

# **Svenska värden**

En studie av riskkapital och industriell omvandling 1916-25

Licentiatuppsats  
Oskar Broberg  
Ekonomisk-historiska institutionen  
Handelshögskolan  
Göteborgs universitet  
Hösten 2003

# Innehållsförteckning

<b>1. Inledning</b>	<b>4</b>
Problemet	4
Undersökningen och dess frågeställningar	5
Källor	6
Forskningsläge	9
Disposition	11
<b>2. Några begrepp och sammanhang</b>	<b>12</b>
Pengar	12
Osäkerhet	14
Tid	17
Spekulation	17
Entreprenören	19
Finansiell instabilitet	22
Avrundning	25
<b>3. Riskkapital och industriell omvandling 1890-1932</b>	<b>26</b>
Inledning	26
Industriell 'take-off'	27
Riskkapitalismens tre vågor	39
Dragkampen om bankernas roll i industrialiseringen	52
Avrundning – riskkapitalisternas gyllene tid	56
<b>4. Finansgruppens uppgång och fall</b>	<b>58</b>
Bildandet	59
Från bildandet till fusionerna	63
Fusioner och krossade drömmar	74
Mot slutet	80
Avrundning – finansiellt mångsyssleri i kaotiska tider	86
<b>5. Pianotrusten</b>	<b>89</b>
Bakgrund till affären	89
Förenade Piano- och Orgelfabriker bildas	92
Trustens verksamhet	95
Affärens finansiella konsekvenser	98
Avrundning	101

<b>6. Aktiebolaget CE Johansson</b>	<b>103</b>
Från uppfinning till innovation	103
Från innovation till spekulaton	107
Affärer i motvind	111
Från spekulaton till rekonstruktion	112
De interna bråken	116
Avrundning – 'Mått-johanssons' möte med Storfinanssen	118
<b>7. Adolf Ungers Industriaktiebolag</b>	<b>120</b>
Bakgrund till affären	120
Uppköpet och verksamheten i korthet	122
Styckningarna	125
FSV som ensam ägare	128
Från gammalt till nytt via finansiella krumbukter	132
<b>8. Diskussion</b>	<b>134</b>
Bankernas roll – en fråga om förtroende	134
FSV:s affärer och betydelsen av personliga nätverk	138
Omvandling och instabilitet 1890-1930	145
<b>Käll- och Litteraturförteckning</b>	<b>149</b>
Otryckta källor	149
Tryckta källor	149
Tabeller, diagram och figurer	153
<b>Appendix</b>	<b>154</b>
I. FSV:s affärer speglade i styrelseprotokollen	154
II. Styrelseledamöter i Finansgruppen	164
III. Ekonomisk översikt FSV 1917-25	167
IV. Adolf Ungers Industriaktiebolag 1917-24	168

# 1. Inledning

## Problemet

”Tillväxt förutsätter stabilitet. Utan stabilitet är det svårt att få till stånd varaktiga utbytesrelationer, vidgade marknader, långsiktiga investeringar och innovativa satsningar. [...] Varje given inriktning på tillväxten stöter på gränser, där det inte längre är möjligt att fortsätta i gamla banor. Gamla verksamheter måste avvecklas medan nya utvecklas. Organisationer och spelregler som stöttat tillväxten blir till hinder, medan nya möjligheter kräver nya sammanhang. Om tillväxten skall bibehållas ställs återkommande krav på förnyelse för att ge tillväxten en ny inriktning.”<sup>1</sup>

Lennart Schöns slutsats är att ekonomer alltför sällan uppmärksammat denna inneboende konflikt. Risken finns att alltför ensidigt betona stabiliteten alternativt omvandlingen – och glömma bort att båda begreppen har en baksida. Alltför långt driven stabilitet ger rigiditet. Alltför långt driven dynamik ger instabilitet. Det är mitt intresse för denna konflikt som ligger i botten på detta arbete, eftersom jag tror att problemet är allmängiltigt. Både samhällen och enskilda individer måste balansera mellan stabilitet och omvandling.

Problemet studeras genom en undersökning av kapitalmarknaden i Sverige under början av 1900-talet, en tid av stor omvandling såväl ekonomiskt som socialt. Konflikten blir tydlig på kapitalmarknaden eftersom krediten till sitt innersta väsen är en injektion av potentiell omvandling – som ger tillväxt eller finansiella krascher beroende på hur krediten används.

Som analytiskt redskap används Joseph Schumpeters entreprenörsbegrepp och Hyman Minskys teori om finansiell instabilitet. Enkelt uttryckt beskriver Schumpeter en idealbild av ekonomisk omvandling, där en entreprenörs nytänkande tillåts omforma ekonomin genom att entreprenören får tillgång till samhällets resurser genom kredit. Minsky kompletterar Schumpeter genom att diskutera hur denna finansiering går till. Ju större entreprenörens skulder är och ju större del av dessa som härstammar från främmande kapital, alltså kapital som genast kräver avkastning, desto instabilare blir situationen. Genom att angripa det empiriska materialet med

---

<sup>1</sup> Schön 2000, s. 19-20.

dessa två analytiska ingångar tydliggörs hur en ekonomisk omvandlingsprocess genom en accelererande kreditexpansion alltid riskerar att omformas till en finansiellt instabil situation, också kallad 'bubbla'.

### **Undersökningen och dess frågeställningar**

1890 stod Sverige på tröskeln till någonting nytt, industrisamhället. Redan tidigare var industrin etablerad i former av fabriker, men nu kom allt fler delar av samhället att påverkas av industrialiseringen. Under decennierna som följde var omvandlingen av produktionsapparaten stor. Denna process motsvarades av en turbulent tid på de finansiella marknaderna. Ett av undersökningens mål är att belysa de finansiella aktörernas betydelse för produktionens strukturomvandling från 1890-talet fram till 1930-talet.

1914-16 drevs den svenska ekonomin av en stark exportsektor, stimulerad av första världskriget. I slutet av kriget kringkars den svenska ekonomins kontakter med omvärlden och istället kom den hemmamarknadsinriktade industrin att uppleva gyllene tider. Både förväntningarna och osäkerheten om framtiden steg. Den svenska ekonomin gick in i en bubbla, med ökad skuldsättning och snabbt stigande tillgångsvärden. 1920 sprack bubblan och Sverige kastades in i seklets värsta deflationsperiod. Finansinstitutet Svenska Värden Emissionsaktiebolag (FSV) var ett av de riskkapitalbolag, så kallade emissionsbolag, som var mycket aktiva under perioden. Undersökningen av FSV belyser hur en bubbla uppstår när optimismen breder ut sig och understöds av en kraftig kreditexpansion. Undersökningen av FSV kan också ses som en förstudie till en mer omfattande studie av emissionsbolagen som bransch.

Utifrån denna ansats har följande frågeställningar formulerats:

- Vad för verksamhet ägnade sig FSV åt?
- Passar FSV in i en större bild av riskkapitalet i början på 1900-talet?
- Vilka var aktörerna bakom FSV och hur var företaget organiserat?
- Hur såg FSV:s kontakter med övriga emissionsbolag på marknaden ut?

## Källor

### *Företagsarkiv*

FSV:s bevarade företagsarkiv är givetvis centralt för framställningen.<sup>2</sup> Styrelseprotokollen ger god övergripande information om vilka företag FSV var associerad med och vilka typer av affärer som gjordes. För de mer detaljerade avsnitten om enstaka affärer har i första hand korrespondensmaterial använts. Företagets räkenskaper har använts för att leta upp specifika uppgifter, som till exempel att härleda vilka affärer som bidrog till vinster och förluster.

I anslutning till grundandet av FSV bildades även en bank, Industribanken. De två företagen var nära sammankopplade med varandra, både affärsmässigt och vad gäller den högsta ledningen. Av Industribanken finns endast styrelseprotokollen bevarade. Industribankens arkiv kom genom sin brokiga historia till slut att hamna under SEB och finns idag på Stockholms Företagsminnen. Protokollen har gått igenom och de visade sig innehålla visst material av intresse, men tyvärr är protokollen kortfattade beslutsprotokoll.

Av de tre specialstuderade affärerna finns två företagsarkiv bevarade. I Eskilstuna finns Aktiebolaget CE Johanssons arkiv. Arkivet är relativt välbevarat och för den här studiens vidkommande har korrespondensen och styrelsens protokoll varit viktigast. I Korsnäs företagsarkiv i Lövestabruk finns arkivet efter Adolf Ungers Industriaktiebolag. Arkivet omfattar i huvudsak protokoll och räkenskaper, dessvärre ingen korrespondens. Förutom protokollen återfanns där ett antal undersökningar om vattenkraften, skogen och fabriken som varit av stort intresse eftersom uppköpet av Adolf Ungers Industriaktiebolag syftade till att stycka upp företaget och sälja tillgångarna.

### *Tidskrifter*

Vid sidan om företagens egna arkiv har *Affärsvärlden* varit viktig. Tidningen har använts på två sätt. För det första för att komma åt verksamheten i de många företag som FSV hade affärer ihop med och för det andra som ett sätt att fånga en röst från det förflutna som speglar tidsandan. *Affärsvärlden* var den ledande affärstidningen

---

<sup>2</sup> Arkivet omfattar cirka 50 hyllmeter. Där återfinns bolagsstämmoprotokoll med årsredovisningar, styrelseprotokoll med bilagor och mappar för de företag man var mest inblandad i. Dessutom finns mycket korrespondens och räkenskaper bevarat.

och redogjorde både för utvecklingen i många olika företag och för den ekonomisk-politiska debatten som pågick kring bankernas roll i samhället. Tidningen är intressant eftersom den både var observatör av och aktör i det pågående skeendet. *Affärsvärlden* hade grundats 1901, med Wallenbergarna som stor intressent. 1914 anställdes Emil Fitger som huvudredaktör och han ledde sedan tidningen i 39 år. Fitger införde, i takt med tiden, bokslutsanalyser och ökade utrymmet för börs-rapportering. Fitger behöll nära kontakter med familjen Wallenberg och som Fagerfjäll påpekar bar ofta de osignerade artiklarna spår av häradshövding Wallenbergs penna.<sup>3</sup> Vid en jämförelse mellan internt företagsmaterial och *Affärsvärldens* artiklar finner man exempel på både skarpsinniga analyser och när tidningen okritiskt drogs med i haussen av vissa företag. Det bör noteras att det siffermaterial som återfunnits i både företagsarkiven och *Affärsvärlden* genomgående har stämt överens.

När Fitger kritiserades, på 1930-talet, för att inte ha varnat för Kreugeraktierna försvarade sig Fitger med: ”All den bokslutskritik som i våra spalter kan utdrivas måste utgå från den självklara förutsättningen att de till oss framlämnade uppgifterna rörande vederbörande bolags ställning äro riktiga. Det är helt enkelt icke möjligt att tänka sig något annat.”<sup>4</sup> Fitgers, närmast naiva, formulering blir intressant i ljuset av hur viktigt det blir att kontrollera informationsflödet i uppkomsten av en bubbla. Om uppgiften att kritiskt granska den inkommande informationen glöms bort blir media en omedveten aktör som lätt kan användas som redskap av andra aktörer.

Andra tidskrifter som har studerats är *Svenska Bankmannaföreningens Tidskrift* och *Ekonomisk Tidskrift*. Dessa visade sig innehålla viss relevant information, men har använts i betydligt mindre omfattning än *Affärsvärlden*.

### *Bankinspektionen*

Bankinspektionens material är ytterligare en viktig källa. Med ungefär två års mellanrum skickade bankinspektören ut sitt folk till bankerna för att gå igenom räkenskaperna och bedöma skötseln av verksamheten. De rapporter som undersökningarna resulterade i ger en god, från bankerna fristående, inblick i bankverksamheten. Efter-

---

<sup>3</sup> Fagerfjäll 2001, s. 14-18.

<sup>4</sup> Fagerfjäll 2001, s. 18.

som FSV grundades i nära samarbete med Industribanken är dessa undersökningsrapporter mycket värdefulla för att kunna placera in FSV i sitt sammanhang – både historiskt på den svenska kapitalmarknaden och teoretiskt i fråga om kreditexpansionens koppling till bankerna. I de fall där bankinspektionen hade anmärkningar mot banken skickades en skrivelse till bankstyrelsen, där bristerna påtalades.

### *Övrigt material*

En viktig källa har varit Key-Åbergs *Svenska aktiebolag och enskilda banker*. Den utkom årligen och var en sammanställning över landets aktiebolag och enskilda banker. Detta har varit en utmärkt uppslagsbok för att få fram exempelvis styrelseledamöter och företagens verksamhet, men också för att kurserna på börsnoterade aktier finns med som appendix. Det finns även en del information i de skrifter som företagen gav ut vid olika jubileum. Sådant material har främst använts som kompletterande material. Icke desto mindre har de fyllt en viktig funktion för att få ett grepp om företagens verksamhet. Till detta kommer litteratur i form av bankmonografier, där Hildebrand och Söderlund har varit centrala, samt Östlinds monumentalverk *Svensk Samhällsekonomi 1914-22*. Viktiga har också Sven Fritz, Jan Jörnmarks och Lennart Schöns arbeten varit.

### *Teoretisk litteratur*

De teoretiska utgångspunkterna för detta arbete vilar i huvudsak på Joseph Schumpeter och Hyman Minsky. Grunden kan sägas utgöras av entreprenörsbegreppet som Schumpeter definierade i sin artikel *Economic Theory and Entrepreneurial History*. Hur entreprenören kan förverkliga sina visioner genom att komma i åtnjutande av kredit utvecklade Schumpeter i sin bok *The Theory of Economic Development*. Minsky utvecklade sina tankar om företagsfinansiering och finansiell instabilitet i en rad artiklar, som i början på 80-talet sammanställdes i boken *Can 'It' Happen Again?*.



## Forskningsläge

Emissionsbolagen dyker naturligt nog upp i de flesta skildringar av 1910-talets finansliv. Ofta betonas att emissionsbolagen ägnade sig åt tveksamma affärer. I börsens jubileumsbok från 1963 finns följande, typiska, citat: ”Förvaltningsbolagen är ingen ny företeelse på den svenska aktiemarknaden. På börsen spelade de emellertid en ganska blygsam roll. Under det första världskriget var det de s.k. emissionsbolagen, som med sina lättköpta inflationsvinster fångade haussespekulanternas uppmärksamhet. När inflationen hejdades definitivt och 1920 avlöstes av en våldsam deflation, föll emissionsbolagen ihop som korthus.”<sup>5</sup> Problemet med denna typer av beskrivningar är att den mystifierar mer än den förklarar. Det är uppenbart att ekonomin i vissa lägen går in i bubblor, där de underliggande tillgångarnas värde inte längre står i proportion till den förväntade avkastningen. Därmed inte sagt att bubblor uppstår hur som helst och när som helst. Utgångspunkten för den här studien är snarare att det finns underliggande faktorer som gör att en ’normal’ utveckling plötsligt skenar. Det intressanta blir då att försöka förstå vilka dessa faktorer var.

Emissionsbolagen tar upp plats i både Hildebrand och Söderlunds bankmonografier. Problemet är att emissionsbolagen mer behandlas som ett spekulativt bihang till bankerna än som en förlängning av tidigare riskkapitalisters verksamhet. Sven Fritz har i sin *Affärsbankernas aktieförvärvsrätt under 1900-talets första decennier* redogjort för det institutionella ramverkets utveckling. Fritz redogör för hur diskussionerna gick i näringsliv, stat och akademi om vilket typ av relation som företag och banker borde ha. Fritz går däremot inte in på den ekonomiska utvecklingen för emissionsbolagen. Att det inte har gjorts någon samlad undersökning av emissionsbolagen påpekas av flera forskare.<sup>6</sup>

Den som behandlat emissionsbolagen utförligast är Anders Östlind. Förutom att göra en mer täckande historieskrivning än sina föregångare hade Östlind även en annan ambition med sitt verk. Östlind var intresserad av de nya nationalekonomiska teorierna kring Keynes och Stockholmsskolan, framförallt när det gällde att fånga de dynamiska processerna i ekonomin. Han menade att de neoklassiska ekonomerna var alltför fast i sina statiska modeller. Östlind skrev: ”Under inflytande av det första

---

<sup>5</sup> Pokorny 1963, s. 304.

<sup>6</sup> T.ex. Fritz 1990 s.9, Söderlund 1978 s. 146.

världskriget fick den ekonomiska utvecklingen åren 1914-1922 en våldsamt och intensitet som väl aldrig förr i vårt lands historia. Händelseutvecklingen var måhända skenbart nyckfull, men i verkligheten mestadels lagbunden och konsekvent. Troligen finns ingen tidsperiod, som bättre lämpar sig som prövosten för moderna, s.k. dynamiska ekonomiska teorier.”<sup>7</sup> Detta förhållningssätt liknar i många stycken den här studiens. Östlinds upplägg var dock betydligt bredare, vilket inte minst hans titel antyder. Östlind låter visserligen emissionsbolagen ta upp ansevärd plats i framställningen men han håller sig mestadels på en övergripande nivå och gör inga ingående studier av enskilda emissionsbolag. Av fotnoterna att döma har Östlind inte själv bedrivit några arkivstudier när det gällde emissionsbolagens affärer.

När Hildebrand skrev Svenska Handelsbankens historia beskrev han problemen med att skriva emissionsbolagens historia: ”Samtidigt är det svårt att klarlägga dessa bolags affärer, och detta är säkert i enlighet med de samtida intentionerna. [...] Om exempelvis Emissionsbolaget sålde en aktiepost till AB Handion och bokförde en vinst härpå, var detta närmast en omgruppering inom den gemensamma ramen, en hemlighetsfull gjord uppskrivning av aktieportföljen. I nödens stund blev det frestande att tillgripa den sortens konststycken, och då blev de allt mera betänkliga. Ännu i slutet av 1920 kunde Emissionsbolaget – med uppgifter som var påfallande allmänt hållna – redovisa en ganska betydande vinst, 1,8 miljoner. [...] Den bild som på detta sätt fick i beröm i Affärsvärlden var en annan än verklighetens, den blev möjlig genom att mycket i företaget var mörklagt. Under 1921 kom man steg för steg underfund med de faktiska förhållandena.”<sup>8</sup> Från första världskrigets utbrott och fram till efter deflationskrisen rådde exceptionella förhållandena i svenskt näringsliv. Möjligheterna till fantastiska vinster under krigshaussen förbyttes till sin motsats under deflationskrisen. Eftersom emissionsbolagens vinster hängde samman med folks förväntningar fanns det i båda dessa faser vinster att göra för emissionsbolagen som hängde samman med hur man hanterade information. Med andra ord fanns det ett incitament för emissionsbolagen att se till att ’rätt’ information nådde pressen eller hamnade i årsredovisningar. För att undvika en del av dessa fällor blir det av vikt att studera arkivmaterial som aktörerna själva inte räknade med skulle bli offentligt.

---

<sup>7</sup> Östlind 1945, s. 3.

<sup>8</sup> Hildebrand 1971, s. 170-71.

Därav studiens upplägg, med fokus på ett företag och närmare studier av enskilda affärer, eftersom det möjliggör användandet av exempelvis interna promemorior och korrespondens.

### **Disposition**

Föreliggande arbete består av tre delar. Första delen utgörs av kapitel 1-3. Dessa tre kapitel är tänkta att fokusera problemet, diskutera de teoretiska utgångspunkterna samt ge en historisk bakgrund till arbetets andra del.

Andra delen, kapitel 4-7, utgör arbetets tyngdpunkt. Dessa fyra kapitel är en studie av Finansinstitutet Svenska Värden. I kapitel 4 tecknas företagets historia på ett övergripande sätt. FSV sätts in i ett större sammanhang genom kopplingarna till sin förläggande bank och sina industriella kontakter. Dessutom kartläggs företagets affärer genom en systematisk genomgång av styrelseprotokollen. Kapitel 5,6 och 7 innehåller närmare undersökningar av tre affärer som var viktiga för FSV. Fokus i dessa kapitel är frågan om FSV:s roll i dessa affärer. Eftersom dessa tre kapitel är de mest djuplodande blir de centrala för frågan hur väl det teoretiska resonemanget står sig i mötet med den historiska empirin.

Tredje delen utgörs av kapitel 8. Detta kapitel består av en diskussion och är tänkt att få ihop arbetets olika teoretiska och historiska trådar. Genom att diskutera bankernas och de personliga kontakternas roll på de finansiella marknaderna i början på 1900-talet sätts FSV in i sitt historiska sammanhang. Arbetet avslutas med en diskussion av det för arbetet grundläggande problemet, frågan om stabilitet och omvandling.

## 2. Några begrepp och sammanhang

I detta kapitel analyseras först begreppen pengar, osäkerhet och tid. Begreppen används sedan för att diskutera Schumpeters syn på ekonomisk omvandling och Minskys tankar om finansiell instabilitet. Kapitlet avslutas med att diskutera begreppet 'bubbla'. Den bärande tanken i kapitlet är att den ekonomiska dynamiken uppstår i samspelet mellan entreprenören, som bärare av idéer, och spekulanten, som finansiär för idéernas förverkligande. Denna dynamik är grunden för ekonomisk tillväxt, men också källan till den instabilitet som ger upphov till 'bubblor' och finansiella krascher.

### **Pengar**

Man kan diskutera vad pengar är i oändlighet genom att lägga fokus på olika aspekter av denna sociala institution, som blivit så central i vårt samhälle. Diskussionen här begränsas till att lyfta fram två aspekter av pengar som är centrala för den fortsatta framställningen.

### *Likviditet*

För att en tillgång skall kunna räknas som pengar måste den gå att betala med. Detta är likviditetsaspekten av pengar. Det kan låta som en truism, men när man vänder på satsen blir det genast mer intressant. Om något går att betala med, är det då pengar? Ett sätt att svara på frågan är att se det hela som en likviditetspyramid. Ju högre likviditet en tillgång har desto mer är tillgången 'pengar'.<sup>9</sup> Lagstadgade betalningsmedel som sedlar och mynt kommer givetvis högst upp i pyramiden. Nästa nivå utgörs av lättåtkomliga banksättningar. Längre ner i pyramiden skulle sådana tillgångar hamna som är låsta i tid eller bara går att använda för att betala speciella tjänster, exempelvis långsiktiga skuldebrev (utan andrahandsmarknad) eller busskort. Fördelen med att anlägga detta analoga betraktelsesätt på pengar är att det kan underlätta förståelsen av finansiella kriser. När ekonomin rullar på som vanligt spelar det ingen större roll vilken typ av pengar som används. Om förtroendet för den som utfärdat

---

<sup>9</sup> Foley, 1987.

pengarna försvinner kommer folk att kräva mer likvida betalningsmedel, alltså flytta sig uppåt i pyramiden, vilket förvärrar krisen eftersom hela ekonomins likviditet därmed sjunker. Likviditet är alltså en central egenskap hos pengar och, i oroliga tider, bristen på detsamma.

### *Skuld och relationer*

Hur uppstår pengar? I den chartalistiska traditionen<sup>10</sup> menar man att pengar uppstår genom en balansräkningsoperation när någon utför en betalning genom att utfärda ett skuldebrev. Den ena parten blir skuldsatt och den andre får en tillgång. I enlighet med resonemanget ovan kommer det allmänna förtroendet för utgivaren att avgöra hur stor likviditet skuldebrevet har – alltså i vilken utsträckning man kan betrakta skulden som pengar. När pengar skapas genom att någon skuldsätter sig, det kan vara staten, företaget, banken eller en privatperson, krävs det ett institutionellt ramverk för att upprätthålla de olika skuldförbindelser som finns i ett samhälle. Dessa institutioner kan vara informella, som att man får skämmas bland vännerna om man inte betalar igen sina skulder, eller formella, som att rättssystemet griper in om man inte betalar på sitt huslån. Vad som är gemensamt för alla typer av krediter är dock att de utgör en relation, som Bell skriver: ”Money is credit. It represents a debt-relation, a promise or obligation, which exists between human beings and cannot be identified independently of its institutional usage. It expresses a social relation, and will, following Keynes, Minsky and Wray, be treated as a two-sided balance sheet operation. [...] The creation of money, then, is simply the balance sheet operation that records this social relation.”<sup>11</sup>

Man skulle kunna uttrycka det som att relationen består i att kreditgivaren medger att gäldenären för en viss stipulerad tid får använda sig av en avtalad del av kreditgivarens resurser. Detta är, vilket behandlas nedan, centralt för att förstå Schumpeters definition av entreprenören.

---

<sup>10</sup> Ordet 'charta' kommer från latin och betyder ungefär biljett/pollett. Utgångspunkten är att pengar inte är värda något i sig, utan att de bara manifesterar en överrenskommelse. Den motsatta traditionen är metallismen, där det hävdas att pengar har ett inneboende värde. För en fördjupad distinktion se Broberg, 2001.

<sup>11</sup> Bell, 2001 s. 150.

### *Företagspengar*

Om man betraktar alla skulder som pengar, fast i varierande grad, blir även företagens skulder i form av aktier och obligationer en typ av pengar. När innovationer möjliggör företagsexpansion finansieras detta genom att företagen skuldsätter sig. Detta kan göras med 'andras pengar' i form av banklån eller genom att företagen ger ut 'egna pengar', i form av emissioner av aktier eller obligationer. I tider av kraftig expansion ter sig det senare alternativet som väldigt fördelaktigt eftersom förhoppningarna/förtroendet för företagsskulder är stora, vilket möjliggör för företaget att i princip 'trycka pengar'.<sup>12</sup> Problemet uppstår när haussen lagt sig och det visat sig att förhoppningarna varit alltför högt uppskrivade. Då sjunker förtroendet för företagsskulden lika snabbt som det tidigare stigit. Följden blir att allt fler då vill röra sig uppåt i likviditetspyramiden och byta företagsskulder mot bankkulder. Genom att betrakta pengar på detta analoga sätt kan man se hur alla former av skulder hänger ihop och påverkar varandra.<sup>13</sup> Innehavarna av skuldebrev flödar åt olika håll i likviditetspyramiden beroende på hur förhoppningarna och förtroendet i ekonomin skiftar.

### **Osäkerhet**

Nästa viktiga begrepp är osäkerhet. Hur kan man förklara att en lågbudgetfilm om stora ormar, med b-skådisar i rollistan, spelar in en halv miljard kronor på några veckor? Hur stor var sannolikheten, 1937, att ett nytt storkrig skulle bryta ut? Den engelske ekonomen Paul Ormerod ställde den förra frågan i sin bok *Butterfly Economics* och John Maynard Keynes den senare, betydligt mer ödesmättade, i en artikel i *Quarterly Journal of Economics* från februari 1937. Båda frågorna är centrala för uppsatsen eftersom de effektivt illustrerar den osäkerhet som alltid kommer att finnas i livet i allmänhet och ekonomin i synnerhet. Jag menar att en förståelse av denna osäkerhet är fundamental för att förstå ekonomin och dess omvandling ur ett dynamiskt perspektiv.

---

<sup>12</sup> Ett tydligt exempel på detta förfaringssätt var när IT-bolagen under sin stora expansionsfas lade upp stora optionsprogram för sin anställda som ett sätt att behålla personalen. För företaget var det billigare att ge ut aktier än att låna i banken och för den anställde var det fördelaktigt eftersom aktierna steg mycket snabbt i värde, tills vändningen kom vill säga.

<sup>13</sup> Med analogt menar jag en flytande definition (likviditetspyramiden), istället för en snäv (digital) definition där pengar antingen är eller inte är pengar.

### *Anaconda och återkopplingarna*

Ormerod diskuterar återkopplingarnas<sup>14</sup> betydelse för förståelsen av fenomenen i en dynamisk ekonomi. Hans argumentation är ett grundskott mot det neoklassiska antagandet om stabila preferenser. Ormerod diskuterar varför vissa lågbudgetfilmer, som exempelvis 'b-filmen' *Anaconda*, kan bli enorma succéer medan andra påkostade satsningar driver hela filmbolag i konkurs. Ormerod beskriver ett försök där en enkel matematisk modell, som innehöll principen om återkoppling, ställdes mot verkliga data: "They tested the model by comparing its properties with those of the weekly data provided by Variety's Top 50 films in America. The principle of positive feedback operated with devastating effect. During the nine months which they analysed, the top four films took over 20 per cent of all box office receipts, and the bottom four less than one hundredth of 1 per cent."<sup>15</sup>

Frågan är vad det är som krävs för att bli en av de fyra mest sedda filmerna? Självklart kan filmbolagen kontrollera handlingen, köpa in de största stjärnorna och lägga ut mest pengar på reklam. Saken är bara det att det som verkligen avgör är något som ligger utanför filmbolagens kontroll. Ormerod fortsätter: "The key to the whole process is interacting agents. Movie-goers make or break films by telling their friends, an activity which is reinforced by the role of reviewers"<sup>16</sup> Det handlar om att snabbt få igång återkopplingsprocessen. Ju tidigare folk börjar prata om filmen desto fler hinner de påverka att se filmen, som i sin tur pratar om filmen och påverkar ännu fler. Ormerod argumenterar för att det är först när återkopplingsprocessen får sin rättmätiga plats som vi kan förstå fenomenet som varför *Ninja Turtles* plötsligt hamnade överst på alla småpojkers önskelistor. Det neoklassiska antagandet om stabila preferenser blir i detta ljus en stor hämsko för förståelsen av dynamiska processer. Istället är det accepterandet av osäkerheten som en fundamental kraft i tillvaron som behövs. Mycket små skillnader i utgångsläget kommer under processens gång att förstärkas av återkopplingarna och visa sig avgörande för det slutgiltiga resultatet.

---

<sup>14</sup> På engelska används begreppen 'interdependence' och 'positive feedback'.

<sup>15</sup> Ormerod, 1998 s. 12.

<sup>16</sup> Ormerod 1998, s. 13.

