

Finans

Har noen sett eierne?

Både staten, aksjefondene og utenlandske storinvestorer holder seg langt unna styrommet i landets største bedrifter | Bare en av ti styremedlemmer er direkte representant for en aksjonær | Et fåtall aksjeforvaltere bruker andre kanaler for å utøve makt

Oslo Børs er ikke som andre børser. I annerledeslandet er børsens største selskaper frikoplet fra sine eiere. Styrene i landets viktigste selskaper består gjennomgående av personer som ikke har noen direkte tilknytning til de store aksjonærene, viser en kartlegging Mandag Morgen har utført. I gigantene Statoil, Hydro, Telenor, DnB Nor og Yara er hovedaksjonæren (staten) ikke representert i styret, selv om selskapenes styre teller 8-12 personer. BI-forskerne **Øyvind Bøhren** og **Bernt Arne Ødegaard** har karakterisert dette som den verst tenkelige modell for eierskap.

På Oslo Børs eies over 80 prosent av aksjene av staten, utenlandske fond eller norske institusjoner. Ingen av disse ønsker å ta del i et aktivt eierskap. Derfor er bare en av ti styreprerentanter i de 20 mest verdifulle selskapene direkte representant for en aksjonær (se figur). Resten av styremedlemmene er enten «egned» personer eller representanter for de ansatte. Mangelen på aktive storaksjonærer er et påfallende trekk ved Oslo Børs.

I skyggen av dette har en ny maktfaktor vokst fram. En liten gruppe forvaltere i landets institusjonelle investorer (aksjefond, Folketrygdfondet, livforsikringselskaper, osv) har skaffet seg stor innflytelse over styresammensetning, fusjoner, oppkjøp, utbytte og aksjonærpolitikk generelt. Men i styrene vil de ikke sitte.

Reduserer verdiskaping

Aksjonærsammensetningen på Oslo Børs er helt spesiell. Etter børsnoteringen av Statoil og Telenor, har staten fått en dominerende rolle. Som hovedaksjonær i landets fire mest verdifulle selskaper er den statlige andel av totalen nær 40 prosent. Dette har utvannet de andre grupperingene, men andelen utenlandske aksjonærer ligger fortsatt nær 30 prosent. Det resterende fordeler seg nokså jevnt på norske institusjonelle investorer og private personer/bedrifter.

Av disse er det bare den sistnevnte gruppen som ikke har en vedtatt politikk om ikke å engasjere seg som eier. Verken staten, utenlandske forvalt-

ere eller innenlandske fond tar ansvar som eiere, de ønsker å være gratispassasjerer i eierskapsutøvelse. Det kunne teoretisk gi stor makt til privatpersoner og bedrifter, men denne muligheten har de latt gå fra seg: De har en tilstedeværelse i styrene som er enda lavere enn deres relative eierandel. I de ti største selskapene som kan sies å være styrt fra Norge, er det bare 6-7 styremedlemmer som er direkte representanter for en aksjonær.

De private aksjonærene dominerer noen få selskaper; slik som **Anders Wilhelmsen** og deres amerikanske familiemotparter i cruise-giganten RCCL, **John Fredriksen** i Frontline, **Kjell Inge Røkke** i Aker Kværner, Orkla i Elkem og Stolt-Nielsen-familien i sitt eget selskap. I de øvrige selskaper finnes i prinsippet ikke privatkapitalisten.

Dette fraværet av eiere reduserer verdiskapingen. Det er konklusjonen i en studie utført av professor Øyvind Bøhren og førsteamanuensis Bernt Arne Ødegaard ved Handelshøyskolen BI, publisert i 2002. Konklusjonen baserer seg på studier av norske børsnoterte selskaper i perioden 1989-97. Den beste modellen for verdiskaping er ifølge forskerne flere aktive, private eiere som ikke er for store (cirka 10 prosent hver), og et lite styre på fem personer. Skrekk-modellen er en dominerende eier som ikke tar eierstyring, kombinert med et stort styre.

I dag passer de fire største selskapene på Oslo Børs til den siste beskrivelsen. Statoil, Hydro, Telenor og DnB Nor har staten som dominerende, passiv eier, og et styre som består av 9-12 personer.

