad. Det är utredningens bestämda uppfattning att denna har varit och även framgent kommer att vara en väsentlig faktor för att upprätthålla ett tillräckligt sparande och för att åstadkomma en effektiv resursfördel-

ning i den svenska ekonomin. Valet av kanaliseringsmetod är således en utomordentligt viktig fråga.

Två utgångspunkter har varit grundläggande vid utredningens överväganden beträffande olika kanaliseringsmetoder, nämligen dels att AP-fondens medel skall förvaltas på ett sätt som tryggar en fortsatt tillförsel av resurser till fonden, dels att beslutsfunktionen på kapitalmarknaden vad gäller fördelningen av de finansiella resurserna på individuella projekt eller företag ej koncentreras alltför mycket.

Det må erinras om att avgifterna till allmänna tilläggspensionen i väsentliga avseenden kan jämställas med statliga skatter och folkpensionsavgifter. Procentsatserna för avgiftsuttagen beslutas av riksdagen och Konungen gemensamt (skatterna endast av riksdagen) och avgifterna användes för utbetalningar i enlighet med den pensionsrätt om vilken Konungen och riksdagen förordnat. I princip är det liksom beträffande folkpensioneringen fråga om ett rent fördelningssystem i vilket pensionsförmånerna varken individuellt eller kollektivt är relaterade till avgiftsinbetalningarna. För att balansera den minskning av privat sparande – i första hand försäkringssparande – som kunde väntas följa av pensionsreformens genomförande, men också för att skapa utrymme för att tillföra marknaden ökade kapitalresurser, fastställdes emellertid avgiftsuttagen så att en betydande fondering kunde äga rum. Fonderingen skulle också möjliggöra en utjämning av avgifterna genom tiden. De fonderade medlen förvaltas av tre fondstyrelser i enlighet med bestämmelserna i reglementet angående allmänna pensionsfondens förvaltning. Det förhållandet, att vad som är att betrakta som "allmänna medel" på detta sätt förvaltas utan den kontroll som tillämpas för statsmedel som anvisas över statsbudgeten, har satt sin prägel på utformningen av placeringsreglerna. Den karakteriseras av en strävan att medlen skall användas på ett sätt som bidrar till en effektiv kapitalanvändning och ger en god avkastning men utan att göra placeringarna kontroversiella i en utsträckning som skulle kunna väcka motstånd mot fonduppbyggnaden. Aktier var inte en placeringsform, som på allvar övervägdes vid utformningen av AP-fondens placeringsbestämmelser. Delvis torde detta förhållande få ses mot bakgrund av det svenska näringslivets relativt höga vinstnivå och självfinansieringsgrad under 50-talet – perioden närmast innan AP-fonden bildades. Även om utvecklingen härvidlag liksom kraven på en ökad satsning på en utbyggnad av industrins produktionskapacitet nu motiverar en omprövning av frågan om aktieplaceringar, finner utredningen ovan anförda förhållanden ändå vara väsentliga att beakta vid valet av kanaliseringsmetod.

Strävan att företa okontroversiella placeringar har bl. a. manifesterats i kravet på betryggande säkerhet. Lån kan ges till stat och kommun och till olika kreditinstitut, som då fyller en funktion som mellanliggande riskbuffertar. Säkerhetskraven vid lån direkt till industriföretag m. fl. kan anses tillgodosedda genom att möjligheterna till sådan kreditgivning är begränsade till köp av obligationer och andra för den allmänna rörelsen avsedda förskrivningar som utbjudits av svenskt bankaktiebolag eller Sveriges investeringsbank.

Ett annat utslag av denna ambition är att man velat undvika att i huvudsak tillgodose vissa låntagare. Självfallet har denna princip fått

underordnas de ekonomisk-politiska prioriteringar av vissa sektorer som regering och riksdag företar. Kreditpolitiska placeringsregler för att uppfylla ifrågavarande målsättningar äger sålunda tillämpning även på AP-fonden. Bortsett härifrån har föranstaltningar vidtagits på kreditmarknaden för att möjliggöra en tillämpning av nämnda princip. Utvecklingen av mellanhandsinstituten får bl. a. ses som ett uttryck för att man velat skapa ökade möjligheter till långfristig upplåning även för andra "slutliga" låntagare än sådana som har direkt tillträde till obligationsmarknaden.

Det är emellertid inte enbart för att tillgodose de i detta hänseende eftersatta låntagargrupperna och för att tjäna som riskbuffertar som mellanhandsinstitutorganisationen utvecklats. Den fyller dessutom den funktionen att i någon mån dämpa de starka koncentrationstendenser i kreditförmedlingen, som följer av tillskapandet av en kreditinstitution av AP-fondens dimensioner. En stark koncentration av den kreditbeviljande funktionen synes vara motiverad endast om besluten om individuella projekt vore föremål för central styrning och kreditmarknadssystemets uppgift därvid vore att skapa de finansiella förutsättningarna för ett förverkligande av dessa dispositioner. I en icke totalplanerad ekonomi av Sveriges typ synes det däremot vara ett elementärt krav på ett finansiellt system att det såväl på kapitalmarknaden som på kreditmarknaden i övrigt inte finns en enda helt dominerande långivare. De olika kreditprojekt som finns inom en relativt homogen grupp av låntagare skall kunna underställas den allsidiga prövning som följer av att det finns flera potentiella långivare på marknaden. Detta bör inte utesluta att kreditinstituten ändå får en tillräcklig storlek för att kunna bära rimliga risker även för större projekt.

I propositionen med förslag till lag om allmän tilläggspensionering underströks att förvaltningen av pensionsfonden inte bör innebära en maktkoncentration. Kravet låg till grund för en uppdelning av förvaltningen på tre fondstyrelser. I dessa finns företrädare för närmast berörda parter utan att någon ensam har majoritet. Detta bör enligt utredningens uppfattning ha bidragit till en rimlig avvägning av kreditanspråken i stort. Utbyggnaden av mellanhandsinstituten har också lett i riktning mot en önskvärd decentralisering av de individuella kreditbesluten. Dessa förhållanden bör emellertid inte undanskymma det faktum att koncentrationstendenserna på olika områden är utomordentligt starka genom att fondstyrelserna agerar som en enhet. På obligationsmarknaden har AP-fonden t. ex. tecknat mellan två tredjedelar och 90 procent av varje nyemitterat industrilån och tendensen har varit att den köpt allt större andelar. Under åren 1970 och 1971 uppgick de till 80 à 90 procent av praktiskt taget varje industrilån som emitterades. Med en så dominerande köpare är det uppenbart att de grundläggande förutsättningarna för en marknadsprisbildning på obligationsmarknaden inte föreligger. AP-fonden skulle kunna utöva ett avgörande inflytande vid fastställande av lånevillkoren vid nyemissioner utan att närmare behöva beakta konkurrensen från andra kreditgivare. Emissionskontrollen, ehuru den primärt har andra syften, torde bidra till att förhindra att en sådan situation uppkommer.

Föreliggande förhållanden är bara en variant av en marknadssituation då man på ena sidan har en helt dominerande part. Det är naturligtvis

möjligt att denna part i en slags total strategi för sitt handlande, som även innefattar risker för ingrepp i dess verksamhet om den till fullo skulle utnyttja sin dominans, leds till en självpåtagen restriktivitet i sitt marknadsbeteende. I allmänhet karakteriseras dock en situation av detta slag av alltför stor obalans mellan "möjligheter" å ena sidan och risker å den andra. Särskilda åtgärder kan i ett sådant läge framstå som befogade för att kontrollera och styra verksamheten. Ju högre koncentrationstendenserna är desto större är ofta behovet av en reglering. En administrativ styrning är då avsedd att begränsa handlingsutrymmet för den marknadsdominerande parten. Denna kan ta formen av priskontroll, tillståndsgivning, köptvång o. d. En annan möjlighet är att man anger allmänna ramar för den dominerande partens agerande på marknaden – en "code of behaviour".

I intet av dessa fall uppnår man dock den effektivitetsskapande verkan, som konkurrens på marknaden bör ge. En grundläggande förutsättning härför är en decentralisering av beslutsfattandet. På kapitalmarknaden betyder detta att möjligheter bör föreligga att underställa ett projekt en prövning av flera långivare eller finansiärer.

Enligt utredningens uppfattning har AP-fondens placeringspolitik hittills karakteriserats av stor smidighet där möjligheter till högre avkastning genom dess dominerande ställning fått ge vika för att förhindra störningar på kreditmarknaden. Det är emellertid enligt utredningens mening väsentligt att de nämnda latenta "spänningstillstånden" i varje fall inte förstärks och att möjligheter till en allsidig prövning av de projekt, som skall finansieras, föreligger. Det är tänkbart att en separat administration för var och en av delfonderna inte skulle medfört någon nämnvärd ändring i dessa avseenden utan endast lett till att fondernas verkställande ledningar samordnat sitt handlande. Genom sammanslagning av delfondernas administrativa förvaltningar har man emellertid uteslutit varje möjlighet att på denna nivå nå en decentralisering. Utredningen har i detta sammanhang inte tagit ställning till AP-fondens organisation i dess helhet. Enligt utredningens mening bör dock en utvidgning av användningen av AP-fondens medel till att även omfatta ägarkapital inte få leda till att centraliseringsgraden ytterligare förstärks.

Även oavsett önskemålet att motverka koncentrationstendenserna på kapitalmarknaden är det motiverat att skilja beslutsfunktionen för aktieplacering å ena sidan från den för kreditbevillning å den andra. En sådan princip har länge varit vägledande för svensk kreditmarknadslagstiftning. Det huvudsakliga motivet är att man vill skydda insättarnas medel genom att kräva betryggande placering och att instituten därför rent allmänt inte bör ta företagarrisker. Därtill kommer även farhågor att kreditinstituten, om de äger aktier i företag som råkat i svårigheter, lättare kan drivas att förlänga och fördjupa sina engagemang mer än som kan anses ekonomiskt försvarbart. Det synes inte föreligga några bärande skäl för att frångå denna princip för AP-fondens del med hänsyn till de uppgifter denna har som kapitalförvaltande institution.

Mot bakgrund av ovan angivna utgångspunkter – att det är fråga om förvaltning av "allmänna medel" och att placeringarna varken får leda till ökad centralisering på kapitalmarknaden eller innebära en ökad maktkon-

centration – anser utredningen att följande krav bör ställas vid disposition av fondmedel för placering i aktier m. m.

a Balans- och resultatredovisning av denna placeringsverksamhet sker separat.

b Förvaltning och administration hålles skild från den övriga fondförvaltningen.

c En rimlig avvägning görs mellan de risker AP-fonden får bära och det inflytande den kan utöva på de slutliga placeringarna.

d Insyn i och offentlig granskning av verksamheten görs mer omfattande än vad som nu gäller beträffande fondens övriga placeringar.

En kanalisering av fondmedel till fristående mellanhandsinstitut har, om man bortser från lån till kommuner, varit en genomgående linje i de fall då AP-fonden annars skulle ha måst inlåta sig på individuell kreditprövning och då behov förelegat av någon form av riskbuffert för betryggande säkerhet. Behovet av individuell prövning och en riskbuffert är inte mindre väsentligt vid aktieplaceringar. Mellanhandslinjen kan ur denna synpunkt anses vara den för kanalisering av ägarkapital mest lämpade. En decentralisering av kapitalförvaltningen skulle också kunna uppnås genom bildande av flera institut.

Den tveksamhet, som utredningen ändå känner inför denna metod, hänför sig till aktieplaceringarnas speciella karaktär och de funktioner som kan utövas genom innehav av aktier. Grovt skulle denna tveksamhet kunna formuleras som en fråga om rimligheten i att belasta företagen med pensionsavgifter som sedan kanaliseras ut till olika institut och möjliggör för dessa att förvärva de betalande företagen. Vilka som skulle äga och utöva inflytande över dessa institut blev därmed en central fråga.

Som nämnts, har den statsägda Investeringsbanken redan enligt gällande bolagsordning rätt att i begränsad omfattning förvärva aktier. Denna rätt skulle kunna tänkas bli utsträckt. Enligt utredningens mening bör dock Investeringsbankens uppgifter som aktieplacerare ej vidgas utöver nu gällande bestämmelser. Skälen härför är av samma art som de som talar emot en enkel utvidgning så att de nuvarande delfonderna ges rätt att förvärva aktier. En koncentration av beslutsfunktionen vad gäller fördelningen av finansiella resurser bör undvikas och ett första krav vid decentralisering synes därvid vara att samma institut ej annat än undantagsvis förenar långivning med aktieplacering.

Vad beträffar det andra huvudalternativet – AP-fonden medges rätt att placera i aktier – har utredningen redan ovan anfört skäl som talar emot en lösning innebärande enbart en utvidgning av de nuvarande tre delfondernas placeringsregler till att omfatta aktier.

Utredningen föreslår mot bakgrund av ovan gjorda överväganden att kanalisering av riskvilligt kapital från AP-fonden sker genom att medel överföres till en för ändamålet inrättad, särskild enhet inom AP-fonden – "en fjärde fond"[1] – med exklusiv rätt att förvärva aktier. Medlen till denna fond får givetvis i en eller annan form tas från inflytande avgifter

[1] Här och i det följande används uttrycket "fjärde fonden" medan det formellt är fråga om att inrätta en ny styrelse inom AP-fonden för förvaltning av det avdelade beloppet.

och reducerar därmed utlåningskapaciteten i de övriga fonderna i motsvarande mån. För att den fjärde fonden skall få en i likhet med de övriga oberoende ställning fordras att dragningsrätten vad gäller det tilldelade beloppet görs ovillkorlig. Tillsättning av styrelse kan lämpligen ske efter samma mönster som nu tillämpas för de övriga fonderna. Däremot motiverar enligt utredningens mening den placeringsaktivitet, som den fjärde fonden kommer att bedriva, att en mer omfattande procedur utvecklas för en återkommande granskning av denna fonds verksamhet än den som nu tillämpas för de tre delfonderna. För dessa gäller blott att vinst- och förlusträkningarna, balansräkningarna samt revisionsberättelserna efter revision i vanlig ordning överlämnas till Konungen som fastställer balansräkningen. En mer öppen granskning är befogad inte enbart med hänsyn till behovet av insyn i verksamheten utan också för att den ansvariga styrelsen härigenom årligen skall få någon form av allmänt godkännande av sin verksamhet.