### *Sannolikheternas omöjlighet*

En annan aspekt av osäkerheten är hur man i ekonomisk teori har haft en tendens att vilja reducera osäkerheten till sannolikheter. I modern tid utgör hedge-fonden Long-Term Capital Management ett avskräckande exempel på halsbrytande handlande, inspirerat av en ekonomisk teori som försökte omvandla osäkerheter till sannolikheter och definiera bort betydelsen av mänsklig interaktion. Två av grundarna, Robert Merton och Myron Scholes, tilldelades 'Nobelpriset' på en banbrytande teori om prissättning av optioner. Problemet var att man inte räknade med att människor kunde agera opportunt gentemot LTCM och därigenom skapa en situation som enligt sannolikhetsmodellerna var fullständigt osannolik.<sup>17</sup> Tendensen är ingalunda ny inom ekonomisk teori. Redan John Maynard Keynes reagerade mot att teoretiker som Marshall, Edgeworth och Pigou försökte reducera bort osäkerheten ur sina teorier. Mot detta 'sannolikhetsperspektiv' på osäkerheten ställde Keynes upp den absoluta osäkerheten. I en artikel från 1937 skrev Keynes: "But at any given time facts and expectations were assumed to be given in a definite and calculable form; and risks, of which, though admitted, not much notice was taken, were supposed to be capable of an exact actuarial computation. The calculus of probability, though mention of it was kept in the background, was supposed to be capable of reducing uncertainty to the same calculable status as that of certainty itself. [...] The sense in which I am using the term is that in which the prospect of a European war is uncertain, or the price of copper and the rate of interest twenty years hence."<sup>18</sup>

Varför är begreppet osäkerhet viktigt? Jo, för om man accepterar att världens komplexitet gör det omöjligt att räkna ut framtiden kommer det att vara omöjligt att, i detalj, planera fram ekonomisk omvandling. Istället blir det entreprenören och innovationen som hamnar i centrum. Inte därför att entreprenören alltid har rätt, tvärtom kommer de flesta entreprenörer att misslyckas, utan för att entreprenörerna presenterar en uppsjö av idéer varav några (i förväg omöjligt att veta vilka) kommer att förändra ekonomin. Därmed blir osäkerheten också viktig för att förstå begreppet 'spekulation' eftersom kreditgivningen till entreprenörerna kommer att innehålla ett riskmoment på grund av osäkerheten.

---

<sup>17</sup> Lowenstein 2000, s. 69-77.

<sup>18</sup> Keynes 1937, s. 112-13.



## Tid

Alla transaktioner sker i nu:et, men har samtidigt tidsdimensioner som kan sträcka sig både framåt och bakåt. Byten av varor har en tidsdimension som rör sig bakåt, medan finansiella instrument har en tidsdimension som sträcker sig framåt i tiden. Om jag byter bil med grannen sker själva bytet i nu:et, men bytet har även en tidsdimension som sträcker sig bakåt eftersom båda bilarna producerades någon gång i dåtiden. För att transaktionen skall bli möjlig krävs alltså att all produktion redan har skett.<sup>19</sup> Genom att införa framtiden i ekonomin utökas vårt handlingsutrymme. Om jag köper grannens bil och betalar med en revers, innehåller transaktionen både dåtid och framtid. Bilen kommer från dåtiden, men reversen innehåller löften om framtiden – genom att jag lovar att inom stipulerad tid leverera pengar. Eftersom grannen kan använda mina framtida betalningar till att köpa en ny bil, innebär det att produktionen av den bilen kan förläggas till framtiden. Med andra ord kan transaktionen komma till stånd trots att det i dåtiden bara producerats en bil, eftersom ett löfte utställs att i framtiden producera en till. Allt under förutsättning, och det är helt centralt, att det föreligger ett ömsesidigt förtroende för kontraktets upprätthållande.

Poängen med att föra in tidsdimensionen i diskussionen är att den möjliggör en djupare förståelse av hur finansiella instrument både ökar dynamiken och instabiliteten i ekonomin. Hyman Minsky uttrycker det som att: "The balance sheets at any moment of time of units that make up the economy are 'snapshots' of how one facet of the past, the present, and the future are related."<sup>20</sup> Minsky menar att man kan studera dessa tidsmässiga kopplingar genom att betrakta de uppsättningar av finansiella kontrakt som finns vid ett givet ögonblick.

## Spekulation

Emissionsbolagen har ofta beskrivits i allmänna och negativa ordalag.<sup>21</sup> Jag tror att grunden till det är att begreppet spekulation ofta används oförsiktigt. Att spekulera ses som en suspekt verksamhet där man genom att ta stora risker försöker tjäna grova pengar. Problemet med en sådan tolkning av spekulation är att begreppet blir alltför vagt för att kunna användas analytiskt. Ett sätt att lösa problemet vore att gå tillbaka

---

<sup>19</sup> Samma argument kan också användas för tjänster, men det som ligger i dåtiden skulle då istället var investeringen i humankapital som möjliggör tjänstens utförande.

<sup>20</sup> Minsky 1982, s. 20.

<sup>21</sup> Lönnborg-Andersson 1993 s. 6, Montgomery 1946 s. 134, Östlind 1945 s. 264.

till begreppets funktionella innebörd. En utgångspunkt kan vara definitionen i *Ordbok för Affärsfolk*: ”Köp och/eller försäljning i akt och mening att göra en vinst genom fluktuationer i marknadspriset. Att spekulera är att engagera sig i transaktioner som innebär risk för förlust men där det också finns möjligheter för betydande vinster. Spekulation är ett intelligent beräkande av riskmomentet i samband med att man utför en definitiv tjänst eller motprestation.”<sup>22</sup>

Innebörden av denna definition skulle också kunna omformuleras med de begrepp som redan diskuterats: pengar, osäkerhet och tid. För det första behöver spekulanten pengar/kredit för att finansiera sina köp. Ju större del av spekulantens kapital som utgörs av andras pengar, lånade till en i förväg bestämd ränta, desto större kommer hävstångseffekten på spekulantens egen insats att bli. För det andra bygger spekulation på att framtiden är osäker, eftersom det just är risken som spekulanten får betalt för att överta. Däremot krävs inte den typ av absolut osäkerhet som jag diskuterade i tidigare avsnitt. Även i en spelteoretisk situation med givna sannolikheter för olika utfall skulle vissa aktörer vilja avstå sina risker. Detta skulle skapa en marknad för spekulanter att, mot betalning svarande mot risken, skapa ett finansiellt kontrakt där man överförde risken på spekulanten. Spekulanten står inte för något innovativt, utan helt enkelt för den intelligenta riskbedömningen. Det är denna riskbedömning som skiljer ut spekulanten från entreprenören, som diskuteras i nästa avsnitt. Minsky uttrycker det som att: ”Underlying all financing contracts is an exchange of certainty for uncertainty. The current holder of money gives up a certain command over current income for an uncertain future stream of money.”<sup>23</sup> Därmed blir spekulanten en handelsman i risker.

En samtida som både hade ett renodlat funktionellt spekulationsbegrepp och en förmåga att formulera sig var dåvarande börschefen Kurt Belfrage: ”Det är visserligen mycket vackert att vara trofast, men i fråga om börspapper är det nog, så omoraliskt det än kan låta, klokast att tillhöra den andra gruppen, *spekulanterna* eller de ’trolösa ungarlarnas släkte’. Det är de som ser så realistiskt på sina papper, att de utan tvekan skiljer sig från dem, när det finns bättre föremål att vända sig till. De initerade spekulanterna säljer, när kursnivån blivit för hög, för att i stället inköpa värde-

---

<sup>22</sup> Laurell et al 1990, s. 305.

<sup>23</sup> Minsky 1982, s. 20.

papper, som enligt deras förmenande har framtidsvärde och är undervärderade av börser eller i övrigt lämpliga. Så långt ifrån att vara skadliga, är dessa väl informerade spekulanter av utomordentlig betydelse för prisbildningen på börsern.”<sup>24</sup>

## **Entreprenören**

Joseph Schumpeter har blivit en portalfigur inom forskningen kring entreprenörskap. Schumpeters modell för ekonomisk omvandling kan sammanfattas som att det finansiella systemet möjliggör för entreprenören att vara ’primus motor’ i den ständigt pågående omvandlingen av samhällsekonomin. Med ett sådant perspektiv blir det viktigt att förstå entreprenörens roll i ekonomin.

### *Entreprenören och innovationen*

I sin definition av entreprenören slår Schumpeter fast att det gäller att inte blanda samman kapitalägare eller industriidkare med entreprenörsbegreppet.<sup>25</sup> Schumpeter börjar med att söka bland tidigare ekonomer och finner den irländske ekonomen, i fransk exil, Richard Cantillon: ”It is worth our while to note that Cantillon defined this entrepreneur as the agent who buy means of production at certain prices in order to combine them into a product that he is going to sell at prices that are uncertain at the moment at which he commits himself to his costs. I think that his embryonic analysis was not infelicitous. Besides recognizing business activity as a function *sui generis*, it emphasizes the elements of direction and speculation that certainly do enter somehow into entrepreneurial activity.”<sup>26</sup>

Schumpeter menar att det är kombinerandet av varor på ett nytt sätt, vilka är ämnade för en marknad som präglas av osäkerhet, som är kärnan i entreprenörsbegreppet. Jag tolkar Schumpeter som att osäkerheten som åsyftas är absolut och alltså inte kan reduceras till sannolikheter. Den tolkningen är byggd på diskussionen om återkopplingarnas roll, som just när det gäller introduktionen av nya varor är oerhört central. Trots att osäkerhetsmomentet alltid finns med i processen, poängterar Schumpeter att det inte är risktagandet i sig som definierar entreprenören: ”If providing the capital is not essential or defining function of the entrepreneur, then risk

---

<sup>24</sup> Belfrage 1951, s. 184-5.

<sup>25</sup> Schumpeter 1967.

<sup>26</sup> Schumpeter 1967, s. 46.

bearing should not be described as an essential or defining function either, for it is obviously the capitalist who bears the risk and who loses his money in case of failure.”<sup>27</sup> Risktagandet är istället spekulantens domän. Entreprenörens domän är att göra något nytt. Schumpeter formulerade det som att: ”I have always emphasized that the entrepreneur is the man who gets new things done and not necessarily the man who invents. As a matter of history, the entrepreneur is almost as often an inventor as he is a capitalist but it seems to me that analysis shows that neither of these capacities is essential to him.”<sup>28</sup> Detta att göra någonting nytt, en innovation, är något som enligt Schumpeter består av en eller flera av nedanstående kategorier.<sup>29</sup>

- (1) Introduktionen av en ny vara, eller en ny kvalitet av en redan känd vara.
- (2) Introduktionen av en ny produktionsmetod, vilket även innefattar nya distributionsätt.
- (3) Introduktionen av en existerande produkt på en ny marknad.
- (4) Introduktionen av nya insatsvaror i produktionen, antingen genom att man öppnar tidigare outnyttjade resurstillgångar eller att man substituerar gamla insatsvaror med nya.
- (5) Omorganisering av en företagssektor, till exempel att skapa en monopol-situation genom ’trustifiering’.

#### *Det finansiella systemets roll i omvandlingen*

Schumpeter betraktade ekonomin som bestående av två flöden, det cirkulära flödet och det innovativa.<sup>30</sup> Enligt Schumpeter är det cirkulära flödet den del av ekonomin som går på i gamla hjulspår. Så länge som förutsättningarna är de samma kommer både utbudet och efterfrågan att vara konstant. Inom ramen för det cirkulära flödet är ekonomin en bytesekonomin, dock med den skillnaden att pengar används som bytesmedium vilket möjliggör mer komplexa byten.

I det innovativa flödet av ekonomin förhåller det sig annorlunda. Om entreprenören, per definition, är den som gör någonting nytt är det omöjligt för entreprenören att finansiera innovationen ur rörelsen – eftersom den nya rörelsen inte kan

---

<sup>27</sup> Schumpeter 1967, s. 48.

<sup>28</sup> Schumpeter 1967, s. 58.

<sup>29</sup> Schumpeter 1934, s. 66.

<sup>30</sup> Schumpeter 1934.

ha genererat några intäkter än. Istället måste den nödvändiga köpkraften, för att exempelvis köpa insatsvaror, komma ifrån kredit. Visserligen kan kredit komma internt i företaget och därmed döljas, men faktum kvarstår att all ny verksamhet måste lånefinansieras innan den kan börja generera intäkter. Schumpeter skriver: "Credit is essentially the creation of purchasing power for the purpose of transferring it to the entrepreneur, but not simply the transfer of existing purchasing power. The creation of purchasing power characterises, in principle, the methods by which development is carried out in a system with private property and division of labor. By credit, entrepreneurs are given access to the social stream of goods before they have acquired the normal claim to it."<sup>31</sup>

Tidsaspekten blir central. Entreprenören tilldelas resurser, som mobiliserats i det förflutna, genom att presentera en innovation som i framtiden kan generera inkomster. Schumpeter menar att detta är grunden för ekonomisk utveckling. Genom att tillmäta krediten en fundamental plats i utvecklingen begränsar Schumpeter även kreditens plats i andra sammanhang: "Only the entrepreneur then, in principle, needs credit, only for industrial development does it play a fundamental part, that is a part the consideration of which is essential to an understanding of the whole process."<sup>32</sup> All annan kreditgivning handlar om en periodisering av byteshandel inom ramen för det cirkulära flödet och inbegriper i sig själv ingen omformande kraft.

'Credit-creation' är således fundamentalt för ekonomisk utveckling, eftersom den innebär att entreprenörerna ges ett handlingsutrymme genom att anförtros en del av framtiden. Nästa steg blir då att närmare granska vilka aktörer som är kreditskapande. I Schumpeters värld är det framförallt banker: "this creation of means of payment centres in the banks and constitutes their fundamental function."<sup>33</sup> Man kan visserligen tänka sig att andra aktörer än bankerna är kreditskapande. I avsnittet om pengar påpekades att vem som helst, beroende på hur högt förtroende man åtnjuter, kan skapa krediter/pengar. I de flesta industrialiserade länderna är dock bankkulder de mest använda betalningsmedlen, det betyder också att bankerna står för den viktigaste

---

<sup>31</sup> Schumpeter 1934, s. 107.

<sup>32</sup> Schumpeter 1934, s. 105.

<sup>33</sup> Schumpeter 1934, s. 98.

delen av kreditskapandet.<sup>34</sup> Förutom att själva stå för kreditskapande kan bankväsendet även utgöra en viktig bas för andra kreditskapande institutioner, genom att banktillgodohavanden kan utgöra en monetär bas för vidare expansion. Banken fyller då en slags centralbanksfunktion, fast med den skillnaden att man befinner sig ett steg längre ner i likviditetspyramiden.

### **Finansiell instabilitet**

Bankernas bedömning handlar om förväntningar på framtiden. Positiva förväntningar innebär att större krediter kan medges, och vice versa. Om förväntningarna av någon anledningen blir mycket stora, kommer mängden utelämnade krediter att öka snabbt. Varje kreditökning innebär att ytterligare en entreprenörs idé får chansen, med andra ord är varje kredit en potentiell omvandlingskraft. Om argumentation är riktig så här långt blir det av stort intresse att studera hur bankernas, och andra finansiella aktörers, kreditgivning går till, eftersom det kommer att spela en stor roll för hela ekonomins utveckling.

### *Jämvikt eller inte*

Att betona den finansiella strukturens centrala betydelse för ekonomisk omvandling är ingen självklarhet. Inom den del av keynesianismen som brukar kallas för den neoklassiska syntesen var intresset för finansiella institutioner måttligt. Den första formaliseringen av Keynes tankar, som genomfördes redan 1937 av Hicks, blev känd under namnet IS-LM-modellen. I modellen kom den finansiella sektorn att få betydelse bara i den omfattning som den påverkade penningmängden, som betraktades som den avgörande variabeln. Man höll sig till en strikt definition av pengar<sup>35</sup> och dessutom ansåg man att centralbanken kunde styra bankerna genom den monetära basen, exempelvis med kassakrav. Visserligen tillerkände man bankerna möjligheterna att 'skapa pengar' genom penningmultiplikatorn, men bankerna var såpass kringkurna att man knappast kunde betrakta deras kreditgivning som drivande i den ekonomiska

---

<sup>34</sup> Under 1900-talet har bankinlåningen i Sverige pendlat kring 90% av den totala penningmängden, definierad som M3 (alltså sedlar/mynt + bankinlåning). Se Broberg 2001.

<sup>35</sup> I princip rörde man sig med M3, vilket också förklarar varför banker betraktades som de enda intressanta finansiella institutionerna.

utvecklingen.<sup>36</sup> Även i den allmänna jämviktsteorin, som den formulerades av Arrow och Debreu på 50-talet, tonades den finansiella sektorns betydelse ner. Argumentationen gjordes med hjälp av en försäkringsanalogi. Osäkerheten som framtiden uppvisade var inte absolut och kunde därför behandlas med statistiska metoder. Allting antogs kunna köpas och säljas på marknader, inklusive försäkringskontrakt för osäkra utfall i framtiden. Under sådana förhållanden var finansiella institutioner överflödiga.<sup>37</sup>

Hyman Minsky vände sig mot detta perspektiv. Istället tog Minsky upp en tråd från Irving Fisher om ekonomins ständiga ojämvt och hur finansiella kriser utlöses av för stora skulder.<sup>38</sup> Minsky kritiserade tanken om jämvikt och stabilitet, när det var raka motsatsen som var kapitalismens kärna enligt honom. I sin *Can 'it' happen again?*, där tankarna om finansiell instabilitet finns samlade, skrev han: "Instability is an observed characteristic of our economy. For a theory to be useful as a guide to policy for the control of instability, the theory must show how instability is generated. The abstract model of the neoclassical synthesis cannot generate instability. When the neoclassical synthesis is constructed, capital assets, financing arrangements that center around banks and money creation, constraints imposed by liabilities, and the problems associated with knowledge about uncertain futures are all assumed away. For economists and policy-makers to do better we have to abandon the neoclassical synthesis. We have to examine economic processes that go forward in time, which means that investment, the ownership of capital assets, and the accompanying financial activity become the central concerns of the theorizing. Once this is done, then instability can be shown to be a normal result of the economic process."<sup>39</sup>

Minsky ser, i likhet med Schumpeter, att kreditväsendet är centralt för att förstå en kapitalistisk ekonomi. Minsky menar till exempel att det moderna företags framgång i stor utsträckning bygger på hur man handskas med sina finansiella transaktioner, eftersom det är de som lägger grunden till vilken produktion som är möjlig. Han skriver: "The legal form that business takes determines the debts that can be used

---

<sup>36</sup> Ljungqvist 1995, s. 15.

<sup>37</sup> Ljungqvist 1995, s. 17.

<sup>38</sup> Fisher 1933.

<sup>39</sup> Minsky 1982, s. xii.

to finance ownership of capital assets. The modern corporation is essentially a financial organization.”<sup>40</sup>

### *Finansieringen avgör stabiliteten*

Minsky betraktar företaget som i huvudsak en finansiell organisation och sätter därmed företagets finansiering i centrum. Enligt Minsky kan ett projekt finansieras på tre sätt:<sup>41</sup> *Hedge-financing*, det stabilaste finansieringssättet, innebär att projektets kassaflöde prognosticeras att vara positivt från dag ett. Det innebär att intäkterna redan från början räcker till att täcka utgifterna för finansieringen. *Speculative-financing* innebär att projektets kassaflöde beräknas vara negativt i början, innan verksamheten tagit fart, för att sedan bli positivt. Detta innebär att man, kortsiktigt, kommer att behöva ta av kapitalet för att finansiera projektet. *Ponzi-financing*, den mest riskabla finansieringsformen, innebär att projektet har ett så stort negativt kassaflöde redan från dag ett att man tvingas till en kontinuerligt allt högre grad av skuldsättning för att betala sin finansiering. Det innebär att denna typ av projekt bara kan vara lönsamma under förutsättning att tillgångarna stiger i värde snabbare än skulderna ökar. Denna typ av finansiering förutsätter att projektet har en fantastisk potential eller att man hinner avhända sig tillgången innan priset sjunker.

Genom att undersöka företagets finansieringsformer får man ett mått på instabiliteten, Minsky skriver: ”The viability of Ponzi finance units is dependent upon discount rates, on future cash flows and expectations of future profitability and prices. Obviously too great an admixture of Ponzi and near-Ponzi speculative finance is conducive to instability.”<sup>42</sup>

### *Bubblor*

Utifrån Minskys tre finansieringsformer skulle man kunna formulera en definition av begreppet 'bubbla'. Det är självklart att de tre formerna som Minsky pratar om är idealtyper och ingen historisk situation uppvisar endast den ena eller andra formen, men man skulle ändå kunna se när tyngdpunkten i företagets finansiering flyttas utmed skalan. En situation där företagssektorn kraftigt ökar sin skuldsättning,

---

<sup>40</sup> Minsky 1982, s. 19.

<sup>41</sup> Minsky 1982, s. 22-23.

<sup>42</sup> Minsky 1982, s. 33.



antingen genom bankkrediter eller genom emissioner skulle kunna vara början på en bubbla. Själva bubblan skulle sägas börja när en stor del av företagen, i ekonomin som helhet eller i en bransch, alltmer finansierar verksamheten genom 'Ponzi-financing'. Först stiger alltså förväntningarna om framtida vinster och mer kapital lockas till branschen, detta sker med 'speculative-financing'. För de verksamma företagen märks detta genom ett ökat förtroende och intresse för deras 'pengar', alltså deras aktier och obligationer. Företagen lockas då att dra in mer kapital genom emissioner. När företagets skulder ökar, och därmed försämrar kalkylerna, 'borde' kapitalet sluta strömma till. I vissa situationer kan dock osäkerheten vara så stor att det är väldigt svårt att göra riktiga kalkyler.<sup>43</sup> Om intresset för företagen trots allt fortsätter och skulderna fortsätter att stiga övergår finansieringen till en 'Ponzi-financing'. Det blir då bara lönsamt att äga företagets skuldebrev om man hinner sälja av innehavet innan bubblan spricker. Ett undantag är förstås de ovanliga, men förekommande, fall där till synes orimliga värderingar håller för att en helt ny världsmarknad plötsligt öppnas av en innovation. På detta sätt blir det bilden av dessa framgångssagor, exempelvis Microsoft, som föder bubblan. En bubbla definieras då inte av den underliggande verksamheten som sådan, utan hur innovationen står sig i förhållande till skulderna. När bubblan spruckit och tillgångsvärdena deflaterats visar det sig ofta att innovationen fortfarande är intressant och att den först då gör sitt segertåg över världen.

### **Avrundning**

I kapitlet har undersökningens centrala analysenheter diskuterats. De grundläggande begreppen pengar, tid och osäkerhet har satts in ett sammanhang där Schumpeters tankar om ekonomisk omvandling och Minskys idé om finansiell instabilitet varit bärande. I den fortsatta framställningen kommer dessa begrepp och sammanhang att användas för att analysera det historiska skeendet. Därmed är de teoretiska utgångspunkterna klarlagda och undersökningens fokus övergår i nästa kapitel till det historiska materialet.

---

<sup>43</sup> Osäkerheten kan härstamma från en osäker politisk situation så att man inte vet om en investeringen någonsin kommer att få chansen att realisera sin potential. Osäkerheten kan också komma från innovationens tekniska sida på så sätt att det är väldigt svårt att bedömma produktens potential – det var till exempel inte många som förutsåg mobiltelefonens segertåg över världen.

### 3. Riskkapital och industriell omvandling 1890-1932

#### **Inledning**

Uppsatsens fokus är Finansinstitutet Svenska Värden, vars historia sträcker sig från slutet av 1916 och knappt tio år framåt. Detta kapitel kommer dock att vidga tidsramarna något för att placera in turbulensen kring 1920 i en större omvandlingsprocess av den svenska ekonomin. Utvecklingen betraktas ur tre perspektiv: produktionens industriella 'take-off', riskkapitalmarknadens omvandling samt dragkampen om banklagstiftningen.

1890-talet benämns ofta som det decennium när den svenska industrialiseringen tog sitt avgörande steg.<sup>44</sup> Produktionen sköt fart samtidigt som omvandlingstakten var hög och många nya industrigrenar etablerades. En sådan genomgripande förändring av produktionen ställde stora krav på den finansiella strukturen. Schumpeter visade att det är den finansiella ekonomins uppgift att möjliggöra ekonomisk förändring genom att tillhandahålla krediter åt entreprenören, varför det blir viktigt att studera hur riskkapital uppbådades till de nya industriella projekten. I kapitlet beskrivs den svenska riskkapitalmarknadens utveckling från 1890-talet till 1930-talet som tre vågor. Jag tycker mig se en linje från de Laval och Olssons spekulationer kring sekelskiftet, via emissionsbolagens blomstring på 1910-talet, till Kreugers internationella operationer under sent 20-tal. Efter Kreugers frånfälle accelererade den förändring av riskkapitalmarknaden som varit på gång sedan krisen 1920-22. Företagen blev i det närmaste självförsörjande på kapital och riskkapitalmarknaden förpassades till bakgården.

I botten på diskussionen om riskkapitalets tre vågor ligger givetvis den grundläggande frågan om vilken typ av banksystem som skall gälla. I Sverige pågick från 1880-talet en dragkamp mellan olika aktörer om banksystemet skulle behålla sin depositionsbanksprägel eller om regelverket skulle ändras och tillåta en utveckling mot universalbanker. Intressekampen fortgick under hela den undersökta perioden

---

<sup>44</sup> Schön 2000 s. 209, Fritz 1990 s. 7, Larsson 1998 s. 74, Hildebrand 1971 s. 20-23, Olsson 1993 s. 58-66.

och avslutades i och med den enighet om restriktiv banklagstiftning som uppstod i kölvattnet på Kreugerkraschen.

### *Industriell 'take-off'*

Avsnittet behandlar några, för studien centrala, händelser i den svenska ekonomin under perioden 1890-1930. Först presenteras de viktigaste nya industrigrenarna. Dessa är centrala eftersom det var de som var i behov av en dynamisk riskkapitalmarknad, men de är också viktiga då de ofta var av basnäringsskäraktär vilket gjorde att de gav effekter på hela samhällsekonomin. Inte minst blev detta tydligt inom kraftsektorn, där elektricitetens genombrott förändrade förutsättningarna både för industrins lokalisering och hela marknaden för belysning. Dessutom innebar de nya industrierna att relativpriserna förändrades, vilket kunde rycka undan mattan för gamla industrier. Det gällde till exempel när den expansiva skogsindustrin uppvärderade de gamla järnbrukens skogstillgångar. Följden blev att brukens billiga träkolsreserver hotades att bli, och i många fall blev, uppköpta. Denna process skyndade ytterligare på den pågående omvandlingen av ekonomin. För det andra behandlas kort den fusions- och trustifieringsvåg som svepte över Sverige, framförallt på 1910-talet, och som utgjorde en viktig marknad för dåtidens riskkapitalister. För det tredje behandlas turbulensen kring 1920, alltså deflationskrisens bakgrund och förlopp, eftersom de händelserna utgör en viktig fond till dramatiken i Finansinsitutet Svenska Värden.

### **Brytpunkt 1890**

”Med uppgången från 1890-talet spreds en svärm av innovationer som kommit att betecknas som 'den andra industriella revolutionen'. Nya förutsättningar skapades för industrin och för tillväxten. [...] Men det var inte bara fråga om att produktionen och ekonomin förändrades. Hela samhället kring industrin förändrades till ett utvecklat industrisamhälle.”<sup>45</sup> Oavsett om den svenska industrialiseringen betraktas i termer av utvecklingsblock som Lennart Schön eller ur ett organiskt aktörsperspektiv som Jan

---

<sup>45</sup> Schön 2000 s. 209.

Jörnmark<sup>46</sup>, är decenniet runt 1890 centralt. En mängd nya industrier växte fram och en lång rad gamla omvandlades samtidigt som kommunikations- och transportsektorerna expanderade tillräckligt snabbt för att ackommodera industrins tillväxtpotential.

Runt 1890 stegrades den svenska tillväxten till att bli bland de högsta i världen, en position som sedan behölls i 60 år. Mellan 1890-1930 hade Sverige en genomsnittlig tillväxt per år, per capita, på 2,2 procent - att jämföras med Storbritanniens 0,5 procent eller övriga Europas 1,4 procent.<sup>47</sup> Enligt Schön var det utvecklingsblocket kring förbränningsmotorn och elmotorn som lade grunden för den höjda tillväxttakten. Genom dessa innovationer kunde den uppseglade energikrisen övervinnas, som berodde på att industrialiseringen slukade alltmer av den energi som ineffektivt framställdes av stenkol. ”I slutet av 1800-talet steg alltså det totala energibehovet kraftigt i den industrialiserade världen. Det behovet tillgodosågs med ett allt dyrare bränsle och inom ett energisystem som skapade besvärliga restriktioner för industriarbetets organisation.”<sup>48</sup>

Schön argumenterar vidare för att den andra industriella revolutionen innebar genombrottet för industrisamhället, vilket bidrog till att tillväxten också blev mer självgenererande eftersom spridningseffekterna blev större med stigande reallöner och tilltagande urbanisering. Tillväxten var dock ojämnt fördelat, som framgår av tabell 3.1. Tillväxten bars inte, som tidigare, upp av jordbruket eller järn- och träindustrin. Vid periodens början utgjorde jordbrukets produktionsvolym dubbelt så stor andel av BNP som industrin. Det omvända förhållandet gällde vid periodens slut. Istället var det nya sektorer som bröt fram och fungerade som tillväxens lokomotiv.

---

<sup>46</sup> Jörnmark 2003a, kap. 6

<sup>47</sup> Schön 2000, s. 223.

<sup>48</sup> Schön 2000 s. 210-11.

**Tabell 3.1. Årlig tillväxt för industrins olika sektorer, samt jordbruk, i fasta priser 1890-1930.**

<u>Bransch</u>	<u>1890-1930</u>
Gruvindustri	6,7
Stål- och metallindustri	2,1
Verkstadsindustri	7,5
Jord- och stenindustri	3,3
Träindustri	0,7
Massa- och pappersindustri	9,0
Pappersvaru och grafisk industri	7,5
Livsmedelsindustri m.m.	3,7
Textil- och beklädnadsindustri	4,8
Kemisk industri	4,7
Kraftindustri	10,6
<u>Hela industrin</u>	<u>4,6</u>
(Jordbruk	1,0)

Källa: Schön 2000 sidorna 227 & 229

### **Skogsekonomin destabiliserande effekt – och de många nya industrierna**

Jörnmark är kritisk mot begreppet utvecklingsblock/tekniska system, eftersom det förmedlar en känsla av genomtänkthet som man inte finner i det historiska materialet.<sup>49</sup> Istället argumenterar Jörnmark för att det är liberaliseringsvågen, som från 1830/40-talet släpper loss spekulativa krafter, som genererar den högre tillväxttakten. Liberaliseringen av den reglerade bruksekonomin innebar ett våldsamt omvandlingsstryck, förmedlat genom förändrade relativpriser. Brukens skogar, som tidigare enbart betraktats som billiga träkolstillgångar, blev plötsligt värdefulla för sitt timmer. Från 1870/80-tal började skogen förädlas vidare till massa och papper. Omvandlingsstrycket var fortsatt högt. Vinsterna var enorma för den som satsade rätt, samtidigt som stora familjeförmögenheter försvann bort i felinvesteringar. Den kraftiga expansionen för skogsekonomin ökade även omvandlingstrycket i andra delar av ekonomin.