«Man kan slå fast at i et verdiskapingsperspektiv er ikke eierne der de bør være,» sier Øyvind Bøhren til Mandag Morgen. Han har ingen visjon om at vi kan skape de private storkapitalistene vi stort sett mangler i Norge, derfor er det de eksisterende eierne som må ta ansvar. «Man må enten få dem til å bli aktive, eller få styret til å agere som om de aktive eierne var der,» sier han. «Men vi skal ikke være for religjose, det finnes eksempler på suksess uten eierstyring også. Det mest lønnsomme selskapet år etter år i Norge har vært Orkla, og det var helt administrasjonsstyrt. **Jens P.**

Heyerdahl var en leder som til de grader forstod aksjonærenes beste, og han trengte ingen eiere i styret til å passe på seg,» sier Bøhren.

Noen har snakket sammen

Trenden mot færre kapitalister og flere ansiktsløse eiere er langsiktig, og den er heller ikke særnorsk. I USA har denne institusjonelle kapitalismen gitt fritt spillerom til administrasjon og profesjonelle styremedlemmer. Så lenge ingen eiere protesterer, har det vært mulig å betrakte selskapet som sin egen lekegrind, og tilrane seg absurde belønninger. I kjølvannet av skandaler som Enron har det vokst fram en forståelse av at systemet trenger en korreksjon, utover markedet selv. Det har gitt regler for corporate governance eller god virksomhetsstyring, som får økende betydning for børsnoterte selskapers handlemåte. Anbefalingene til norske selskaper ble lagt frem i desember i fjor.

I Norge har institusjonenes rolle i markedet økt i takt med en voksende finansformue. For 20 år siden var aksjefond et ukjent begrep, i dag er de blitt en stor maktfaktor. Den makten er langt større enn aksjeinnehavet skulle tilsi. Og den er godt skjult.

De sentrale forvalterne er bare noen få titalls personer, og de har direkte adgang til toppledelse og styre i børsnoterte selskaper. Som eiere er fondene attraktive; de er kapitalsterke nok til å flytte aksjekursen betydelig, og er ofte langsiktige, selv om det er et fy-ord i bransjen. Forvaltnings-selskapene besøker hver bedrift en eller flere ganger årlig, og står forøvrig i jevnlig kontakt. Det gir et nært kjennskap og etter hvert en stor innflytelse. De innrømmer åpent at de kommer med konkrete forslag til ledelse og styre i bedriftene.

Men de institusjonelle eierne vil aldri sitte i styret. Det gjør dem til innsidere, noe som begrenser handlefriheten ved kjøp og salg, samtidig som det tar mye tid. Derimot dukker de etter hvert opp i valgkomiteer, i bedriftsforsamlinger og i kontrollkomiteer. Her øver de stor innflytelse over sammensetning av styret og andre sentrale beslutninger. Som følge av den jevnlige kontakten mellom fond og selskap, blir forvalterne ofte spurt til råds, gjerne ved at selskapene ringer og spør om konkrete forhold. Forut for en general-forsamling kan ledelsen luften de forslagene de har tenkt å fremme på generalforsamlingen med de mest betrodde forvalterne.

Maktutredningens rapport om makt i aksjemarkedet fanget opp denne trenden i starten. De ledende forvalterne var åpne om sin rolle i for-

Å eie og styre

Representasjonen av eiere i styrene i de 20 største norske børsnoterte selskapene.

Selskap	Ant. styremedl.	Kommentar til styresammensetning
Statoil	9	Ingen store eiere direkte representert
Norsk Hydro	9	Ingen store eiere direkte representert
Telenor	9	Ingen store eiere direkte representert
DnB Nor	12	5,3 prosent av aksjene direkte representert. 1 av 12 representanter.
Royal Caribbean Cruises Ltd	12	Aksjonærstyrt gjennom Wilhelmsen og familieaksjonærer i USA.
Orkla	9	Stein Erik Hagen eneste storeier som er direkte representert. Har 2 av 9 styremedlemmer
Yara	8	Ingen store eiere direkte representert
Frontline		Helt styrt av John Fredriksen
Norske Skog	8	Skogeiersamvirket har 2 av 8 i styret. Tilsvarer omtrent eierandel
Storebrand	9	Drøye 10 prosent av aksjene direkte representert (Orkla – Ferd)
Stolt-Nielsen	7	Familiestyrt
Schibsted	11	26,1 prosent direkte representert gjennom Tinius Nagell-Erichsen, ingen andre store
Elkem	13	Hovedaksjonær Orkla med kontroll
Aker Kværner	9	Styres av Røkke (50,1), men direkte representert ved bare 1 av 9 repr.
SAS	9	Wallenberg (8 prosent) direkte representert, ingen andre store
Tandberg	7	Ingen store eiere direkte representert
PGS	7	Umoe (5 prosent) direkte representert ved ett styremedlem. Ingen andre store.
Stolt Offshore	7	Etter familiesalg ingen store eiere direkte representert
Odfjell ASA	7	Familien Odfjell direkte representert ved to representanter
Prosafe	9	Ingen store eiere med, men gründeren er med i styret

Eierne glimrer med sitt fravær i styret i en rekke av de største norske selskapene.