En lösning efter ovannämnda linjer innebär liksom varje metod enligt vilken AP-fonden själv placerar i aktier att fonden får bära hela den risk, som är förenad med tillförsel av ägarkapital. Ett sådant risktagande är knappast förenligt med hittills tillämpade principer för fondförvaltningen. Det kan emellertid hävdas att AP-fonden mycket väl har potentiella resurser för att engagera sig i riskbärande projekt. Att denna möjlighet i stort sett uteslöts vid fondens bildande hängde samman med att man ville skapa enighet om fonduppbyggnaden och att detta ansågs bäst kunna tillgodoses genom att placeringarna inte gjordes kontroversiella. Utredningen finner det nu motiverat mot bakgrund av den successiva försvagningen av företagens självfinansieringsförmåga och med hänsyn till behovet att stärka näringslivets investeringsvilja och öka dess produktionskapacitet att man prövar att tillföra näringslivet AP-fondens medel såsom riskvilligt ägarkapital. I den situationen kan det enligt utredningens mening synas lämpligt att avvägningen mellan olika intresseinriktningar i största möjliga utsträckning sker inom AP-fonden.

Till förmån för en lösning med en fjärde fond talar också att den blir tekniskt enklare än förvaltningsbolagsalternativet. Man undviker därvid dels olika beskattningsproblem, dels de problem som är förenade med att finna passande upplåningsformer. En lösning med en fjärde fond kräver ej heller att tillförseln av medel från AP-fonden kombineras med betydande kapitaltillskott från andra källor i form av eget kapital i för ändamålet tillskapade mellanhandsinstitut. Som nämnts, torde upplåningsrätten för ett sådant institut knappast få överstiga 2 à 3 gånger det egna kapitalet.

I följande avsnitt diskuteras utformningen av den fjärde fonden mer i detalj.

# 6 Fjärde fondens uppbyggnad och funktion

## 6.1 *Finansiering och resultatredovisning*

Utredningen föreslår, som framgått, att kanalisering av riskvilligt kapital från AP-fonden till näringslivet prövas genom inrättande av en fjärde delfond vid sidan av de tre befintliga. Fondens verksamhet bör finansieras genom att den medges en av Konungen och riksdagen fastställd ovillkorlig rätt att i viss omfattning göra dragningar i de övriga fonderna. Därigenom markeras dess ställning som ett i förhållande till de övriga fonderna självständigt organ.

Det har understrukits att fondens verksamhet måste avpassas för att undvika allvarliga störningar på marknaden och även realekonomiskt. Det är emellertid knappast möjligt att på förhand ange i vilken omfattning fondmedel kan placeras utan att sådana verkningar uppkommer. Inte heller kan det fastslås i förväg hur stor tillgången kommer att bli på attraktiva placeringsobjekt. Dessa förhållanden gör det enligt utredningens mening angeläget att takten i placeringarna görs flexibel och att en ram, som sedan får bli föremål för omprövning, anges för verksamhetens omfattning.

Utredningen föreslår att ett i kronor angivet belopp fastställs av Konungen och riksdagen att kanaliseras till fjärde fonden under en icke angiven tidsperiod. Takten får bli beroende av tillgången på ekonomiskt sunda placeringsobjekt och av de effekter som kan uppstå på aktiemarknaden. Ett belopp på 500 miljoner kronor utgör enligt utredningens mening en lämplig första ram.

En fortsättning av placeringarna sedan det ursprungliga rambeloppet fördelats, förutsätts komma att bestämmas i ljuset av de erfarenheter av verksamheten, som då vunnits. Formellt synes utvidgningen av rambeloppet kunna ske genom att fjärde fonden hemställer hos Konungen att förslag härom framlägges till riksdagen. En remissbehandling av framställningen i sedvanlig ordning synes vara en lämplig form att granska de vunna erfarenheterna av verksamheten. Det är givet att de tre övriga fondstyrelserna därvid bör få tillfälle att yttra sig.

De ianspråktagna medlen bör lämpligen belasta de övriga fonderna i proportion till deras kapitalbehållning vid utgången av närmast föregående år. Denna princip tillämpas för närvarande för att fördela pensionsutbetalningarna på de tre fonderna.

Då den fjärde fonden i motsats till de övriga inte får löpande tillskott av pensionsmedel utan avses förvalta ett vid varje tidpunkt fastställt rambelopp och dessutom kan förutsättas bli av en i jämförelse med övriga fonder mindre storleksordning, bör fonden enligt utredningens mening inte åläggas att bidra till pensionsutbetalningarna. I stället föreslås att uppburna utdelningar på fjärde fondens placeringar inlevereras till de övriga fonderna i proportion till dragningarna i dessa. Härigenom kan fjärde fonden sägas bidra till pensioneringen även om detta sker på indirekt väg. En fråga i detta sammanhang är om realiserade kursvinster skall jämställas med direkta utdelningar vid inleverans till de övriga fonderna. Den mest naturliga principen synes vara att realiserade kursvinster återinvesteras eftersom det knappast kan anses rimligt att fonden skall inleverera medel enbart av den anledningen att man önskat företa omplaceringar i aktieportföljen. Lämpligen bör då inte eventuella kursförluster dras av från avkastningen vid inleverans till de övriga fonderna.

Enligt utredningens mening bör fjärde fonden inte beskattas då dess tillskapande primärt är ett uttryck för statsmakternas strävan att förbättra näringslivets finansieringssituation. AP-fonden är ej heller enligt nu gällande lag skattskyldig för ränteinkomster, uppburna utdelningar eller realisationsvinster.

Den föreslagna kanaliseringsmetoden innebär att verksamhetens resultat kan avläsas löpande. Om de nu befintliga fondernas placeringar vidgades till att även innefatta aktier, skulle förräntningen på satsat riskkapital döljas bland ränteinkomster på det övriga väldiga fondkapitalet. Genom att aktieplaceringarna koncentreras till en fond kan verksamhetens verkliga kostnader följas genom att en jämförelse med de övriga fondernas avkastning direkt kan företas. Det må dock framhållas att fjärde fonden endast i undantagsfall kan väntas bli i stånd att realisera kursvinster. En utförsäljning av aktier skulle sannolikt omedelbart medföra sänkningar av aktiekurserna. Svårigheter att mäta avkastningen uppstår också i den mån fonden förvärvar icke börsnoterade aktier.

### 6.2 *Placeringar*

Som en allmän princip för fondens placeringar bör gälla att de skall inriktas på aktier och andra företagsandelar, medan kreditgivning i egentlig mening inte bör ifrågakomma. Utredningen har emellertid också diskuterat vilka regler som bör uppställas vad gäller de olika mellanformer av riskkapital och lånekapital som aktualiserats på senare tid.

#### 6.2.1 Företagsandelar

Utredningen har övervägt om fondens placeringar bör begränsas till vissa kategorier av företag. Placeringar i penningförvaltande institutioner som banker och försäkringsbolag bör enligt utredningens mening inte ifrågakomma eftersom kanaliseringens syfte är att tillföra näringslivet och i första hand industrin riskvilligt kapital. Investmentbolagens speciella ställning medför att också dessa enligt utredningens mening bör undantas från fon-

dens engagemang. Bolagens syfte är att genom ett välfördelat värdepappersinnehav erbjuda ägarna en god riskspridning. En kapitalplacerare av fjärde fondens storlek kan ändå uppnå en tillräcklig riskspridning.

Frånsett behovet av nämnda formellt stadgade avgränsningar för verksamheten synes det knappast ändamålsenligt att på förhand utarbeta närmare föreskrifter för fondens placeringar. Fondstyrelsen bör således ha relativt stor frihet i sina beslut även om det förutsättes att placeringarna i första hand inriktas på industriföretag.

Utredningen har också övervägt om fonden kan eller bör få förvärva andra företagsandelar än aktier. I första hand skulle köp av andelar i ekonomiska föreningar kunna komma ifråga. Lagstiftningen för sådana föreningar synes emellertid lägga hinder i vägen härför.

Enligt 1 § i lagen om ekonomiska föreningar (SFS 1951:308) avses med ekonomisk förening "Förening med ändamål att främja medlemmarnas ekonomiska intressen genom sådan ekonomisk verksamhet, i vilken medlemmarna deltaga som avnämare eller leverantörer eller med egen arbetsinsats eller genom begagnande av föreningens tjänster eller på annat dylikt sätt". Det karakteristiska för en sådan förening är alltså i första hand, att medlemmarna samverkar med eller inom föreningen och i andra hand att fördelarna med samverkan kommer till uttryck på annat sätt än som vinst på tillskjutet kapital. Dispositionen av överskott av verksamheten skall huvudsakligen ske i förhållande till den omfattning vari verksamheten tagits i anspråk. Utdelning som beräknats på annat sätt får uppgå till högst fem procent per år på inbetalda insatser.

Mot denna bakgrund synes det klart att föreningsformen inte kan användas för ren kapitalplacering. Inte heller torde den kunna användas för sammanslutningar där vissa delägare avses sätta in sin arbetsinsats och andra ett kapital. Fjärde fonden kan därför knappast tillskjuta riskvilligt kapital till ekonomiska föreningar genom att teckna andelar i dessa. Utredningen vill emellertid erinra om, att sådant kapital torde kunna ställas till föreningarnas förfogande genom aktieteckning i till dessa anknutna bolag. En stor del av föreningarnas verksamhet synes nämligen bedrivas i sådan form.

Då fonden av naturliga skäl inte bör engagera sig i företag där en obegränsad ansvarighet för företagets förpliktelser kan utkrävas av delägarna, finner utredningen det vara givet att fonden inte engagerar sig i företag med annan bolagsform än aktiebolag. Andra typer av bolag torde därtill i praktiken sällan vara av en sådan storleksordning att det kan bli aktuellt med engagemang från fondens sida.

En betydelsefull fråga är om aktiebolag bör vara kvalificerat i särskild ordning för att komma ifråga för engagemang från fondens sida. I detta sammanhang kan erinras om de principer som för närvarande gäller vid AP-fondens obligationsköp. För obligationslån som upptages av enskild låntagare utan statlig eller kommunal garanti krävs att obligationerna offentligen skall ha utbjudits av svenskt bankaktiebolag eller Sveriges investeringsbank. Härigenom uppnås att fondernas placeringar uppfyller kravet på marknadsmässighet och att en ingående kreditprövning från fondstyrelsernas sida undvikes.

Utredningen har övervägt huruvida en likartad regel bör införas beträf-

fande fjärde fondens aktieförvärv. Genom att föreskriva att fonden endast bör förvärva börsnoterade företags aktier borde krav på marknadsmässighet och säkerhet bäst uppfyllas. Mot en sådan regel kan emellertid invändas att det finns åtskilliga relativt stora företag med god tillväxtpotential som inte är noterade på vare sig börsens A-lista eller på den så kallade fondhandlarlistan. Då det grundläggande syftet med kanaliseringen av riskkapital från AP-fonden är att förbättra företagens finansieringssituation, har utredningen ansett att en formell bestämmelse som utesluter andra än börsnoterade företags aktier som placeringsobjekt för fjärde fonden inte bör införas. Fondstyrelsen bör således i detta avseende vara obunden vid valet av aktiebolag för engagemang. Utredningen finner det dock sannolikt att fonden i dominerande utsträckning kommer att engagera sig inom kretsen av börsnoterade företag. Mycket talar för att effekten av fondens insatser blir gynnsammast om den koncentrerar sig på kapitalinsatser för att främja exploateringen av större projekt i väletablerade företag. Det synes ej heller förenligt med fondsystemets uppbyggnad att fonden engagerar sig i en mängd mindre företag.

Enligt utredningens mening torde de mindre och medelstora företagens behov av riskvilligt kapital bäst tillgodoses genom det nya finansieringsinstitut som föreslagits inleda sin verksamhet år 1973 (prop. 1972:101). Institutet, benämnt Företagskapital AB, som avses ägas till hälften av staten och till hälften av affärsbankerna får till uppgift att tillskjuta riskvilligt ägarkapital till mindre och medelstora företag och avser utöver fördelningen av institutets egna kapital i allt väsentligt repliera på AP-fondens medel. Även de mindre och medelstora företagen synes således få tillgång till riskvilligt kapital från AP-fonden. Utnyttjandet av mellanhandsinstitut för denna kategori av företag är en konsekvent tillämpning av samma system som skapats för fördelningen av fondens medel på den långa kreditmarknaden.

Tillskapande av en fjärde fond för placering i aktier innebär i sig själv en viktig allmän näringspolitisk insats av samma slag som bildandet av Investeringsbanken. Båda utgör strukturella nydaningar på kapitalmarknaden som bör underlätta den långsiktiga näringspolitiken. Självfallet måste dessa institutioner liksom andra kredit- och kapitalmarknadsinstitut underordna sig vidtagna ekonomisk-politiska åtgärder. För den särskilda näringspolitiken finns andra instrument som handhas av politiskt ansvariga instanser. Utredningen förutsätter att AP-fonden bibehåller sin nuvarande ställning som väsentligen kapitalplacerande institution. Enligt utredningens mening bör därvid tillämpas likartade regler som för försäkringsbolagen. För dessa stadgas att de inte får förvärva större andel aktier i svenskt aktiebolag än att röstetalet för aktierna utgör högst fem procent av röstetalet för samtliga aktier. Samma bestämmelse bör enligt utredningens mening införas för fjärde fonden.

Införandet av begränsningsregeln innebär icke att fondens insats av kapital i varje enskilt företag måste inskränkas till fem procent av aktiekapitalet. Enligt såväl gällande aktiebolagslag som förslaget till ny aktiebolagslag får ingen akties röstvärde överstiga tio gånger röstvärdet för annan aktie. I undantagsfall skulle fjärde fonden sålunda kunna förvärva en aktiepost som i nominellt värde uppgick till mer än fem procent av

aktiekapitalet. Frågan om femprocentsregeln kan senare behöva upptas till förnyad prövning. Det kan bli nödvändigt redan av det skälet att begränsningsregeln vid en eventuell ökning av rambeloppet kan medföra att tillgången på attraktiva placeringsobjekt för fonden efterhand minskar. Då fonden i motsats till försäkringsbolagen inte bör tillåtas placera i penningförvaltande institutioner och investmentbolag och i praktiken åtskilliga börsnoterade industriföretag inte torde vara attraktiva, kan det komma att framstå som önskvärt att utvidga placeringsrätten sedan erfarenheter vunnits av verksamheten. Försäkringsbolagens bestämmelser får därvid övervägas i särskild ordning.