När det gällde järnhanteringen var det en direkt överlevnadsfråga att rationalisera produktionen. Inte nog med att skogsindustrin började konkurrera om råvaran, dessutom ökade den internationella konkurrensen kraftigt när de nya processerna inom metallurgin slog igenom ute i Europa. Jörnmark går igenom strategierna hos en rad stora företag. I huvudsak går det att särskilja två huvudlinjer. Antingen gjorde företagen som Billerud och fullföljde övergången från järn till skog genom att bygga pappersbruk eller sågverk. Detta var ofta en lyckad strategi. Den andra strategin var att försöka investera sig ur svårigheterna genom att satsa på stålet. Det ledde oftast till

---

<sup>49</sup> Jörnmark 2003a, kap 6.

att företagen hamnade i stora svårigheter med lönsamheten och därmed blev tack-samma objekt för spekulanter som inte delade företagsledningens dröm om lönsamma järnbruk och stålverk. Detta gällde bland annat för Stora Kopparberg, Wargön och Fagersta bruken som alla genomlevde en stormig tid under 1900-talets första de-cennier – där emissionsbolagen var centrala aktörer. Jörnmark argumenterar för att huvudanledningen till att vissa ändå klarade sig var en lyckosam protektionistisk lobbyverksamhet som följde tidsandan. Speciellt efter deflationskrisen 1920-22 blev den industrialiserade världen alltmer autarkisk, vilket återskapade en skyddad marknad för svenska järn- och stålproducenter som inte var konkurrenskraftiga nog för en öppen ekonomi.

En annan industriell gren som omvandlades och expanderade var gruvnäringen. Finansiellt kom gruvorna att hamna i stormens öga – de första åren efter börsens re-organisering stod handeln bara i Grängesbergsbolaget för mellan en fjärdel och hälften av börsens totala omsättning.<sup>50</sup> Bakgrunden var återigen en destabiliserande innovation, Thomasprocessens införande, som skapade grunden för en investerings-boom. Först ut var Grängesbergsfältet och sedan malmfälten i Norrbotten. Initiativet till Grängesbergsbolaget kom från Ernest Cassel och göteborgska intressen runt Skandinaviska Banken. 1896 bildades Trafikaktiebolaget Grängesberg-Oxelösund (TGOJ) som en kombination av gruv- och transportintressen. Bolagets aktier släpptes ut på den öppna marknaden och spreds snart på många ägare. Företaget var klart exportorienterat. 1903 gick Grängesbergsbolaget samman med intressena i Norrbotten och inkorporerade även Kirunafälten i bolaget, som efter öppnandet av hamnen i Narvik 1902 hade lysande framtidsutsikter.<sup>51</sup>

Kraftförsörjningen var ett annat viktigt område för förståelsen av perioden, både industriellt och finansiellt. Kraftförsörjningens betydelse för industrialiseringen uttrycktes kärnfullt av Landes: ”The early steam-engines were grossly inefficient, delivering less than 1 per cent of the work represented by thermal inputs. This was a far cry from the performance of organic converters, both animals and man can deliver from 10 to 20 per cent of inputs, depending on conditions. But neither man nor beast

---

<sup>50</sup> Meinander 1968, s. 147.

<sup>51</sup> Olsson 1997.

can eat coal.”<sup>52</sup> Det sista är centralt. På många sätt var de nya tekniska lösningarna klumpiga och lågproduktiva, men de innebar samtidigt någonting nytt som i det stora hela gav stora vinster. Ångsågen är ett typiskt exempel, där det var den fria lokaliseringen snarare än höjd produktivitet som utgjorde konkurrensfördelen.<sup>53</sup> Dessa klumpiga maskiner förutsatte billiga råvaror. När priset på bränsle steg ökade också incitamentet för att få fram effektivare maskiner. Elektriciteten var både mer flexibel och mer begränsad energikälla än stenkolet. Begränsningen låg, fram till 1890, i överföringen. Genom ny teknik med trefas växelström kunde elektriciteten plötsligt börja förverkliga sin inneboende potential.<sup>54,55</sup> Det stod snart klart att de nya kraftkällorna, främst vattenkraftsgenererad el, innebar stora rationaliserings- och utvecklingsmöjligheter. Problemen som man var tvungen att komma över för att nå dessa fördelar var dock flera. För det första var investeringar i vattenkraft oerhört kapitalintensiva, både vad gällde kraftanläggningar och infrastrukturen för strömöverföring. För det andra krävdes det att många äganderätsfrågor löstes på vägen, vilket ställde krav på stor långsiktighet eftersom det lätt uppstod tvister som drog ut på tiden. För det tredje berodde vinsterna från kraftgenereringen på vilka industrier som kunde nås med distributionen.

Sammantaget innebar detta att vattenkraften bar förhoppningar om stora vinster, men till priset av långsiktigt bundet kapital i en miljö av stor osäkerhet – med andra ord goda förutsättningar för spekulation och/eller statlig inblandning. Perioden kom att uppvisa bägge formerna för att hantera osäkerheten. En av de största, och mest långdragna, vattenkraftsprojekten var utbyggnaden av Krångedeforsarna i Indalsälven. Gustaf de Laval köpte rättigheterna till Krångede redan 1897. Han hade visionen men inte det tillräckliga kapitalet, vilket gjorde att Svenska Emissionsaktiebolaget, genom ett nystartat bolag, kunde köpa fallrättigheterna billigt 1908. Hildebrand skriver: ”Det är intressant att se vilka väldiga framtidsförhoppningar man i början knöt till Krångede. Man avsåg att anlägga industri nära fallen eller nere vid Norrlandskusten. Sven Lübeck i Aktiebolaget Vattenbyggnadsbyrån talade om ett

---

<sup>52</sup> Landes 1969 s. 97.

<sup>53</sup> Jörnmark 2003a.

<sup>54</sup> Schön 2000 s. 212.

<sup>55</sup> Det första stora svenska projektet var att förbinda Grängesbergsgruvorna med kraft från Hellsjön. Det gjordes 1893. Det är intressant eftersom projektet länkade samman tre av de nya viktiga sektorerna: gruvnäringen, vattenkraften och verkstadsindustrin (Asea stod för konstruktionen).

järnverk med Gällivaremalms och med en produktion på 300 000 ton tackjärn om året, liksom också om salpeterfabrik med utnyttjande av luftens kväve. Den elektriska tackjärnsmältningens möjligheter var i flera avseenden ännu under utredning; man var alltså tidigt ute.”<sup>56</sup> Nu blev det inte Svenska Emissionsaktiebolaget som kom att exploatera fallet då företaget hamnade i en utdragen äganderättsprocess med Kronan. Visserligen förlorade Kronan processen 1915 men istället för att återuppta utbyggnadsplanerna såldes alltihop 1916, med god vinst, till ett konsortium av mellansvenska järnverk. Dessa upplevde en stor efterfrågan under kriget och var i stort behov av elström. Inte heller det nya konsortiet skulle visa sig i stånd att exploatera fallet. Det kom att dröja ända till 1930 innan ett konsortium av bruksföretag, som stod Kreuger nära, genomförde utbyggnaden av Krångede.

Den kemiska industrins expansion hängde nära samman med kraftutbyggnaden, ända fram till 1930 svarade industrin för 1/3 av hela den totala kraftefterfrågan.<sup>57</sup> Den kemiska industrins huvudprodukter utgjordes av fosfat, nitrit, kväve, karbid och klorat. Den sistnämnda användes av tändsticksindustrin, medan övriga i första hand vände sig mot jordbruket. Den tidigare nämnda avnämningproblematiken inom kraftsektorn fann här sin lösning i och med att det anlades energikrävande kemiindustrier i närheten av vattenkraften. Detta fick som konsekvens att intressen i vattenkraft-kemi alltmer drevs mot importsubstitutionspolitik för att garantera sina egna, och jordbrukets, marknader. I samband med unionsupplösningen tog man till nationalistisk retorik för att fjärma sig från den konkurrenskraftigare norska kemiindustrin. Jörnmark konstaterar att ”värst effekter skapades i nyinvesteringarshänseende i samband med avspärrningsperioder av typen 1914-18. Agrarsektorns avspärrning ledde här till importsubstitution och kemiska expansionsplaner av närmast sagolikt slag.”<sup>58</sup> När bubblan sprack och deflationen satte in slog det hårt mot dessa delar av den kemiska industrin.

Mellan 1890-1930 växte verkstadsindustrin kraftigt, räknat i fast penningvärde steg produktionen med 7,5% per år. Detta var siffror som endast slogs av papper/massa och kraftindustrin, se tabell 1. Bakom dessa siffror återfanns bland annat AGA, ASEA, LM Ericsson, Separator och SKF som samtliga utvecklades till

---

<sup>56</sup> Hildebrand 1971 s. 70.

<sup>57</sup> Jörnmark 2003a.

<sup>58</sup> Jörnmark 2003a, kapitel 6 s. 22.



internationella storföretag under perioden. Dessa kan sägas vara typiskt schumpeterianska, då det låg klassiska innovationer bakom framgångarna. Även mindre spektakulära delar av verkstadsindustrin, som kanontillverkaren Bofors och varvsindustrin, fortsatte att utvecklas väl.<sup>59</sup>

### **Tullar och trustar**

Den, tidigare nämnda, destabiliserande effekt på ekonomin som de nya industrierna medförde kom att mötas med protektionistisk moteld av den gamla eliten som var hotad av det nya och som dessutom hade lätt att uppbåda finansiellt och politiskt kapital i lobbyverksamhet. Motståndet, som visade sig i krav på ökade tullar och konkurrensbegränsande lagstiftning, var framgångsrikt och när jordbruktstillarna höjdes 1888 markerade detta en vändpunkt. Den fortgående liberaliseringen, som pågått sedan 1830-talet, av svensk ekonomi bromsades upp. Under tiden fram till första världskriget kom sedan tullarna att höjas på en rad viktiga områden. Sverige praktiserade ett 'solidariskt tullsystem', vilket i praktiken innebar en import-substituerande politik, där höga tullar på import gynnade inhemska producenter.<sup>60</sup>

Den protektionistiska vändningen kom att samverka med en annan tendens under perioden – trustbildningar. Schön skriver: "Tullarna öppnade vägen för sammanslutningar mellan företagen för att reglera priser, produktionskvoter etc. på den skyddade marknaden. Kring sekelskiftet ökade också antalet sammanslutningar som karteller och trustar."<sup>61</sup> Det fanns flera orsaker till att denna nya form av samverkan hastigt blev populär kring sekelskiftet. Ett var arbetets organisation och mekanisering. I takt med att produktionen rationaliserades ökade de potentiella skalfördelarna och därmed incitamentet att slå samman produktionsenheter som tidigare varit mer eller mindre hantverksmässiga. Ytterligare ett skäl som dyker upp i det historiska materialet är av mer tankemässig karaktär, nämligen bilden av den destruktiva konkurrensen. I en period av stor ekonomisk omvandling är det inte underligt om det växer fram en negativ bild av konkurrensen. N.P. Mathiasson, en av dåtidens färgstarka företagsledare, gav en målande beskrivning av trustbildandets välsignelser i sina memoarer: "Jag hade inför mina kommittékamrater kunnat påvisa, att på kartellområdet erfarna

---

<sup>59</sup> Glete 1987.

<sup>60</sup> Bohlin 2003.

<sup>61</sup> Schön 2000, s. 222.

män ej söka sin vinst genom att taga oskäligt betalt för sina varor. Fastmer var det ådalagt, att den ökade vinsten i en kartellbildning erhålles genom en koncentrerung av driften, genom de förmånliga villkor, som ett större samlat råvaruinköp möjliggör, genom en bättre inre organisation och genom minskade försäljningskostnader. Vidare visste jag genom mina studier i främmande länder i detta ämne, att en industri, som under kartellform får arbeta i lugn och ro, bereder sina tjänstemän och arbetare större sociala fördelar än en industri, som ständigt skall hålla sig i stridsberedskap och hålla vaktposter överallt, agenter och resande för att kunna vidmakthålla sin omsättning. Industrier, som arbeta efter den fria konkurrensens oordnade linjer, ha varken tid eller intresse att lyssna till sitt folks sociala krav.”<sup>62, 63</sup>

Den första stora trustbildningen var bildandet 1907 av Svenska Sockerbolaget, där de ingående bolagen tillsammans hade en marknadsandel på 97%. Samgåendet var slutet på en lång process där den tekniska utvecklingen ändrat förutsättningarna för industrin och där en lång expansionsperiod följdes av överproduktion och pressade priser.<sup>64</sup> Under 1910-talet kom allt fler branscher att följa efter, till exempel bildades truster för cement, margarin och sprängämnen. En lukrativ marknad uppstod för finansiella aktörer som kunde bistå vid företagsomvandlingarna. Ett typiskt exempel är Sveriges Privata Centralbanks inblandning i bildandet av AB Sveriges Lito-grafiska Tryckerier (SLT) 1913. Initiativet kom från Nordstedt & Söners verkställande direktör, Conrad Carleson, tillika ledamot av Centralbankens styrelse. Affären genomfördes genom att ett nytt bolag bildades, SLT, vilket i sin tur köpte upp det tjugotal tryckerier som ingick. Affärerna finansierades genom att Centralbanken, tillsammans med Skandinaviska Kreditaktiebolaget, garanterade en tredelad emission bestående av: stamaktier för fyra och en halv miljoner kronor, preferensaktier för åtta och ett obligationslån på tio miljoner. Genom att reservera stamaktierna

---

<sup>62</sup> Mathiasson 1931, s. 301-02.

<sup>63</sup> Ett annat exempel är *Affärsvärldens* reaktion på Sprängämnestrustens bildande 1915: ”Å den egentliga sprängämnesmarknaden ha således blott funnits två konkurrenter, Nitroglycerin och Gyttop. Någon import har de senare åren inte ifrågakommit af dynamit. Men konkurrensen mellan dessa båda fabriker har varit synnerligen intensiv och för bägge partierna indirekt förlustbringande. Med förlustbringande menas här inte att sprängämnesindustrin skulle arbetat med förlust, de nämnda båda bolagen ha tvärtom lämnat mycket god avkastning och ha en i hög grad gynnsam ekonomisk ställning. Men ifvern att frånrycka rivalen kunder har för båda bolagen medfört mängder af alldeles onödiga konkurrensenspenser, handelsomkostnader, frakter etc.” *Affärsvärlden* 1915 s. 222-23.

<sup>64</sup> Kuuse 1982, s. 55-6.

kunde makten reserveras för de ingående företagen och ändå fick man in kapital utifrån. Emissionerna blev snabbt fulltecknade och affären blev mycket vinstgivande för Centralbanken.<sup>65</sup>

*Från krigsekonomi, via spekulationsbubbla, till deflationskris*<sup>66</sup>

När första världskriget bröt ut hade svensk ekonomi utvecklats fort under de föregående tjugo åren. I krigets spår följde varubrist och stigande priser, samtidigt som det fanns grova vinster att göra för den som kunde få fram varor att sälja. Den snabba omvandlingen i kombination med krigets perversa ekonomi skapade en bubbla, som när den sprack utlöste en djup ekonomisk kris. ”Om man jämför depressionen i början av 1930-talet kan man säga att krisen 1920-22 var häftigare och verkade mer jämnt över hela näringslivet.”<sup>67</sup> En indikator på turbulensen kring 1920 är prisfluktuationerna. I diagram 3.1 visas utvecklingen av konsumentprisindex (KPI) för perioden 1914-1925. Som jämförelse är även utvecklingen åren 1984-95 inlagd, eftersom dessa år på ett liknande sätt innehöll en kraftig högkonjunktur följt av en djup recession. Till detta bör fogas att under hela nittonhundratalet sjönk KPI tretton gånger, jämfört med föregående år. Hela sex av dessa tillfällen var under tjugotalet. De överlägset tre största fallen kom mellan 1921-23, då KPI föll med 14, 19 och 7 procent respektive år. På fjärdeplats kom 1926, med ett tapp på 3,5 %.<sup>68</sup> Grosshandelspriserna föll ännu mer än KPI, vilket gjorde situationen än värre för den producerande industrin. Allra värst drabbades högt skuldsatta företag. Montgomery menar att inflationen 1913-14 kom av stigande importpriser, för att 1915-16 härröra från exportledd ökning och sedan 1917-20 huvudsakligen komma från knappheten på importvaror vilket drev upp priserna.

---

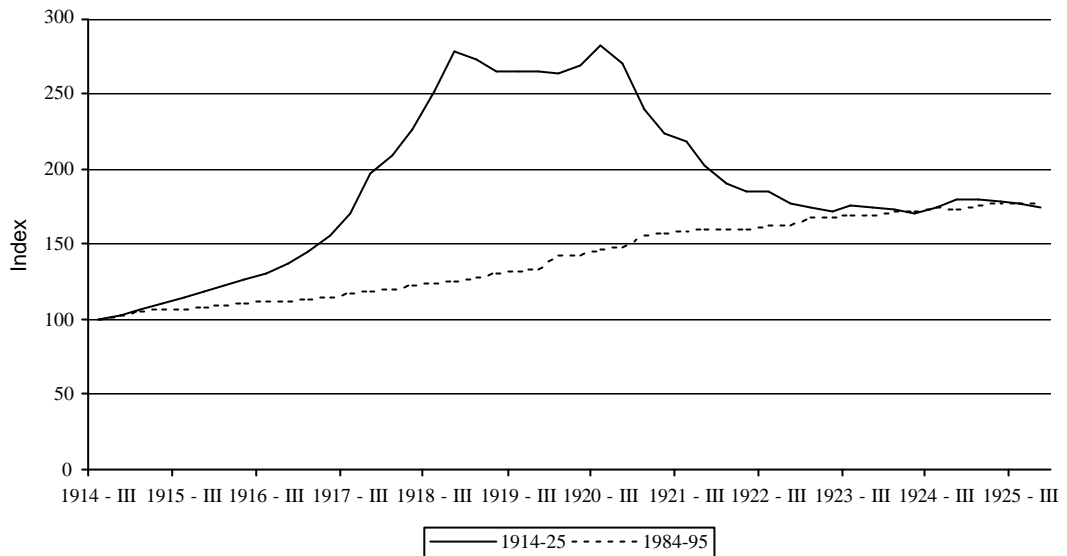
<sup>65</sup> Söderlund 1978, s. 247-50.

<sup>66</sup> Avsnittet bygger, där inget annat anges, på Montgomery 1946.

<sup>67</sup> Montgomery 1946 s. 154.

<sup>68</sup> SCB 2000.

**Diagram 3.1 Konsumentprisindex 1914-25 & 1984-95 (jan 1914 resp. 1984 Index =100).**



Källa: SCB 2000

Under krigets första år fortgick den svenska utrikeshandeln utan allvarligare störningar. Den svenska exporten var inne i en expansiv period och fram till 1917 var priserna goda. Även importen ökade, om än i mindre omfattning. När Tyskland startade sitt oinskränkta ubåtskrig under 1917 bröts trenden tvärt. Exporten föll med 30%, importen med över 50%. Sammantaget ledde det till att den svenska ekonomin uppvisade stora exportöverskott 1914-17. Avspärningen ledde till ransoneringar och svåra tider för stora delar av befolkningen, samtidigt som de inhemskt orienterade producenterna gick för högvarv – detta gällde framförallt jordbrukssektorn och dithörande industrier som exempelvis kemiindustrin. Importen av stenkol föll under krigsåren med över 50%. I kombination med kemiindustrins redan nämnda expansion, stimulerade detta vattenkraftens fortsatta utbyggnad. Den totala svenska elproduktionen från vattenkraft steg med närmare 100% mellan 1913 och 1921.

1917-18 var den exportdrivna krigskonjunkturen borta och i dess ställe trädde en hemmaorienterad, ponzi-finansierad, bubbla. Tecknen på att det verkligen rörde sig om en bubbla var flera. Industriproduktionen hade redan i slutet av 1916 kulminerat. Exportpriserna var på väg ner, samtidigt som importpriserna ökade. Lånefinansieringen drevs vidare både privat och offentligt. Montgomery skriver: ”Den tillfälliga statsskulden, som särskilt stod i samband med finansieringen av kristids-

kommissionerna, växte med över 400 millioner kronor. Inte minst via bränslekommissionen hamnade en del av dessa medel hos jordbruksbefolkningen. Över huvud tycks jordbrukets och skogsbrukets inkomster ha vuxit alldeles särskilt starkt under år 1918.”<sup>69</sup> Den privata lånefinansieringen, genom bankerna, uppvisade också tecken på ökad instabilitet. Bankernas rediskontering, som minskat fram till 1916, ökade sedan dramatiskt, se tabell 3.2. Samtidigt hade den inhemska byggnadssektorn problem trots en stor efterfrågan. Räntorna var höga samtidigt som man hade svårt att få tag i material. Arbetslösheten var fortfarande låg, men det berodde i huvudsak på att produktiviteten hade sjunkit i ekonomin på grund av att fler ägnade sig åt livsmedelsproduktion för eget bruk, surrogatvaror producerades och en arbetstidsförkortning höll på att genomföras. I slutet av 1918 vände priserna nedåt. Fallen blev dock måttliga och under hösten 1919 vände priserna åter uppåt. Denna gång höll uppgången i sig till sommaren 1920, då den djupa deflationskrisen satte in.

**Tabell 3.2. Riksbankens rediskonteringsportfölj 1913-1922 (miljoner kronor).**

År	Kr
1913	107
1914	104
1915	75
1916	37
1917	80
1918	88
1919	187
1920	476
1921	387
1922	344

Källa: Ekonomisk Tidskrift 1924, s. 245

Varför blev nedgången 1920 så kraftig? Frågan rymmer flera förklaringar, men den vanligast framförda är den politiska. Viljan att återställa guldmyntfoten förvärrade deflationen, i vars spår då följde allmän ekonomisk kris. Viljan att höja värdet på kronan kom till uttryck genom att diskontot under 1920 succesivt höjdes från 5,5% till 7,5%. ”Det föreföll alltmera klart att riksbanken ämnade fullfölja sin restriktiva politik, ända tills en verklig avbelastning av banken ägt rum. Och under tiden försvagades konjunkturen allt mer.”<sup>70</sup> I en situation där aktörerna ökar sin skuldsätt-

<sup>69</sup> Montgomery 1946 s. 132-33.

<sup>70</sup> Montgomery 1946 s. 146.

ningsgrad ökar också utsattheten för ränteförändringar, speciellt som skuldsättningen tenderar att bli alltmer kortsiktig ju längre en bubbla fortskrider. Till detta kom en olycklig skattekonstruktion. Under världskriget infördes en krigskonjunkturskatt, vilket drastiskt ökade företagens skattetryck. Från 1913 till 1917 ökade skattetrycket på aktiebolagens vinster från 14 till 63%.<sup>71</sup> Problemet var att företagarna var ovana vid de höga skatterna och därför inte satte av tillräckligt av vinsten för att kunna betala skatterna, som betalades med viss eftersläpning. Det gjorde att skatten på de stora inflationsvinsterna skulle betalas mitt under deflationen.<sup>72</sup> Resultaten blev särskilt katastrofala för de företag som hamnade mitt i den strukturkris som världskriget skjutit upp. Jordbruket hade, som jag redan beskrivit, tjänat stora pengar på avspärrningen. När de internationella marknaderna åter började fungera inte bara återupptogs utan intensifierades konkurrensen, med fallande priser som följd. Speciellt utsatta blev de delar av jordbruket som skuldsatt sig hårt. På liknande sätt drabbades järnhanteringen, då många bruk försökt att investera sig ur sina strukturproblem under 1910-talet vilket resulterade i att man mötte krisen mycket högt belånad, men fortfarande utan egentlig internationell konkurrenskraft.<sup>73</sup>

Till yttermera visso kom problemen i finanssektorn, som både var orsak till och symptom på krisen. Tabell 3.3 illustrerar några av de dramatiska skeendena på finansmarknaden. För det första den kraftiga ökningen av omsättningen på Stockholmsbörsen, som kulminerade 1917-18 och sedan föll med närmare 90%. För det andra börskurserna, som kulminerade redan 1916 och sedan föll till bottennoteringen 1922. Det skulle sedan dröja ända till 1941 innan börskurserna åter nådde upp till 1916 års noteringar.<sup>74</sup> För det tredje är det värt att notera att när affärsbankernas utlåning mot aktier kulminerade 1919 motsvarade den 40% av affärsbankernas totala utlåning.<sup>75</sup>

---

<sup>71</sup> Östlind 1945, s. 285.

<sup>72</sup> Sjögren 1994, s. 36.

<sup>73</sup> Söderlund & Wretblad 1958, s. 33.

<sup>74</sup> Frennberg & Hansson 1992, s. 26.

<sup>75</sup> Som en jämförelse kan man betrakta 1960-talet då bankernas utlåning mot säkerhet i aktier låg på runt 5%. Se *Stockholms Fondbörs 100 år* (1963) s. 91.

**Tabell 3.3. Börsens omsättning, kursutveckling och affärsbankernas utlåning mot aktier.**

År	1. Omsättning	2. Kursindex	3. Utlåning mot aktier
1913	180	286	710
1914	52	197	740
1915	51	243	808
1916	605	357	990
1917	1321	343	1440
1918	1586	238	1811
1919	526	174	1913
1920	328	123	1855
1921	162	93	1746
1922	195	88	1519

Källa: Östlind (1945) s. 259, 877, 885

1. Årsomsättning på Stockholms Fondbörs, miljoner kronor

2. Medelkurser för aktier på Stockholms Fondbörs A-listan per den 31/12, procent av parivärde

3. Affärsbankernas utlåning mot aktier som säkerhet per den 31/12, miljoner kronor

1923 var den akuta krisen över. Prisfallet hade avstannat. Exporten och investeringsnivån vände uppåt igen. Den svenska ekonomin präglades dock under resten av 20-talet av en tudelad utveckling. Strukturkrisen fortsatte för vissa industrier, förstärkt av ett fortsatt högt ränteläge. Andra industrier kom snabbt på fötter efter krisen och kunde öka sin export. Vinsterna användes i hög grad till att konsolidera företagen.<sup>76</sup>

### **Riskkapitalismens tre vågor**

Den svenska finansmarknaden präglades under hela den undersökta perioden av en fortgående omvandlingsprocess. Ett exempel är hur de nödvändiga institutionerna för en marknadsorienterad värdepappershantering samt uppbyggandet av ett nationellt bankkontorsnät gjorde att riskkapitalmarknaden fick större tillgång till kapital. Finansmarknaden förändrades också med avseende på vilken typ av affärer som dominerade bilden.<sup>77</sup> I det följande behandlas några viktiga aspekter av riskkapitalmarknadens utveckling, vilken jag betraktar som tre på varandra följande vågor – där varje våg hade sina framträdande aktörer och speciella karakteristika.<sup>78</sup>

---

<sup>76</sup> Lundberg 1958, s. 59-73.

<sup>77</sup> Larsson 1998, s. 74-79

<sup>78</sup> I 1917 års bankkommitté diskuterades begreppet emissionsverksamhet. Där skiljde man ut två delar i verksamheten. Med den första delen, finansieringen, avsågs finansiellt bistånd vid nybildning och ombildning av företag. Med den andra delen, emitteringen, avsågs utplaceringen av det finansiella instrumentet på värdepappersmarknaden. Som finansiellt instrument avsåg bankkommittén endast aktier, inte obligationer. Obligationshandeln hade en lång tradition i bankväsendet och användes som en säljbar lagervara av bankerna. Aktiehandeln hade däremot en kortare historia och betraktades

Bakgrunden var att obligationen under decennierna fram till 1890 varit det viktigaste värdepappret för de stora aktörerna på den svenska kapitalmarknaden. Framförallt var det under 1870-talet som obligationslån användes för att finansiera järnvägar och andra infrastrukturella projekt. Obligationslånen placerades framförallt i Tyskland och Frankrike.<sup>79</sup> De två mest dynamiska aktörerna på den svenska obligationsmarknaden var Knut Agathon Wallenberg, från Stockholms Enskilda Bank, och Louis Fraenckel, först som privatbankir och från 1893 som chef för Stockholms Handelsbank. Fraenckel hade goda kontakter i Tyskland som han kunde utnyttja för att placera obligationerna.<sup>80</sup> K.A. Wallenberg hade även han goda internationella kontakter, framförallt med Crédit Lyonnais i Paris, vilket gjorde det möjligt att kanalisera franskt kapital till Sverige.<sup>81</sup> Fritz menar att obligationsaff rerna började mista i betydelse från slutet 80-talet. L ntagarnas behov av bankerna reducerades n r marknaderna blivit mer effektiva och de själva lärt sig att göra obligationsaffärer. Dessutom hade marknaden krympt av att Riksgäldskontorets och Hypoteksbankens behov av utländsk finansiering minskade. I Fraenckels fall förstärktes trenden av att hans tyska kontakter inte längre tillhörde de riktigt expansiva. Fritz skriver: ”Med en insikt om att l nef rmedlandets betydelse var avtagande och att hans egen position härvidlag försvagats stämmer slutligen hans under det sena 80-talet begynnande grundar- och industrif rmedlingsaff rer väl överens.”<sup>82</sup>

### **Den första v gen – riskkapital utanför bankerna**

1890-talet innebar inte bara nya tider för industrin, naturligt nog förändrades även förutsättningarna för de finansiella aktörerna. Inte minst innebar den ekonomiska tillväxten att affärsbankernas verksamhetsområden växte. De stora obligationsaff rerna hade passat väl f r de stora infrastrukturella projekten, exempelvis järnvägs-

---

med större misstänksamhet. Det var också f r den senare som termen emissionsr relse användes. I den internationella litteraturen kring emissionsverksamhet görs inte alltid denna distinktion. I det följande koncentreras framställningen till bankkommitténs syn på emissionsverksamhetens funktioner: finansiering och emittering. När det gäller finansiella instrument menar jag att skillnaden mellan aktier och obligationer i emissionsverksamheten snarare handlar om gradskillnader  n artskillnader. Det sistnämnda  r inte oväsentligt eftersom exempelvis Kreuger genom en blandning av de två, ’participating debentures’, lyckades med några mycket stora emissioner.

<sup>79</sup> Sjögren 1993, kapitel 3.

<sup>80</sup> Fritz 1994.

<sup>81</sup> Olsson 1997, s. 107.