Kilde: Mandag Morgen

hold til maktutredningene. «For oss som fondsforsvaltere er valgkomiteene av strategisk betydning. Det er her styresammensetningen blir foreslått, og det er en viktig sak. For å unngå å komme i innsideposisjon i de tilfellene hvor vi er uenige med ledelsen om strategi, vil vi ikke ha styrerepresentanter selv, men vil gjerne bli spurt om råd når det gjelder den konkrete sammensetningen av styret,» uttalte Skagenfondene.

Vital sa på sin side at de forsøker å være forutsigbare i forhold til styrene. «Du kan si at vår

innflytelse egentlig kommer på nivået før styret blir valgt, altså i valgkomiteene og ikke på generalforsamlingene. Valgkomiteene og bedriftsforsamlingene er derfor meget viktige organer. I slike spørsmål skjer det ofte at vi koordinerer våre oppfatninger med andre institusjonelle eiere. Tidligere var styrene nesten ikke på banen, og det var liten eller ingen dialog med aksjonærene. Dette er helt annerledes nå. For det første er det en helt annen aktivitet på generalforsamlingene. For det andre foregår dialogen kontinuerlig gjennom hele året.»

Det var Vital som tok initiativ til en uformell, men mektig gruppering, nemlig Eierforum. Her er de fleste institusjonelle forvaltere med, og her koordinerer de sine synspunkter. Forvalterne er da også forbausende samstemte i mange børsrelaterte spørsmål. Eierforum har ingen ansatte, intet sekretariat, adresse eller noe annet. Det er bare en snakkeklubb, hvor møtene går på omgang hos medlemmene. Slik kan deres maktutøvelse heller aldri kontrolleres, den er unndratt enhver form for offentlig innsyn og kontroll.

Makten er konkret, og den brukes. «Ofte foregår kontakten i Eierforum slik at vi tar en ringe-runde til medlemmene for å få etablert konsensus om konkrete spørsmål. Dette sikrer felles opp-treden. Deretter tar vi kontakt med styreleder i selskapet eller selskapene det gjelder. Noen ganger må slike ad hoc-grupper reforhandle konkrete saker,» heter det i Maktutredningen.

Folketrygdens makt

Giganten Folketrygdfondet har i mange sammenhenger blitt beskyldt for å være en skjult makt-spiller i norsk næringsliv. Dets rolle er definert som passiv, men helt passiv kan den ikke kalles, basert på fondets egne uttalelser:

«Ofte foregår imidlertid kontakten slik at vi har møter med styret eller styreleder hvor det kommer en forespørsel om forslag til styrerepresentanter. Dette forsøker vi å imøtekomme. Vi har også møter med ledelsen i selskapene eller ledere for konkrete divisjoner. Slike møter har imidlertid ofte et analytisk grunnlag knyttet til produkter eller strategier,» uttalte Folketrygdfondet til Maktutredningen.

De fleste forvaltere begrenser imidlertid sin innflytelse til å gjelde finansielle spørsmål. Det gjelder størrelsen på emisjoner, utbytte, opsjonsordninger og ikke minst fusjoner, oppkjøp eller spørsmål om man skal akseptere et tilbud på selskapet. I slike spørsmål har de institusjonelle investorene stor makt. Og deres agenda er krystallklar; det er å maksimere gevinsten. «Vår rolle er i slike sammenhenger å skaffe våre egne andelseiere så høy avkastning som mulig. I denne bestemte betydningen er vi altså ikke preget av noen form for samfunnsansvar. Det er kun andelseierne som teller,» uttalte Odin-fondene.

Professor Øyvind Bøhren ser positivt på den nye rollen til forvalterne. «Det er en ny type eierskap, man vet ikke hvor det bærer hen. De er rene

Mandag Morgen retter

Mandag Morgens artikkel om såkornfond i nr. 4, 2005, inneholdt sitater fra et intervju med teknologidirektør Nils Vogt i Argentum. Ved en misforståelse kom ikke Vogts presiseringer med i artikkelen. De gjengis derfor her, og er satt inn i artikkelkonteksten.