Sammanfattningsvis föreslår alltså utredningen att fjärde fondens placeringar i företagsandelar inte bör innefatta andelar i penningförvaltande institut eller investmentbolag. Det bör också förutsättas om än inte formellt stadgas, att fondens placeringar i huvudsak skall inriktas på industriföretag. Endast företagsformen aktiebolag bör komma ifråga för engagemang. Inga formella krav på börsnotering bör ställas på aktiebolagen. Fonden bör dock i huvudsak inrikta sina engagemang på större företag medan de mindre företagen bör tillföras riskkapital genom det föreslagna nya finansieringsinstitutet Företagskapital AB, som genom upplåning avses repliera på AP-fonden. Bestämmelser bör slutligen införas om att fonden inte får förvärva större andel aktier i bolag än att deras röstetal motsvarar fem procent av röstetalet för samtliga aktier.

### 6.2.2 Mellanformer av riskkapital och lånekapital

Av speciellt intresse för diskussionen av fjärde fondens placeringsregler är de mellanformer av riskkapital och lånekapital som aktualiserats i förslaget till ny aktiebolagslag (SOU 1971:15) och som berörts ovan i avsnitt 4.2. Svensk lagstiftning har hittills medfört att dessa kapitalformer, konvertibla lån och vinstandelslån, endast undantagsvis kommit till användning. Under senare år har två konverteringslån emitterats på den svenska marknaden. De är de enda som förekommit under efterkrigstiden. I utlandet har emellertid dessa finansieringsformer och även en rad varianter förekommit relativt allmänt och i svensk debatt har krav ofta framförts på senare år att företagen genom ändringar i aktiebolagslagen och i skattelagstiftningen bör ges möjlighet att använda dem.

Kapitalmarknadsutredningen är inte beredd att i detta sammanhang närmare diskutera olika finansieringsformers för- och nackdelar ur olika synvinklar. Dock finner utredningen det önskvärt att fastställa i vad mån de olika kapitalformerna bör få ingå bland den föreslagna fjärde fondens placeringar. Två huvudgrupper av instrument kan därvid urskiljas, nämligen skuldebrev som på olika villkor kan utbytas mot eller ger rätt till teckning av aktier i det emitterande företaget – konvertibla skuldebrev respektive s. k. warrants – och skuldebrev, vilkas avkastning varierar med det emitterande företagets resultat.

Svårigheter föreligger att med nu gällande aktiebolagslag genomföra emissioner av konvertibla skuldebrev och warrants. Ett införande av bestämmelser som framlagts i förslaget till ny aktiebolagslag skulle underlätta upptagande av konverteringslån. Möjligheter föreligger naturligtvis att

samtidigt inta regler beträffande warrants. Utan att här gå in på tekniska aspekter anser utredningen att, i den mån dylika finansieringsformer i framtiden kommer att introduceras på marknaden, endast den fjärde delfonden bör få rätt att i fortsättningen placera fondmedel i konvertibla skuldebrev och warrants. Skälet härtill är att denna delfond avses få en för AP-fonderna exklusiv rätt att placera i aktier och alltså ensam blir i stånd att utnyttja utbytesrätten av skuldebreven mot aktier eller optionsrätten att köpa nyemitterade aktier. Störningar skulle kunna uppstå om de övriga fonderna medgavs rätt att förvärva dylika skuldebrev och sedan tvingades avyttra dem på grund av att man inte hade möjlighet att placera i aktier.

Kapitalmarknadsutredningen framhöll i sitt remissyttrande över förslaget till ny aktiebolagslag att finansieringsinstrument av sofistikerat slag givetvis medför en ökad grad av osäkerhet för köparen av skuldebreven. Utredningen finner det dock knappast ändamålsenligt att i reglementet för fjärde fonden införa detaljerade bestämmelser för hur villkoren skall vara utformade för att fonden skall medges rätt att förvärva skuldebrev av en typ som kan utbytas mot eller ger rätt till förvärv av aktier i det emitterande företaget. Utredningen förordar istället att samma krav skall ställas på dessa typer av skuldebrev som de som för närvarande ställs på skuldebrev utfärdade av enskilda låntagare för att dessa skall få förvärvas av AP-fonderna, alltså att skuldebreven skall vara för den allmänna rörelsen avsedda förskrivningar, offentligen utbjudna av svenskt bankaktiebolag eller Sveriges investeringsbank. Härigenom torde garanteras att en rimlig prövning genomförs av såväl lånevillkoren som det emitterande företagets utvecklingsmöjligheter.

Den andra av de båda huvudtyperna av mellanformer av ägarkapital och lånekapital består av skuldebrev vilkas avkastning står i någon relation till det låntagande företagets resultat. En rad former av sådana vinstandelslån har vid olika tillfällen förekommit i såväl Sverige som utlandet, i Sverige dock inte sedan 1930-talet. Den nuvarande aktiebolagslagen torde icke uppställa hinder för upptagande av vinstandelslån.

Även beträffande vinstandelslån kan två huvudformer urskiljas, nämligen skuldebrev som brukar benämnas delägardebentures och icke inlöses till vid emissionstillfället bestämd kurs utan till marknadsvärdet en viss tid före uppsägningsdagen, och lånedebentures som inlöses till fastställd kurs. Det emitterande företaget kan genom olika dispositioner tänkas pressa ned marknadskursen på delägardebentures för att därefter säga upp dem till inlösen. Eftersom vinstandelsbevisens innehavare inte har några möjligheter att motsätta sig bolagets beslut i ett sådant fall, blir deras ställning svag. Innehavare av delägardebentures kan således sägas ha starkt begränsade borgenärsrättigheter. Utredningen anser därför att skuldebrev utan fastställd inlösenskurs överhuvudtaget inte bör förekomma på kapitalmarknaden. Givetvis bör de då inte heller få ingå vare sig bland fjärde fondens eller någon av de andra fondernas placeringar.

Lånedebentures synes till sin konstruktion ur säkerhetssynpunkt inte inge några betänkligheter liknande delägardebentures och bör kunna ingå bland de nu befintliga fondernas placeringar. Därvid bör dock den fixerade "grundförräntningen" på lånet inte vara alltför låg. Vinstandelsbevisen måste självfallet för att få ingå bland de tre fondernas placeringar upp-

fylla de allmänna krav som ställs på de obligationer i vilka fonderna placerar medel, alltså att de skall vara för den allmänna rörelsen avsedda förskrivningar utbjudna av svenskt bankaktiebolag eller Sveriges investeringsbank. Då lånedebentures med rimlig avvägning av grundförräntningens storlek inte i något väsentligt avseende synes avvika från sedvanliga obligationslån, finner utredningen att placeringen i sådana skuldebrev kan förbehållas de nuvarande fonderna.

Sammanfattningsvis föreslår således kapitalmarknadsutredningen att fjärde fonden bör medges en för delfonderna exklusiv rätt att placera i skuldebrev som enligt någon metod kan utbytas mot eller medföra rätt att förvärva aktier i det emitterande företaget förutsatt att skuldebreven offentligen utbjudits av svenskt bankaktiebolag eller Sveriges investeringsbank. Några andra former av skuldebrev bör inte få ingå bland fjärde fondens placeringar.

För att vinstandelslån skall kunna komma till användning i någon större utsträckning fordras att vissa skattefrågor klarläggs. Det råder sålunda oklarhet om huruvida den variabla delen av avkastningen på vinstandelsbevisen kan anses likställd med räntekostnad och alltså för låntagaren vara avdragsgill vid beskattning. Om avdragsrätt infördes även för den rörliga räntan såsom varande en lånekostnad skulle principen om dubbelbeskattning av aktiebolags utdelningar kunna kringgås genom att avdragsrätt medgavs för utbetalningar som i verkligheten utgjorde utdelning av vinst på av huvudaktieägare tillskjutet kapital.

Enligt utredningens mening är det önskvärt att utgivande av vinstandelslån inte förhindras genom oförmånligare skattevillkor än de som gäller för andra typer av låneinstrument. Samtidigt måste risken för att avkastning på vinstandelslån kan komma att utnyttjas som förtäckt utdelning självfallet elimineras. Utredningens juridiske expert har i syfte att illustrera en möjlig lösning gjort en översikt över de skattetekniska problemen och även skisserat en väg att uppfylla de ovannämnda kraven på skattereglerna. Denna översikt redovisas som bilaga till detta betänkande.

Ett missbruk av vinstandelslån torde enligt de i bilagan redovisade slutsatserna kunna förhindras genom regler liknande dem som i skattehänseende tillämpas rörande för hög ränta på penninglån erhållet från delägare. Enligt dessa bestämmelser beskattas aktieägaren såsom för förtäckt utdelning för den del av räntan som är att anse som för hög. Bolaget medges inte avdrag för motsvarande del. Bedömningen av om räntefoten är för hög grundas på en jämförelse med den allmänna utlåningsräntan på kapitalmarknaden ifråga om lån av likartat slag. Härvid fästes i första hand endast avseende vid ränteläget vid lånets upptagande.

En rimlig bedömning av lånedebentures i beskattningshänseende kunde därför vara, att det låntagande bolaget får avdragsrätt för ränta på vinstandelsbevisen till den del räntan inte överstiger marknadsmässig sådan. Avdraget kan medges oberoende av vilken av den fasta eller rörliga räntan som är högst. För den del som överstiger skälig ränta, skulle alltså avdragsrätt vägras bolaget. Marknadsmässig ränta kan beräknas med utgångspunkt från ränteläget vid lånets upptagande och sedan gälla under

lånets hela löptid. Den kan bestämmas av riksskatteverket genom förhandsbesked och anvisningar.

### 6.3 *Styrelse m. m.*

Fjärde fondens styrelse bör utses i samma ordning som de befintliga fondstyrelserna. Ledamöterna, jämte personliga suppleanter, som även i denna styrelse bör vara nio till antalet, föreslås således förordnas av Kungl. Maj:t delvis efter förslag av rikssammanslutningar av arbetsgivare och arbetstagare. En lämplig fördelning synes enligt utredningens mening vara att dessa båda grupper av sammanslutningar nominerar tre ledamöter och tre suppleanter vardera.

Utredningen vill i detta sammanhang framhålla att speciella krav torde komma att ställas på ledamöterna i fjärde fondens styrelse då placering i företagsandelar i regel måste föregås av ingående överväganden av de enskilda företagens framtidsutsikter. Ledamöterna bör ha vana att på basis av föreliggande information bedöma ett företags utvecklingsmöjligheter och även allmänt vara förtrogna med förhållandena inom det svenska näringslivet. Mot bakgrund av de motiv som ligger till grund för ett särskiljande av aktieplaceringar från de nuvarande delfonderna, framstår det som givet att fjärde fonden även bör erhålla en från de övriga fonderna helt fristående administration. De krav på speciell kompetens och kännedom om näringslivets förhållanden, som ledamöterna bör besitta, måste givetvis också ställas på fondens administrativa personal.

Att på förhand dra upp detaljerade riktlinjer utöver de ovan angivna för fjärde fondstyrelsens placeringsverksamhet och agerande i övrigt, synes knappast lämpligt. Erfarenheter bör efterhand vinnas, som ger underlag för utbildande av lämpliga former för fondens förvaltning.

Styrelsen bör, då den finner så påkallat, kunna utöva det inflytande, som aktieinnehavet medger. Utredningen förutsätter att det sker med det omdöme och den varsamhet som fondens speciella karaktär och ställning motiverar. Det kan i detta sammanhang exempelvis nämnas att den skattefrihet som AP-fonden åtnjuter och som kan medföra att fjärde fondstyrelsens intresse för utdelningar kontra andra vinstdispositioner kan komma att avvika från andra placerares, inte bör få föranleda den att utnyttja sin ställning för att förändra företagens utdelnings- och konsolideringspolitik.

### 6.4 *Revision och granskning*

Revision och siffergranskning av fjärde fondens räkenskaper bör givetvis ske i sedvanlig ordning. Det finns därvid knappast skäl att avvika från det mönster som tillämpas för de nuvarande tre delfonderna. Konungen bör således förordna fyra revisorer att granska fjärde fondstyrelsens förvaltning av vilka två utses på förslag av de sammanslutningar som äger föreslå ledamöter i fondstyrelsen.

Det förhållandet att AP-fondens medel används på ett nytt och oprövat fält samt placeringarnas speciella karaktär, motiverar enligt ut-

redningens uppfattning att den formella revisionen kompletteras med någon form av sakgranskning av de placeringar och operationer fjärde fonden företagit. Det risktagande i större skala, med ett vidsträckt variationsområde för den framtida avkastningen, som fjärde fondens placeringar innebär, talar härför. Därtill kommer att operationerna har direkta effekter på kursutvecklingen både generellt och för individuella företag. En fortlöpande sakgranskning av verksamheten torde också ge en god grund vid överväganden om en vidgning av rambeloppet för den fjärde fonden.

Utöver de ovan anförda motiven för en sakrevision av fjärde fondens förvaltning föreligger för denna typ av verksamhet – med den osäkerhet som är förknippad med aktieplaceringar – ett särskilt behov att bredda ansvaret för företagna dispositioner. Detta bör lämpligen ske genom en årligen återkommande sakgranskning av verksamheten inrymmande dels en bedömning av företagna dispositioner gjord av ekonomisk expertis, dels någon form av godkännande av den förda placeringspolitiken.

Vad gäller möjligheterna att genomföra ett sakgranskningsförfarande föreligger åtminstone två väsentliga problem. För det *första* skall noteras det självklara faktum att osäkerheten beträffande placeringarnas framtida avkastning gäller i lika hög grad för det granskande organet som för fondstyrelsen. De bedömningar, som det granskande organet har till uppgift att företa kan rimligen inte avse sådana "utagerade" investeringar för vilka en komplett resultatredovisning föreligger utan måste huvudsakligen vara inriktade på löpande placeringar, vars resultat ännu ligger i framtiden med därmed rådande osäkerhet. Det innebär att granskningsorganet knappast kan framlägga annat än sina allmänna synpunkter på fjärde fondens placeringar. Till frågor som därvid bör kunna bli föremål för utlåtande hör om fondens grad av risktagande och riskspridning varit rimliga och om fondens agerande medfört störningar på aktiemarknaden.