<sup>82</sup> Fritz 1994, s. 92.



utbyggnaden. När satsningarna alltmer kom att handla om nya industrier växte dock behovet av renodlat riskkapital. Det ökande behovet kunde tillgodoses genom ett större intresse från allmänheten för placeringar i aktier.<sup>83</sup> Framförallt var börsens stora omorganisering 1901 viktig eftersom affärsbankerna då bereddes plats som börsmedlemmar.<sup>84</sup> Typiskt för spekulanterna kring sekelskiftet var att de ofta stod fria från de stora affärsbankerna.

En representant för det nya var uppfinnaren Gustaf de Laval, som blev förmögen på separatorn, och vars eftermäle gengjuder av den dubbelhet som plägar följa visionärer – var han ett geni eller en misslyckad drömmare? Vid sidan om sin verksamhet på Separator startade de Laval ett företag där uppfinnare skulle få utveckla sina idéer, innan de kunde säljas av till kapitalister. Industriellt koncentrerade de Laval sina intressen kring elektriska industrin. Jörnmark skriver: "...inköp av fallrättigheter kombinerades med stora industriella visioner. Relativt snabbt föll detta 'imperium' sönder, men dess olika komponenter fortsatte att kombineras av nya intressenter. De Lavals stora planer innehöll egentligen nya visioner både för Norrland, där elektriciteten antogs kunna leda till en snabbväxande stålindustriell bas likväl som för Västsveriges del, där elkraftens användning skulle skapa basen för en ny storindustri runt Trollhättan."<sup>85</sup> Jörnmark såg i de Lavals vision det beroende av vattenkraftens utbyggnad som kom att prägla både kemiindustrin och bruksekonomin. Genom en kraftig utbyggnad av vattenkraften skulle dessa båda branscher vitaliseras genom tillgång till billig energi. De Lavals problem var att han försökte gripa över för mycket, med trots allt begränsade finansiella resurser. Följden blev en alltmer instabil, skuldtyngd, företagskonstruktion som inte hade den långsiktighet som krävdes för en lyckosam exploatering av de möjligheter som trots allt fanns.

En annan viktig gestalt under 1890-talet var Ernest Thiel, som förtjänade sina sporrar hos Louis Fraenckel 1881-84, innan han blev VD för Hernösands Enskilda Banks nyöppnade stockholmskontor. 1891 startade Thiel sin egen bankirfirma, Stockholms Kredit- och Diskontoförening, som kom att bli basen för Thiels finansiella operationer. En av Thiels första affärer var att köpa in sig i Malmö-Trelleborgs Järnvägs AB. Skånes järnvägar var expansiva under denna tid, framförallt beroende

---

<sup>83</sup> Schön 1989, s. 264.

<sup>84</sup> Lindgren 1993, s. 253.

<sup>85</sup> Jörnmark, 2003 kap 5 s. 9.

på den löande betsockerindustrin som hade ett stort transportbehov. Affären liknade dock mer en tömning av företaget, som Fritz skriver: ”Fraenckels aktier köptes av en grupp av tidens ledande spekulatörer med professor Gösta Mittag-Leffler och Ernest Thiel i spetsen. Vid den första bolagsstämman efter regimskiftet framhöll den förre att den viktiga järnvägen köpts ur utlänningars hand av behjärtade svenskar. Dessa sanna fosterlandsvänner höjde raskt utdelningarna till 15 kr från 5 á 6 kr per aktie under Fraenckels tid och inledde genom Thiel underhandlingar med Kungl. Järnvägsstyrelsen om att kontinentaltrafiken skulle framföras med MTJ men spände bågen för hårt. Resultatet blev efter olika turer att Malmö Stad beslöt bygga en direkt linje Malmö-Trelleborg till vilken kontinenttrafiken 1899 överfördes.”<sup>86</sup> Thiel var även inblandad i exploateringen av de norrbottniska malmfälten under 1890-talet. Thiel tog initiativet till utvinning av malmen genom att skaffa sig majoritetsägande först i Gällivare malmfält och sedan Luossavaara-Kiirunavaara AB (LKAB). Thiel finansierade affärerna genom ett obligationssamarbete med K.A. Wallenberg. Kring sekelskiftet stod det klart att väldiga investeringar var nödvändiga och Thiels finansiella styrka var redan uttömd. 1903 såldes malmfälten till Grängesbergbolaget.<sup>87</sup>

William Olsson var ännu en av de centrala namnen inom de nya finanskretsarna, där storartade affärer blandades med magnifika misslyckanden. Jörnmark skiljer ut tre olika spår hos Olsson: det västsvenska som också var det mest lyckade, det metallurgiska patenten som orsakade en klassisk bubbla i samtiden samt det norrbottniska som blev ett misslyckande som Olsson aldrig lyckades komma ur. Tre faktorer gjorde västsverige till ett turbulent område: krisbruk med stora skogar, vattenkraftstillgångar och tanken om att genom Trollhätte Kanal öppna Väneren för större fartyg. William Olsson såg den nya tidens möjligheter, vilka diskuterades i föregående avsnitt och agerade därefter. Han var bland annat inblandad i bildandet av Mölnbacka Trust för att ta tillvara brukens skogar, Billeruds specialisering mot trä och Uddeholms nyorientering mot vertikal integration. Olssons andra spår var satsningen på metallurgiska patent, där tanken var att med ”mer eller mindre alkemistiska metoder skulle tidigare värdelösa malmer bli värdefulla, och traditionella bruk åter-

---

<sup>86</sup> Fritz 1994, s. 82.

<sup>87</sup> Gårdlund 1993, s. 50-55.

föras till sin forna glans”.<sup>88</sup> Den hausse som uppstod kring patenten och den efterföljande kraschen för Metallurgiska Bolaget AB brukar refereras som den ”metallurgiska härvan”.<sup>89</sup> Det olssonska tredjespåret ledde till Norrbotten och kan ses som en fortsättning på de Laval kraftprojekt. Naturtillgångarna, skog och malm, var enorma men problemen var också betydligt mycket större än i västsverige. Skogen växte långsammare, kraften var dyr att bygga ut och de svenska hamnarna var islagda upp till sju månader om året. Trots dessa utmaningar satsade Olsson på både skogen, Nordiska Trävaru AB grundades 1902, och järnet, Luleå Järnverk anlades 1904. Olsson led dock av samma konsolideringsproblematik som de Laval och det var först Wallenbergarna och Handelsbanksintressen som lyckades konsolidera den norrländska skogsindustrin.

Alla de nya industriellt intresserade finansmännen var inte frifräsare. Knuts bror, Marcus Wallenberg sr<sup>90</sup>, kom att visa betydligt större intresse än sin storebror för industriella affärer. Redan på 1880-talet hade Enskilda Banken betydande industriella intressen, men det rörde sig i första hand om att vårda låntagare som hade kommit i svårigheter. På detta sätt kom banken att delta i rekonstruktion och nysatsningar i Hofors och AB Atlas. Sättet att hantera affärerna blev stilbildande för Enskilda Banken. Olsson skriver: ”När man hade stora osäkra fordringar agerade man utifrån sin styrkeposition mycket aktivt, i regel genom att skaffa sig ägarinflytande och en plats i styrelsen. Efter att ha tillsatt en chef som man trodde på försökte man förnya verksamheten och skapa lönsamhet, gärna genom nya kapitaltillskott, samtidigt som man höll mycket nära kontakt och sträng kontroll över bolaget.”<sup>91</sup> Knuts medvetna strategi att plöja ner vinsterna gjorde banken mycket solid, vilket på sätt och vis banade väg för Marcus annorlunda investeringsfilosofi eftersom bankens soliditet gav en stor handlingsfrihet.<sup>92</sup> Marcus startade vid sekelskiftet en avdelning i banken, ’statistiska avdelningen’, som snart växte i betydelse. Med inspiration från Frankrike ägnade sig avdelningen där åt kvantitativa studier av företag, både kunder och potentiella sådana. Avdelningens verksamhet kom att utgöra en grund för bankens

---

<sup>88</sup> Jörnmark 2003a, kapitel 5 s.12.

<sup>89</sup> Gårdlund 1993, s. 66-70.

<sup>90</sup> Marcus Wallenberg sr. är även känd som ’häradsövdingen’.

<sup>91</sup> Olsson 1997, s. 106.

<sup>92</sup> 1893 uppvisade banken en vinst som var tre gånger större än vad man någonsin tidigare gjort. Pengarna kom i huvudsak från försäljningen av gamla nedskrivna järnvägsobligationer.

fortsatta industriella engagemang.<sup>93</sup> Att banken på detta sätt närmade sig emissionsverksamhet var givetvis inte utan problem, eftersom banklagen uttryckligen förbjöd det. I första hand löstes problemet genom att nybildade AB Providentia, grundat 1900, stod för affären. Bankinspektör Benckert såg ogillande på denna utvidgning av verksamheten eftersom Providentia ändå var nära sammanflätat med Enskilda Banken. Mellan 1902 och 1905 utspann sig en kontrovers mellan bankinspektören och bröderna Wallenberg, där Benckert hotade med att dra in bankens oktroj om inte Providentias verksamhet blev mer åtskiljd från banken. Problemet löstes genom att Providentia under 1905 avvecklade många av sina innehav och i fortsättningen gjordes de industriella affärerna i privat regi, och sedan belånades föreliggande bolags aktier i banken för att finansiera transaktionen.<sup>94</sup>

#### *Den andra vågen – emissionsbolag och världskrigshausse*

Från och med krisen 1907, fram till deflationen 1920-22, kom en ny typ av företag att dominera den svenska riskkapitalmarknaden – emissionsbolagen. I det fortsatta avhandlingsarbetet kommer ett helhetsgrepp på emissionsbolagen och arkivstudier från flera emissionsbolag att presenteras. Här är endast plats att skissartat teckna deras historia och placera in dem i sitt historiska sammanhang. Problemet för de Laval, Olsson och Thiel var genomgående att deras visioner var större än djupet på deras plånböcker. Marcus Wallenberg utgjorde ett undantag eftersom han hade tillgång till Enskilda Bankens resurser. Problemet för Wallenberg var snarare Bankinspektör Benckert.

Efter att lagen ändrades 1911, och bankerna tilläts äga aktier (mer om det i nästa avsnitt), blev det enklare för bankerna att engagera sig i emissionsaffärer. Bankerna grundade företag, emissionsbolag, och kopplingen till bankerna behövde inte längre döljas. Emissionsbolagen kom att stå nära sin bank, vilket betydde att styrelseledamöter i banken oftast stod bakom grundandet och även själva satt med i emissionsbolagets styrelse. Samarbetet bestod i att emissionsbolaget fick tillgång till kapital genom att belåna aktier i banken. Ett utdrag ur Key-Åbergs 'Svenska Aktiebolag och Enskilda Banker 1919' kan exemplifiera emissionsbolagens verksamhet.

---

<sup>93</sup> Olsson 1997, s. 116.

<sup>94</sup> Gasslander 1959, s. 24-32.

Där stod följande att läsa om Svenska Emissionsbolaget: ”*Bolagets ändamål*: att medverka vid grundläggande eller utvidgning af industriella och kommersiella företag, att äfven annorledes deltaga i ordnande af dylika företags ekonomiska angelägenheter, att huvudsakligen i berörda syfte förvärfva aktier eller förmedla aktieförvärf samt att i öfrigt drifva sådan rörelse, som med ofvannämnda verksamhet står i samband eller är däraf föraneldd.”<sup>95</sup> Formuleringen är typisk eftersom den både är konkret, att det handlar om aktieaffärer, och samtidigt luddig, eftersom formuleringarna antyder att företaget var fritt att göra affärer i det mesta bara det stod i samband med aktieaffärerna. Formuleringen är på det hela taget en god beskrivning av affärsverksamheten i hela branschen där man, bland annat, kom att: finansiera nya företag, vara delaktiga i företagsrekonstruktioner, tillhandahålla finansiella konsulttjänster och bedriva utlåning (mot säkerhet i aktier, fastigheter och varor). Tabell 3.4 visar de större emissionsbolagen, kronologiskt sorterade efter startår. Tydligt är bakvattnet som Skandinaviska Kreditaktiebolaget hamnade i. Banken startade aldrig något eget emissionsbolag, däremot deltog man i samarbete med andra banker. När banken till slut, i och med fusionen med Sveriges Privata Centralbanken 1917, fick ett eget emissionsbolag hade de goda tiderna redan börjat gå över i en bubbla. Resultatet blev katastrofalt.

**Tabell 3.4. De 7 största emissionsbolagen (kronologiskt ordnade efter startår).**

<i>Emissionsbolag</i>	<i>Startår</i>	<i>Största förläggande bank</i>
Svenska Emissions AB	1907	Stockholms Handelsbank
Emissionsinstitutet	1914	Stockholms Enskilda Bank
Centralgruppens Emissions AB	1915	Sveriges Privata Centralbank <sup>1</sup>
Finansinstitutet Svenska Värden	1916	Industribanken <sup>2</sup>
Sydsvenska Emission	1917	Sydsvenska Kreditaktiebolaget
Emissionsaktiebolaget Mercator	1917	Göteborgsbanken
Albert Söderberg & Co	1907/18	Wermlands Enskilda Bank

Källa: Key-Åberg, diverse årgångar

<sup>1</sup> senare Skandinaviska Kreditaktiebolaget

<sup>2</sup> senare Nordiska Handelsbanken

I mars 1907, när diskussionens vågor gick höga om bankernas roll i industrins finansiering, tog Louis Fraenckel saken i egna händer och startade Svenska Emissionsaktiebolaget. Företaget var fristående från Stockholms Handelsbank, men

<sup>95</sup> Key-Åberg 1919.

personerna i styrelserna var nära lierade med Fraenckel. Till verkställande direktör hade Fraenckel värvat Richard Hägglöf från Skånska Handelsbanken. Aktiekapitalet, på 12 miljoner fulltecknades snabbt. Fraenckels djärva satsning väckte stora förhoppningar. Tiden var på sätt och vis både helt fel och helt rätt för ett dylikt projekt. Fel, för att en finansiell kris utbröt strax efter starten vilket minskade möjligheterna för riskkapitalbolag. Rätt, för att krisen inte hann orsaka några förluster för företaget och samtidigt gav arbetsro åt de strukturaffärer som utgjorde den huvudsakliga verksamheten fram till 1915. Inom textilbranschen var emissionsbolaget delaktig i förmedlingen av Mölnlycke till Claes Johansson. I metallindustrin deltog man i de fusioner och rekonstruktioner som ledde fram till bildandet av Svenska Metallverken. I spritindustrin var man inblandad i fusions- och emissionsverksamhet i den framväxande sprittrusten. I kraftsektorn var man delaktig i bildandet av Krångede AB och Gullspång. Internationellt deltog emissionsbolaget i bildandet av LM Ericssons europeiska dotterbolag. Dessutom var företaget inblandad i en rad trustbildningar, inom tobak, ylle, tändstickor och bryggerier.<sup>96</sup> Svenska Emissionsaktiebolaget gjorde hyggliga resultat och lämnade årligen 6% avkastning på kapitalet. Efter Fraenckels död förlorade dock Hägglöf ett viktigt stöd och kritiska röster mot den relativt försiktiga politiken höjdes. I *Affärsvärlden* kunde man läsa: ”Utan att ta risker gör man i allmänhet inga goda affärer, och den som vill bearbeta ett helt lands emissionsmarknad kan, trots all omtanke, inte undgå att göra förluster. Misslynta aktieägare säga därför att Emissionsbolaget gjort för få förluster.”<sup>97</sup> Konflikten kom att bli ett vägskäl för bolaget. Hägglöf tvingades bort på stämman 1915 och in kom Carl Frisk, Aron Andersson, Oscar Rydbeck och Sven Lübeck. Verksamheten ändrade karaktär i hägnet av världskrigets drivhusekonomi. Finansieringen förändrades från ’hedge’ till ’Ponzi’ när de externa skulderna ökade från 0,6 till 18 miljoner mellan 1914-17. Vinsten steg till 30% av aktiekapitalet 1916 och utdelningen fördubblades. Vinsterna kom alltmer från korta affärer, som lönsamma förmedlings- och kreditarrangemang. När konjunkturen vände försökte företaget i det längsta hålla uppe skenet. Bokslutet 1920 kunde uppvisa positiva siffror endast tack

---

<sup>96</sup> Fritz 1994, s. 307-17.

<sup>97</sup> *Affärsvärlden* 1915, s. 424.

vare idoga interna affärer med närstående aktörer. På hösten 1921, när luften definitivt gått ur bubblan, stod det helt klart att en rekonstruktion var nödvändig.<sup>98</sup>

Marcus Wallenberg hade blivit trängd av bankinspektören för sitt agerande i Providentia. Samtidigt skördade Fraenckel framgångar med Svenska Emissionsbolagaktiebolaget. Wallenberg tog 1914 kontakt med Skandinaviska Kreditaktiebolaget och föreslog ett gemensamt emissionsbolag för att ta upp konkurrensen. Skandinavbanken tecknade sig för en tredjedel av kapitalet, Enskilda Banken tecknade en tredjedel och Marcus Wallenberg fördelade själv den sista tredjedelen. I praktiken kom Enskilda Bankens intressen att helt dominera Emissionsinstitutet. Det är värt att notera att Emissionsinstitutet, som bildades som nummer två av emissionsbolagen, startade först när Svenska Emissionsaktiebolaget redan var på väg bort från sin långsiktiga strategi. Bolagets verksamhet kom också att bli ett misslyckade för Marcus Wallenberg. Visserligen genomfördes några strukturaffärer, som den tidigare citerade sprängämnestrusten, men på det stora hela utvecklade sig Emissionsinstitutet till ett förlustprojekt. Engagemanget i lastbilstillverkaren AB Scania-Vabis utvecklades till ett tidstypiskt, dyrbart, projekt. Under 1918 tog Emissionsinstitutet på sig ansvar för en stor nyemission, vilket slutade i att bolaget blev sittande med en stor hög aktier. Aktier som snabbt blev värdelösa när krisen slog till.<sup>99</sup>

Tillsammans med Svenska Emissionsbolaget och Emissionsinstitutet kom Centralgruppens Emissionsbolag att utgöra de dominerande emissionsbolagen, eftersom de hade de största bankerna bakom sig. Den dominerande personen i Centralgruppen var ordföranden Oscar Rydbeck, som samtidigt var verkställande direktör i Sveriges Privata Centralbank. Centralbanken hade 1913-14 deltagit i en rad trustbildningar.<sup>100</sup> Affärerna var mycket lönsamma för banken, men på grund av lagstiftningens krav på reservfondens storlek för att godkänna aktieförvärv hade Centralbanken varit tvungen att söka samarbetspartners till varje projekt. Det var givetvis lockande för Rydbeck att komma runt detta problem. På våren 1915 bildades Centralgruppens Emissionsbolag, med Oscar Falkman som verkställande direktör. Grundandet kom i en hektisk tid och bolaget expanderade snabbt aktiekapitalet från 3 miljoner kronor 1915 till 12 miljoner 1917. En större strukturaffär genomfördes i den

---

<sup>98</sup> Hildebrand 1971.

<sup>99</sup> Lundström 1998, s. 218-31.

<sup>100</sup> Thunholm 1991, s. 183.

norrländska skogsindustrin genom bildandet av Ytterstfors-Munksund 1917. Glete skriver: ”Sågverken från Skellefteå till Haparanda hade därmed samlats till Sveriges i särklass största timmerproducent, som dock var en finansiellt skör krigstidsskapelse.”<sup>101</sup> Flera lyckade satsningar genomfördes också i den norrländska vattenkraften, med Sven Lübeck som drivande kraft.<sup>102</sup> VD Oscar Falkman, med ett förflutet från den ’metallurgiska härvan’, drev på för att Centralgruppen skulle satsa på gruvhanteringen. Intresset riktades dels mot Skelleftefältet, dels mot ett par norska gruvor. Skelleftefältet utvecklades, med många förhinder på vägen, till Boliden och kan räknas till en av Centralgruppens viktigaste insatser i fråga om långsiktigt riskkapital.<sup>103</sup> Det norska äventyret, däremot, stod emissionsbolaget dyrt. Investeringarna i Sydvaranger 1915 kom man inte ur och Bjørkaasens Gruber, från året efter, blev en fullständig katastrof.<sup>104</sup> Centralgruppen drabbades lika hårt som övriga emissionsbolag under deflationen och 1922 var reserverna slut, även om den formella likvidationen dröjde till 1927.

Vid sidan av de stora emissionsbolagen tillkom en mängd mindre företag som erbjöd olika typer av finansiella tjänster. 1917 års bankkommitté skickade ut en skrivelse till bankir- och mäklarfirmor. Av de 105 svaren kunde man utläsa att inte mindre än 69 hade grundats mellan 1914 och 1918. I en kritisk artikel i *Svenska Bankmannaföreningens Tidskrift* beskrevs bankirernas verksamhet: ”Den bankirrörelse som bedrivs och som gärna vill gifva sig sken af verklig bankrörelse, är icke heller numera inskränkt till endast jobberi med aktier. Den ägnar sig äfven med förkärlek åt jobberi med utländska valutor – gärna kalladt arbitrageaffärer – och grunderverksamhet, som med ett finare namn annonseras såsom emissionsrörelse.”<sup>105</sup> Det är alltså inte självklart vilka bolag man skall räkna med under emissionsbolagsetiketten. Östlind påpekar i sin analys att det var det samlade agerandet hos banker, emissionsbolag, bankirer och mäklarfirmor som drev på spekulatjonen.<sup>106</sup> Under perioden 1914-20 minskade antalet affärsbanker, från 67 till 41. Därmed inte sagt att bankernas betydelse minskade, istället var det frågan om en kraftig kon-

---

<sup>101</sup> Glete 1987, s. 191.

<sup>102</sup> Thunholm 1991, s. 187.

<sup>103</sup> Glete 1975 s. 35-43

<sup>104</sup> Söderlund 1978.

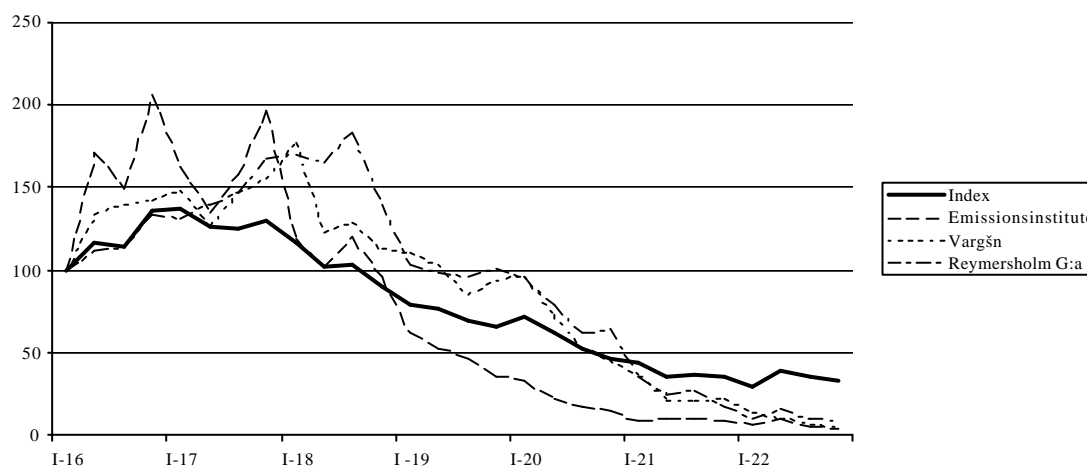
<sup>105</sup> *Svenska Bankmannaföreningens Tidskrift* 1917 s. 151.

<sup>106</sup> Östlind 1945, s. 264-65.



centrationsprocess. De stora bankerna lade beslag på de mindre, i huvudsak för att komma åt deras inlåning. Dessutom utökades kontorsnätet under samma tid, från 659 bankkontor till 1410. Man kan se det som att bankerna möjliggjorde bubblans uppkomst eftersom man dammsög landet på inlåning, som man sedan lånade ut till bankirer och emissionsbolag mot aktier som säkerhet. När åtstramningen väl kom på kreditmarknaden, 1918-19, öppnades ytterligare bankkontor för att motverka åtstramningen. Tydligt är hur ekonomin i denna fas gick in i en bubbla eftersom det framförallt var de importsubstituerande industriernas övertvinster som fortsatta att locka investerare.<sup>107</sup> Östlind skriver: ”Åtstramningen på kreditmarknaden åren 1918 och 1919 torde ha bidragit till den då inträdande ökningen av antalet bankkontor, helst som de under dessa år framkommande nya sparmedlen i avsevärd utsträckning härrörde från delar av landet, vilka icke tidigare spelat lika stor roll för kapitalbildningen, främst jordbruks- och skogsavverkningsområden.”<sup>108</sup>

**Diagram 3.2. Kursutveckling 1916-1922, Stockholmsbörsen (jan 1916 Index=100).**



Källa: Östlind 1945 & Key-Åberg 1916-23

När deflationskrisen slog till drabbades de finansiella aktörerna hårt. I diagram 3.2 visas kursutvecklingen på Stockholmsbörsen, både index och några företag med an-

<sup>107</sup> Jordbruket gick för högtryck för att kompensera bristen på livsmedel och bränslekommissionen köpte upp all tillgänglig ved för att kompensera bristen på stenkol.

<sup>108</sup> Östlind 1945, s. 267.

knytning till emissionsbolagen. I januari 1923 hade kurserna på Stockholmsbörsen i snitt fallit med 75% räknat från toppen i januari 1917. Detta var givetvis problematiskt för de högt skuldsatta emissionsbolagen. Problemen förvärrades av att utvecklingen var mycket ojämn och att de företag som hade anknytning till emissionsbolagen hade fallit ännu mer. Vargön hade expanderat kraftigt under världskriget. Så sent som 1918 genomfördes två stora nyemissioner på sammanlagt 7,5 miljoner kronor.<sup>109</sup> Drivande bakom Vargöns expansion var ordföranden B.A. Åkerström, tillika chef för emissionsbolaget Albert Söderberg & Co.<sup>110</sup> Reymersholm Gamla Industriaktiebolag var en annan emissionsbolagsskapelse. Bakom Reymersholm fanns den tidigare omnämnde N.P. Mathiasson, som efter bildandet av Vin & Spritcentralen rastlöst letade nya affärsprojekt. Kemikoncernen Reymersholm blev resultatet av hans samarbete med intressena kring FSV.<sup>111</sup> Tabell 3.5 visar hur obönhörligt deflationskrisen slog mot emissionsbolagen. Ingen av de sju största aktörerna klarade sig igenom krisen på egen hand. Emissionsbolagens problem innebar istället att det finansiella fältet öppnade upp sig för en ny aktör, som hade klarat sig betydligt bättre genom 20-talskrisen – Ivar Kreuger.

**Tabell 3.5. De 7 största emissionsbolagens rekonstruktions-/likvidationsår.**

<i>Emissionsbolag</i>	<i>Rekonstruktion</i>	<i>Likvidation</i>
Albert Söderberg & Co		1921
Sydsvenska Emission		1922
Emissionsaktiebolaget Mercator		1922
Svenska Emissions AB	1922	
Emissionsinstitutet	1923	
Centralgruppens Emissions AB	1923	
Finansinstitutet Svenska Värden	1925	

Källa: Söderlund 1978, Hildebrand 1971, Lundström 1998, Östlind 1945 & *Affärsvärlden* 1921

### **Den tredje vågen – Kreuger som affärsbankernas räddare i nöden**

Eftersom emissionsbolagen, i huvudsak, var finansierade genom bankerna innebar konkurserna att problemen rullades över på bankerna. Det ställde bankerna inför (1) behovet av att skriva av värdelösa fordringar och (2) frågan vad man skulle göra med alla de aktier som var ställda som pant och som man nu fick ta över. I många fall var

<sup>109</sup> Jonsson 1993, s. 8.

<sup>110</sup> Wermelin 1950, s. 108.

<sup>111</sup> Mathiasson 1931, s. 258-63.

innehaven av den storleken att det gällde den faktiska kontrollen över företagen. Hur avskrivningar skulle gå till och hur man skulle förfara med sina oönskade industriella engagemang sysselsatte affärsbankerna resten av 1920-talet. Det senare problemet förstärktes av den allmänna misstro mot aktier som spreds i deflationskrisens spår, vilket verkade depressivt på börskurserna och gjorde det svårt att uppbringa nödvändigt riskkapital för att lyfta av bankernas, oönskade, engagemang.

Det var i detta läge Ivar Kreuger gjorde sin verkliga entré.<sup>112</sup> Kreuger hade börjat sin bana inom byggbranschen. Kreuger & Toll (K&T) hade startats 1908 med den bärande affärsidén att exploatera den nya tekniken att bygga med armerad betong. Företagets omsättning steg som en raket, för att redan 1913 nå 3,2 miljoner kronor. Kreuger vände sig nu mot tändsticksbranschen, i vilket hans släkt redan var inblandad. Genom kontakter med Richard Hägglöf på Svenska Emissionsbolaget kunde Kreuger 1917 bilda Svenska Tändsticks Aktiebolag (STAB), som var en trust bestående av alla större tändstickstillverkare. Deflationskrisen öppnade en ny möjlighet för Kreuger. Genom sina internationella kontakter lyckades Kreuger uppbåda kapital som han sedan kunde använda för att köpa loss företag som hamnat hos bankerna. Under 20-talets andra hälft växte Kreugers industriella intressen och K&T kom alltmer att likna de redan hädangångna emissionsbolagen, fast med internationell prägel. K&T blev storägare i skog, verkstad och gruvor. Dessutom genomförde man ett flertal mindre och kortare affärer av emissionskaraktär.

Ivar Kreugers självmord, i mars 1932, blev en kula för hela den svenska riskkapitalismen. Det politiska stödet var som bortblåst. Förtroendet för aktiemarknaden var efter deflationkrisen 1920-22, den amerikanska börschkraschen 1929 och Kreugerkraschen 1932 kört i botten.<sup>113</sup> Storföretagen hade redan börjat bli alltmer självfinansierade, en trend som ytterligare förstärktes under 30-talet. Dessutom var många grundläggande omstruktureringar genomförda. Dessa kom att exploateras under de följande årtiondena och skulle därför kunna ses som en skördetid av det som Olsson, Hägglöf och Kreuger sått.

---

<sup>112</sup> Avsnittet om Kreuger baseras tills vidare på Thunholm 1995. Den omfattande forskningslitteraturen kring STAB:s och Kreugers verksamhet kommer att beaktas djupare i det fortsatta arbetet.

<sup>113</sup> Månaden efter Kreugerkraschen tappade Stockholmsbörsen 30% och mellankrigsperioden som helhet är den sämsta perioden för börsen under hela 1900-talet. Se Frennberg & Hansson 1992.