«Vi setter høye krav til ledelsen av de venture-fond vi går inn i,» sier teknologidirektør Nils Vogt i Argentum. Det hadde vært fint om også såkornordningen var satt opp slik at tilsvarende krav kunne stilles der, mener han. Vogt sier det koster nær dobbelt så mye å drive et såkornfond, fordi det blir mange og arbeidskrevende prosjekter. Derfor blir

det dobbelt feil når staten ikke skal bidra med noe av forvaltningskostnadene. «Jeg vil også påpeke at det her er lån som akkumulerer rente over mange, mange år. Alle økonomer kjenner kraften i renters rente, og staten skal også ha tilbake de pengene først,» sier Vogt. Tapsfondet kompenseres ikke for dette da også privat egenkapital avskrives når selskaper må avsluttes. Vogt ser likevel ikke bort fra at selv distriktpengene til Ryan kan finne private medspillere en dag. «Det kan nok tenkes at midlene blir brukt, men ikke nødvendigvis på den beste måten for nyskapingen i Norge,» sier Vogt.»

pengeflyttere, og har utelukkende det perspektivet på virksomheten, men det er tross alt en fordel at de engasjerer seg.»

Bøhren mener fondene bør bryte med det passive eierskapet og komme seg inn i styrerommene. En slik strategi vil etter hans oppfatning gi økt avkastning for forvalterne, og derigjennom for alle aksjonærer. «Det vil skifte noe av makten over fra administrasjonen til eierne. Den totale mengde makt er en gitt størrelse, og når eierne er fraværende ligger makten hos administrasjonen. I børsnoterte selskaper vil den viktigste rollen til et styre være overvåkingsfunksjonen.»

Fravær av eiermakt skulle teoretisk gi økt makt til de ansattes representanter, som med den lovbestemte tredel av stemmene alltid kan utgjøre en maktblokk. Det synes aldri å være tilfelle, og Bøhren bekrefter at de ansatte representantenes makt er overraskende liten. «Vår erfaring er at deres største funksjon er å redusere administrasjonens makt, fordi styremedlemmene får en alternativ kilde til informasjon. De er ikke helt avhengige av hva administrasjonen velger å fortelle dem,» sier han.

Kilde: Bjørn Andersen: «Institusjonelle investorer. Makt og avmakt i aksjemarkedet», rapport, Maktutredningen, 2003.

Hvordan ta bedre betalt for produktene – og likevel være konkurransedyktig?

Mange bedrifter ønsker ikke å delta i den intensive lavpriskonkurransen, men heller satse på forbedringer som kundene aksepterer å betale en høyere pris for. Men prisdifferensiering gjennom merkevarebygging er lettere sagt enn gjort i en tid der kundene opplever at produktene bak merkene ikke er særlig forskjellige.

Mandag Morgen har den glede å invitere til frokostmøte om temaet.

Program

Frokostseminar tirsdag 8. mars 2005, frokost fra kl 07.45, faglig program fra kl 08.00-10.00, Hotel Continental, Oslo

«Strategisk design og merkevarebygging: Hvordan jobber de beste?»

Innledning ved *Jari Ullakko, Grow Stockholm og Stein Leikanger, TAW*. Jari Ullakko og Stein Leikanger har erfaring med reklame og markedsføring på multinasjonalt nivå for merker som Nokia, Finlandia, Porsche, Audi, Saab, SAS o.a.

«Det er bedre å være rik og frisk enn fattig og syk – prisspørsmålet sett fra et direktesalgsperspektiv.»

Innledning ved *Ervin Kohn, CEO SAVO*

Debatt ledet av Terje Osmundsen

S.u. innen 4. mars 2005

Invitasjonen er personlig, men abonnenter kan gi den videre til en kollega. Frokostmøtet er kostnadsfritt for Mandag Morgens abonnenter. For ikke-abonnenter sender vi faktura på kr 500 ved påmelding som er bindende. Dersom man tegner helårsabonnement til kr 3.950 (ordinær pris kr 4.750) får man delta kostnadsfritt. Begrenset antall plasser.

Mandagmorgen

Tlf: 22 99 18 18, fax: 22 99 18 10, e-post: kine.martinez@mandagmorgen.no