Det *andra* problemet är av konstitutionell art. Enligt de bestämmelser som gäller för de nuvarande delfonderna beviljas ingen ansvarsfrihet för dessas styrelser utan Kungl. Maj:t har enbart att avgöra frågan om fastställelse av balansräkning. Styrelseledamöterna är i stället underkastade ämbetsmannaansvar. Skulle, som här förutsätts bli fallet, motsvarande bestämmelser komma att tillämpas för fjärde fondens styrelse, skall denna sålunda inte beviljas ansvarsfrihet i vanlig ordning. Den typ av bedömning av fondens dispositioner, det här är fråga om, kan knappast heller inordnas under ett formellt förfarande för beviljande av ansvarsfrihet. Det väsentliga torde emellertid vara att få till stånd en öppen behandling av fjärde fonden, som breddar ansvaret även om detta inte sker formellt. Det kan därvid ifrågasättas om den fastställda ordningen för behandling av fjärde fonden inte bör sträcka sig längre än att balansräkningen fastställs av Kungl. Maj:t. Med hänsyn till att Konungen och riksdagen tillsammans förutsätts fastställa rambeloppet för fjärde fondens verksamhet och med hänsyn till placeringarnas "kontroversiella" natur bör detta enligt utredningens mening lämpligen ske genom att fjärde fonden blir föremål för en årligen återkommande riksdagsbehandling i fasta former.

Konungen bör därför varje år i skrivelse till riksdagen överlämna för-

valtnings- och revisionsberättelse. Det ankommer sedan på riksdagen att själv bestämma formerna för den interna behandlingen av den fjärde fondens förvaltning. Med hänsyn till de ofta grannlaga frågor beträffande enskilda företags förhållanden, som kan uppkomma, bör behandlingen enligt utredningens mening i största möjliga utsträckning ske i utskott. Någon formell ansvarsfrihet skall, såsom tidigare framgått, inte beviljas fondens styrelse. Riksdagen skulle emellertid på grundval av ett av utskottet avgivet betänkande kunna besluta att låta Kungl. Maj:t ta del av vad som däri anförts eller anhålla hos Kungl. Maj:t om översyn av exempelvis vissa delar av fondens verksamhet. Om riksdagen inte fann anledning till åtgärder kunde den blott besluta att lägga fondens årsredovisning till handlingarna. Därmed skulle i praktiken ett godkännande av styrelsens skötsel av verksamheten erhållas.

Den bedömning av fjärde fondens förvaltning sedd ur ekonomisk synpunkt som föreslagits ovan bör utföras av ett i särskild ordning utsett organ. Granskningsorganet kan lämpligen arbeta parallellt med revisorerna, men bör ha tillgång till revisionsberättelsen innan det avlämnar sin rapport. Denna överlämnas till riksdagen och bör kunna bilda underlag för den förutsatta riksdagsbehandlingen.

Utredningen föreslår att granskningorganet skall bestå av fem ledamöter och att riksdagen får ett visst inflytande över valet av dessa genom att fullmäktige i riksbanken och riksgäldskontoret – under riksdagen lydande verk – får utse två ledamöter vardera, dock ej ordföranden. Självfallet bör de personer som utses besitta en ingående kännedom om näringslivet och om förhållandena på aktiemarknaden. Ordförandeposten i granskningsorganet bör besättas med en person som i kraft av sitt ämbete kan ge dess uttalanden tyngd. Krav bör måhända inte uppställas att ordföranden i första hand skall vara expert på de områden granskningsorganet har att övervaka. Ordföranden bör i första hand besitta en dokumenterad förmåga att på grundval av framlagt material väga olika ståndpunkter mot varandra. En ändamålsenlig väg kunde därför enligt utredningens mening vara att föreskriva att innehavaren av ett högt domarämbete – förslagsvis någon av ledamöterna av Högsta domstolen eller någon av presidenterna i rikets hovrätter – skall vara ordförande i granskningsorganet. Härigenom torde dess utlåtanden ges den erforderliga tyngden samtidigt som garantier erhålles att ordföranden i granskningsorganet besitter förmåga att väga framförda synpunkter på fondens förvaltning.

# 7 Specialmotivering till författningsförslaget

Mot bakgrund av utredningens förslag om inrättande av en fjärde fondstyrelse inom AP-fonden för att tillföra näringslivet riskvilligt ägarkapital har utarbetats förslag till lag om ändring i reglementet (1959:293) angående allmänna pensionsfondens förvaltning.

De under den fjärde fondstyrelsens förvaltning stående medlen skall enligt förslaget utgöra en integrerad del av AP-fonden. Balans- och resultatredovisning av styrelsens förvaltning skall liksom de övriga fondstyrelsernas ske separat. Förvaltningen och administrationen skall också hållas skild från den övriga fondförvaltningen. Kontrollen av och insynen i styrelsens verksamhet görs mer omfattande än vad som gäller för de övriga fondstyrelserna. Röstandelen, som AP-fonden genom placeringar i ett och samma företag kan uppnå, begränsas.

Åtskilliga av nuvarande bestämmelser i reglementet angående allmänna pensionsfondens förvaltning avses bli tillämpliga även på den fjärde fondstyrelsen. Sålunda kommer bestämmelserna i 5–10 §§ om tiden för utseende av ledamöter och suppleanter i styrelsen, om styrelsens sammanträden, om rätt för styrelsen att delegera sin beslutanderätt, om personal m. m. att gälla även för fjärde fondstyrelsen. Tidigare har framhållits att AP-fonden förutsätts bibehålla sin ställning som kapitalplacerande institution till gagn för försäkringen för allmän tilläggspension. Någon ändring av det i 11 § angivna allmänna syftemålet för fondstyrelsernas förvaltning synes därför inte behövlig. Bestämmelserna i 13 och 17 §§ om skyddande av fordran och upptagande av kredit bör gälla även för fjärde fondstyrelsen. I 14–16 §§ finns bestämmelser om återlån. Dessa inverkar inte på fjärde fondstyrelsens förvaltning.

Enligt 18 § skall fondstyrelsens räkenskaper uppgöras och avslutas för kalenderår. Varje fondstyrelse skall före den 1 februari avge redovisning för föregående räkenskapsårs förvaltning. Redovisningen skall framläggas i en förvaltningsberättelse med vinst- och förlusträkning samt balansräkning, som överlämnas till revisorerna. Detta bör gälla även fjärde fondstyrelsens räkenskaper. I 18 § tredje stycket finns huvudregeln för tillgångarnas värdering i balansräkningen. Tillgångarna skall upptagas till anskaffningsvärdet. Det har inte ansetts nödvändigt med hänsyn till allmänna pensionsfondens karaktär att tillämpa den hos affärsdrivande

företag allmänt förekommande principen om värdering till eller under verkliga värdet. Kapitalvinster och kapitalförluster kommer därför att redovisas först då tillgångarna avyttras. I prop. 1959:100 s. 187 uttalades att en värdering till anskaffningskostnad förekom i balansräkningen naturligtvis inte utgjorde något hinder för att tillgångarnas verkliga värde angavs i förvaltningsberättelsen. Osäkra fordringar skall dock upptagas i balansräkningen till det belopp, varmed de beräknas inflyta. Värdelös fordran får inte upptagas som tillgång. Tidigare har uttalats att fjärde fondstyrelsens placeringar i stort sett kommer att få formen av eviga engagemang. Det synes därför inte nödvändigt att införa särskilda balansvärderingsbestämmelser för fjärde fondstyrelsen i syfte att få till stånd en mera rättvisande årsredovisning. Behov av att införa särskilda värderingsregler av konsoliderings- eller andra skäl torde heller inte föreligga. För att få underlag för en bedömning av resultatet av fjärde fondstyrelsens förvaltning med hänsyn bl. a. till den särskilda granskning som föreslås införas bör, som framhölls i prop. 1959:100, hinder inte möta att tillgångarnas verkliga värde anges i förvaltningsberättelsen. Regler härom kan lämpligen intagas i tillämpningsföreskrifter till reglementet.

I 19–23 §§ finns bestämmelser om revision m. m. I 19 § stadgas att Konungen för varje fondstyrelse utser fyra revisorer. En utses av Konungen utan förslag medan en utses efter förslag av bankinspektionen. De återstående två revisorerna utses efter samråd med organisationerna för de partsintressen, som är företrädda i fondstyrelsen. Vidare föreskrivs att de båda revisorer, som inte utses efter samråd med organisationerna, skall vara gemensamma för de tre nuvarande fondstyrelserna. Undantag från denna regel får endast göras då särskilda skäl föreligger. Med hänsyn till de särskilda placeringsbestämmelser som föreslås för fjärde fondstyrelsen kan det ifrågasättas om inte sådana särskilda skäl föreligger för denna styrelse. Utredningen vill för sin del förorda att revisorerna inte bör vara gemensamma för den fjärde fondstyrelsen och de övriga fondstyrelserna. Härigenom markeras också ytterligare fjärde fondstyrelsens separata förvaltning och administration. I övrigt bör bestämmelserna i 19–23 §§ bli tillämpliga på fjärde fondstyrelsen. Det bör framhållas att revisorernas verksamhet inte endast skall avse räkenskapsgranskning utan också verklig sakrevision, särskilt då om fondstyrelsens placeringar är förenliga med bestämmelserna i reglementet och lämpliga med hänsyn till syftet med fondförvaltningen. Revisorernas verksamhet är heller inte inskränkt till den tid som åtgår för att granska styrelsens årsredovisning.

Fondstyrelsernas balansräkningar skall enligt 24 § fastställas av Konungen före den 1 maj det år de avlämnats. Så snart revisionsberättelse kommit fondstyrelse till handa skall den utan dröjsmål överlämna förvaltningsberättelsen med däri upptagna vinst- och förlust- samt balansräkningar samt revisionsberättelsen till Konungen. Något beslut om ansvarsfrihet för styrelseledamöterna fattas formellt inte, då ledamöterna är underkastade ämbetsansvar. Samma ordning bör gälla för fjärde fondstyrelsen. Konungen bör dock, sedan balansräkningen för fjärde fondstyrelsen fastställts, till riksdagen i skrivelse överlämna förvaltnings- och revisionsberättelsen för att få till stånd någon form av godkännande

och en breddning av ansvaret för den förda placeringspolitiken.

Bestämmelserna i nuvarande 25 § om sekretesskydd för vad som förekommit i fondstyrelse vid placering av fondmedel m. m. bör gälla även för fjärde fondstyrelsen.

Utredningens förslag föranleder ändring av 1–4, 6 och 12 §§, införande av tre nya paragrafer 25–27 §§ samt att nuvarande 25 och 26 §§ skall betecknas 28 respektive 29 §.

Om de olika ändringarna kan anföras följande.

1 §

I denna paragraf, som behandlar uppdelningen av förvaltningen av allmänna pensionsfonden på tre särskilda styrelser, benämnda första, andra och tredje fondstyrelserna, föreslås införas bestämmelser om upprättandet av den fjärde fondstyrelsen inom AP-fonden. Någon ändring av det faktum att fonden i förhållande till försäkringen utgör en enhet sker alltså inte. I förvaltningshänseende är dock de fyra fondstyrelserna helt självständiga enheter.

Fjärde fondstyrelsen förvaltar medel, som tillskjutits från de övriga fondstyrelserna. Det tillskjutna beloppets storlek fastställs av Konungen och riksdagen för en icke angiven tidsperiod. Den ram, som sålunda bestämmes, kan naturligtvis ändras efter beslut av Konungen och riksdagen.

2 §

Utredningen har ansett att ett belopp på 500 miljoner kronor utgör en lämplig första ram för fjärde fondstyrelsens förvaltning. Överföringen av beloppet bör dock inte ske omedelbart efter det att beslut om ramens storlek fattats. Takten i överföringen bör bli beroende av tillgången på lämpliga investeringsobjekt. Fjärde fondstyrelsen har att på eget ansvar avgöra takten i överföringen.

Med hänsyn härtill föreslås att överföring av medel endast skall ske efter rekvisition från fjärde fondstyrelsen. Det belopp som skall överföras bör fördelas mellan de övriga fondstyrelserna efter samma norm som gäller för försäkringens utgifter enligt 3 § första stycket, eller efter kapitalbehållningen enligt balansräkningen för närmast föregående år. Naturligtvis bör ett nära samråd ske mellan fjärde fondstyrelsen och de övriga fondstyrelserna så att styrelserna skall kunna överblicka storleken av de belopp, som blir aktuella för överföring vid olika tidpunkter.

I paragrafens nuvarande andra stycke stadgas att all fondavkastning också ligger under fondstyrelses förvaltning. Fjärde fondstyrelsen bör inte direkt bidra till pensionsutbetalningarna. Indirekt föreslås fondstyrelsen bidra till dessa genom att avkastningen av fjärde fondstyrelsens placeringar överförs till de övriga fondstyrelserna i proportion till dragningarna i varje fondstyrelse. Med avkastning förstås utdelning på aktier och ränta på obligationer eller andra fordringar. Realiserade kursvinster är inte att hänföra till avkastning och ingår alltså i fjärde fondstyrelsens förvaltning. I 3 § andra stycket stadgas att varje fond-

styrelse med de under styrelsens förvaltning stående medlen skall bestrida kostnaderna för sin egen verksamhet och för revisionen därav. Fondstyrelserna är alltså självständiga och inte bundna av någon medelstilldelning från statsmakternas sida. På samma sätt som för övriga fondstyrelser bör avkastningen av fjärde fondstyrelsens medel kunna tas i anspråk för bestridande av sådana kostnader.

3 §

Ändringen i denna paragraf betingas av att endast de tre nuvarande fondstyrelserna föreslås bidra till löpande pensionsutbetalningar.

4 §

Fjärde fondstyrelsen bör liksom de övriga fondstyrelserna bestå av nio ledamöter. I enlighet med de principer som gäller för de övriga fondstyrelserna bör tre utses efter förslag från rikssammanslutningar av arbetsgivare och tre efter förslag från rikssammanslutningar av arbetstagare. De tre återstående ledamöterna i fondstyrelsen utses av Konungen utan förslag.