## **Dragkampen om bankernas roll i industrialiseringen<sup>114</sup>**

Det svenska affärsbanksväsendet var under andra hälften av 1800-talet starkt präglad av utvecklingen i Storbritannien och särskilt i Skottland, men med betoning på kortfristig utlåning genom växlar. I kontrast till denna typ av bankverksamhet växte det fram en kontinental tradition av banker som hade mer långfristig kreditgivning. I Frankrike och Belgien kallades det för 'credit mobilier' och i Tyskland blev fenomenet känt som universalbanker. Den bärande tanken i Tyskland var att bankerna, som namnet antyder, skulle kunna tillgodose ett företags alla olika kreditbehov. Det var också med hänvisningar till de tyska universalbankerna som diskussionen väcktes i Sverige.<sup>115</sup> I takt med att industrialiseringen tog fart i Sverige ställdes nya krav på det finansiella systemet. Fritz skriver: "Trots frånvaron av statistiskt underlag var det en allmän, grundläggande och genomgående uppfattning att industrin och i synnerhet nya industrier behövde mer riskvilligt kapital. Utbudet var begränsat därför att en stor del av sparandet var banksparande och bankerna hade inte rätt att direkt placera medel i aktier. I synnerhet betonades att riskkapital behövdes för förverkligandet av den omhuldade idén att till fromma för den ekonomiska utvecklingen kombinera ny teknik med Sveriges stora naturtillgångar."<sup>116</sup>

De många lokala bankerna hade svårt att möta den nya industrins krav. Det gällde både kompetensmässigt och att man riskerade att bli alltför ensidiga i sin verksamhet, vilket kunde bli ödesdigert om det gick dåligt för enskilda företag. Ökad internationell spänning runt sekelskiftet bidrog också till att lyfta frågan om bankernas roll för industrins finansiering eftersom de internationella obligationsaffärer som tidigare varit viktiga blev svårare att genomföra. Samtidigt skedde under perioden flera institutionella förändringar av det finansiella systemet vilket förändrade arbetsfältet för de svenska bankerna. Allt fler bolag drevs som aktiebolag, vilket gjorde behovet av främmande kapital större, vilket i sin tur underlättades av börsens reorganisering 1901. Vidare fick Riksbanken en allt tydligare roll som centralbank, en roll som man tidigare delat med de större affärsbankerna. Detta gjorde att affärsbankerna kunde fokusera på industriella affärer. Sammantaget betydde allt detta att

---

<sup>114</sup> Avsnittet om baseras i huvudsak på Sven Fritz uttömmande genomgång. Se Fritz 1990.

<sup>115</sup> Larsson 1998, s. 46-7.

<sup>116</sup> Fritz 1990, s. 142.

lagstiftarna kom att utsättas för påtryckningar att bankerna skulle få engagera sig djupare i industrins finansiering. Frågan var på vilket sätt.

#### *Vägen till utsträckt aktieförvärvsrätt*

AO Wallenberg var först när han på både 1884 och 1885 års riksdag lade motioner om funktionsdelat bankväsende. Wallenbergs tanke var att lagfästa skillnaden mellan bankaktiebolag och kreditaktiebolag, där endast de senare skulle få äga aktier och bedriva därtill hörande emissionsverksamhet. Tiden var ännu inte mogen för Wallenbergs förslag och bägge motionerna föll utan votering. Istället var det i och med 1901 års bankkommitté som diskussionen kom att sprida sig. Kommittén lade fram ett förslag om industriförlagsbanker, fistående från bankerna, för att hjälpa industrin med finansiering. Riksbanken och Bankinspektionen var positiva. Professor David Davidson var, i en artikel i *Ekonomisk Debatt*, mycket kritisk till förslaget med motiveringen att en sådan riskabel verksamhet inte borde finansieras med bankinlåning. Eftersom ingen gräns var satt för hur mycket industriförlagsbankerna skulle kunna låna upp i de reguljära affärsbankerna menade Davidson att projektet var alltför riskfyllt. Högsta Domstolen använde senare under året Davidsons argument när den enhälligt avstyrkte lagförslaget.

1906 gav sig tidningen *Affärsvärlden* in i debatten när man började propagera för emissionsbanker. Marcus Wallenberg ställde sig på *Affärsvärldens* sida, denne fick även med sig bankmötet 1906 som uttalade sig positivt om emissionsbankstanken. Innan frågan hann komma längre bildade Louis Fraenckel, 1907, Svenska Emissionsaktiebolaget. Plötsligt var det inte längre frågan *om* bankerna skulle blanda sig i industrins finansiering, utan *hur*. Om saken bedrevs inom bankens väggar skulle verksamheten finansieras med inlåning, medan om man använde aktiebolagsformen (som i fallet med Svenska Emissionsaktiebolaget) skulle man kunna utfärda obligationer. Tillsynsfrågan blev givetvis central. De som argumenterade för universalbanker menade att kontrollmöjligheterna talade för universalbankerna. Som positivt exempel anfördes Tysklands ekonomiska utveckling.

Debatten ledde fram till att 1907 års bankkommitté tillsattes, under ledning av bankinspektör Benckert. Kommittén förordade att emissionsbanker bildades och betonade vikten av storlek, styrka och bankoberoende. Återigen förhöll sig Professor

Davidson kritisk. Den allmänna förvärvsrätten för emissionsbanker skulle göra det alltför lätt att komma runt de begränsningar som man ville sätta på bankerna. De mindre bankerna anade oråd och var oroliga för att resultatet skulle bli att de skulle missgynnas lagstiftningsmässigt.

1909 kom lagen om emissionsbanker. Där definierades emissionsbanken som en vanlig bank med vissa avvikelser. Stiftarna skulle vara minst fyra och utgöras av bankaktiebolag eller solidariska banker. Grundfonden skulle utgöras av ett kapital på minst 8 miljoner kronor, varav den störste ägaren fick stå för högst 1/3. Insättarna skulle vara tvungna att sätta in minst 10 000 kronor och minst 25% av vinsten måste avsättas till reservfonden. Emissionsbanken fick inte äga aktier i ägarbankerna eller i andra emissionsbanker. Emissionsbanken fick med dessa inskränkningar rätt att äga aktier till den del av reservfonden som översteg 50% av grundfonden. Eftersom endast banker var tillåtna ägare riskerade en investering i emissionsbanker att bli illikvid. Alla dessa tillägg utgjorde självklart en begränsning, som Fritz skriver: ”Det som gjorde emissionsbankerna möjliga i riksdagen, gjorde dem omöjliga i bankvärlden.”<sup>117</sup>

Följden av de många kompromisserna kring emissionsbankslagen blev att inga emissionsbanker bildades. Istället växte opinionen för en generell rätt för bankerna att äga aktier. När socialdemokraterna och företrädare för näringslivet ingick en ovanlig allians var saken klar. Att industrifolket ville underlätta sin egen finansiering är inte ägnat att förvåna, däremot ter sig kanske socialdemokraternas ståndpunkt som mer förbryllande. Förklaringen låg i att socialdemokraterna såg fördelen med starka banker, eftersom man tyckte sig se en större regleringspotential i en stark, och koncentrerad, banksektor snarare än en differentierad. Davidson och Wallenberg förhöll sig kritiska och fortsatte att förorda förslaget om emissionsbanker. 1911 utsträcktes bankernas aktieförvärvsrätt genom en ny banklag. För att få äga aktier var bankerna tvungna att ha sammanlagt minst 6 Mkr i grund- och reservfond. Storleken på aktieinnehavet begränsades av reservfondens storlek.

---

<sup>117</sup> Fritz 1990, s. 142.

### *Vägen tillbaka*

Diskussionen tog dock inte slut i och med detta. Bankinspektionen påtalade 1915 att bankerna kringgick lagen i sina emissionsbolagsaffärer. De begränsningar som lagen satt upp för aktieägandet kom bankerna runt genom att grunda sidobolag, emissionsbolagen. Fritz skriver: "Bankerna satte inte bara det belopp för vilket de tecknat aktier i dotterbolaget på spel utan lika mycket som om de själva köpt dotterbolagens egendom, ty denna belånades i regel så högt att kreditgivningen var lika med köp."<sup>118</sup> 1915 tillsattes en grupp bestående av tre sakkunniga, för att utreda frågan.<sup>119</sup> De sakkunniga var eniga med bankinspektionen och menade att bankerna genom sin aktiebelåning kringgick lagens andemening. Däremot ville man inte ändra lagen. När ministären Swartz tillträdde i mars 1917 försvann förslaget och istället bildades 1917 års bankkommitté som skulle ta ett helhetsgrepp på bankssystemet. Kommittén avslutade sitt arbete ett år senare. I sitt förslag återupptog man idén om ett funktionsuppdelat banksystem. Detta fick ett blandat mottagande. Kontrollorganen Riksbanken och Bankinspektionen tillstyrkte medan näringslivets företrädare i Kommerskollegium och Bankföreningen avstyrkte. Frågan hamnade i långbänk. Visserligen kom nya lagar 1919 och 1920 men där behandlades inte frågan om emissionsbolag/banker. På finansminister Thorssons initiativ väcktes frågan om en begränsning av bankernas rätt att äga aktier. Resultatet blev en proposition som antogs av 1921 års riksdag. Förändringen innebar visserligen begränsningar, men det var inget generellt förbud.

Det kom att dröja till 1924 innan Trygger tillkallade en ny bankkommitté och gav nytt liv i frågan. Kommitténs betänkande, som kom 1927, betonade att företag och banker hade blivit alltför ömsesidigt beroende av varandra. Slutsatsen blev att aktieförvärvsrätten borde avskaffas. Samtidigt framfördes också kritik mot emissionsbolagen. Riksbanken och Bankinspektionen var positiva medan näringslivet var fortsatt starkt kritiskt till inskränkningar i aktieförvärvsrätten. Förslaget blev liggande och det var först efter beskedet om Kreugers självmord som det blev fart på beslutsgången. Hela det svenska finansiella systemet var i gungning och plötsligt gick det mycket lättare att komma till beslut. Finansminister Hamrin tillkallade sakkunniga

---

<sup>118</sup> Fritz 1990, s. 95.

<sup>119</sup> De tre var: den nye bankinspektören Krusenstjerna, bankdirektören Mannheimer och revisionssekreteraren Gadde.

och redan samma år avgav de sitt förslag, där professor Davidsons argument kom till heders igen. Motståndet från Kommerskollegium och Handelskamrarna var brutet och den 1/1 1934 trädde aktieförvärvsförbudet i kraft. Lagen innebar ett generellt förbud mot förvärvande av aktier och förlagsbevis, med undantag för skydd av fordran. Reglerna skärptes även för aktiebelåning. Därmed var cirkeln sluten och lagstiftningen kom i harmoni med tidsandan – att företagen klarade sig bäst på egen hand utan klåfingriga finanskapitalister.

### **Avrundning – riskkapitalisternas gyllene tid**

1890 stod Sverige på tröskeln till det moderna industrisamhället. Nya sektorer tog alltmer över rollen som motorer i tillväxten, då den stegrades till att bli bland de högsta i världen. Mest framträdande bland dessa sektorer var skog, kraft och gruvindustrin – vilka red på vågen av en alltmer liberaliserad och internationell ekonomi. De nya sektorerna förändrade produktionsfaktorernas värde, vilket ledde till att en våg av schumpeteriansk 'kreativ förstörelse' svepte över den svenska ekonomin. Gamla järnbruk blev olönsamma, medan deras innehav av skog och vattenkraft blev kraftigt uppvärderat. Den 'kreativa förstörelsen' leddes av en ny generation riskkapitalister med Gustaf de Laval, William Olsson och Ernst Thiel i spetsen. Dessa herrar agerade både som entreprenörer och spekulanter. En viktig förändring, som möjliggjorde processen, var aktiens genombrott kring sekelskiftet. Därigenom blev det möjligt för utomstående kapitalister att köpa upp, stycka och fusionera föråldrade företagskonstruktioner. Omvandlingen av den svenska ekonomin utlöste några viktiga reaktioner. För det första innebar aktiens genombrott att en diskussion startade om affärsbankernas rätt att förvärva aktier. Denna segdragna intressekamp utmynnade till slut i 1911 års banklag som medgav att bankerna fick förvärva aktier. För det andra utlöste de dynamiska krafterna en motreaktion från de aktörer som kände sig hotade av det nya. Motreaktionen utmärktes av protektionism och kartellbildningar.

1910-talet kom att domineras av effekterna av 1:a världskriget. Den strukturella omvandlingprocessen urartade till en bubbla strax efter kriget. I botten på bubblan låg strukturomvandlingen men den fick sin stora växtkraft av de hemmamarknadsinriktade industriernas höga vinster, som drev fram överdrivet stora förväntningar. I centrum för bubblan fanns en uppsjö av nystartade finansiella företag, vars kredit-



givning var en förutsättning för bubblans uppkomst. Viktigast av dessa aktörer var emissionsbolagen, eftersom deras kontakter med storbankerna gav dem tillgång till stora finansiella resurser. Redan 1915 hade Bankinspektionen kritiserat affärsbankerna för att kringgå andemeningen i 1911 års banklag. Det var ett faktum att bankerna tog stora risker i sin generösa finansiering av emissionsbolagen, främst genom aktiebelåning. Med Minskys terminologi framstod emissionsbolagen som ett av de tydligaste exemplen på att Ponzi-finansieringen breddade ut sig. Därmed var det också naturligt att deflationskrisen slog hårdast mot dessa instabila företagskonstruktioner.

Deflationskrisen 1920-22 fick emissionsbolagen på fall. De högt belånade bolagen klarade inte att börskursernas kraftiga fall. Krisen var dock inte begränsad till de finansiella marknaderna. Produktionen drabbades hårt och arbetslösheten steg till rekordnivåer. Många företag gick i konkurs och hamnade i händerna på sina kreditgivande banker. I pressen beskylldes de finansiella aktörerna för att ha orsakat krisen och bankerna för att tilltvinga sig kontroll över näringslivet. Kreuger tog tillfället i akt och hjälpte bankerna att bli av med stora delar av dessa engagemang. Kreuger lyckades med detta genom att kanalisera amerikanskt riskkapital till Sverige. Kreuger stod i slutet på 1920-talet på toppen av sin karriär när det gällde svensk emissionsverksamhet. Under 1920-talet började också företagen alltmer fokusera på konsolidering och självständighet gentemot kreditgivarna, vilket i sig undergrävde riskkapitalets ställning. På politisk nivå fick de som var kritiska mot bankernas aktieförvärvsrätt vatten på sin kvarn av deflationskrisen. Flera små steg togs under 1920-talet, men det var först efter Kreugers död 1932 som den politiska viljan blev tillräckligt stark för att helt frånta bankerna rätten att äga aktier.

Under de fyrtio år som jag här har beskrivit framstår åren kring 1920 som ett vägskepp. Detta var den tidpunkt de historiska omständigheterna gav mest makt åt de finansiella aktörerna. Dessa aktörer representerades under åren strax före 1920 av emissionsbolagen och åren strax efter av storbankerna. Uppsatsen lämnar nu den allmänna beskrivningen och närmar sig istället en av dessa aktörer – Finansinstitutet Svenska Värden Emissionsaktiebolag

## 4. Finansgruppens uppgång och fall

Vid slutet av 1919 hade Finansinstitutet Svenska Värden Emissionsaktiebolag (FSV)<sup>120</sup> en soliditet på drygt 50%. Verksamheten, att bistå vid industriella omstruktureringar, ansågs tillhöra den nya tiden. Bara några år senare hade flera av styrelsens ledamöter, efter misslyckade aktieaffärer, tvingats söka ackordsuppörelser med företaget. Dessutom hade företaget hotat åtala en av sina tidigare styrelseledamöter efter tvivelaktigt beteende när denne gått i personlig konkurs. Företaget självt stod på ruinens brant, i likhet med sina konkurrenter, efter det att tillgångarna krympt dramatiskt på grund av aktiekursernas fall. Kapitlet behandlar FSV, från bildandet 1916 till konkursen 1925. Eftersom FSV var en del i ett större finansiellt projekt behandlas även de andra inblandade företagen. Fram träder bilden av ett nätverk, av personer knutna till Nordiska Kullager och Reymersholm, som under krigshausen bestämde sig för grunda en ny finansiell grupp med säte i Göteborg.

Utifrån arkivmaterialet är det klart att FSV gjorde många olika typer av affärer. Man var inblandad i allt från små lån till enskilda privatpersoner till industriella strukturaffärer i mångmiljonklassen. För att komplettera framställningen upprättades därför en databas över FSV:s affärer, som de speglades i styrelseprotokollen. Syftet med att göra en databas av FSV:s affärer var att komplettera djupdykningarna i enstaka affärer och på sätt ge studien en större bredd. Detta angreppssätt visar också att de affärer som redogörs för mer ingående var representativa. Dessutom kan en katalogisering av affärerna hjälpa till att fånga nätverket av personer och företag kring FSV. Databasen och tillvägagångssättet vid upprättandet ligger med som appendix.

---

<sup>120</sup> Aktiebolaget Svenska Finansinstitutet grundades i november 1916. I december 1919 fusionerades Finansinstitutet med Aktiebolaget Svenska Värden och tog namnet Finansinstitutet Svenska Värden Emissionsaktiebolag. Det fusionerade bolaget gick i konkurs i december 1925. I den fortsatta framställningen kommer jag att använda Finansinstitutet när jag specifikt menar AB Svenska Finansinstitutet.

## Bildandet

Tanken var att Finansgruppen skulle bestå av en bank, ett emissionsbolag och ett investmentbolag.<sup>121</sup> Först ut var emissionsbolaget, Aktiebolaget Svenska Finansinstitutet, som grundades i november 1916. Därefter kom banken, Industribanken, som ansökte om oktroj i januari 1917. Investmentbolaget, AB Värdeförvaltning, antog sin bolagsordning ett år senare. Valet av tidpunkt för att starta en ny finansiell grupp kunde inte varit sämre. Visserligen hann Finansinstitutet och Industribanken att göra en del bra affärer före deflationen, men det innebar även att företagen hann skuldsätta sig ännu mer innan de dåliga tiderna satte in. *Affärsvärldens* sista ord om Värdeförvaltning, från 1926, är talande: ”Härmed försvinner ännu ett av de under högkonjunkturen med så stor optimism grundade emissions- och värdeförvaltningsbolagen. [...] då bolaget bildades med ett aktiekapital av 12 mill.kr. och nästan samtidigt främmande skulder på 6 mill.kr. för att övertaga en till högkonjunkturpriser förvärvad aktieportfölj till ett värde av 18 mill. kr. finns ingen anledning att förvåna sig över utgången. [...] Värdeförvaltnings senaste ledning, som tillträdde för 6 år sedan, då krisen redan stod i full blomning, och som endast haft till uppgift att söka lotsa den havererade skutan in i en nödhamn, har tydligen intet ansvar för den bedrövliga historien, vars sista kapitel nu skrives.”<sup>122</sup>

### *Personerna bakom*<sup>123</sup>

Vid Finansinstitutets konstituerande bolagsstämman i november 1916 hade 4 405 aktier, á 1 000 kronor, tecknats av 124 personer. Resterande 1 595 aktier inbetalades strax efter och därmed kom aktiekapitalet upp i stipulerade sex miljoner kronor. *Affärsvärlden* konstaterade att ingen offentlig aktieteckning ägt rum.<sup>124</sup> De största ägarna utgjorde också de ledande personerna i styrelsen. Styrelsens ordinarie ledamöter bestod av; Falk Simon (som tecknade sig för 250 aktier), Fredrik Wilhelm Forsberg (250 aktier), Claes Arvid Andersson (250 aktier) och Erik Brodin (314

---

<sup>121</sup> Finansgruppen var inte i sig en juridisk enhet. Vad som åsyftas är det nätverk av personer som var drivande i bildandet av de tre ingående företagen Finansinstitutet, Industribanken och Värdeförvaltning.

<sup>122</sup> *Affärsvärlden* 1926, s. 272.

<sup>123</sup> Jag har dessvärre inte funnit något personarkiv från någon av grundarna. Det har gjort att avsnittet bygger på de spridda källor som jag har funnit. Eftersom studiens fokus ligger på FSV:s affärer har jag varit tvungen att begränsa mina efterforskningar rörande enskilda personer.

<sup>124</sup> *Affärsvärlden* 1926, s. 1998.

aktier). Till detta kom ordföranden Per Axel Henrik Cavalli (50 aktier) och verkställande direktören Gustaf Haglund (15 aktier). Alla dessa, utom Cavalli, kom även att sitta i Industribankens styrelse. Bortsett från de dryga tusen aktier som de själva kontrollerade hade styrelsemedlemmarna fullmakter från flertalet övriga aktieägare vilket gjorde att de hade en överväldigande majoritet på bolagsstämman.

Ordföranden PAH Cavalli, hedersdoktor i juridik vid Lunds universitet, var med sina 64 år en respekterad politiker och företagsman. Som ledamot av riksdagens första kammare sedan 1890 hade Cavalli lett en rad utredningar och under åren 1904-16 satt han som ordförande i Riksgäldsfullmäktige. Cavalli gjorde sig känd som tullförespråkare och var en av grundarna av den protektionistiska tidningen Morgonbladet i Malmö.<sup>125</sup> Dessutom satt Cavalli, eller hade suttit, i en rad styrelser – däribland Reymersholms G:a Spritförädlings AB, Skånska Handelsbanken, Nya Ackumulator Jungner och Sveriges Allmänna Hypoteksbank.<sup>126</sup>

Grosshandlare Falk Simon var en av de ledande bakom Finansgruppen. Som enda person satt han med i alla tre styrelserna, i både Industribanken och Värdeförvaltning som verkställande direktör. Simon var delägare i grosshandlarfirman Peder Melin & Co under världskriget. När Simon tog sig an bildandet av Finansgruppen visade det sig att engelsmännen satt upp Peder Melin & Co på den svarta lista som man upprättat över affärsidkare som hade affärer med Tyskland. Det innebar att även Simon som person hamnade på listan och efter påtryckningar från engelsk sida var Simon i oktober 1918 tvungen att avsäga sig all kontakt med Finansgruppen.<sup>127</sup>

Erik Brodin drev en omfattande rederirörelse i Gävle. Under högkonjunkturen expanderade Brodin sin rörelse till att även omfatta varvsrörelse, separatorillverkning och en porslinsfabrik. Expansionen betalades genom en generös utlåning av Stockholms Handelsbank. Brodins företagsimperium klarade inte den efterföljande krisen och Handelsbanken förlorade bortåt fyra miljoner kronor på Brodinrederiernas konkurs.<sup>128</sup> Brodin satt även i Industribankens styrelse.

---

<sup>125</sup> *Svenska Dagbladet* 170916, innehöll en artikel om Cavalli där han karaktäriserades som en 'ståndaktig förkunnare av tullarnas betydelse som universalmedel för näringslivet'.

<sup>126</sup> Almquist 1931.

<sup>127</sup> Brev från Simon till FSV:s styrelse 181010. Sveriges Privata Centralbank råkade ut för samma sak. Oscar Rydbeck lyckades dock, efter personliga visiter och diskussioner, få engelsmännen att ändra sig. Se Thunholm 1991, s. 82.

<sup>128</sup> Hildebrand 1971, s. 320.

Claes Arvid Andersson var den enda som satt i både Finansinstitutets och Industribankens styrelse från början 1917 till slutet 1925. Under 1907-10 hade Andersson suttit med i styrelsen för Bank AB Södra Sverige. Andersson, som tidigare hade varit disponent vid Reymersholms G:a Spritförädlings spritfabrik i Göteborg, var direktör vid Nordiska Kullager Aktiebolaget och satt även som styrelseledamot i Reymersholm. Även flera av de andra stiftarna går att hänföra till NKA och Reymersholm, exempelvis: Melcher Lyckholm, N.P. Mathiasson, Martin Aronowitsch och Nils Wallenius.<sup>129</sup>

Konsul Fredrik Wilhelm Forsberg satt med i både Finansinstitutets och Industribankens styrelse. Tillsammans med ovannämnda Simon och Andersson hade Forsberg en central roll i och med att dessa tre utgjorde bankens verkställande utskott. Forsberg hade köpmannabakgrund och var även delägare i firman Forsberg & Mark.<sup>130</sup>

Gustaf Haglund värvades till posten som verkställande direktör från Wermlands Enskilda Bank, där han 1911 kommit in i styrelsen och arbetade som kassadirektör. Efter ett år hos Finansinstitutet lämnade Haglund sysslan för att istället bli verkställande direktör för Stockholms Handelsbanks avdelningskontor i Göteborg. Haglund verkar inte ha varit drivande i bildandet av Finansinstitutet.

I appendix finns styrelseledamöterna för Finansinstitutet, Industribanken och Värdeförvaltning sammanställda. Där framgår att det fanns ett tätt personligt band mellan styrelserna för de tre bolagen. Det är också klart att de drivande personerna kände varann sen tidigare. Dels satt man tillsammans i andra styrelser och dels umgicks flera av de inblandade privat.<sup>131</sup> Den viktigaste sammanbindande länken var de industriella intressena kring Nordiska Kullager.

### *Industribankens grundande*

1917 var ett hektisk år på de svenska finansiella marknaderna. Nyemissionerna duggade tätt och värdepappershandeln slog historiska rekord. Patentverket registrerade under året emissioner och nyemissioner för över 1 miljard kronor. Av alla dessa emissioner stod bankerna för 160 miljoner kronor. Den enskilt, överlägset, största

---

<sup>129</sup> *Affärsvärlden* 1917, s. 76.

<sup>130</sup> *Affärsvärlden* 1917, s. 607.

<sup>131</sup> Se till exempel Mathiasson 1931, s. 266-78 & von Rosen 1946, s. 90 & 107.

emissionen bland bankerna stod Industribanken för, som med sin fulltecknade emission drog in 33 miljoner kronor. Dessutom genomförde Roslagens folkbank och Göteborgs Handelsbank under året nyemissioner på tillsammans 7,6 miljoner kronor. Dessa två banker fusionerades under 1918-19 med Industribanken. Tillsammans lade man alltså beslag på 25% av det nya kapitalet som under toppåret 1917 emitterades av bankerna. Detta var givetvis en riskabel expansion.<sup>132</sup> *Affärsvärlden* skrev i januari en artikel om den nya banken. Man förstod att de ”som nu under krigskonjunkturen sett sina finansiella intressen kraftigt utvidgade, kunna önska en ny bank och ökade kreditmöjligheter för nya affärer.” Samtidigt var man lite betänksam mot planerna: ”Man torde häremot kanske kunna invända, att en förstärkning av Göteborgs bankväsen enklast och lättast borde ha kunnat uppnås genom en utvidgning af någon av de äldre Göteborgsbankerna. En helt ny bank, som nu skall söka sin kundkrets, måste helt naturligt få densamma rekryterad främst med sådana firmor, hvilka uppkommit eller hastigt utvecklats under krigskonjunkturens hägn. [...] Risken vid ett ev. konjunkturafbrott måste synbarligen blifva större för en sådan ny bank.”<sup>133</sup>

### *Värdeförvaltning*

Alla i Värdeförvaltnings styrelse hade även positioner i Finansinstitutets eller Industribankens styrelse. Gustaf Lagerbring valdes till ordförande och Falk Simon till verkställande direktör. Tanken var att AB Värdeförvaltning skulle fungera som ett holding-bolag för Industribanken. Strukturen liknade alltså den som Stockholms Enskilda Bank, Investor och Emissionsinstitutet uppvisade. När Finansinstitutet gjort emissionsaffärer var det meningen att Värdeförvaltning skulle kunna överta aktieposter som Finansinstitutet inte själv kunde behålla men som man bedömde var goda affärer. Därmed höjde man också den totala risknivån för Finansgruppen. Värdeförvaltning startades med ett aktiekapital på 12 miljoner kronor. Av dessa 12 miljoner reserverades 7 miljoner åt Industribankens aktieägare och resterande tecknades av ’AB Svenska Finansinstitutet samt detta företag närstående och därmed samarbetande institut’.<sup>134</sup>

---

<sup>132</sup> *Svenska Bankmannaföreningens Tidskrift* 1918, s. 5.

<sup>133</sup> *Affärsvärlden* 1917, s. 79.

<sup>134</sup> *Affärsvärlden* 1917, s. 3659.

Problemet var givetvis att bolaget startades när luften redan gått ur emissionsmarknaden, vilket ledde till att det inbetalade aktiekapitalet endast till en mindre del kunde användas för att placeras i Finansinstitutets affärer. I slutet av sitt första verksamhetsår bokfördes aktieportföljen till 15,2 miljoner kronor. Problemen var redan uppenbara eftersom dagsvärdet på portföljen endast var 13,5 miljoner kronor. De fyra största posterna utgjordes av Reymersholm, Grängesberg, Stockholms Bryggerier och Stora Kopparberg. Bolagets innehav av aktier i den egna intressesfären var mindre poster, under 250 000 kronor.<sup>135</sup> Där fann man Förenade Piano, Lomma Slip, Fettindustri, Nobel-Diesel, Erik Ohlsson Trä, Pappersspinneriet och Nordiska Kullager. *Affärsvärlden* kommenterade detta förhållande i sin analys av Värdeförvaltnings första bokslut: ”Ofvannämnda aktieportfölj är ju icke den man väntar finna i ett förvaltningsbolag som skall ägna sitt kapital och sina krafter till nyskapande verksamhet. Som förhållandena utvecklats har detta frångående af arbetsprogrammet varit fördelaktigt. Kursförlusterna ha ju i allmänhet varit mindre å de gamla välkända börs-pappren.”<sup>136</sup>

Någon riktig vändning kom aldrig till stånd och Värdeförvaltning blev inte det dynamiska investmentbolag som grundarna hoppats på. Den infrusna portföljen fortsatte att tappa i värde och när Nohab gick i konkurs 1925 och drog Nordiska Handelsbanken med sig så föll även Värdeförvaltning eftersom man hade ett stort innehav av Handelsbanksaktier. Det mesta av de främmande skulderna, på 5 miljoner kronor, låg hos Nordiska Handelsbanken vilket gjorde likvidationen till en intern affär. Nordiska Handelsbanken gjorde en begränsad förlust eftersom man helt enkelt tog över Värdeförvaltnings portfölj, som hade ett marknadsvärde på cirka 4 miljoner.

### **Från bildandet till fusionerna**

I den fortsatta framställningen kommer jag att fokusera på Finansinstitutet, men jag följer även Industribankens utveckling eftersom de grundades med en gemensam tanke. I framställningen, som går kronologiskt, belyses några av Finansinstitutets affärer. Urvalet grundar sig på att dessa affärer speglar viktiga aspekter av företagens verksamhet.