I paragrafen anges inte närmare vilka sammanslutningar av arbetsgivare och arbetstagare som äger avge förslag på ledamöter. Föreskrifter härom har utfärdats av Konungen i kungörelsen (1959:319) angående avgivande av förslag å ledamöter i styrelserna för allmänna pensionsfonden m. m. En motsvarande bestämmelse bör införas i kungörelsen beträffande den fjärde fondstyrelsen.

6 §

Av de utan förslag utsedda ledamöterna i fjärde fondstyrelsen utses en till ordförande av Konungen. Vice ordförande väljer fondstyrelsen själv.

12 §

Paragrafen innehåller bestämmelser om de tillgångar, i vilka de tre nuvarande fondstyrelserna får placera medel. Som närmare redovisats i det föregående bör dessa fondstyrelser inte i fortsättningen få rätt att placera fondmedel i av aktiebolag utfärdade fordringsbevis som innefattar en rätt för fordringsägaren att på vissa villkor utbyta fordringen mot aktie i bolaget (konvertibla skuldebrev) eller en rätt att delta i nyemission av aktier i bolaget genom nyteckning (s. k. warrants). Aktiebolagsutredningen har i 41 § förslaget till aktiebolagslag intagit bestämmelser om konvertibla skuldebrev. Däremot har lagregler om warrants ej föreslagits. Det föreslagna förbudet för de tre nuvarande fondstyrelserna att placera medel i konvertibla skuldebrev har anpassats till aktiebolagsutredningens definition av sådana skuldebrev. Skulle lagregler införas om warrants, bör förbudet utsträckas till att avse även dessa. De placeringar som redan skett av fondstyrelserna i konvertibla obligationer berörs inte av förslaget och behöver alltså inte avvecklas.

I det föregående har ingående diskuterats i vilka tillgångar fjärde fondstyrelsens medel skall få placeras. Medlen föreslås sålunda få placeras i aktier i svenska aktiebolag med undantag för företag, som driver bank- eller annan penningrörelse eller försäkringsrörelse, och investmentbolag. Fonden får dock inte inneha större andel i aktier i ett aktiebolag än att röstetalet för aktierna utgör högst fem procent av röstetalet för samtliga aktier. Medlen får vidare placeras i konvertibla skuldebrev och, i den mån regler därom införes, warrants. Skuldebreven måste dock offentligen ha utbjudits av svenskt bankaktiebolag eller Sveriges investeringsbank aktiebolag.

25 §

I denna paragraf införs bestämmelser om en särskild granskning av fjärde fondstyrelsens förvaltning för varje kalenderår. Granskningen skall avse styrelsens placeringsåtgärder. Till frågor som därvid särskilt bör uppmärksammas hör riskfördelningen av placeringarna och den inverkan på kursutvecklingen och marknadsförhållandena som fondens placeringar medfört.

26 §

Utredningen föreslår att granskarnas antal skall vara fem. För att ge riksdagen ett visst inflytande över valet av granskare föreslås att fullmäktige i riksbanken och riksgäldskontoret utser två granskare vardera. Konungen utser en granskare, tillika ordförande i granskningsorganet. För att ge granskarnas yttrande tyngd föreslås att Konungen vid val av ordförande skall vara bunden till en krets av innehavare av höga domarämbeten. Ordföranden bör därför vara justitieråd eller hovrättspresident.

Om granskare entledigas eller avlider, bör ny granskare förordnas i samma ordning. Granskarna bör liksom revisorerna ha rätt att anlita biträde vid fullgörandet av sitt uppdrag. Arvoden och andra ersättningar till granskarna bestämmes av Konungen. Kostnaderna för granskningen ingår i de kostnader enligt 3 § andra stycket, för vilka fjärde fondstyrelsen svarar med egna medel.

27 §

Över granskningen skall avges yttrande som skall ligga till grund för riksdagsbehandlingen av fjärde fondstyrelsens förvaltning. Det synes därför lämpligt att yttrandet överlämnas direkt till riksdagen. Detta bör ske inom två månader från det förvaltningsberättelsen kommit granskarna till handa. Detta innebär att granskarna och revisorerna får förvaltningsberättelsen vid samma tidpunkt. Det förutsätts att viss kontakt sker mellan granskarna och revisorerna för att undvika onödigt dubbelarbete med faktainsamling m. m. Tiden för avgivande av yttrandet över granskningen har utsträckts en månad jämfört med revisorernas med

hänsyn bl. a. till att revisionsberättelsen kan peka på förhållanden som ytterligare kan behöva penetreras av granskarna.

*Ikraftträdande*

Ändringarna i reglementet angående allmänna pensionsfondens förvaltning föreslås träda i kraft snarast möjligt.

# 8 Sammanfattning av utredningens förslag om inrättande av en fjärde delfond inom allmänna pensionsfonden

a) *Finansiering*

Utredningen föreslår att kanalisering av riskvilligt kapital från AP-fonden till näringslivet prövas genom inrättande av en fjärde delfond vid sidan av de tre befintliga. Fondens verksamhet finansieras genom att den medges en av Konungen och riksdagen fastställd ovillkorlig rätt att i viss omfattning företa dragningar i de övriga fonderna.

Utredningen föreslår att den nya placeringsverksamheten inleds med att Konungen och riksdagen fastställer ett belopp på 500 miljoner kronor att kanaliseras till fjärde fonden under en icke angiven tidsperiod. Takten får bli beroende av tillgången på ekonomiskt sunda placeringsobjekt och de effekter som kan uppstå på aktiemarknaden. En fortsättning av placeringarna sedan det ursprungliga rambeloppet fördelats, förutsätts komma att bestämmas i ljuset av de erfarenheter av verksamheten som då vunnits.

Den fjärde fonden bör enligt utredningens mening inte åläggas att bidra till pensionsutbetalningarna då den i motsats till övriga fonder inte får löpande tillskott av pensionsmedel utan avses förvalta ett vid varje tidpunkt fastställt rambelopp. I stället föreslås, att uppburna utdelningar på fjärde fondens placeringar inlevereras till de övriga fonderna i proportion till dragningarna i dessa. Härigenom kan fjärde fonden sägas indirekt bidra till pensioneringen.

b) *Placeringar*

Placeringar i penningförvaltande institutioner som banker och försäkringsbolag skall inte komma ifråga. Investmentbolagens speciella ställning medför att också dessa skall undantas från engagemang.

Fonden skall inte engagera sig i företag med annan bolagsform än aktiebolag. Köp av andelar i ekonomiska föreningar synes inte kunna ifrågakomma då föreningarnas syfte är att bereda medlemmarna fördelar som kommer till uttryck på annat sätt än som vinst på tillskjutet kapital.

Då det finns åtskilliga relativt stora företag med god tillväxtpotential som inte är börsnoterade, bör krav på börsnotering inte uppställas för att

företag skall ifrågakomma för engagemang. Utredningen finner det dock sannolikt att fonden främst kommer att engagera sig inom kretsen av börsnoterade företag, i första hand inom industrin. Enligt utredningens mening torde de mindre och medelstora företagens behov av riskvilligt kapital bäst tillgodoses genom det nya finansieringsinstitut, benämnt Företagskapital AB, som föreslagits inleda sin verksamhet år 1973 och avses repliera på AP-fondens medel.

Utredningen förutsätter att AP-fonden bibehåller sin nuvarande ställning som väsentligen kapitalplacerande insitution. För den särskilda näringspolitiken finns andra instrument som handhas av politiskt ansvariga instanser. Fonden skall få förvärva aktier i svenskt aktiebolag upp till den gräns att röstetalet för aktierna utgör högst fem procent av röstetalet för samtliga aktier, dvs. enligt samma regel som nu gäller för försäkringsbolagen. Det utesluter inte att fonden kan förvärva en aktiepost som till nominellt värde uppgår till mer än fem procent av aktiekapitalet då enligt lag en akties röstvärde får uppgå till högst tio gånger röstvärdet för annan aktie. Frågan om femprocentsregeln kan komma att få tas upp till förnyad prövning. Det kan bli nödvändigt redan av det skälet att begränsningsregeln vid en eventuell ökning av rambeloppet kan medföra att tillgången på attraktiva placeringsobjekt för fonden efterhand minskar.

Fjärde fonden bör medges en för delfonderna exklusiv rätt att placera i skuldebrev som enligt någon metod kan utbytas mot eller medföra rätt att förvärva aktier i det emitterande företaget (konvertibla skuldebrev respektive s. k. warrants) förutsatt att skuldebreven offentligen utbjudits av svenskt bankaktiebolag eller Sveriges investeringsbank. Förvärv av vinstandelsbevis kan enligt utredningens mening förbehållas de nuvarande fonderna. Det förutsätts att bevisen uppfyller vissa krav vad gäller lånevillkoren.

c) *Styrelse m. m.*

Förslaget om bildande av en fjärde fond för aktieplaceringar och att de nu befintliga fonderna således ej skall erhålla rätt att placera i aktier, har förestavats av att placeringarna skall förvaltas avskilt från AP-fondens övriga verksamhet såväl vad gäller styrelse som administration och redovisning.

Fjärde fondens styrelse skall utses i samma ordning som de befintliga fondstyrelserna och liksom dessa bestå av nio ledamöter. Styrelsen skall således förordnas av Konungen delvis efter förslag av rikssammanslutningar av arbetsgivare och arbetstagare så att var och en av dessa båda grupper nominerar tre ledamöter. Personliga suppleanter utses i samma ordning.

d) *Revision och granskning*

Revision och siffergranskning av fjärde fondens förvaltning skall ske på samma sätt som för övriga fonder. Då AP-fondens medel används på ett nytt och oprövat fält och på grund av placeringarnas speciella karaktär, bör enligt utredningens mening den formella revisionen kompletteras

med någon form av årligen återkommande sakgranskning inrymmande dels en bedömning av företagna dispositioner gjord av ekonomisk expertis, dels någon form av godkännande av den förda placeringspolitiken.

Till frågor som bör bli föremål för utlåtande av granskningsorganet hör om fondens grad av risktagande och riskspridning varit rimliga och om fondens agerande medfört störningar på aktiemarknaden.

Fondernas formellt fristående ställning medför att styrelserna inte kan beviljas ansvarsfrihet för förvaltningen i gängse ordning. Styrelseledamöterna är i stället underkastade ämbetsmannaansvar. Placeringarnas natur och det förhållandet att Konungen och riksdagen tillsammans förutsätts fastställa rambeloppet, motiverar enligt utredningens mening att fjärde fondens verksamhet blir föremål för en årligen återkommande riksdagsbehandling i fasta former efter inhämtande av granskningsorganets yttrande. Riksdagen kan därvid exempelvis anhålla hos Kungl. Maj:t om en översyn av vissa delar av fondens verksamhet. Granskningsorganet föreslås få fem ledamöter varav två skall utses av vardera fullmäktige i riksbanken och riksgäldskontoret. Ordföranden föreslås vara justitieråd eller hovrättspresident.

e) *Ikraftträdande*

Ändringarna i reglementet angående allmänna pensionsfondens förvaltning föreslås träda i kraft snarast möjligt.

# Reservation av herr Johansson

I de större principfrågorna är jag av samma mening som utredningens majoritet. Därför stöder jag förslaget i dess huvuddrag. I ett par viktiga detaljfrågor har jag dock en från majoriteten avvikande mening.

En grundläggande utgångspunkt för utredningsarbetet har varit att skapa möjligheter för AP-fonden, dvs. för de tre fondstyrelserna att placera i aktier. Till denna utgångspunkt har utredningen kommit efter att först ha tagit ställning till önskvärdheten att förstärka näringslivets försörjning med riskvilligt kapital och vidare efter att ha tagit ställning för att kanaliseringen skall ske i AP-fondens regi och inte via mellanhandsinstitut, som förvaltas av andra ägarintressen.

När utredningen förordat den förra av dessa två huvudtyper för kanalisering av riskkapital, har det inte rått några delade meningar om att föreslå inrättandet av en fjärde fond i stället för bildandet av ett av fonden ägt förvaltningsbolag.

Jag har också varit enig med utredningsmajoriteten om att fjärde fondens placeringsverksamhet skall vara en separat verksamhet inom ramen för AP-fondens totala engagemang. Därav följer enligt min mening att AP-fonden med dess nuvarande tre styrelser skall ha ett ansvar även för aktieplaceringsverksamheten. Därför kan jag inte acceptera majoritetens förslag, som i flera avseenden, vilka jag återkommer till, innebär en brist på möjligheter att utöva detta ansvar.

Som en logisk konsekvens av att det gällt att skapa möjligheter för AP-fonden, dvs. de tre fondstyrelserna, att placera i aktier bör de tre fondstyrelserna således ha ett ansvar för alla medel oavsett hur de placeras. Därför bör fjärde fonden ej betraktas annorlunda än som en förvaltningsenhet under AP-fonden.

Därav följer även att de nuvarande tre fondstyrelserna inte kan ställas åt sidan när det gäller att utse styrelse i fjärde fonden. Minst hälften av ledamöterna i fjärde fondens styrelse bör därför utses på förslag av de nuvarande tre fondstyrelserna samt de övriga av Kungl. Maj:t.

Utredningsmajoritetens förslag att fjärde fonden skall hemställa hos Kungl. Maj:t om utökning av medelsramen samt att framställningen remissbehandlas, varvid även de övriga fonderna får tillfälle att yttra sig, finner jag ansvarsmässigt ohållbart. Eftersom fjärde fonden enligt mitt

betraktelsesätt är ett organ för de tre övriga, är det beträffande förfarandet vid omprövning av medelsramen naturligt att AP-fonden, dvs. de tre styrelserna gemensamt, efter begäran av fjärde fonden, omprövar ramen och beslutar om en utökning.

Enligt mitt förmenande bör det ankomma på de tre fonder, som ansvarar för inflytande fondmedel att också ansvara för löpande utvidgning av de medel, som placeras i aktier. Eventuellt kan detta förfarande kombineras med att Kungl. Maj:t prövar frågan för beslut.

I konsekvens härmed bör också den återkommande granskningen av fjärde fondens verksamhet i första hand ankomma på de tre övriga fonderna. Underlaget för granskningen skall dock efter revision överlämnas till Konungen tillsammans med de handlingar, som överlämnas från övriga tre delfonder.

Slutligen anser jag det av största vikt, att de överväganden utredningen gjort får en sådan utformning att inga bindningar sker på förhand beträffande de frågor, som utredningen har att återkomma till i det fortsatta arbetet. Bildandet av en fjärde fondstyrelse får således ej rymma något ställningstagande till huruvida man i framtiden skall sammanslå de nuvarande tre fonderna/fondstyrelserna till en; ej heller till frågan om löntagarmajoritet i en sammanslagen styrelse.

Bilaga

# Den skatterättsliga behandlingen av konvertibla skuldebrev och vinstandelsbevis

av *Göran Atterwall*

*Allmänna synpunkter*

Om ett bolag behöver anskaffa nytt kapital kan det ske antingen genom en ökning av det egna kapitalet, dvs. nyteckning av aktier, eller genom upptagande av lån. Aktieägarna är delägare i bolaget och har rättigheter som delvis är av ekonomisk natur. Delägarrätten innebär rätt till andel i bolagets vinst och i dess behållna tillgångar samt rätt till förvärv av nya aktier, allt i förhållande till det antal aktier, som aktieägaren innehar. Möjligheten till avkastning för aktieägaren på sitt kapital är beroende av att företaget går med vinst och han har ej ovillkorlig rätt därtill ens om utdelningsbar vinst finns. Vidare kan han i princip inte återfå sitt kapital ur bolaget förrän bolaget upplöses och då först sedan bolagets borgenärer fått full betalning. Aktieägaren har befogenhet att deltaga i handhavandet av bolagets angelägenheter, främst genom att utöva rösträtt på bolagsstämma.

Långivarens rätt gentemot bolaget är en fordringsrätt. Denna har ett rent ekonomiskt innehåll, en rätt att utfå i lånehandlingen utfäst ränta oberoende av om bolaget lämnade vinst eller ej och att på avtalad förfallodag utfå kapitalbeloppet av fordringen. Fordringsägaren har företrädesrätt till betalning ur bolagets tillgångar framför aktieägarna. Däremot har fordringsägaren inte någon befogenhet att deltaga i handhavandet av bolagets angelägenheter.

Utvecklingen har emellertid lett till att vissa mellanformer mellan aktier och fordringar uppkommit. Den omständigheten att aktier, till skillnad från obligationer, i stor utsträckning är föremål för dubbelbeskattning har säkerligen spelat en viss roll för utvecklingen. Å ena sidan har tillskapats aktier med förmånsrätt framför andra aktier till vinst och andel i behållningen (preferensaktier). Ofta har också sådana aktier lägre röstvärde än stamaktier. Utomlands, bl. a. även i Norge, förekommer aktier som såtillvida närmar sig fordringar att de saknar rösträtt. Detta är inte möjligt enligt gällande svensk rätt eller enligt det förslag som aktiebolagsutredningen lagt fram i betänkandet "Förslag till aktiebolagslag m. m." (SOU 1971:15). Gällande regler om en möjlighet till differentiering mellan aktierna så att vissa aktier har mindre röstvärde än

andra föreslås bibehållas. Man kan alltså, om man vill tänja aktien så långt som möjligt i riktning mot obligationen, tillskapa preferensaktier, som har förmånsrätt i bolagets tillgångar närmast efter skulderna, har rätt till utdelning intill viss högsta procent och är utrustade med så minimal rösträtt, att den i verkligheten är alldeles värdelös. Å andra sidan kan det finnas obligationer, som beträffande sina rättsverkningar och sin ställning gentemot bolaget företer stor likhet med aktier. De åtnjuter rätt till andel i bolagets tillgångar efter de övriga skulderna, är från sina innehavares sida praktiskt taget ouppsägbara och är med hänsyn till räntan beroende av bolagets bestämmande eller bolagets resultat (s. k. participating debentures).

Den skattemässiga behandlingen av aktier och fordringar skiljer sig främst däri, att aktierna är underkastade dubbelbeskattning, vilket fordringarna inte är. Ränta på fordringar är således skattepliktig inkomst för långivaren och avdragsgill kostnad för låntagaren. Ett aktiebolags inkomst beskattas däremot i princip två gånger, nämligen en gång hos bolaget och en gång hos delägarna i bolaget i den mån inkomsten utdelas till dem. För de belopp som utdelas får avdrag för bolaget vid inkomsttaxeringen i regel inte ske. Vissa undantag gäller dock. Således har de kooperativa föreningarna viss rätt till avdrag för utdelning som utgår i form av återbäring, pristillägg e. d. I syfte att underlätta aktiebolagens kapitalanskaffning medges bolagen en begränsad rätt till avdrag för utdelning som hänför sig till nyemitterade aktier enligt förordningen (1967:94) om avdrag vid inkomsttaxeringen för viss aktieutdelning. Avdraget får uppgå till högst fem procent av inbetalt kapital för aktie och avdraget medges under sammanlagt högst 10 år.

Aktiebolagsutredningen har i sitt betänkande tagit upp frågor som rör vissa mellanformer mellan aktier och fordringar. Utredningen föreslår bestämmelser om de ej förut i svensk lagstiftning reglerade *konvertibla skuldebreven och vinstandelsbevisen.* Med *konvertibelt skuldebrev* förstås ett skuldebrev som innefattar en rätt för fordringsägaren att under vissa villkor utbyta skuldebrevet mot aktie i bolaget. Ett närbesläktat värdepapper är s. k. *warrants,* som är ett skuldebrev, med vilken är förenad optionsrätt att förvärva nya aktier i det emitterande bolaget. Några lagregler om warrants föreslås inte av aktiebolagsutredningen. *Vinstandelsbevisen* innebär att räntans storlek görs beroende av bolagets vinst eller av vinstutdelningen på bolagets aktier. Aktiebolagsutredningen har tagit upp dessa frågor då det är av vikt att finansieringsfrågan för företagen kan vid varje tidpunkt lösas i de former som med hänsyn till konjunktur och andra förhållanden är lämpligast för bolaget och för dem som erbjuds att deltaga i dess finansiering. Utredningen påpekar också att det med hänsyn till de internationella relationerna är viktigt att de i många främmande länder förekommande finansieringsformerna även står företagen i Norden till buds.

### *Konvertibla skuldebrev*

Aktiebolagsutredningen har i 41 § förslaget till aktiebolagslag upptagit bestämmelser om konvertibla skuldebrev, som i huvudsak innebär

följande. Utredningen föreslår som huvudregel att beslut om upptagande av lån mot konvertibla skuldebrev skall fattas av bolagsstämman. Konverteringen till aktier kan ske så att ett skuldebrev får delvis utbytas mot aktie, dvs. att skuldebrevet mot erhållande av aktie nedskrivs med visst belopp. Konverteringsförhållandet kan även bestämmas så att vid konverteringen ett tillägg i pengar skall betalas till eller av bolaget. Omfattningen av konverteringen har begränsats så att den endast får ta i anspråk så många aktier som vid tiden för registrering av bolagsstämmans beslut om konverteringslån kan utges utan att bolagsordningen ändras. Anmälan för registrering skall enligt förslaget ske när teckningen av lånet avslutats. Vill bolaget utge konvertibla skuldebrev till sådant belopp att konverteringen kan medföra en ökning utöver maximikapitalet, måste alltså före eller i samband med beslutet om utgivande av skuldebreven beslutas en ändring av bolagsordningen varigenom maximikapitalet höjs till erforderligt belopp. Motsvarande gäller om konvertering skall ske mot aktier av visst slag utöver vad bolagsordningen medger.

Konverteringslån har tidigare knappast förekommit i Sverige. På senaste tiden har dock två sådana lån förekommit, Mo och Domsjö AB:s 5 % obligationslån 1968/83 och Fagersta Bruks AB:s 6 % obligationslån 1970/85. Dåvarande riksskattenämnden har i anvisningar (RN 1970 nr 1:4) uttalat sig rörande vissa skattefrågor i samband med Mo och Domsjö AB:s konverteringslån. Innebörden av riksskattenämndens uttalande är följande. Vid försäljning av obligationer på marknaden och vid konvertering av obligationer till aktier skall obligationsinnehavaren beskattas för eventuell realisationsvinst enligt de regler, som gäller för annan egendom än fastigheter och aktier m. m. Vinsten blir alltså skattefri efter fem år och avtrappning sker under de första fem åren efter förvärvet. Konvertering av obligationer till aktier likställs med avyttring av obligationer, och avyttring skall anses ha skett den dag, då bolagets ordinarie bolagsstämma beslutat om nyemission för konverteringsändamål. Likaså skall på grund av konvertering erhållna aktier anses förvärvade denna dag. Sådana genom konvertering erhållna aktier skall anses anskaffade till den på bolagsstämmodagen noterade lägsta betalkursen på bolagets aktier, dock lägst den noterade köpkursen. Avdrag skall dock göras för den av bolagsstämman beslutade utdelningen. Försäljningspriset för obligationerna skall beräknas på basis av den sålunda framräknade aktiekursen. Om bolaget inte nyemitterar aktier utan i stället utnyttjar sin rätt att kontant lösa in obligationerna till en kurs som överstiger obligationernas nominella belopp, beskattas överkursen som kapitalinkomst. Överkursen blir alltså i detta fall likställd med ränteinkomst.

Riksskattenämndens anvisningar återspeglar alltså gällande skatterätt på detta område. Mera generellt torde praxis kunna anges på följande sätt. Konvertering av obligationer till aktier utlöser realisationsvinstbeskattning, om vinst föreligger. Vid konverteringen torde vinsten beräknas med utgångspunkt från den erhållna valutans värde och inte från den kontraktsenliga inlösenskursen. Vid konvertering torde vidare förvärvsdagen vara den dag, då bytet faktiskt sker, eller den tidigare dag, då den skattskyldige bundit sig för den ifrågavarande transaktionen. Förvärvs-

dagen får inte bara betydelse för beräkning av förvärvstiden för aktien utan också för obligationen. Avyttringen av obligationen och förvärvet av aktien anses ha skett samma dag. Om bolaget i stället inlöser obligationen till överkurs, beräknad t. ex. på basis av aktiernas marknadsvärde, likställs överkursen med ränteinkomst. På samma sätt förhåller det sig enligt praxis med indextillägg vid inlösen av indexlån (jfr RÅ 1943 ref. 19, RÅ 1943:279 och RN 1953 nr 5:4).

Som tidigare nämnts har konverteringslån redan förekommit i Sverige. Enligt nu gällande aktiebolagslag är det emellertid ej möjligt för ett aktiebolag att juridiskt förplikta sig att framdeles utge aktier som erfordras för konverteringen. I praktiken har man därför valt den konstruktionen, att för den händelse bolagsstämma, efter det konverteringslån emitterats, skulle motsätta sig för konverteringen erforderlig nyemission, låntagaren haft att på visst sätt inlösa obligationerna. Aktiebolagsutredningens förslag innebär i denna del, att bolagsstämman i samband med utgivandet av lånet skall tillse, att maximikapitalet enligt bolagsordningen har en sådan höjd att konverteringsrätten kan utnyttjas utan att något senare beslut om nyteckning behöver fattas.

Aktiebolagsutredningens förslag om regler för konvertibla skuldebrev torde inte behöva medföra några problem som inte kan lösas i rättstillämpningen. Den praxis som redan finns uppdragen när det gäller konverteringslån synes heller inte försvåra utgivandet av sådana lån. Det kan naturligtvis hävdas att skattelagstiftningen inte är helt neutral med hänsyn till konverteringstidpunkten, då ju femårsgränsen är avgörande för om en realisationsvinst blir skattefri eller ej. Man bör dock inte utan mycket starka skäl avvika från de principer på vilket skattesystemet är uppbyggt. I detta sammanhang kan påpekas att realisationsvinstkommittén enligt sina direktiv har att göra en allmän översyn av realisationsvinstbeskattningen. I uppdraget ingår också att överse de regler som gäller realisationsvinstbeskattning av obligationer. De förslag som kommittén kan lämna, kan därför naturligtvis komma att påverka utgivande av konvertibla skuldebrev.

*Warrants*

Som tidigare nämnts förekommer i utlandet en obligation, med vilken är förenad en optionsrätt att förvärva nya aktier i det låntagande bolaget (warrants). Aktiebolagsutredningen har dock inte föreslagit några lagregler om warrants. Skillnaden mellan obligationer med optionsrätt och konvertibla obligationer är att innehavaren av de förstnämnda inte byter ut sina obligationer mot aktier utan behåller dem och betalar för de aktier han förvärvat vid utövande av optionen, alltså ytterligare ett kapitalutlägg. Han blir efter aktieförvärvet både fordringsägare och andelsägare. För det låntagande bolaget kan obligationer av detta slag framstå som förmånligare än de konvertibla obligationerna eftersom utnyttjande av optionsrätten inte innebär att en skuld omvandlas till aktiekapital utan att ett ytterligare kapitaltillskott erhålls i form av aktielikvid. Optionsrätten är alltså en bonus vid utgivande av obligationer för att göra dessa mera attraktiva för köparna. Å andra sidan innebär

användandet av warrants möjlighet för bolag att emittera obligationer med lägre ränta än som eljest skulle gälla. Optionsrätten kan antingen vara på det sättet knuten till obligationen att den inte får frigöras från denna annat än i samband med ett utnyttjande för aktieförvärv (non-detachable warrants) eller också kan den separeras från obligationen och bli föremål för omsättning (detachable warrants). Om warrants är detachable, brukar marknadskursen på obligationerna efter frånskiljandet sjunka avsevärt. Obligationer med optionsrätt förekommer huvudsakligen i USA och Tyskland, i sistnämnda land enligt uppgift dock endast i mindre omfattning, troligen beroende på att det spekulativa momentet är mera framträdande än hos konvertibla obligationer. Optionsrätten brukar i regel endast kunna utnyttjas under viss tid. Kursen på aktie, som optionen avser, stipuleras i lånevillkoren och kan antingen vara fast eller stigande.

I yttranden över aktiebolagsutredningens betänkande har från näringslivets sida framhållits vikten av att svenska företag har full möjlighet att erbjuda låneinstrument av de slag som förekommer på den internationella kapitalmarknaden. Det finns annars risk att ett svenskt företag inte kan emittera lån på gynnsammaste villkor. Man förordar därför att reglerna om konvertibla skuldebrev kompletteras med regler, som möjliggör utgivande av skuldebrev med optionsrätt.