---

<sup>135</sup> Bortsett från en post i Industribanken på 495 000 kronor, vilket i sig pekar på problemet med finansiella 'sfärer' eftersom transaktionerna hela tiden riskerar att bli interna.

<sup>136</sup> *Affärsvärlden* 1919, s. 1986.

### *Verksamheten drar igång - det första årets verksamhet*

Paragraf 2 i Finansinstitutets bolagsordning definierade vilken verksamhet som företaget var ämnat för: ”Bolagets verksamhet skall hava till föremål att utöva emissionsverksamhet, att organisera industriella och andra företag, att köpa, förvalta och sälja lös och fast egendom samt utöva annan liknande verksamhet.” Denna formulering stämmer väl överrens med de som man finner hos andra emissionsbolag vid denna tid. Finansinsitutet författade ett allmänt brev som skickades ut till potentiella kunder: ”Vi hava för avsikt att ägna oss åt alla sorters bankaffärer, och det skulle glädja oss, om Ni för Edra härvarande affärer ville begagna Eder av våra tjänster. Då vi också ämna bedriva valutaaffärer skulle vi bliva tacksamma att höra Edra villkor för sådana transaktioner.”<sup>137</sup>

Verksamheten finansierades under de första månaderna huvudsakligen av de inflytande aktieinbetalningarna. Det första banklånet, på 1 miljon kronor, togs i Wermlands Enskilda Bank i januari 1917. Under våren lånade man upp pengar i ett flertal banker, men snart koncentrerades skuldsättningen till Industribanken. I juli 1917 var bankskulderna 13 miljoner kronor, varav 8 kom från Industribanken. Pengarna placerades både i aktier och privata skuldförbindelser. De privata skuldförbindelserna var huvudsakligen lån mot aktier, där låntagarna ofta var personer eller företag som hade en nära koppling till Finansinsitutet. I januari gjordes den första stora affären när man förmedlade ett lån på 4,4 miljoner kronor till Nordiska Kullager från Wermlands Enskilda Bank, mot aktiesäkerhet i Forsbacka Järnverk.

1917 fanns det fortfarande pengar att tjäna på aktiemarknaden och årsredovisningen för 1917 visade på de ovanligt gynnsamma förhållandena som rådde i affärslivet.<sup>138</sup> Med ett eget kapital på 6 miljoner kronor lyckades FSV uppvisa en vinst på 3,5 miljoner samtidigt som *Affärsvärlden* bedömde att aktieportföljen innehöll dolda värden på mellan 4 och 5 miljoner kronor. I sin analys skrev *Affärsvärlden*: ”Vinsten är så mycket mer betydlig, som institutets hufvudaffär - emissionsverksamheten - egentligen först under andra halfåret 1917 varit igång.”<sup>139</sup> Med historisk distans verkar snarare det omvända ligga närmare sanningen - det var

---

<sup>137</sup> Brev från Finansinstitutet i december 1916.

<sup>138</sup> Finansinstitutets Årsredovisning för 1917.

<sup>139</sup> *Affärsvärlden* 1918, s. 121.



möjligheterna till spektakulära aktievinster som drev upp resultatet och när emissionsverksamheten kom igång och möjligheterna till korta affärer minskade sjönk även vinsterna. Vid en genomgång av Finansinstitutets räkenskaper visar det sig att ungefär hälften av inkomsterna kom från provisioner och hälften från aktievinster. Av de 1,8 miljoner kronor som man drog in i provision kom hälften från de tre största emissionsaffärerna – CE Johansson, Vin & Spritcentralen och Pappersspinneriet. De största aktievinsterna kom från affärerna i Malmö Folkbank, Höganäs-Billesholm och Nordiska Kullager. Vinsten i Nordiska Kullager kom från ett ihärdigt köpande och säljande i maj/juni, medan Höganäs-Billesholm köptes och såldes under hela året. Malmö Folkbank var däremot en strukturaffär i Industribankens expansion, där Finansinstitutet agerade mellanhand. Finansinstitutet sålde aldrig av några aktier i Malmö Folkbank under 1917 och den vinst på närmare 400 000 som ingick i årets resultat var en uppskrivning av aktievärdet, men alltså ännu ej realiserad vinst. Den överlägset största posten i portföljen utgjordes av aktierna i Malmö Folkbank. I övrigt bestod aktieportföljen av egna engagemang (exempelvis Adolf Unger, CE Johansson & Fettindustri) och traditionella börspapper (exempelvis TGOJ, SKF & Stora Kopparberg). Stärkt av de initiala framgångarna beslutade styrelsen i november 1917 att höja aktiekapitalet genom en nyemission, från 6 till 15 miljoner kronor.

#### *Reymersholms Gamla Spritförädling – en lyckad affär*

”Förhållandena inom spritindustrien, den hätska, personligt färgade konkurrensen och den på grund av dragkampen mellan de stora Stockholms- och Karlshamnsföretagen orsakade vinstminskningen hos spritfabrikerna, föranledde mig att i mars månad 1905 [...] utfärda en inbjudan till de mera betydande spritförädlingsfabrikerna i Sverige”<sup>140</sup>

Orden är N.P. Mathiassons - Förenade Bolagets starke man och den drivande kraften bakom projektet att koncentrera och rationalisera sprittillverkningen i Sverige. Fem år senare, 1910, bildades Reymersholms G:a Spritförädling. Därmed kontrollerade man 85% av sprittillverkningen i Sverige. Under 1910-talet diskuterades frågan, ledd av dr. Ivan Bratt, om ett statligt monopol på spritförsäljning. Projektet låg, som visades tidigare, väl i linje med andra branschens utveckling mot koncentraton och trust-

---

<sup>140</sup> Mathiasson 1931, s. 125.

bildning. Till slut enades man om en uppgörelse.<sup>141</sup> Då flera tongivande personer i Reymersholm även fanns med i Finansinstitutet är det knappast förvånande att Finansinstitutet tog hand om den finansiella sidan av saken.<sup>142</sup>

Under hösten 1917 deltog Finansinstitutet i ombildningen av Reymersholms Gamla Spritförädling till Vin- & Spritcentralen. De ännu fristående spritfabrikanterna köptes upp och betalades med aktier i Reymersholm. Därefter övertog Finansinstitutet nyutgivna preferensaktier på 6 800 000 kronor som erbjöds allmänheten. Finansinstitutet fick för detta en provision på 5%, alltså 340 000 kronor.<sup>143</sup> Finansinstitutet finansierade i sin tur affären genom att belåna preferensaktierna i Industribanken. I ett brev till en av sina kunder skrev Finansinstitutet: ”Dessa preferensaktier äga företrädesrätt till 7% utdelning, och på grund av den särställning, som detta bolag kommer att få dels på grund av sitt faktiska monopol på spritmarknaden dels på grund av det statsintresse, som med all sannolikhet kommer att förenas med bolaget, erbjuda dessa aktier en ovanligt förmånlig kapitalplacering. [...] Då överteckning är att vänta, anhålla vi, att Ni snarast möjligt behagade underrätta oss om vilket belopp Ni önskar teckna.”<sup>144</sup>

Aktierna distribuerades via Industribankens kontor, där teckningslistor lades ut. Vid slutet av 1917 bokförde FSV ett innehav av preferensaktier i Vin- och Spritcentral på 185 000 kronor. Vid slutet av 1918 hade denna post vuxit ytterligare och först i slutet av 1919 var alla aktier sålda.<sup>145</sup> Om detta var en medveten strategi eller om aktierna var svårsålda har jag inte kunnat reda ut. Börsen hade redan 1917 vänt neråt, så den optimism som brevet andades var troligen mest försäljningspråk. Kvar står dock att affären på det hela taget var lyckosam för FSV.

### *Samarbete med andra emissionsbolag*<sup>146</sup>

Konsortier förekom i alla olika typer av affärer och med en mängd olika partners. Det vanligaste var att man samarbetade med något annat emissionsbolag, men ibland

---

<sup>141</sup> Moritz & Lyberg 1942, s. 35-70.

<sup>142</sup> I styrelsen för Reymersholm satt bland annat N.P. Mathiasson, P.A.H. Cavalli och Claes Andersson.

<sup>143</sup> Styrelseprotokoll 171001.

<sup>144</sup> Brev från Finansinstitutet till Arkitekt Sven Steen, 170906.

<sup>145</sup> Årsredovisningarna 1917, 1918 & 1919 visar på företagets aktieinnehav.

<sup>146</sup> Stycket baseras på undersökningen av styrelseprotokollen, se Appendix I.

sattes ett privat konsortium upp för en specifik affär. Det kunde handla om att den person som tipsat FSV om en affär också fick delta. Det emissionsbolag som FSV samarbetade mest med var Centralgruppens Emissionsaktiebolag, vilket inte var förvånande eftersom Centralgruppen tillhörde Skandinaviska Kreditaktiebolaget – som utvecklade sig till FSV:s andra bank. Det var till exempel i ett konsortium med Centralgruppen som FSV under 1918 inköpte Adolf Unger Industriaktiebolag. 1918 var FSV också med om att bilda Transportkompaniet, i konsortium med Centralgruppen och Emissionsinstitutet. Övriga emissionsbolag som man samarbetade med var (i frekvensordning): Emissionsinstitutet, Svenska Emissionsbolaget, Mercator och Industriemission. Som helhet var dock konsortieaffärerna i minoritet, endast 36 av 222 observationer kodades som konsortieaffärer.

### *Industribankens expansion*

Tanken var att snabbt etablera Industribanken som en storbank. För att lyckas med detta krävdes en mycket offensiv politik. Banken blev under sitt första verksamhetsår medlem av Svenska Bankföreningen och fondbörsen, samtidigt som kontor öppnades i Malmö och Stockholm. Dessutom öppnades flera lokala avdelningskontor.<sup>147</sup>

Det var dock inte på långa vägar tillräckligt för att bli en storbank, den enda möjligheten låg genom att köpa upp mindre banker och därigenom etablera ett ordentligt kontorsnät. Verkställande Direktören Falk Simon tog initiativet i förhandlingarna. Först ut var Örebrobanken, där Industribanken på våren 1917 slogs med Centralbanken om ett uppköp. Simon erbjöd ett högre pris för aktierna, med nyemissionspengarna kunde han dessutom erbjuda kontant betalning, men affären gick honom förbi. ”Örebrobankens styrelse föredrog tydligen fusion med en bank som den kände till och vars nya ledning den hade samarbetat med framför att låta sin bank uppgå i en nygrundad bank, om vilken knappast något annat var känt än att den skulle komma under en starkt spekulativ ledning.”<sup>148</sup> Efter detta misslyckande vände man sig istället mot Malmö Folkbank, där förhandlingarna gick i lås. Affären ordnades så att Finansinstitutet garanterade transaktionen genom att köpa upp samtliga aktier i Malmö Folkbank, belånade dessa i Industribanken och likviderade köpet med de

---

<sup>147</sup> Svenska Bankmannaföreningens Tidskrift 1917, s. 89 & 154 : 1918, s. 46.

<sup>148</sup> Söderlund 1978, s. 287.

upplånade medlen.<sup>149</sup> Ingen av styrelsemedlemmarna i Malmö Folkbank fick plats i Industribankens styrelse. Uppköpen fortsatte, i september inköptes Bankaktiebolaget Kullen och i början av 1918 Roslagens Folkbank. Kontorsnätet bestod efter detta av 33 kontor. För det första verksamhetsåret, där full drift bara kunde sägas ha ägt rum knappt hälften av året, kunde ledningen uppvisa en vinst på 3 miljoner kronor. Av dessa användes drygt 1 miljon till en 3%-ig aktieutdelning. Endast 300 000 kronor avsattes till att bygga upp egna fonder.<sup>150</sup>

I januari 1918 gjorde Bankinspektionen sin första undersökning av den nya banken, där man påpekade flera besvärande förhållanden för den nya banken.<sup>151</sup> Kundkretsen var till stor del internt genererad. Under bankens första tre månader beviljades 36 lån, om sammanlagt 26 miljoner kronor. Av dessa hade inte mindre än 17 miljoner kronor lånats ut till Finansinstitutet och ytterligare minst 5 miljoner till närstående personer och företag.<sup>152</sup> Dessutom bestod den största garantiförbindelsen i en borgen för Finansinstitutet, de största växelaffärerna inbegrep Erik Brodin och Fredrik Forsberg. Till yttermera visso hade nästan all utlåning skett mot säkerhet i aktier. Som nämndes i föregående kapitel, se tabell 3, ökade utlåningen mot aktier från 1913. Industribanken torde dock ha legat i topp. Den genomsnittliga utlåningen mot aktier var i bland affärsbankerna 46% 1917, medan den i Industribanken låg på 85%. Dessutom till belåningskurser som översteg de rekommenderade med mellan 10-30%. De två aktier som var mest belånade var Nordiska Kullager och Finansinstitutet. Utredningen avslutades med fyra anmärkningar, två rörde direkt Industribankens relation till Finansinstitutet och de andra två anmärkningarna gällde personer som var aktiva i de båda företagen. Bankinspektionen noterade att Industribanken mottagit 900 000 kronor i ospecificerad ersättning från Finansinstitutet för 'hjälp vid finansiering av vissa av Finansinstitutets operationer'. På detta sätt kunde Industribanken redovisa en större vinst och hålla uppe kursen på sina aktier, vilket i sin tur gynnade Finansinstitutet som hade för avsikt att sälja sitt innehav i Industribanken. Utredningen noterade: "Men om transaktionen också icke står i konflikt med lagens bokstav, torde den dock strida mot lagens andemening. På grund av sitt beroende av

---

<sup>149</sup> Avtal mellan Finansinstitutet och Malmö Folkbank 6/4 1917.

<sup>150</sup> Industribankens Årsredovisning för 1917.

<sup>151</sup> Bankinspektionens undersökningsrapporter från januari 1918.

<sup>152</sup> Bilaga till Industribankens styrelseprotokoll, juli 1917.

dessa vinstandelar kan banken nämligen tänkas komma att vid kreditgivning åt Finansinstitutet och detta bolag närstående företag låta förleda sig till att iakttaga en mindre sträng prövning, varigenom i portföljen kunna inkomma mindervärdiga engagemang.”<sup>153</sup>

Vidare var bankinspektionen kritisk till de höga inlåningssiffrorna. ”Inlåningen på depositions- och kapitalräkningen uppgick per ultimo december till 15,3 milj. kr., varav den allra största delen torde få anses vara s.k. konstgjorda depositioner, tillkomna vid av banken och a.b. Svenska finansinstitutet gemensamt gjorda finansieringar och ombildningar av företag.”<sup>154</sup> Den största konstgjorda insättningen var C.E. Johanssons tillgodohavande på 2 miljoner kronor (se kapitel 6).

### *Orosmoln på himlen*

Den flygande start på verksamheten som både Finansinstitutet och Industribanken fått under 1917 byggde på: (1) möjligheterna till affärer och (2) möjligheter att finansiera affärerna genom kreditskapande verksamhet. Båda dessa förutsättningar fick sig en rejäl knäck under 1918. I sin analys av Finansinstitutets andra årsredovisning konstaterade *Affärsvärlden* att: ”I betraktande af den ofantliga omkastning som under 1918 ägt rum å emissionsmarknaden är det icke alls förvånade att nettovinsten så betydligt minskats”<sup>155</sup> Samtidigt som intäkterna i det närmaste halverades steg kostnaderna kraftigt.<sup>156</sup> Dessutom uppstod problem i balansräkningen eftersom börskurserna hade börjat falla. I sin analys av bokslutet konstaterade *Affärsvärlden*: ”Beträffande aktieportföljerna, så skulle Finansinstitutet behöfva ytterligare afskrivningar på mellan 1,5 och 2 mill. kr. på senaste bokvärdena för att bringa värdet i öfverensstämmelse med nuvarande börskurs.”<sup>157</sup> Styrelsen diskuterade vilka åtgärder som behövde vidtas för att få ner kostnaderna. Ett sådant steg var styrelsens beslut att fondavdelningen vid Stockholmskontoret skulle reduceras.<sup>158</sup> Samtidigt var grundinställningen fortfarande att expansionen skulle fortsätta. I september hade styrelsen beslutat om ytterligare en nyemission, för att höja aktiekapitalet från 15 till 20

---

<sup>153</sup> Bankinspektionens undersökningsrapport januari 1918, s. 2.

<sup>154</sup> Bankinspektionens undersökningsrapport januari 1918, s. 10.

<sup>155</sup> *Affärsvärlden* 1919, s. 242.

<sup>156</sup> För en sammanställning av FSV:s årsredovisningar se Appendix III.

<sup>157</sup> *Affärsvärlden* 1919, s.4550.

<sup>158</sup> Styrelseprotokoll 181216.

miljoner kronor. Därmed skulle Finansinstitutet komma upp i samma aktiekapital som Svenska Emissionsaktiebolaget, Sveriges största emissionsbolag. Nyemissionen kan vara ett skäl till att man försökte hålla upp resultatet och utdelningen, men styrelsens förhoppningar grusades. Till bolagsstämman i april var man tvungen att inkomma med en retuscherad årsredovisning med de av *Affärsvärlden* rekommenderade avskrivningarna och slopad utdelning. Problem uppstod också med inbetalningen av nyemissionen och i maj 1919 var fortfarande 505 aktier osålda och man beslöt då att till Patentverket endast registrera ökningen av aktiekapitalet till 4 500 000 kronor.<sup>159</sup>

När möjligheterna till värdepappersaffärer minskade till följd av vikande börskurser flyttades fokus till andra typer av affärer. Framförallt rörde det sig om att etablera och finansiera handelsverksamhet. Det handlade dels om att starta handelsavdelningar, dels att genomföra engångsaffärer. FSV startade tre stycken handelsavdelningar (Östeuropa, Guldkusten och Sydryssland). Upplägget var att FSV betalade lön åt en handelsman för att denne skulle etablera handelskontakter inom ett visst geografiskt område. FSV skulle sedan få en viss procent av försäljningsvinsterna. Verksamheten tog dock sällan fart och vinsterna uteblev. FSV tjänade istället mer på engångsaffärerna där man kortsiktigt finansierade olika affärsmäns import, som bestod av : tackjärn, bleckplåt, amerikanskt fläsk, torkad frukt och persiska mattor.<sup>160</sup>

#### *Lomma Slip – ett exempel på omsvängningen*

”Rörande placeringsmöjligheterna just nu är det nog så att marknaden är trög, men om vi av våra 1.150.000 kr. endast tecknade 150.000 kr. och lade ut teckningslistor på Industribankens kontor med uppgifter om bolaget och samtidigt gjorde något i pressen, så tro vi att det skulle gå en hel del. I alla fall är ju affären sund och det är ju ändock huvudsaken.” Brevet från Finansinstitutets huvudkontor till avdelningskontoret i Malmö från februari 1918 andas inte längre den huvudlösa optimism som rätt året innan. Affären gällde rekonstruktionen av Lomma Slipindustri. Lomma Slipindustri tillverkade konstgjorda slipskivor av kiselkarbid, ett material som re-

---

<sup>159</sup> Styrelseprotokoll 190401.

<sup>160</sup> Se Appendix I.

volutionerade slipindustrin när det introducerades på 1890-talet.<sup>161</sup> När förhandlingarna var klara i april beslöt Finansinstitutet trots allt att behålla preferensaktier för närmare en halv miljon, eftersom ”intresset från sakkunnigt och omdömmesgillt håll är så stort för affären”.<sup>162</sup> Det visade sig vara ett misstag. Under 1919 bildades ett konsortium tillsammans med Värdeförvaltning för att genom en nyemission utvidga verksamheten. Trots ansträngningarna tappade verksamheten alltmer av sin lönsamhet och det hela utvecklade sig till en utdragen förlusthistoria. Finansinstitutet kom ur delar av sitt engagemang genom att byta en del sina aktier mot ett fastighetsbestånd i Malmö.<sup>163</sup> När ledningen för Lomma Slip 1920 ville låna pengar för att ge sig på tillverkning av motorcyklar meddelade FSV att man inte ville fortsätta att stödja företaget.<sup>164</sup> Att den ursprungliga verksamheten inte längre var lönsam skyllde man på konkurrensen från tysk industri som, när den återkom efter första världskriget, kunde producera till mycket lägre kostnader. Lösningen, för Finansinstitutets del, blev att rekonstruera bolaget under 1921 och sälja det till Nobel-Diesel.<sup>165</sup>

#### *Industribankens riskabla tillväxt*

Bankens verksamhet fortsatte att växa kraftigt under 1918. Framförallt skedde expansionen på utlåningssidan, som ökade från 109 till 205 miljoner kronor. Inlåningens ökning var bara hälften så stor, istället finansierades utlåningen i allt högre grad av upplåning i andra banker och rediskontering i Riksbanken. Bankens vinst uppgick till 4,5 miljoner kronor. Till vinsten bidrog i första hand räntenettet, medan inkomsterna från olika typer av provisioner endast bidrog med en mindre del. Drygt två miljoner användes till en 6%-ig utdelning och drygt en miljon avsattes till skatteregleringsfonden. Avsättningarna till de egna reserverna fortsatte att vara betydligt mycket mindre än utdelningen, till reservfonden avsattes 750 000 kronor. Med tanke att en sådan liten del av vinsten användes för att stärka den egna positionen var situationen långt ifrån stabil.<sup>166</sup>

---

<sup>161</sup> *En svensk slipindustri femtio år*. 1946.

<sup>162</sup> Brev till Malmökontoret den 2/4 1918.

<sup>163</sup> Bytet skedde med Skånska Emissionsaktiebolaget. Ett till synes obetydligt emissionsbolag som drevs av Gunnar Swensson, som stämdes 1920 för obetalda spelkulder i samband med roulettespel.

<sup>164</sup> Styrelseprotokoll 191205.

<sup>165</sup> *Affärsvärlden* 1921, s. 134.

<sup>166</sup> Industribankens årsredovisning för 1918.

Bankens utlåning med avseende på pant uppvisade en intressant förändring. Aktiebelåningen hade minskat från 85 till 67%, samtidigt hade utlåningen mot namnsäkerhet ökat från 8 till 17% och utlåning mot realpant ökat från 7 till 17%. Detta skulle kunna tyda på att kunderna delade upp sig i två grupper, de som kunde prestera realpant när aktiesäkerheterna tappade i värde och de som inte kunde. Det är därför inte att undra på att Bankinspektionen, när man i januari 1919 återkom för en ny undersökning, fann flera anmärkningsvärda detaljer.

Förutom att växelportföljen i allt högre grad var rediskonterad, hade flera välrenommerade firmor slutat som kunder i banken. Utredningen noterade att: ”Bland de nytillkomna diskontörerna finnes flera ganska nybildade och obekanta företag, och vad soliditeten beträffar utfaller en jämförelse mellan de nytillkomna och de avgångna säkerligen icke till de förras förmån.”<sup>167</sup> De större kreditörerna i utlåningsportföljen utgjordes fortfarande till största del av personer och företag med nära personlig koppling till bankens ledning. Detta förhållande blev givetvis extra besvärligt av att den starka kursnedgången gjort dessa krediter osäkra. Ett förhållande som utredarna påpekade. Bankens ledning försvarade sig med att man inte ville kräva förstärkning av säkerheterna ’med hänsyn till den ömtåliga situation, vari banken på sistone befunnit sig’. Anledningen till de höga belåningskurserna uppgavs, avslöjande nog, vara ’att förbindelserna tillkommit vid en tidpunkt då banken hade gott om pengar’. Bankinspektionen avslutade undersökningsrapporten med en reprimand: ”Vid aktiebelåning tillämpas allt för liberala villkor; särskilt anmärkningsvärda är de höga belåningskurserna åt Willgodt Kullgren och ab. Alb. Söderberg & Co. äfvensom belåningen af aktier i fondhandelsföretag.”<sup>168</sup>

Ett annat drag i Industribankens expansion är den omfördelning av medel som skedde från de uppköpta landsortskontoren till storstadsregionerna. I en sammanställning som Bankinspektionen gjorde i mars 1919 visade det sig att av Industribankens 44 kontor var det 4 som hade stabila utlåningsöverskott. Det var Stockholm, Göteborg Malmö och Helsingborg, som tillsammans hade 60% av inlåningen men stod för 85% av utlåningen. Överföringen av medel till storstäderna kunde också gå till på andra sätt, som bankinspektionens undersökning av Sölvesborgskontoret i april

---

<sup>167</sup> Bankinspektionens undersökningsrapport januari 1919, s. 6.

<sup>168</sup> Bankinspektionens undersökningsrapport januari 1919, s. 18.



1919 påpekade: ”Som synes av ovanstående siffror är det först under de sista åren rörelsen tagit någon fart, vilket väl till stor del torde bero på att man ej hade något förtroende till dåvarande Malmö Folkbank. Industribanken tyckes även hålla på att förlora sitt anseende p.g.a. att banken uppmuntrat kunderna att teckna aktier genom banken i Finansinstitutet närstående företag, vilka sedan sjunkit avsevärt. Genom Sölvesborgskontoret hade banken lyckats placera ut aktier i Lomma Slipindustri och Värdeförvaltning.”<sup>169</sup>

Det fanns även ett annat problem med Industribankens planer att på kort tid etablera ett stort kontorsnät – kontrollen av den egna organisationen. Eftersom kontoren bedrev sin verksamhet relativt självständigt var tillsättandet av de lokala styrelserna en viktig fråga. Kontoret i Ystad, som bildades av Industribanken under 1917, är ett tydligt exempel på problematiken. I september 1917 hade kontoret en inlåning på 650 000 kronor. Mot detta stod en utlåning på närmare fyra miljoner. ”Kontorets portfölj bestod så gott som uteslutande av krediter för spekulationsändamål. Mycket liberala villkor beträffande belåningskurserna hade beviljats.”<sup>170</sup> I styrelsen satt regementsintendenten H Öhrström. Bankinspektionens kommentar är så träffande att den citeras in extenso: ”Herr Öhrström tycktes begagna sitt inflytande på grund av ledamotskapet i Industribankens avdelningsstyrelse att tillföra kontoret utlåning till spekulanter, varvid han med stor beredvillighet ikläder sig personligt ansvar för de mera riskabla delarna av denna utlåning. Hans namn påträffades nämligen i förbindelse med snart sagt varenda spekulant i staden. Som naturligt är, är det i synnerhet medlemmar av Ystads-regementets officerskår som han söker förhjälpa till rikligt tilltagna krediter för spekulationsändamål. Såväl lånet mot pant av Uddeholmare jämte borgen som löpande räkning mot enbart borgen strida mot bestämmelserna i bolagsordningens §3 mom. 5, enär herr Öhrström är anställd i bankens tjänst. Vid kassainventeringen uppmärksammades att herr Öhrström ofta hade differenser liggande ouppgjorda i kassan. Herr Öhrströms ekonomi har sedan länge varit mindre god och trots ett nyligen honom tillfallet arv å c:a kr. 50,000 torde hans ställning ändock vara svag.”<sup>171</sup> Huvudkontoret i Göteborg hade i augusti, via regionkontoret i Malmö, vidarbefodrat en skrivelse där man anmärkt på den ’oerhörda

---

<sup>169</sup> Bankinspektionens undersökningsrapport april 1919.

<sup>170</sup> Bankinspektionens undersökningsrapport oktober 1918, s. 1.

<sup>171</sup> Bankinspektionens undersökningsrapport oktober 1918, s. 2.

utlåning mot den jämförelsevis minimala inlåningen'. Huvudkontoret lyckades dock inte kontrollera Öhrström och problemen fortsatte. I takt med att börskurserna föll blev allt fler av Öhrströms engagemang nödlidande. Ryktet om det illa skötta kontoret spreds i Ystad och Hjalmar Hoflund begärde utträde ur lokalstyrelsen eftersom 'hans verksamhet som advokat blivit lidande av hans ställning till banken'. Till slut avskiljdes Öhrström från banken och man tvingades medgiva moratorium på de nödlidande fordringarna.<sup>172</sup>

### **Fusioner och krossade drömmar**

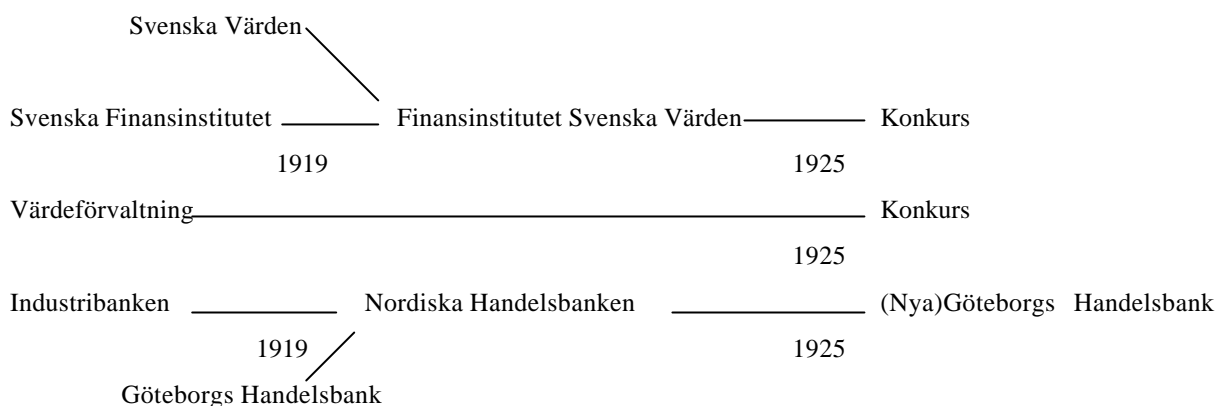
1919 blev ett turbulent år för Finansgruppen. Färre möjligheter till emissionsaffärer och allmänt vikande börskurser gjorde läget pressat för Finansinstitutet och Industribanken led alltmer av sin forcerade expansion.<sup>173</sup> Vad gällde större affärer involverade sig Finansinstitutet under 1919 i ett norskt gruvföretag och i ett konsortium, lett av av Centralgruppen och Svenska Emissionsaktiebolaget, för oljeborring i Mexiko. Båda var tänkt som korta affärer, men de allt kärvare tiderna på kapitalmarknaden gjorde det svårt att lyfta av engagemangen. Det norska projektet blev en utdragen förlusthistoria medan det mexikanska lades ner innan det hade hunnit bli särskilt kostsamt. Andelen affärsförslag som Finansinstitutet nekade att delta i ökade också kraftigt jämfört med året innan. Viljan att expandera fanns trots detta fortfarande kvar, men man fick göra det genom fusioner istället för uppköp. Figur 4.1 visar en schematisk bild av Finansgruppens organisatoriska utveckling.

---

<sup>172</sup> Bilaga till styrelseprotokoll i Industribanken, 190520.

<sup>173</sup> Ett tecken på vändningen kom genom Bergsingenjör Ivar Olsson, som hade blivit anställd i december 1918 till Stockholmskontoret. Olsson var mycket aktiv och inkom med många affärsförslag till styrelsen, alltifrån garagebolag och till handelsavdelning på Java. I maj 1919 skrev Olsson till huvudkontoret med en förfrågan om deltagande i ett aktiekonsortium för att stötta aktiemarknaden. Deltagande i konsortiet, som officiellt kallades 1919 års Aktiekonsortium, godkändes av styrelsen. De övriga deltagarna var: Svenska Emissionsbolaget, Centralgruppen, Emissionsinstitutet, Investor, Mercator, Sydsvenska Emissionsbolaget, Albert Söderberg & C:o, Aronowitschs Intressenter, Svenska Värden och Värdeförvaltning. Avtalet stipulerade att börsnoterade aktier inte fick säljas om de inte visat en uppgång av minst 15% räknat från april 1919. Typiskt nog användes tiden innan avtalet trädde i kraft för att: "realisera en del aktieposter för att förbättra företags likviditet".

**Figur 4.1. Finansgruppens organisatoriska utveckling.**



Resultatet av fusionerna blev att kontrollen över bolagen till stor del kom i nya händer. I uppställningen över styrelseledamöterna i Finansgruppens bolag, se appendix, ser man att de ursprungliga styrelserna bestod av 28 platser. Efter fusionerna var genomförda bestod styrelserna av 44 platser och av dessa satt ursprungliga styrelseledamöter endast på 10 stycken.

#### *Den första fusionen – bildandet av Nordiska Handelsbanken*

1897 bildades Göteborgs Handelsbank, genom ett avtal mellan Louis Fraenckel och ett Göteborgskonsortium. Banken var ett led i Louis Fraenckel expansionsplaner för Stockholms Handelsbank. Vid samma tid var Fraenckel även med om att starta Skånska Handelsbanken och reorganisera Sundsvalls Handelsbank, för att ta vara på det uppsving för det ekonomiska livet som gjorde att efterfrågan på banktjänster steg.<sup>174</sup> I styrelsen tog bland annat Charles Berström (rektor för Göteborgs Handelsinstitut), Fredrik Berndtson, G. Rydin och Hjalmar Hagberg plats – vilka samtliga satt kvar så länge att de kom att ingå i den gemensamma styrelsen med Industribanken. Göteborgs Handelsbank kom att bedriva en självständig bankrörelse sedan samarbetsavtalet med Stockholms Handelsbank löpte ut utan att förnyas 1903. Efter ett års verksamhet hade man en omslutning på 7 miljoner kronor, verksamheten växte sedan kontinuerligt och 1918 hade omslutningen vuxit till 233 miljoner kronor. Banken förde en försiktig bankpolitik, lyckades väl med att dra till sig inlåning under

<sup>174</sup> Hildebrand 1971, s. 86-89 se även Söderlund 1964, s. 189.

de expansiva åren mellan 1915-18 och visade en god vinstutvecklingen.<sup>175</sup> Banken måste utgjort ett begärligt fusionsobjekt för den alltmer instabila Industribanken.<sup>176</sup>

I augusti 1919 tog Handelsbankens försiktiga politik slut när man godkände fusionsavtalet, som innebar att Industribanken gick upp i Göteborgs Handelsbank. Som likvid erhöll Industribankens aktieägare 2 aktier i Nordiska Handelsbanken, som var den nya bankens namn, för varje post om 13 aktier. Frågan är hur väl Göteborgs Handelsbank kände till Industribankens faktiska ställning. Värderingen tog endast marginellt hänsyn till Industribankens svagare ställning. Det mesta tyder alltså på att Industribankens ägare lyckades hålla upp skenet av positivt expanderande bank och därmed få bra betalt för banken. Söderlund skriver att: ”sammanslagningen av Industribanken med Göteborgs Handelsbank var en räddningsaktion av den typ som skulle komma att helt dominera i fusionssammanhang från och med 1921.”<sup>177</sup> Söderlund kan inte förstå att Göteborgs Handelsbank ens reflekterade över saken, men i själva verket fanns det inget i materialet kring fusionen som talar om en ’räddningsaktion’. Göteborgs Handelsbank gjorde själv en värdering av banken och gav ett anbud som inte låg långt ifrån det slutgiltiga, 15 Industribanksaktier skulle bytas mot 2 i Göteborgs Handelsbank.<sup>178</sup> Inte heller samtidens *Affärsvärlden* eller Bankmannaföreningens Tidskrift såg det hela som en ’räddningsaktion’. De betonade istället hur bra de två bankerna kompletterade varandra. Dels överlappade inte kontorsnäten varandra i någon nämnvärd utsträckning, dels hade Handelsbanken en stor inlåning medan Industribanken hade ett överskott i utlåningen.<sup>179</sup> Den mest troliga förklaring förefaller därför vara att Industribankens ledning lyckades med konststycket att dölja bolagets skakiga ställning och därmed möjliggöra försäljningens goda villkor.

Av den nya styrelsens 28 ledamöter kom 19 från Göteborgs Handelsbank, däribland både ordföranden G. Boman och verkställande direktören Charles Bergström. Samtidigt slutade flera ledande företrädare för Finansgruppen. Den nya styrelsen kom

---

<sup>175</sup> *AB Nordiska Handelsbanken 1897-1922* 1923.

<sup>176</sup> Industribanken förde dock underhandlingar med flera banker. På styrelsemötet i februari 1919 diskuterades även de förhandlingar som förts med Sydsvenska Kreditaktiebolaget och Mälardalens länss bank.

<sup>177</sup> Söderlund 1978, s. 100.

<sup>178</sup> Anbudet finns med som bilaga till Industribankens styrelseprotokoll 190128.

<sup>179</sup> *Svenska Bankmannaföreningens Tidskrift* 1919, s. 29 : *Affärsvärlden* 1919, s. 4762.

alltså att domineras av Göteborgs Handelsbank, se appendix. Om tolkningen att Industribankens ägare lyckades dölja bankens dåliga ställning är riktig skulle det kunna förklara varför så få ledamöter i den nya styrelsen kom från Industribanken. I ett bolag som är alltmer 'Ponzi'-finansierat blir det viktigare att ta sig ur placeringen än att bekymra sig över antalet styrelseplatser. För Industribankens ägare skulle det då handla om att sälja banken innan det var för sent.

#### *Den andra fusionen – bildandet av Finansinstitutet Svenska Värden*

Även i Finansinstitutet var en maktförskjutning på gång. Den hade inletts redan på våren 1919 när tre nya styrelseledamöter tog plats i bolaget som representanter för Göteborgs Handelsbank, Göteborgs Bank och Skandinaviska Kreditaktiebolaget. *Affärsvärlden* kommenterade förändringen i styrelsen och lät ana en annan ton än den positiva som man tidigare uttryckt angående Finansinstitutet: "Finansinstitutets förutvarande utveckling har ju icke alltid följt de allra mest betryggande linjerna. Den misstro som däraf framkallats har varit en bidragande orsak till den osäkerhet och återhållsamhet som kännetecknat affärslivet i allmänhet och fondmarknaden i synnerhet. När de ledande Göteborgsbankerna nu överenskommit om att gemensamt taga del i kontrollen öfver Finansinstitutet och därmed sammanhängande ganska vidsträckta industriella affärer, så är detta ett betryggande moment som ej torde förfela sin verkan."<sup>180</sup> FSV:s arkiv innehåller inget direkt material om bakgrunden till att storbankerna släpptes in i styrelsen. Två förklaringar är tänkbara. Antingen gjorde man det för att förbättra FSV:s möjligheter till kredit i dessa banker, eller så gjorde FSV:s ägare det som en förberedelse för att sälja sitt innehav i FSV. Med tanke på att förhandlingarna om en fusion upptogs strax efter det att de nya bankerna tagit plats i styrelsen förefaller den senare tolkningen mer rimlig.

AB Svenska Värden, som grundats året före Finansinstitutet, gjorde inga anspråk på att vara ett emissionsbolag: "Bolagets ändamål: att äga och förvalta lös och fast egendom samt utöfva därmed sammanhängande verksamhet."<sup>181</sup> Verksamheten var mindre omfattande och mer koncentrerad kring aktiehandel i relativt stora bolag. I balansräkningen för 1917 utgjorde reverserna 2,2 miljoner kronor, medan aktierna

---

<sup>180</sup> *Affärsvärlden* 1919, s. 1333.

<sup>181</sup> Key-Åberg 1917.

stod för 5,8 miljoner kronor. Vinster i aktiehandeln stod för 1,5 miljoner kronor medan provisioners konto endast visade intäkter på 30 000 kronor. Under 1917 genomförde AB Svenska Värden 194 affärer fördelade på 31 bolag.<sup>182</sup> Medianantalet affärer per bolag låg på fyra. Det handlade alltså inte om någon dagshandel i aktier. Pengarna tjänades på aktiehandeln, men man var modest både ifråga om expansion och skuldsättningsgrad. Redan innan fusionen hade man gemensamma intressen med Finansinstitutet i Adolf Ungers Industri Aktiebolag.

Den 2:e oktober 1919 skrevs ett avtal som gick ut på att Finansinstitutet skulle göra en riktad nyemission på 4 miljoner kronor, att tecknas av AB Svenska Värden. Betalningen skulle ske med överlämnandet av bolagets samtliga tillgångar och skulder, därefter skulle AB Svenska Värden träda i likvidation. När man såg att Finansinstitutets aktier dalade, liksom övriga aktier denna höst, justerade man avtalet så att den riktade nyemissionen endast skulle uppgå till 2,5 miljon kronor och att resterande aktier skulle inköpas från ett av Finansinstitutets dotterbolag och därefter lämnas över till AB Svenska Värden aktieägare. I Finansinstitutets interna material framställs det nya avtalet som mer förmånligt eftersom man kunde köpa upp aktierna under pari-kursen, i efterhand ter det sig som en förbisedd varningsklocka. Bolagsordningen ändrades så att antalet styrelseledamöter utökades och i den nya styrelsen kom Finansinstitutet att dominera med sex av nio styrelseledamöter.<sup>183</sup>

Både Göteborgs Handelsbank och AB Svenska Värden passade bra som fusionspartners för Industribanken respektive Finansinstitutet, eftersom de innebar att Finansgruppen kunde föga en något större stabilitet, och inte minst likviditet, till sin verksamhet. Dessutom fick man i båda fallen till en, för Finansgruppens del, förmånlig affär. Samtidigt markerade de två fusionerna slutet på den storslagna visionen om en ny stor ägargrupp på den finansiella marknaden. De ursprungliga styrelserna för Finansinstitutet, Industribanken och Värdeförvaltning bestod av 23 ledamotsposter – med många dubblerande ledamöter. Efter fusionen hade styrelserna 41 poster, varav 29 stycken innehavdes av personer som inte varit med om att starta bolagen. Alla tre bolag hade ny ordförande och ny verkställande direktör. Ingen av dessa ledande personer satt längre i någon av de andra styrelserna.

---

<sup>182</sup> Anledningen till att det totala antalet affärer för 1917 finns bevarat är att en uppteckning av samtliga affärer gjordes i samband med en skatttvist.

<sup>183</sup> Styrelseprotokoll 191217, Avtal om fusionen 191222.

### *1920 års verksamhet*

Årsredovisningen för det första gemensamma året visade på en framgång. Inkomsterna vände kraftigt uppåt igen efter att ha fallit både 1918 och 1919. Samtidigt genomfördes besparingar som innebar att omkostnaderna sjönk till under över hälften jämfört med 1918 års nivå, vilket givetvis till en del kan förklaras av deflationen. Under året var man delaktig i ett flertal rekonstruktioner, bland annat Luth & Rosén Elektriska och Adolf Unger. Att det trots detta bara blev ett nollresultat berodde på att man var tvungen att skriva ner aktiestocken med över 3 miljoner kronor, som en följd av de fallande börskurserna.

Vid en närmare granskning av vinstsiffrorna, i räkenskaperna, framträder dock behovet att retuschera bilden ytterligare. Av de redovisade intäkterna på 3,8 miljoner kronor kom 1,4 från Unger. Denna intäkt är närmast att betrakta som en 'företags-slakt', mer om det i kapitel 8. Dessutom visar en jämförelse mellan den bokförda portföljen och fondhandlarnas noteringar att Svenska Värden värderingar var optimistiska även efter nedskrivningarna. De tre största posterna (Nordiska Handelsbanken, Reymersholm och Bofors) var fortsatt övervärderade med 30%. Till yttermera visso var det allra största engagemanget, Adolf Unger, inte ens marknadsnoterat. Detta gjorde det givetvis ännu svårare att bedöma hur stor övervärderingen var.<sup>184</sup> Bankskulder ändrade sammansättning efter det att Skandinaviska Kreditaktiebolaget, genom Sigurd Larsson, tog plats i FSV:s styrelse. Från och med 1920 var företagets skulder jämnt fördelade mellan Nordiska Handelsbanken och Skandinaviska Kreditaktiebolaget. Till detta kom en mängd banker som under kortare perioder lånade ut mindre belopp, kopplade till specifika affärer.

Handeln med aktier var den största affärgrenen för FSV, men som årsredovisningarna visar utgjorde de privata skuldförbindelserna ungefär hälften av tillgångarna. Ett utdrag ur Malmökontorets bokföring, från augusti 1920, visar att de främmande reverserna innehöll en brokig skara låntagare. Lånen var 41 till antalet, varierande i storlek från 375 kronor till 125 000 kronor. Om man delar in dem efter lämnad säkerhet visar det sig att 31 stycken utgjordes av lån mot aktier och 10 stycken mot varor. Bland aktielånen märktes både personer med anknytning till FSV

---

<sup>184</sup> Fondhandlarnas noteringar finns i Key-Åberg, FSV:s egen värdering finns i årsredovisningen.

och belåning av aktier med anknytning till FSV. Som exempel kan nämnas att Direktör Arvid Liepe, från Lomma Slipindustri, hade lånat 80 000 kronor mot sitt innehav i Nordiska Kullager, Värdeförvaltning och Elektromekano. Bland varulånen märktes belåningar av: 100 bildäck, 10 ton tvättvål och ett parti takpapp.<sup>185</sup>

Även Nordiska Handelsbanken gjorde, utifrån årsredovisningen ett relativt gott år. Inkomsterna steg från 15 till 17 miljoner kronor och man behöll utdelningen oförändrad på 10%. Visserligen gjorde de ökade kreditförlusterna att det redovisade resultatet var oförändrat jämfört med året innan, men eftersom den allmänna meningen var att banken 'under krisen iakttagit stor återhållsamhet i kreditgifningen' fanns det enligt *Affärsvärlden* ingen anledning att känna oro.<sup>186</sup> Antagligen berodde *Affärsvärlden* syn på att man såg Nordiska Handelsbanken som i huvudsak en förlängning av Göteborgs Handelsbank. Det skulle snart visa sig vara en förhastad slutsats, eftersom en stor del av kreditstocken utgjordes av svaga krediter som Industribanken fört med till det gemensamma boet.

### **Mot slutet**

Finansmarknaden är en instabil bransch i sig och ännu mer instabil blev den åren efter 1:a världskriget. Detta märks tydligt när man betraktar resultatet för 1921. Samtidigt som intäkterna föll dramatiskt, provisionerna till en tredjedel och aktievinsterna till hälften, fördubblades räntekostnaderna. Att redovisa resultatutvecklingen i ett bolag som FSV är problematisk eftersom det kan ge sken av kontinuitet samtidigt som en stor del av verksamhetens intäkter kommer från aktievinster, som med nödvändighet är tillfälliga till sin karaktär. Vad gäller FSV:s andra stora intäktskälla, provisioner, var den mera av betalning för en tjänst som FSV tillhandahöll och skulle därför, i teorin, kunna uppvisa större kontinuitet. Problemet var att efterfrågan på dessa tjänster hängde nära samman med det allmänna börsläget, vilket ledde till att FSV:s intäkter för provision föll minst lika snabbt som aktievinsterna när haussen vändes till baisse. Kostnaderna uppvisade större kontinuitet. Räntorna utgjorde 123 676 kronor 1917 och steg sedan kontinuerligt till toppåret 1923 när räntekostnaden var 749 888 kronor. Det riktigt stora problemet var dock avskrivningar av aktiestocken. När in-

---

<sup>185</sup> Utdrag ur främmande reversers konto, Malmökontoret, 200802.

<sup>186</sup> *Affärsvärlden* 1921, s. 812.



täkterna föll på grund av fallande kurser steg kostnaderna för aktieavskrivningar. Avskrivningarna 1919 och 1921 åt upp alla tillgängliga fonder och avskrivningarna 1922 och 1925 knäckte företaget helt.

### *De sista årens verksamhet*

Börsen fortsatte neråt under hela 1921 och deflationskrisen berörde nu ekonomins alla delar. I mars 1922 nåddes botten, men börsen var fortsatt svag ända fram till 1925-26. 1921 var de stora visionerna i FSV uttömda. Kapitalmarknadens likviditet var så låg att det inte gick att komma ur ofördelaktiga positioner utan halsbrytande förluster. Inga flera stora emissionsprojekt kom att genomföras. Handelsavdelningarna, som startats för att dra nytta av en ökande världshandel, levde en tynande tillvaro och i juli 1921 kom frågan upp på styrelsens bord om möjligheten att sälja hela engagemanget.<sup>187</sup> Verkställande direktör P.O. Wigelius fick i uppdrag att leta efter tänkbara köpare, vilket misslyckades. Hela handelsavdelningens verksamhet skrevs istället av året efter och åsamkade verksamheten en förlust på nästan en miljon kronor.

FSV förmedlade några affärer under 1921 och 1922, men den mest framträdande aktiviteten var att mot provision ta på sig borgensåtaganden för företag som man redan tidigare hade affärer med.<sup>188</sup> Inkomsterna från aktier härrörde huvudsakligen från utdelningar. Noterbart är att de två största utdelningarna, sammanlagt en tredjedel av årets intäkter, kom från Adolf Unger och Nordiska Handelsbanken. Detta trots att båda dessa företag hade stora problem i sin egen verksamhet.

1922 blev situationen helt akut. Räntekostnaderna översteg ensamt de sammanlagda intäkterna. Dessutom blev balansräkningen alltmer ihålig på grund av de fallande börskurserna. FSV:s tillgångar bestod av aktier och privata skuldförbindelser. I teorin utgjorde de privata skuldförbindelserna en mera stabil tillgång eftersom värdet på skuldförbindelserna var fastlagda, men i praktiken var även denna tillgång beroende av aktiemarknaden. Säkerheten för merparten av skulderna utgjordes av aktier och låntagarna var ofta så hårt belånade att de inte hade någon

---

<sup>187</sup> Styrels eprotokoll 210721.

<sup>188</sup> Att teckna borgen för andra företag var en lockelse som FSV inte kunde stå emot. Så länge det gick bra var det lättförtjänta pengar, men om det ville sig illa var förlustrisken stor. Ett borgensåtagande, mot betalning, är att jämföra med att ställa ut optioner. Problemet var att marknaden vände med sådan kraft, vilket gjorde alla typer av derivatinstrument livsfarliga.

buffert när aktierna föll i värde. Detta ledde till att FSV tvingades realisera aktierna och sluta ackord med konkursmässiga låntagare. I årsredovisningen för 1922 balanserades en förlust på 11,5 miljoner kronor, inkomsterna samma år uppgick till en halv miljon. Man beslöt att sätta ned aktiekapitalet till hälften och använda de därmed frigjorda 11 miljonerna till att rensa i balansräkningen – vilket också gjordes under 1923. Trots detta kvarstod en påtaglig övervärdering. Störst var differensen gällande innehavet i Nordiska Handelsbanken, som värderades till 4 miljoner i årsredovisningen, men som på marknaden värderades till 2 miljoner. Aktierna i Wargön och Bofors värderades båda till 50 kronor av FSV, medan fondhandlarna noterade dem till 14 respektive 24 kronor. När det gällde de icke börsnoterade aktierna är det svårare att få fram siffror, vilket i sig visar på bristen på likviditet, men det mesta talar för att även de var kraftigt övervärderade. Ett antagande som händelserna 1923-25 bekräftar.

Från och med hösten 1922 avstannade i princip FSV:s kreativa affärsverksamhet. Istället fick FSV ägna sig åt sina gamla kunders problem, huvudsakligen avveckling genom moratorium och ackordsuppgörelser. Man förhandlade med sina förläggande banker om nedsättning i räntesatser, något som bankerna gick med på. Under 1925 ägnade FSV sin mesta energi åt att minska sina engagemang genom att leta efter avsättningsmöjligheter för alla de aktier som var pantsatta hos olika fordringsägare. Det var därför inte förvånande att finna följande rader i *Affärsvärldens* analys av FSV:s årsredovisning för 1924: ”Bokslutet tilldrager sig ju numera intet större intresse bland allmänheten, enär det insatta kapitalet ju sedan länge betraktats som i huvudsak förlorat.”<sup>189</sup>

FSV:s sista stora engagemang var de norska gruvorna, som nämndes tidigare.<sup>190</sup> Upprinnelsen var det köp av ett norskt gruvkonsortium som Finansinstitutet gjort 1919, bestående av Nordiska Grubekompagni, Fosdalens Bergverk, Ögsfjordens Malmfelter samt Motorkutter Melö. Meningen var då att man skulle köpa gruvorna, som var i desperat behov av kapital, och sedan sälja dem vidare. FSV satsade initialt runt en miljon kronor. Problemet var att det inte uppenbarade sig någon villig spekulant. FSV blev inte av med gruvorna och fick istället skjuta till mer kapital.

---

<sup>189</sup> *Affärsvärlden* 1925, s. 576.

<sup>190</sup> Avsnittet bygger på styrelsens behandling av frågan, som den kom till uttryck i protokollen.

Dessutom gick man 1922 i borgen för ännu mer. Under 1925 tog den norska gruvaffären det mesta av styrelsemötenas tid. FSV brottades med sina stora fordringsägare, Nordiska Handelsbanken och Skandinaviska Kreditaktiebolaget, vilket gjorde att alla beslut rörande de norska gruvorna måste godkännas av de båda bankerna. Man försökte finna lösningar för fortsatt drift och hoppades på en allmän vändning för gruvnäringen, men läget var hopplöst. Under hösten 1925, när konkursen blev alltmer oundviklig stod det klart att det totala avskrivningsbehovet för de norska gruvorna närmade sig fyra miljoner kronor.

#### *FSV:s konkurs*

Redan på sommaren 1924 skickade företagsledningen ut en förfrågan om fordringsägarnas inställning till FSV:s fortsatta verksamhet. Ingen av fordringsägarna krävde då att företaget skulle träda i likvidation. Förmodligen fanns förhoppningen om att när ekonomin hämtade sig skulle även börskurserna vända uppåt och FSV:s likviditet och ställning förbättras. Företagets problem var dock större än så och dessutom lät börsuppgången vänta på sig. Förlusterna kom i huvudsak, till cirka 65%, från tre källor: de norska gruvorna, Nordiska Handelsbanken och Adolf Unger. Till årsredovisningen 1925 fogades sammanlagda avskrivningar på 12,6 miljoner kronor. Vid den extra bolagsstämman den 12:e december 1925 beslutades att FSV skulle begära sig själv i konkurs. De utomstående fordringsägarna erbjöds generellt ett ackord om 10% av skuldernas ursprungliga värde. Som citatet ovan från *Affärsvärlden* antydde kom konkursen knappast som någon överaskning för någon av de inblandade.

#### *Nordiska Handelsbankens fall – och rekonstruktion*

Alla banker drabbades av deflationen, men situationen förvärrades i Nordiska Handelsbanken av kombinationen högbelånade kunder och dålig likviditet. Från och med fusionen 1919 stagnerade rörelsen, samtidigt som avskrivningsbehovet för nödlidande fordringar blev allt större. Avskrivningar på 1 miljon kronor 1919 växte till 3 miljoner året efter, följt av 5 miljoner 1921 – men det räckte inte och 1922 bestämde sig bankledningen för att göra en väl tilltagen avskrivning. Genom att använda ackumulerade vinstmedel och delar av reservfonden genomfördes direkta och indirekta

avskrivningar på 25 miljoner.<sup>191</sup> Specifikationen på avskrivningarna var lång. Det var alltså inte något enskilt projekt som åsamkat banken förlusterna, däremot var det tydligt var de stora förlusterna kommit ifrån i geografiskt hänseende. Av 122 poster i specifikationen över indirekta avskrivningar kom 102 från Stockholm, Göteborg eller Malmö. Avskrivningarna fördelade sig jämnt mellan lån till privatpersoner och företag. Flera av företagen och personerna var Finansgruppen närstående, till exempel avskrevs N.P. Mathiasson skuld på 400.000 kronor, P.O. Wigelius skuld på 600.000 kronor och Erik Ohlsson Trä:s skuld på 378.000 kronor.<sup>192</sup>

Under 1923 övertogs Hallands Lantmannabank, vilket i likhet med Industribanken var en skapelse av haussen i slutet av världskriget. Hallands Lantmannabank grundades 1917 och lyckades väl med att dra till sig inlåning men hade större problem att finna goda lånekunder. Banken kom att dras med en kombination av inlåningsöverskott och dåliga krediter. Lösningen blev en fusion. Genom att spela ut Göteborgs Bank och Nordiska Handelsbanken mot varandra fick man igenom en fusion med Nordiska Handelsbanken. För Lantmannabankens aktieägare kom det att bli en dålig affär eftersom Nordiska Handelsbanken endast betalade 15% kontant och resten med egna aktier, som snabbt tappade i värde.<sup>193</sup> För Nordiska Handelsbanken kom tillskottet av inlåning som en nödvändig förstärkning av likviditeten. Banken gjorde en vinst 1923 på 3,2 miljoner kronor, efter avskrivningar på 2,3 miljoner. Av dessa användes 2 miljoner för att återuppta aktieutdelningen samtidigt som likviditeten fortsatte att försämrats, fusionen till trots.<sup>194</sup>

Bankens problem var i själva verket långt ifrån över. Framförallt var det några få stora industriella intressen som inte alls berördes av 1922 års avskrivningar: Nohab, Forsbacka Bruk, CE Johansson och Transatlantic. Alla dessa företag hade två saker gemensamt. För det första hade de ökat sin skuldsättning kraftigt och för det andra hade de alla kopplingar till Finansgruppen genom styrelseledamöter. Bankens största engagemang var Nohab, vars kreditförbindelser alltmer hamnade hos banken efter

---

<sup>191</sup> *Affärsvärlden* 1922, s. 670 & 1923, s. 245.

<sup>192</sup> Bankinspektionens undersökningsrapport 1922.

<sup>193</sup> Söderlund 1978, s. 103.

<sup>194</sup> Utdelningen kom av *Affärsvärlden* först att tas som intäkt för att de största problemen nog var överstökade. Efter rekonstruktionen, när alla kort låg på bordet, konstaterade *Affärsvärlden* efterklodigt att den återupptagna utdelningen snarare varit ett sätt att hålla upp kursen på bankens aktier. *Affärsvärlden* 1924, s. 272 & 1925, s. 321.

köpet av Forsbacka bruk.<sup>195</sup> I Forsbackas styrelse satt Claes Andersson, Melcher Lyckholm och Martin Aronowitsch – alltså de ledande personerna i Nordiska Kullager och med viktiga kopplingar till Finansgruppen. Redan från början riktades kritik mot bristande säkerheter i utlåningen till Nohab. I ett brev till banken, efter 1924 års inspektion, kritiserade bankinspektör Krusenstjerna bankens ledning för att, tvärtemot finansieringsplanen öka engagemanget i Nohab. Krusenstjerna påpekade ett faktum, som också utgör ett exempel på den 'ponzi'-finansiering som banken understödde: "Vad som bl.a. gör mig betänksam är att i bankens deklarerade vinst ingår ett betydande belopp räntor från Nohab, som i realiteten icke influtit utan blivit betalda med nya krediter utan säkerheter."<sup>196</sup> Försök gjordes under 1924 att sälja bolaget till engelska intressen. När affären gick i stöpet närmade sig oundvikligen slutet för Nohab och storleken på krediterna gjorde att även Nordiska Handelsbanken drogs med i fallet.

I augusti 1925 upprättades ett bokslut för banken som otvetydigt visade att betydligt mer än en tiondel av grundfonden gått förlorad och att banken därmed var skyldig att genomföra en rekonstruktion. Kreditkassan av år 1922 tog hand om rekonstruktionen som innebar att osäkra fordringar på närmare 50 miljoner kunde skrivas av eller flyttas ut ur bolaget. Tanken var att nytt kapital om sammanlagt 40 miljoner skulle tillföras genom Kreditkassan, aktieägarna och de större kreditgivande bankerna (Stockholms Enskilda Bank och Skandinaviska Kreditaktiebolaget). Trots att Kreditkassan lovade att belåna de nya aktierna till 90% var aktieägarna måttligt intresserade av att teckna nya aktier och staten blev hälftenägare i banken.<sup>197</sup>

I en artikel på hösten 1925 gick *Affärsvärlden* igenom rekonstruktionen, i vilken man slog fast att: "Nordbanken har, i motsats till en del andra rekonstruerade banker, icke gjort några katastrofala förluster på mellanhavanden med emissionsbolag. På de båda företag av denna natur, som stått banken nära, nämligen Finansinstitutet

---

<sup>195</sup> Nohab (ursprungligen Nydqvist & Holm AB) startades som en mekanisk verkstad 1848 i Trollhättan, med tiden med lokomotiv som specialitet. Trots att företaget växte kom det att dröja ända till Nydqvist dog och världskrigshaussen tog fart innan företaget blev aktiebolag. Sedan företaget 1920 slutit ett jättekontrakt, om 1000 lok, med de sovjetiska myndigheterna uppstod en märklig ekonomi i närområdet. Medan resten av den svenska ekonomin plågades av deflation uppstod en mycket lokal och mycket tidsbegränsad högkonjunktur runt Trollhättan. Problem uppstod när man skulle hantera tiden efter beställningen. (Se Johnsson 1947)

<sup>196</sup> Brev från Krusenstjerna till banken, 240222.

<sup>197</sup> Söderlund 1978, s. 367-8.

Svenska Värden och A.B. Värdeförvaltning, torde förlusterna i samband med den nu beslutade rekonstruktionen vara mindre betydande.”<sup>198</sup> På denna punkt skiljer sig *Affärsvärldens* och min analys sig åt. Visserligen skedde de synliga avskrivningarna på andra företag, men dessa affärer var skapelser av personer i Finansgruppen och där FSV var i högsta grad delaktig. Till sin karaktär var det typiska ’emissionsaffärer’ och var förlusterna slutligen hamnade kan knappast sägas vara det mest centrala.