Mot denna bakgrund finns det skäl att ta upp den skatterättsliga behandlingen av warrants. Nu gällande skatteregler synes innebära att, om en non-detachable warrant avyttras, vinsten beskattas enligt de vanliga realisationsvinstreglerna för annan egendom än fastigheter och aktier m. m. Vinsten blir alltså skattefri efter fem år och avtrappning sker under de fem första åren efter förvärvet. Till obligationen hörande begagnad rätt att teckna aktier i det låntagande bolaget utgör inte skattepliktig intäkt. Om optionsrätten emellertid kan skiljas från obligationen och säljas för sig, torde optionsrätten vara att anse som teckningsrätt till aktie. Försåld optionsrätt torde därför beskattas enligt reglerna om realisationsvinst på aktie. Detta innebär att om förvärvstiden understiger fem år, vinsten beskattas enligt den s. k. reducerade skalan. Vinsten utgör därvid det för optionsrätten uppburna beloppet minskat med så stor del av anskaffningskostnaden för obligationen som skall anses belöpa på optionsrätten. Denna andel av anskaffningskostnaden beräknas genom proportionering så att om exempelvis en obligation, som inköpts för 100 kr., vid tidpunkten för optionsrättens försäljning för 15 kr. har ett saluvärde (inkl. optionsrätten) av 150 kr., anses optionsrättens anskaffningsvärde utgöra $\frac{15}{150} \cdot 100$ eller 10 kr. och vinsten vid försäljning av optionsrätten alltså 15–10 eller 5 kr. Vid en senare avyttring av obligationen torde dess anskaffningsvärde anses amorterat med den på optionsrätten belöpande andelen av anskaffningsvärdet. Är förvärvstiden fem år eller längre beräknas den skattepliktiga realisationsvinsten vid försäljningen av optionsrätten efter schablon till 10 % av försäljningspriset för optionsrätten efter avdrag för kostnader i samband med försäljningen. Om den skattskyldige kan göra sannolikt att försäljningen ej lämnat vinst eller vinst ej överstigande 5 % av försäljningspriset, sker ej

någon beskattning. Från sammanlagda beloppet av vinst från aktieförsäljningar under ett beskattningsår medges avdrag med 500 kr.

Även när det gäller warrants torde nu gällande skatteregler inte behöva försvåra utgivandet av dessa skuldebrev.

*Vinstandelsbevis* (participating debentures)

Bestämmelserna om vinstandelsbevis finns i 43 § förslaget till aktiebolagslag. Förslaget innebär att bolagsstämman kan besluta om upptagande av lån mot obligationer eller andra skuldebrev med rätt till ränta, vars storlek är helt eller delvis beroende av utdelningen till aktieägare i bolaget eller av bolagets vinst. Förslaget öppnar också möjlighet för stämman att bemyndiga styrelsen att besluta om upptagande av lån mot vinstandelsbevis. Stämmans bemyndigande skall avse visst lånebelopp eller åtminstone ett visst maximibelopp. I övrigt kan naturligtvis stämman vid bemyndigandet besluta om andra begränsningar eller fastställa vissa villkor som styrelsen skall iaktta vid upptagandet av lånet. Någon företrädesrätt för aktieägare till vinstandelsbevisen finns ej föreskriven men i stället krävs kvalificerad majoritet för bolagsstämmans beslut att utge vinstandelsbevis eller att bemyndiga styrelsen därtill. Om det i bolaget finns aktieslag med olika rätt till bolagets tillgångar och vinst, fordras samtycke av ägare till 2/3 av de på stämman företrädda aktierna av varje slag. Några regler härutöver har ej föreslagits ingå i aktiebolagslagen. Detta innebär att vinstandelsbevisen kan vara förenade med en mängd olika villkor rörande t. ex. räntan och inlösen av bevisen. Vanligen torde räntan uppdelas i en fast eller rörlig del. Den rörliga räntan varierar med bolagets vinstutveckling och kan antingen stå i viss relation till utdelningen på aktierna i bolaget eller avse en viss andel i bolagets vinst. En mera ovanlig typ är konstruerad så att det för varje år av påföljande års bolagsstämma bestäms vilket belopp som skall utfalla på bevisen.

Variationer kan även förekomma när det gäller det belopp, varmed bevisen skall inlösas. Bevisen kan ge samma rätt som andra fordringar men de kan också som förlagsbevis ställas efter andra fordringar. Inlösensbeloppet kan vara det nominella beloppet jämte upplupen ej betald ränta, men det kan också bestämmas på annat sätt, exempelvis till kursvärdet vid tiden för inlösen.

Vinstandelsbevisen kan alltså vara förenade med en mängd olika villkor, som gör att långivarens ställning antingen kan likna fordringsägarens eller aktieägarens. Man kan skilja på två olika typer av fordringsbevis, "lånedebentures" och "delägardebentures". Lånedebentures medför rätt till återbetalning med det nominella beloppet jämte eventuellt indextillägg och har en bestämd inte onormalt lång löptid. De torde därför vara att anse som likställda med vanliga fordringsbevis. Delägardebentures medför däremot rätt till betalning vid likvidation eller uppsägning efter bevisens marknadsvärde och har i allmänhet en mycket lång löptid, eventuellt med förlängningsklausul. Innehavare av delägardebentures torde kunna anses nära likställda med aktieägare.

I remissen över aktiebolagsutredningens förslag har ifrågasatts om delägardebentures bör godtas. Man har därvid pekat på att låntagaren

genom bokslutsdispositioner inför uppsägningsdagen kan driva ned marknadsvärdet och därmed inlösensvärdet på vinstandelsbevisen. Det måste vara en väsentlig skillnad ur långivarens synpunkt i riskhänseende om såväl inlösenstidpunkt som återbetalningsbelopp är på förhand fixerade jämfört med en situation där osäkerhet råder om båda dessa faktorer. Kapitalmarknadsutredningen har i detta betänkande intagit den ståndpunkten att skuldebrev utan fastställd inlösenskurs (dvs. delägardebentures) överhuvudtaget inte bör få förekomma på kapitalmarknaden. Med hänsyn härtill avser förslagen i fortsättningen endast vinstandelsbevis i form av lånedebentures.

Vinstandelsbevis har inte utgivits i Sverige sedan AB Kreguer & Tolls år 1929 utgivna participating debentures. En av anledningarna till detta torde vara den osäkerhet som råder om den skatterättsliga bedömningen av den rörliga räntan. Det finns ej vägledande avgörande av skattedomstol om den rörliga räntan får i skatteavseende dras av såsom kostnad för bolaget eller om den skall jämställas med aktieutdelning och därmed inte bli avdragsgill för bolaget. Ett vinstandelsbevis löper exempelvis med en fast ränta av 5 % med rätt att härutöver erhålla ett visst tillägg som sätts i direkt proportion till förändring av aktieutdelning i det emitterande bolaget, ett visst år exempelvis 3 %. Av den totala räntan på 8 % torde den fasta räntan, 5 %, näppeligen kunna hänföras till annat än vanlig obligationsränta medan den rörliga räntan på 3 % principiellt närmast torde anses ha karaktär av utdelning av vinst.

1928 års bolagsskatteberedning kom också till det resultatet (SOU 1931:40 s. 261 ff) att vid beskattning av bolag, som utgivit participating debentures, den på dessa betalda rörliga räntan skulle behandlas som av bolaget gjord aktieutdelning. Grunden för beredningens ställningstagande var att om dubbelbeskattning skedde av aktieutdelning, syntes det riktigt och rimligt att debentureräntan drabbades av samma dubbelbeskattning.

Värdesäkringskommittén uttalar (SOU 1964:2 s. 251) att rättsläget är oklart om avdragsrätt skall tillkomma låntagaren på den rörliga räntan ("indextillägg") på vinstandelslån. Kommittén anser att om man vill gynna uppkomsten av vinstandelslån torde det bli nödvändigt att medge låntagaren avdrag för indextillägg på sådana lån. I annat fall kommer vinstandelslån att bli en förhållandevis dyr upplåningsform i jämförelse med andra typer av penninglån. Om emellertid en obeskuren avdragsrätt infördes ansåg kommittén att det kunde bli erforderligt att begränsa rätten till emission av vinstandelslån samt att utfärda bestämmelser av innebörd att sådana lån endast fick innehas av vissa subjekt, exempelvis försäkringsbolag och banker.

Kammarrätten har i yttrande över aktiebolagsutredningens betänkande starkt understrukit behovet av klarläggande regler i skattelagstiftningen. Kammarrätten anser att vid bedömningen av gällande skatterätt ett övervägande principiellt betraktelsesätt skulle ge vid handen att den rörliga räntan är att anse som utdelning av vinst. Ett mera praktiskt betraktelsesätt är att tillämpa huvudsaklighetsprincipen och medge avdragsrätt för låntagaren för hela räntebeloppet om den fasta räntan översteg den rörliga. Kammarrätten vill emellertid betona att om skattefrågan skulle lösas så att avdragsrätt för det emitterande bolaget

skulle medges för hela den på vinstandelsbevis utfallande räntan, måste man räkna med risk för missbruk särskilt i mindre och medelstora bolag. Ett aktiebolag skulle nämligen kunna bereda sig avdragsrätt för utbetalningar, som i verkligheten innefattar utdelning av vinst på av huvudaktieägarna tillskjutet kapital, eller således på vad som rätteligen bort rubriceras som aktiekapital. Kammarrätten påpekar vidare att kapitalanskaffning i form av vinstandelsbevis enligt förslaget står öppen för alla bolag och helt oberoende av relationen mellan skulder och eget kapital. En begränsning i möjligheten att utnyttja vinstandelsbevisen bör därför vidtas med hänsyn till risker för missbruk. Kammarrätten föreslår att denna kapitalanskaffningsform förbehålles företag som enligt aktiebolagsutredningens förslag är skyldiga att hålla auktoriserad revisor, dvs. bolag vars tillgångar har ett nettovärde överstigande 6 milj. kr., eller vars aktier eller skuldebrev är noterade på fondbörs eller börslista. För att inte utesluta mindre aktiebolag från användning av denna finansieringsform bör regeln enligt kammarrätten kompletteras med ett stadgande om dispensförfarande.

Det får anses stå fullt klart, att för att vinstandelsbevis skall kunna komma till användning i Sverige måste frågan om avdragsrätt för låntagaren för den rörliga räntan lösas på ett tillfredsställande sätt. Civilrättsligt sett torde någon tvekan inte föreligga om att hela räntan på vinstandelsbeviset är en lånekostnad. Ur skatterättslig synpunkt är detta som tidigare framgått mera tveksamt. Den rörliga räntan torde principiellt sett kunna jämställas med utdelning av vinst. Om man emellertid anser sig kunna acceptera att införa avdragsrätt även för den rörliga räntan såsom varande en lånekostnad, måste – som kammarrätten påpekat – möjligheterna till missbruk beskäras. I annat fall skulle principen om dubbelbeskattning av aktiebolags och ekonomiska föreningars inkomster kunna kringgås genom att avdragsrätt medgavs för utbetalningar som i verkligheten utgjorde utdelning av vinst på av delägarna tillskjutet kapital. Risken för missbruk torde vara störst i aktiebolag med ett fåtal delägare, s. k. fåmansbolag. Ingenting hindrar naturligtvis att sådana transaktioner äger rum även i bolag med större antal delägare. De av värdesäkringskommittén och kammarrätten anvisade lösningar torde inte vara fullt tillfredsställande. Genom deras förslag skulle ju denna kapitalanskaffningsform inte bli marknadsvidgande på låntagarsidan. Mindre företag och familjeföretag skulle kunna utestängas. Även nybildade företag och starkt expansiva företag skulle kanske heller inte kunna komma i fråga. Det får anses olyckligt om man av skatteskäl skulle begränsa vinstandelsbevisens användning.

Man bör i stället direkt inrikta sig på att begränsa det missbruk som kan tänkas komma till stånd och som närmast skulle bestå i att delägare i det emitterande företaget tillgodoförde sig en oskäligt hög ränta på vinstandelsbevisen. Man bör inte bortse från att även om en delägare skulle inköpa vinstandelsbevis måste han låna företaget kapital och på detta bör han få tillgodoföra sig skälig ränta. Detta resonemang kan ledas tillbaka på den praxis som i skatteavseende finns rörande för hög ränta på penninglån, erhållet från delägare. Enligt denna praxis beskattas delägaren såsom för förtäckt utdelning för den del av räntan som är att anse

som för hög. Företaget medges inte avdrag för motsvarande del. Avgörande för bedömningen av om räntefoten är för hög eller inte sker genom en jämförelse med den allmänna utlåningsräntan på kapitalmarknaden i fråga om lån av likartat slag. Härvid kan i första hand endast fästas avseende vid ränteläget vid lånets upptagande. I praxis förekommer också fall som rör bolag som upptagit lån av delägare och därvid inte fixerat någon viss räntefot utan bestämde denna årligen, i regel med hänsyn till rörelsens resultat. I dessa fall har bolaget medgetts avdrag för ränta endast för belopp som motsvarar skälig årsränta på lånet. Detta gäller även om hög räntebetalning under goda år endast motvägt utebliven eller låg sådan under dåliga år. (jfr RÅ 1933 ref 50, RÅ 1941:629, RÅ 1952:267–270).

Med hänsyn till vad ovan anförts bör således det låntagande företaget (aktiebolag eller ekonomisk förening) få avdragsrätt för ränta på vinstandelsbevis, till den del räntan inte överstiger marknadsmässig sådan. Avdraget bör medges oberoende av vilken del av den fasta eller rörliga räntan som är störst. För den del som överstiger skälig ränta, skall alltså avdrag vägras företaget. Detta innebär naturligtvis inte att företaget är förhindrat att utge en ränta som överstiger den marknadsmässiga. Konsekvensen blir endast att "överräntan" utges av beskattade medel. Marknadsmässig ränta bör beräknas med utgångspunkt från ränteläget vid lånets upptagande och sedan gälla under lånets hela löptid. Fluktuationer i ränteläget under löptiden bör alltså i princip inte kunna inverka på den avdragsgilla räntan. Vägledande besked om den marknadsmässiga räntan bör kunna lämnas av riksskatteverket genom förhandsbesked och anvisningar. Förslaget är alltså direkt inriktat på att förhindra missbruk av vinstandelsbevis och torde i princip inte komma att påverka börsnoterade eller andra icke fåmansägda bolags emissioner av sådana lån. I dessa fall saknas det i allmänhet anledning att antaga att räntan på vinstandelsbevisen kommer att överstiga den marknadsmässiga.

När det gäller långivarens beskattning saknar det för fysiska personer, bosatta i Sverige, betydelse om räntan är att anse som ränteinkomst eller aktieutdelning. Räntan är i båda fallen normalt att anse som kapitalinkomst. När det gäller svenska juridiska personer är dessa i princip också skattskyldiga både för ränta på utlånat kapital och för utdelning på aktier. I syfte att undvika en flerfaldig beskattning av aktiebolagens och de ekonomiska föreningarnas inkomst, s. k. kedjebeskattning, gäller emellertid som huvudregel enligt 54 § kommunalskattelagen (KL), att svenska aktiebolag och ekonomiska föreningar är frikallade från skattskyldighet för utdelning på aktier eller andelar i andra svenska aktiebolag och ekonomiska föreningar, när dessa inte innehas i kapitalplaceringssyfte. Sådant syfte föreligger ej enligt KL, om aktiernas sammanlagda röstetal vid beskattningsårets utgång motsvarar en fjärdedel eller mera av röstetalet i det utdelande företaget, eller om det görs sannolikt att innehavet av aktien eller andelen betingas av ägarföretagets verksamhet. Från denna huvudregel gäller dock väsentliga inskränkningar och undantag. Om ett låntagande företag utgivit en ränta och företaget för viss del av räntan inte medgivits avdrag vid taxeringen på grund av dess karaktär av utdelning, uppkommer frågan huruvida friheten från

kedjebeskattning skall utsträckas till att avse även denna del. Det torde kunna hävdas att det behov att underlätta näringslivets organisatoriska anskaffningar, som utgjort ett väsentligt motiv för frihet från kedjebeskattning, här inte föreligger. Med hänsyn härtill och då bestämmelserna bör vara så enkla som möjligt talar övervägande skäl för att friheten från kedjebeskattning inte utsträcks till den del av räntan som är att anse som utdelning.

Fysiska personer, som inte är bosatta i Sverige, samt utländska bolag är här i landet helt fria från skattskyldighet för ränteinkomst men skattskyldiga till kupongskatt för inkomst genom aktieutdelning. Frågan är i dessa fall alltså om den ränta, som är att jämställa med utdelning, bör beläggas med svensk kupongskatt. Ett av skälen för att införa vinstandelsbevis torde ha varit att stimulera investering av utländskt kapital i svenska företag utan det inflytande över företagen som följer med aktieinnehav. Därigenom undviks också de problem som följer av lagstiftningen om förbud för utlänningar att i vissa fall inneha aktier i svenska bolag. I våra dubbelbeskattningsavtal med andra länder finns också regelmässigt intagen en regel som reglerar mottagarens beskattning av ränta på bl. a. vinstandelsbevis. I dessa avtal stadgas att inkomst av obligationer, som medför rätt till andel i vinst, är att anse som ränta. Det torde vara av stort intresse för Sverige att tillförseln av kapital från utlandet inte försvåras genom skattelagstiftningen.

Med hänsyn till det anförda bör den ränta, som i beskattningsavseende är att anse som utdelning för det låntagande bolaget, inte behandlas för långivaren på annat sätt än vanlig låneränta.

När det gäller beskattningen av avyttring av vinstandelsbevis kan vissa problem tänkas uppkomma vid rättstillämpningen. Aktievinstutredningen uttalade (prop. 1966:90 s. 21) att om en fordringsrätt i praktiken fungerar som en omsättningsbar värdehandling och i övrigt är jämförlig med aktier, vilket kan vara fallet med t. ex. participating debentures, skall fordringsrätten i fråga om vinstbeskattningen behandlas på samma sätt som aktier. Departementschefen förklarade sig (prop. 1966:50 s. 110) – utan att direkt beröra participating debentures – i huvudsak ansluta sig till utredningens förslag såvitt avser vinstbeskattningens objekt. Det torde alltså bli fråga om en bedömning i varje enskilt fall, beroende på vinstandelsbevisets karaktär. Principiellt kan en gränslinje dras mellan lånedebentures resp. delägardebentures. Man torde kunna anta att avyttring av lånedebentures behandlas enligt reglerna för realisationsvinst på vanliga obligationer medan avyttring av delägardebentures är att jämställa med försäljning av aktie. Att reglera denna fråga lagstiftningsvägen synes inte behöva ske.

Sammanfattningsvis föreslås beträffande vinstandelsbevisen att det låntagande företaget får avdrag för ränta på vinstandelsbeviset med så stor del som motsvarar marknadsmässig sådan, samt att den ränta, som i beskattningshänseende är att jämställa med utdelning för det låntagande företaget, hos långivaren inte behandlas annorledes än vanlig låneränta.

Förslaget föranleder ändring i 44 § KL. I enlighet härmed har upprättats förslag till lag om ändring i kommunalskattelagen (1928:370). De nya bestämmelserna i skattelagstiftningen bör träda i kraft samtidigt med bestämmelserna om vinstandelsbevis i aktiebolagslagen.

**Förslag till**
**Lag om ändring i kommunalskattelagen (1928:370)**

Härigenom förordnas, att 44 § kommunalskattelagen (1928:370) skall ha nedan angivna lydelse.

| *Nuvarande lydelse* | *Föreslagen lydelse* |
|---|---|
| 44 § | |
| Är skattskyldig berättigad till avdrag för ränta å upplånat kapital och kan utredning ej vinnas, huru stor del av samma kapital hänför sig till olika av den skattskyldige innehavda förvärvskällor, skall i och för räntans fördelning kapitalet hänföras till de olika förvärvskällorna i förhållande till värdet av de i varje förvärvskälla nedlagda tillgångar. | *Har svenskt aktiebolag eller svensk ekonomisk förening upptagit lån mot obligationer eller andra skuldebrev med rätt till ränta, vars rätt är helt eller delvis beroende av utdelningen till delägarna eller av företagets vinst (vinstandelsbevis), får räntan icke av företaget avdragas som kostnad till den del den överstiger ränta, som vanligen utgår på obligationer eller andra skuldebrev upptagna på likartade villkor.* |

Denna lag träder i kraft den

# Statens offentliga utredningar 1972

## Kronologisk förteckning

1. Ämbetsansvaret II. Ju.
2. Svensk möbelindustri. I.
3. Personal för tyg- och intendenturförvaltningen. Fö.
4. Säkerhets- och försvarspolitiken. Fö.
5. CKR.(Centrala körkortsregistret) K.
6. Reklam I. Beskattning av reklamen. U.
7. Reklam II. Beskrivning och analys. U.
8. Reklam III. Ställningstaganden och förslag. U. (Utkommer senare.)
9. Reklam IV. Reklamens bestämningsfaktorer. U. (Utkommer senare.)
10. Godsbefordran till sjöss. Ju.
11. Förenklad löntagarbeskattning. Fi.
12. Skadestånd IV. Ju.
13. Kommersiell service i glesbygder. In.
14. Revision av vattenlagen. Del 2. Ju.
15. Ny regeringsform • Ny riksdagsordning. Ju.
16. Ny regeringsform • Ny riksdagsordning. (Följdförfattningar) Ju.
17. Nomineringsförfarande vid riksdagsval • Riksdagen i pressen. Ju.
18. Norge och den norska exilregeringen under andra världskriget. Ju.
19. Uppsökande verksamhet för cirkelstudier inom vuxenutbildningen. U.
20. Läs- och bokvanor i fem svenska samhällen. Litteraturutredningens läsvanestudier. U.
21. Svävarfartslag. K.
22. Domstolsväsendet IV. Skiljedomstol. Ju.
23. Högre utbildning — regional rekrytering och samhällsekonomiska kalkyler. U.
24. Vägfraktavtalet II. Ju.
25. Naturgas i Sverige. I.
26. Förskolan 1. S.
27. Förskolan 2. S.
28. Konsumentköplag. Ju.
29. Konsumentupplysning om försäkringar. H.
30. Bostadsanpassningsbidrag. In.
31. Lag om hälso- och miljöfarliga varor. Jo.
32. Kommunalt samlingsstyre eller majoritetsstyre? C.
33. Förhandlingsrätt för pensionärer. In.
34. Familjestöd. S.
35. Skogsbrukets frö- och plantförsörjning. Jo.
36. Samhälle och trossamfund. Slutbetänkande. U.
37. Samhälle och trossamfund. Bilaga 1—19. U.
38. Samhälle och trossamfund. Bilaga 20. Andra trossamfunds ekonomi. U.
39. Abortfrågan. Remissyttranden. Ju.
40. Konkurrens i bostadsbyggandet. In.
41. Familj och äktenskap I. Ju.
42. Vägtrafikbeskattningen. Fi.
43. Utnyttjande och skydd av havet. I.
44. Reformerad skatteutjämning. Fi.
45. Kulturminnesvård. U.
46. Landskapsvård genom täktsamverkan. Ju.
47. Data och integritet. Ju.
48. Riksdagen och försvarsplaneringen. Fö.
49. Tryckfriheten och reklamen. Ju.
50. Skyddsrum. Fö.
51. Sjölagens befraktningskapitel. Ju.
52. Rapport angående kommunal information m.m. C.
53. Handräckningstjänst i försvaret. Fö.
54. Skyddat arbete. In.
55. Decentralisering av statlig verksamhet — ett led i regionalpolitiken. Del 2. Slutrapport. Fi.
56. Glesbygder och glesbygdspolitik. In.
57. Ledningsrättslag. Ju.
58. Koncession för pipelines. K.
59. Att välja framtid. Ju.
60. Beskattade förmåner vid sjukdom och arbetslöshet m. m. S
61. Försök med bibliotek. Litteraturutredningens biblioteksstudier. U.
62. Offentligt stöd till de politiska partierna. Ju.
63. Näringslivets försörjning med rikskapital från allmänna pensionsfonden. Fi.

KUNGL. BIBL.
21 SEP 1972
STOCKHOLM

# Statens offentliga utredningar 1972

## Systematisk förteckning

**Justitiedepartementet**

Ämbetsansvaret II. [1]
Godsbefordran till sjöss. [10]
Skadestånd IV. [12]
Revision av vattenlagen. Del 2. [14]
Grundlagberedningen. 1. Ny regeringsform • Ny riksdagsordning. [15] 2. Ny regeringsform • Ny riksdagsordning (Följdförfattningar) [16] 3. Nomineringsförfarande vid riksdagsval • Riksdagen i pressen. [17] 4. Norge och den norska exilregeringen under andra världskriget. [18]
Domstolsväsendet IV. Skiljedomstol. [22]
Vägfraktavtalet II. [24]
Konsumentköplag. [28]
Abortfrågan. Remissyttranden. [39]
Familj och äktenskap I. [41]
Landskapsvård genom täktsamverkan. [46]
Data och integritet. [47]
Tryckfriheten och reklamen. [49]
Sjölagens befraktningskapitel. [51]
Ledningsrättslag. [57]
Att välja framtid. [59]
Offentligt stöd till de politiska partierna. [62]

**Försvarsdepartementet**

Personal för tyg- och intendenturförvaltningen. [3]
1970 års försvarsutredning. 1. Säkerhets- och försvarspolitiken. [4] 2. Riksdagen och försvarsplaneringen. [48]
Skyddsrum. [50]
Handräckningstjänst i försvaret. [53]

**Socialdepartementet**

1968 års barnstugeutredning. 1. Förskolan 1. [26] 2. Förskolan 2. [27]
Familjestöd. [34]
Beskattade förmåner vid sjukdom och arbetslöshet m. m. [60]

**Kommunikationsdepartementet**

CKR (Centrala körkortsregistret) [5]
Svävarfartslag. [21]
Koncession för pipelines. [58]

**Finansdepartementet**

Förenklad löntagarbeskattning. [11]
Vägtrafikbeskattningen. [42]
Reformerad skatteutjämning. [44]
Decentralisering av statlig verksamhet — ett led i regionalpolitiken. Del 2. Slutrapport. [55]
Näringslivets försörjning med rikskapital från allmänna pensionsfonden. [63]

**Utbildningsdepartementet**

Reklamutredningen. 1. Reklam I. Beskattning av reklamen. [6] 2. Reklam II. Beskrivning och analys. [7] 3. Reklam III. Ställningstaganden och förslag. [8] (Utkommer senare). 4. Reklam IV. Reklamens bestämmningsfaktorer. [9] (Utkommer senare.)
Uppsökande verksamhet för cirkelstudier inom vuxenutbildningen. [19]
1968 års litteraturutredning. 1. Läs- och bokvanor i fem svenska samhällen. Litteraturutredningens läsvanestudier. [20] 2. Försök med bibliotek. Litteraturutredningens biblioteksstudier. [61]
Högre utbildning — regional rekrytering och samhällsekonomiska kalkyler. [23]
1968 års beredning om stat och kyrka. 1. Samhälle och trossamfund. Slutbetänkande. [36] 2. Samhälle och trossamfund. Bilaga 1—19. [37] 3. Samhälle och trossamfund. Bilaga 20. Andra trossamfunds ekonomi. [38]
Kulturminnesvård. [45]

**Jordbruksdepartementet**

Lag om hälso- och miljöfarliga varor. [31]
Skogsbrukets frö- och plantförsörjning. [35]

**Handelsdepartementet**

Konsumentupplysning om försäkringar. [29]

**Inrikesdepartementet**

Kommersiell service i glesbygder. [13]
Bostadsanpassningsbidrag. [30]
Förhandlingsrätt för pensionärer. [33]
Konkurrens i bostadsbyggandet. [40]
Skyddat arbete. [54]
Glesbygder och glesbygdspolitik. [56]

**Civildepartementet**

Kommunalt samlingsstyre eller majoritetsstyre? [32]
Rapport angående kommunal informationm. m. [52]

**Industridepartementet**

Svensk möbelindustri. [2]
Naturgas i Sverige. [25]
Utnyttjande och skydd av havet. [43]

Anm. Siffrorna inom klammer betecknar utredningarnas nummer i den kronologiska förteckningen.

Allmänna Förlaget

ISBN 91-38-01356-8