#### *Avrundning – finansiellt mångsyssleri i kaotiska tider*

Efter den nya banklagen 1911 kom affärsbankerna att engagera sig allt mer i industrin. I kombination med den hausseartade krigskonjunkturen från 1914 ledde detta till ett stort uppsving för den finansiella sektorn. Många emissionsbolag, bankir- och mäklarfirmor grundades. Ett av dessa var Svenska Finansinstitutet, som grundades av personer knutna till Nordiska Kullager och Reymersholm i slutet av 1916. Finansintitutet ingick i den ambitiösa planen att bilda en ny stor finansiell aktör – Finansgruppen. I gruppen ingick även en bank och ett investmentbolag.

Investmentbolaget AB Värdeförvaltning startade sin verksamhet i början på 1918. Då hade börsen redan vänt neråt vilket lämnade litet handlingsutrymme för Värdeförvaltning och företaget kom aldrig att fungera som det dynamiska holdingbolag som det var tänkt. Deflationskrisen slog hårt mot börsen och Värdeförvaltning var tvunget att träda i likvidation under 1925 då den dyrt förvärvade aktieportföljen hade tappat det mesta av sitt värde.

På våren 1917 lyckades Finansgruppen fullteckna årets största emission inom banksektorn och Industribanken startades med ett aktiekapital om 33 miljoner kronor. Med en mycket offensiv strategi försökte Industribanken snabbt expandera sig till en plats bland storbankerna. Expansionen genomfördes både genom uppköp och genom att öppna egna kontor. En stor del av utlåningen gick till Finansinstitutet och andra närstående bolag. Industribanken blev redan vid Bankinspektionens första undersökning hårt kritiserade för sitt sätt att arbeta. Den forcerade expansionen gjorde att Industribanken först underblåste och sedan blev ett offer för bubblan under 1918-20. Industribanken fusionerades med Göteborgs Handelsbank under 1919 och bildade Nordiska Handelsbanken. Trots den relativa stabilisering som fusionen innebar var

---

<sup>198</sup> *Affärsvärlden* 1925, s. 322.

banken ytterst sårbar när deflationskrisen slog till. 1925 tvingades Nordiska Handelsbanken till en rekonstruktion, huvudsakligen på grund av engagemang som kom från Industribanken.

En stor del av bankens förluster hängde direkt eller indirekt samman med FSV:s verksamhet. Emissionsbolaget var tänkt att engagera sig i industriella strukturaffärer, men gavs i princip fria händer att göra alla typer av finansiella affärer. FSV överöstes med affärsförslag, vilka man i de flesta fall avböjde att delta i. De flesta av dessa avböjanden möter man dock inte i styrelseprotokollen, utan de återfinns i korrespondenspärmarna. De ärenden som faktiskt kom upp på styrelsens bord fördelade sig enligt tabell 4.1.

**Tabell 4.1. FSV:s affärer fördelade efter typ 1916-25.**

<i>Typ av affär</i>	<i>Antal klassificerade affärer</i>
Köp/Sälj	53
Nybildning	34
Lån	27
Ackordsuppgörelse	25
Borgensåtagande	23
Rekonstruktion	19
Nyemission	17
Förmedlingsaffär	12
Avveckling av borgensåtagande	8
Totalt	218

Källa: FSV:s styrelseprotokoll, se Appendix I

Emissionsverksamheten kom till uttryck i nybildningar, rekonstruktioner, nyemissioner och förmedlingsaffärer. *Nybildningarna* som FSV var inblandade i var av vitt skilda slag. FSV var med om att starta företag som sysslade med: antikviteter, fotografiska artiklar, precisionsverktyg, fastigheter, färgtillverkning, oljeutvinning i Mexico och fondkommission. *Rekonstruktionerna* handlade både om konkursmässiga företag och företag som av andra skäl var intresserade av en ombildning. I fallet med Spritcentralen 1917 var det en kombination av ombildning och nyemission, där FSV fick i uppdrag att placera preferensaktier till ett värde av närmare 7 miljoner kronor på marknaden. Det vanligaste var dock, som med Arto 1924, att rekonstruktionen var ett försök att återställa en ohållbar balansräkning. I Artos fall handlade det om ryska fordringar som på grund av kaoset efter revolutionen blivit värdelösa i kombinationen med att de egna skulderna blivit tyngre på grund av deflationen. FSV engagerade sig

också i *nyemissioner* både för nya och gamla kunder. I vissa fall garanterade man emissionen, som i fallet med Original-Odhners nyemission 1919, men oftare deltog FSV i kraft av att vara aktieägare eller att man gick in som ny ägare i en riktad nyemission. De egna nybildningarna Gyro och Nordiska Antikviteter behövde båda göra nyemissioner för att klara sig, vilket också visade sig bli förlustaffärer för FSV. Oftast sålde FSV av stora delar av de nya aktierna och behöll en mindre del för egen räkning. *Förmedlingsaffärerna* var en lönande affär för FSV eftersom man för det mesta fick kontant betalt vid affärens genomförande. FSV hjälpte exempelvis Wargön 1917 med att köpa den stora snickerifirman Strömman & Larsson och några år senare bistod man Wargön med försäljningen av ett avknoppat fastighetsbolag.

De andra affärerna visade på FSV:s bredd som finansiell aktör. Under klassificeringen *köp/sälj* hamnade portföljinvesteringar samt fastighetsaffärer utförda av FSV:s fastighetsavdelning. Klassificeringarna *Lån*, *Ackord*, *Borgensåtagande* och *Borgensavveckling* innehåller affärer där FSV agerade som bankir, både till företag och privatpersoner. Privatpersonerna var oftast personer med koppling antingen till FSV eller till något närstående företag. Lånens säkerhet utgjordes till största delen av aktier, som i många fall tappade mer än 90% av sitt värde. FSV var som regel tillmötesgående i dessa uppgörelser som i normalfallet slutade med ett ackord på omkring 10%.

Genom sitt nära samarbete med Industribanken kunde Finansinstitutet ordna finansiering både åt sig själv och sina kunder. Problemet var att man engagerade sig i många affärer som var ett resultat av krigshaussen och bubblan som följde. De första årens vinster vändes under deflationen till sin motsats och åren fram till konkursen 1925 präglades mer av hantering av nödlidande krediter än industriella strukturaffärer. Då hade dock de flesta aktörer som startade Finansgruppen redan dragit sig ur. Ur de olika styrelserna försvann merparten av Finansgruppens kärntrupp i samband med de två fusionerna 1919 och huvuddelen av sina aktier hade de sålt medan kursen ännu stod högt över sitt pari-värde. 1925 gick lokomotivtillverkaren Nohab i konkurs. Konkursen utlöste Nordiska Handelsbankens rekonstruktion, vilket i sin tur fick både Värdeförvaltning och FSV på fall eftersom dessa båda bolag var stora aktieägare i banken. Därmed var Finansgruppens historia definitivt över. Slutet illustrerar hur sammanvävda Finansgruppens olika intressen var.



## 5. Pianotrusten

Kapitlet behandlar FSV:s engagemang i Förenade Piano- och Orgelfabriker (FPO). Affären var en strukturaffär där FSV tillhandahöll finansiella tjänster i samband med sammanförandet av ett flertal piano- och orgeltillverkare. Affären var typisk på så sätt att perioden 1907-20 präglades av fusioner och bildandet av truster och karteller inom en rad branscher. Liksom i ett flertal andra affärer kom FSV att behålla en relativt stor post aktier, vilket gjorde företaget blev inblandat i skötsel av FPO. FSV:s industriella ambitioner, som i det initiala skedet var stora, fick snart skruvas ner när deflationen satte in. Istället fick FSV inrikta ansträngningarna på att få FPO att överleva. I det läget valde FSV att sälja sina aktier. Engagemanget kom dock att följa med fram till FSV:s konkurs, eftersom många av företagets låntagare hade pantsatt sina aktier i FPO.

### **Bakgrund till affären**

I början av 1900-talet genomgick flera industribranscher stora omstruktureringar, både vad gällde produktion och organisation. Ny teknik lade grunden för att ersätta småskaligt hantverk med fabriksproduktion och aktiebolagsformen hjälpte till att skaffa fram investeringarnas nödvändiga kapital. Ofta ledde detta till att producenter fusionerades. I vissa fall innebar fusionerna att en monopolsituation uppstod på marknaden. Ett exempel var när de tre tidigare dominerande sockerföretagen slöt sig samman i Svenska Sockerfabriksaktiebolaget 1907, även kallad 'sockertrusten'.<sup>199</sup> På liknande sätt skedde företagsfusioner inom spritindustrin, margarinindustrin, sprängämnesindustrin med flera. *Affärsvärlden* diskuterade under hela perioden fram till 1925 återkommande olika förslag om sammanslagningar inom diverse industrigrenar. Ofta framhöll *Affärsvärlden* det rationella i fusionerna som ett medel att nå specialiseringsfördelar. 1923 konstaterade *Affärsvärlden*: ”Att man i ett stort land med svåröverskådlig ekonomisk organisation lätt kan råka ut för misstaget att bilda företag som innebära onödiga dubbleringar kan man förstå. Men att sådant skall vara så pass vanligt i ett litet land som Sverige, vars resurser och behov kunna så lätt överblickas,

---

<sup>199</sup> Schön 2000, s. 265.

är mera märkligt.”<sup>200</sup> Ett annat argument som fördes fram var att nationella fusioner var positiva för att de kunde hjälpa till att behålla industrin svensk. När exempelvis enskilda företag inom granitindustrin i början av 20-talet köptes upp av tyska intressen var *Affärsvärlden* betydligt mer oroad för det utländska ägandet än monopoltendensen. Man skrev att: ”Det kan visserligen vara en fördel att någon gång genom utländskt kapital företagsamheten stegras inom svensk industri, men ett villkor måste alltid vara att kontrollen förblir svensk.”<sup>201</sup>

I denna förändringsprocess var det självklart att de finansiella intressena var betydande. Frågan är vem som tog initiativet till omstruktureringen, varifrån kapitalet kom, hur produktionen förändrades genom sammanslagningen och så vidare. Emissionsbolagen hade tillkommit just för att hjälpa till med de finansiella arrangemangen vid olika typer av omstruktureringar. FSV hade affärer med flera av dessa företag, exempelvis var det delaktigt i bildandet av AB Fettindustri och lånade ut pengar till Svenska Fönsterglasbruken.<sup>202</sup> Förutom detta var FSV själv drivande i två omstruktureringar som syftade till att skapa marknadsdominerande företag. Det ena var bildandet av Vin- & Spritcentralen i september 1917 och det andra var Förenade Piano- och Orgelfabrikerna (FPO) i februari 1918. Vin- och Spritaffären blev vinstgivande för FSV, medan engagemanget i FPO blev mindre lyckosamt.

Tillverkningen av pianon och orglar var vid 1900-talets början ett hantverk. Branschen hade några tillverkare med fler än 50 anställda, men de flesta var betydligt mindre. Stockholm hade åtminstone 13 fabrikanter av pianon och orglar, varav de flesta endast hade några få anställda. Aktiebolaget Frankel & Co. betraktades med sina 20 anställda som ett av de större i Stockholm. Industribyråns data, som gjorde en marknadsundersökning på FSV:s begäran, visar att de företag som kom att delta i sammanslagningen tillhörde de större tillverkarna, se tabell 5.1. Redan året innan, i mars 1916, hade samarbetet inom pianoindustrin fördjupats i och med bildandet av Svenska Pianofabrikantföreningen, som hade till uppgift att tillvarata medlemmarnas intressen. 22 stycken tillverkare gick med i föreningen, däribland samtliga som kom att ingå i FPO.<sup>203</sup>

---

<sup>200</sup> *Affärsvärlden* 1923, s. 2260.

<sup>201</sup> *Affärsvärlden* 1923, s. 2438.

<sup>202</sup> *Affärsvärlden* 1919 s. 1988.

<sup>203</sup> PM 'angående en event. sammanslagning av den svenska pianoindustrien.' 1917. FSV:s arkiv.

**Tabell 5.1. Antal anställda hos medverkande företag i pianotrusten, år 1917.**

Företag	ungefärligt antal anställda
Aktiebolaget Östlind & Almqvist	60
Aktiebolaget A.G. Rålins Orgel- och Pianofabrik	60
J.G. Malmsjö Aktiebolag	60
Pianofabriks Aktiebolaget Gustafsson & Ljungqvist	60
C. H. Billbergs Pianofabriks Aktiebolag	30
C.B. Pettersons Orgel- och Pianofabriks Aktiebolag	35
Aktiebolaget F. Frankel & Co.	20 <sup>1</sup>

*Källa: Industribyråns utredning*

<sup>1</sup> Frankel drog sig ur trusten först i ett sent skede av förhandlingarna och ersattes av Gävle Orgel- & Pianofabrik

När FPO bildades skickades ett pressmeddelande ut där skalfördelarna betonades: ”Den svenska piano- och orgelindustrien har hittills varit splittrad på många små fabriker, som i allmänhet icke varit i stånd att var för sig utveckla sig i nödig grad. Många hava bedrivits i hantverksmässig skala och både beträffande inköp, tillverkning och försäljning hava dessa fabriker icke kunnat ernå de fördelar, som ett större företag kan vinna. Administrationskostnader samt övriga omkostnader, särskilt för försäljningen, som nu med avsevärda belopp belasta de enskilda bolagen, bliva givetvis mindre, och även i andra avseenden kunna besparingar ernås.”<sup>204</sup>

Överlag visade pianoföretagen upp goda resultat under åren före sammanläggningen. Vinsterna var stabila, det egna kapitalet utvecklades positivt och Industribyrån var genomgående nöjd i sin analys av företagen. När Industribyrån hade besökt Östlind & Almqvist hette det: ”Kontorets organisation lämnade mycket gott intryck; bokföringen fullt modernt ordnad. Omsorgsfull kalkulation verkställes. [...] Avskrivningar hava regelbundet verkställts årligen före vinstens beräkning, varvid i genomsnitt höga avskrivningsprocenter tillämpats.”<sup>205</sup> Det var alltså inte frågan om en rekonstruktion av en bransch i kris, däremot fanns en medvetenhet om att konkurrensen hade stigit i branschen och att den skulle stegras ytterligare om den tyska importen återupptogs.

<sup>204</sup> PM 'rörande Aktiebolaget Förenade Piano och Orgelfabriker.' 1917. FSV:s arkiv.

<sup>205</sup> Industribyråns utredning av Östlind & Almqvist. FSV:s arkiv.

## Förenade Piano- och Orgelfabriker bildas

I januari 1917 bad FSV ingenjör Carl Wilhelm Nyström i Karlstad att sätta samman en lista över de större tillverkarna av piano och orglar i Sverige.<sup>206</sup> Brevet som FSV fick till svar innehöll en lista på 25 företag, varav 16 var medlemmar i intresseföreningen.

I februari skickade FSV ut ett brev till företagen på listan: ”För närvarande pågår, med biträde av oss, underhandlingar mellan några av landets större Orgel- och Piano-fabrikanter om sammanföring av fabrikerna till ett enda bolag. Som känt är nämligen konkurrensen inom denna bransch synnerligen svår, i det att de olika fabrikerna icke blott nedpressa priserna för varandra utan även överbjuda varandra i provisioner och kassarabatter. Genom en sammanslagning skulle ju dessa olägenheter falla bort, och dessutom en del förmåner vinnas: billigare inköp av råvaror, specialisering av tillverkningen, inbesparing av annonsering m.m..”<sup>207</sup> Tolv företag svarade på brevet. Svaren delade upp sig i tre grupper. (1) De som inte var intresserade av samarbete. Svahnqvists Pianofabrik lät exempelvis meddela att: ”Till svar därå vill jag härmed meddela, att jag ej reflekterar på Edert förslag angående sammanföring av landets orgel och pianofabriker till ett enda bolag.”<sup>208</sup>. (2) Några företag ställde sig avvaktande positiva till förslaget men trodde att en sammanslagning skulle vara svår att genomföra. Pianofabriksaktiebolaget Gustafsson & Ljungqvist ansåg att man var tvungen att gå fram med största försiktighet och att detta var en fråga för pianotillverkarnas årsmöte. Man påpekade även att det inte var självklart att FSV skulle få affären. (3) Den tredje gruppen bestod av fem företag, varav fyra slutligen kom att ingå i FPO. Dessa visade intresse för saken och ville veta mer om den planerade affären. CB Pettersons Orgel & Pianofabrik skrev: ”Till svar å Edert ärade af dato får meddela, att jag på grund af den osunda konkurrensen, som på senare tid uppkommit inom branschen redan länge haft den tanken att en sammanslagning af de större fabrikerna vore det bästa sättet att förekomma dylik konkurrens hvarför jag ställer mig intresserad till saken.”<sup>209</sup>

---

<sup>206</sup> Hur FSV kom i kontakt med Nyström och hur intresset för pianoindustrin väcktes har jag inte kunnat reda ut.

<sup>207</sup> Brev från FSV 170213.

<sup>208</sup> Brev till FSV 170324.

<sup>209</sup> Brev till FSV 170213.

### *Lyckade förhandlingar*

Under våren och sommaren 1917 diskuterades villkoren för affären. Värderingen av företagen gjordes av Industribyrå och FSV. Denna värdering låg sedan till grund, med tillägg på mellan 5-10% för goodwill, för den ersättning som varje företag skulle få ut. Hälften av betalningen skulle ske med aktier i det nya bolaget och hälften med kontanter, alternativt preferensaktier. FSV lovade att försträcka kontanta medel genom att överta överblivna preferensaktier. Preferensaktierna skulle alltid ge 7% i utdelning. Utebliven utdelning skulle återgäldas senare, innan utdelningen till stamaktier återupptogs. Preferensaktierna skulle dock aldrig ge mer än 10% i utdelning.<sup>210</sup> FSV tillerkändes en provision för sitt deltagande i affären på 200 000 kronor, som betalades med stamaktier i FPO.<sup>211</sup>

Tanken var att pianofabrikanterna skulle överlåta sina tillgångar och skulder på det nya bolaget och sedan träda i likvidation. Nya dotterbolag skulle sedan startas, med de gamla företagsnamnen. De nya dotterbolagen skulle sedan driva sin rörelse som kommissionsbolag för huvudbolagets räkning.<sup>212</sup> Dotterbolagen bestod trots allt som fristående aktiebolag, om än med FPO som ensam ägare. Följden blev att dotterbolagen kunde gå i konkurs var för sig, vilket också kom att hända eftersom integreringen av verksamheten aldrig blev så långtgående som man först tänkt sig.

På styrelsemötet den 20:e november 1917 togs beslutet att FSV skulle medverka vid bildandet av FPO. Styrelsen beslöt även att de aktier som FSV övertagit i FPO skulle emitteras till 103% och även erbjudas till Institutets aktieägare.<sup>213</sup> Den 11:e februari 1918 registrerades Förenade Piano- & Orgelfabriker av Kungliga Patent- och Registreringsverket. De nya bolagets stiftare var, förutom FSV och direktörerna vid de ingående pianofabrikerna, även tonsättaren Vilhelm Pettersson-Berger och professorn vid Kungliga Musikaliska Akademien Gustaf Hägg. Även Wilhelm Stenhammar kunde knytas till företaget.<sup>214</sup> Till verkställande direktör utsågs Anton

---

<sup>210</sup> Brev från FSV till berörda företag.

<sup>211</sup> Att ersättningen till de gamla ägarna, samt FSV, betalades ut i aktier ligger väl i linje med den tidigare diskussionen om de flytande gränser kring vad skall räknas som pengar – och förtroendets centrala roll. I en situation där ett nytt företag etableras är det naturligt att förhoppningarna är stora och förtroendet stort. Det gör det möjligt att betala med pengar som är mindre likvida, alltså aktier.

<sup>212</sup> *PM rörande omorganisationen, 1917*. FSV:s arkiv.

<sup>213</sup> Styrelseprotokoll 171120.

<sup>214</sup> Att man lyckades värva dessa berömda namn var givetvis en fjäder i hatten eftersom det möjliggjorde att man kunde snylta på dessa herrars renommé. I företagets reklamblad uttalade sig

Almqvist, från AB Östlind & Almqvist. Aktierna ställdes ut på nominellt 100 kronor och aktiekapitalet bestämdes till 4 000 000 kronor, alltså 40 000 aktier.

Aktierna förefaller ha fördelats så att vart och ett av dotterbolagen fick omkring 3 000 aktier, beroende på värderingen av deras företag, och att FSV övertog 6 000 aktier. De resterande 13 000 aktierna tecknades av allmänheten. Teckningen sköttes av Industribanken, som i första hand erbjöd sina kunder att teckna aktier på samma villkor som FSV:s aktieägare, alltså till 103% av emissionskursen. Industribanken skrev i sitt prospekt att ”undersökningar, som vidtagits i samband med denna sammanslagning visat att stora utvecklingsmöjligheter förefinnas för det nya bolaget, varför dessa aktier torde bli ett gott räntebärande papper”.<sup>215</sup> Större poster i FPO kom att hamna hos personer med anknytning till FSV och hos andra emissionsbolag. Bland de större aktieägare fanns Erik Brodin, Conrad Mark, Alb. Söderberg & Co, Sydsvenska Emissionsaktiebolaget och AB Värdeförvaltning.

FSV fortsatte även efter bolagets bildande att leta fler pianotillverkare. På våren 1918 tog FSV upp en diskussion med Sigurd Brolin om aktiemajoriteten i AB Svenska Pianofabriken. Förhandlingarna gick i stöpet men Brolin verkade angelägen och återkom i februari 1919. FSV var fortfarande intresserat och bad att få träffa Sigurd Brolin. De möttes och Brolin lade fram sitt förslag. Efter mötet skickade FSV ett brev till Brolin angående den föreslagna uppgörelsen: ”Återkommande till vårt samtal i Stockholm föregående vecka och Edert erbjudande av aktiemajoriteten i Aktiebolaget Svenska Pianofabriken får jag härmed meddela att AB Förenade Piano och Orgelfabriker icke hava något intresse av ett dylikt förvärv dels på grund av Edert bolags fullständiga illikviditet, dels på grund av föregående års trots de synnerligen goda konjunkturerna dåliga resultat. Att under sådana förhållanden tänka sig ett pris över pari för Edra aktier är naturligtvis fullständigt omöjligt. Kan ni eventuellt framkomma med ett förslag till åstadkommande av en likvid ställning för bolaget och reducera era anspråk till betydligt under pari, är jag villig att upptaga saken ånyo. Högaktningsfullt Svenska Finansinstitutet”.<sup>216</sup> Brolin återkom sedan ännu en gång i

---

Stenhammar: ”Bästa material och omsorgsfullaste arbete göra AB Förenade Piano och Orgelfabrikers flyglar och pianon till de utmärkt goda, solida och i förhållande till sin kvalitet icke dyra instrument de äro.”

<sup>215</sup> Cirkulär till bankens kunder.

<sup>216</sup> Brev från FSV till Brolin 190226.

januari 1920 och ville då sälja Stockholms Pianofabrik. Inte heller denna gång kom någon affär till stånd.

### **Trustens verksamhet**

#### *Stigande skulder, stagnerande verksamhet*

1918 var bolagets första verksamhetsår. Intäkterna uppgick till 1 303 000 kronor och nettovinsten blev 563 000 kronor, varav 150 000 fonderades i skattefonden. Av den uppkomna vinsten lämnades 7% i utdelning, motsvarande 280 000 kronor, och resten balanserades. FPO skördade frukterna av den upphaussade krigsekonomi samtidigt som importen ännu var liten. I relation till andra företags vinster under samma period framstår dock FPO:s 'krigsvinster' som mycket måttliga. I oktober 1918 tog FPO upp en löpande räkning i Industribanken på 200 000 kronor och ett förlagslån på 300 000 kronor, mot säkerhet i dotterbolagens aktier.

FSV lät Industribyrån göra en utredning rörande produktionen vid de olika fabrikerna. I januari 1918 var utredningen klar. Industribyrån pekade på de möjligheter till effektivisering som den ansåg vara möjliga. Utredningen beskrev hur man skulle effektivisera produktionen på kort sikt och att specialisera den på längre<sup>217</sup>: ”Beträffande frågan om snickerierna äro vi av den åsikten att dessa om möjligt böra tillverkas på ett ställe [...] Det kan ju tänkas att denna blir förlagd så, att det skulle vara fördelaktigast att här inrätta en modern snickeriverkstad, som tog hand om hela trustens behov.” En gemensam snickerifabrik skulle dessutom underlätta den andra aspekten av specialiseringen som utredningen pekade på: ”Vid brevskrivarens senaste samtal med direktör Almkvist berördes frågan om reducering av antalet typer i de olika fabrikernas tillverkning. Detta anse vi vara en synnerligen viktig sak och givetvis den första som bör komma i verkställighet.” Industribyrån föreslog en långsiktig specialiseringsstrategi där dåvarande produktionsenheter bibehölls men där expanderande produktion förlades till gemensamma anläggningar: ”På detta sätt kommer frågan om utvidgning för många av dessa att förfalla och följderna blir en småningom skeende centralisering, som dessutom har den fördelen att den försiggår så att säga av sig självt.”. FPO följde i stort sätt utredningens rekommendationer, vilket gjorde att en specialisering aldrig kom till stånd – eftersom efterfrågan vek och

---

<sup>217</sup> Industribyråns utredning 180126. FSV:s arkiv.

expansionen uteblev. Den enda ytterligare diskussion om specialisering som jag har funnit är från styrelsemötet i december 1918 då man diskuterade frågan om specialisering av fabrikerna. Man beslöt då att upphöra med pianotillverkningen i Herrljunga.

Året efter, 1919, sjönk intäkterna till 735 107 kronor och nettovinsten efter skatt blev bara 23 009 kronor. Ingen aktieutdelning skedde. Samtidigt stegrades skuldsättningen genom att FPO ökade sin löpande räkning i Industribanken, som under året uppgick i Nordiska Handelsbanken, till 1 000 000 kronor. Vid årets slut var 745 705 kronor av den löpande räkningen upplånad. I förvaltningsberättelsen anges ”extra ordinärt ogynnsamma förhållanden” vara förklaringen till det dåliga resultatet. Dels anfördes ökande internationell konkurrens, dels att företagets samtliga fabriker drabbades av en närmare sex månader lång strejk, som innebar att en total arbetsnedläggelse.<sup>218</sup> Den ökande internationella konkurrensens negativa effekt på företaget kom till uttryck i ett brev till Konungen som FPO skickade i mars 1919. Tysklands krigsförhållanden hade gjort att man där varit hänvisat till sämre råvaror vilket, menade man, inverkade på varornas kvalitet. Om denna billiga, men lågkvalitativa, import fick fortsätta skulle följderna bli, varnade FPO, att de svenska pianofabrikerna skulle slå igen och över 700 personer avskedas. Anledningen var, enligt brevskrivarna, att stycktullen hade halverat det effektiva tullskyddet i och med att inflationen fördubblat pianopriserna. En 30% tull föreslogs, ungefär en fördubbling, men eftersom det kunde ta tid att föra diskussionerna i hamn ville man tills vidare ha ett importförbud. Brevet avslutades med: ”Vår avsikt med detta vårt senaste förslag är icke att den lojala importen av fullgoda instrument skulle förhindras – licens torde i sådana fall kunna beviljas – men då vi hava en dyrköpt erfarenhet av att hit importerade instrument av synnerligen underhållig beskaffenhet /billig lyx/, vilka här i landet har funnit avsättning till relativt höga priser, och att såsom importörer uppträda personer, som utan erfarenhet inom branschen på ett oblygt sätt ockrat på allmänhetens okunnighet.”<sup>219</sup>

Även 1920 blev ett dåligt år. Vinsten uppgick till knappa 56 146 kronor. Samtidigt fortsatte skulderna att öka från cirka 1 till 1,5 miljoner kronor, med närmare 90% koncentrerat till Nordiska Handelsbanken. Även detta år skyllde man det dåliga

---

<sup>218</sup> Årsredovisning 1919.

<sup>219</sup> Brev till Konungen 190319. FSV:s arkiv.



resultatet på billig import och kvardröjande effekter av strejken året innan, 'någon ljusning härutinnan synes utan ökat tullskydd icke för närmaste framtiden möjlig'. Att FPO anförde importen som skäl för den sjunkande lönsamheten var inte underligt eftersom ett tyskt piano från en välkänd firma kostade runt 1000 kronor medan ett likvärdigt svenskt piano kostade mellan 2000 och 2500 kronor.<sup>220</sup> I ljuset av de skilda kostnadslägena mellan Sverige och Tyskland kommer FPO:s anklagelser om låg kvalitet på importpianon i annan dager.

### *Deflationskrisen slår till*

Som om FPO inte brottades med tillräckligt svåra problem vek efterfrågan på grund av deflationskrisen. Tabell 5.2 visar att försäljningen stagnerade redan under 1920, för att sedan mer än halveras under 1921.

**Tabell 5.2. Försäljning i FPO första halvåret, antal & Tkr**

År	<i>flyglar (st)</i>	<i>pianon (st)</i>	<i>orglar (st)</i>	<i>försäljningsvärde (Tkr)</i>
1919 <sup>1</sup>	24	353	1137	1,430
1920	17	421	865	1,603
1921	6	194	471	729
1922	14	400	545	994
1923	15	473	601	1,117

Källa: FPO, Ekonomirapport

<sup>1</sup> Eftersom statistiken bara gäller första halvåret så påverkas statistiken inte av strejken.

För att få sålt några instrument överhuvudtaget var tvingades FPO att tillgripa kraftiga rabatter och provisioner. Till detta kom att äntekostnaderna steg och för verksamhetsåret 1921 redovisade FPO en förlust på 133 759 kronor. Samtidigt påpekar *Affärsvärlden* i sin analys av FPO att dotterbolagen hade värderat sina anläggningstillgångar väldigt positivt och att dessa skulle behövas skrivas ned med tanke på konjunkturen.<sup>221</sup> I förvaltningsberättelsen beklagade sig styrelsen över att de upprepade framställningarna till statsmakterna om ökat tullskydd hade lämnats obesvarade. Skuldsättningen ökade inte i nominella termer under året, däremot medförde deflationen att lånebördan upplevdes tyngre.<sup>222</sup>

<sup>220</sup> *Affärsvärlden* 1921, s. 1372.

<sup>221</sup> *Affärsvärlden* 1921 s. 1372.

<sup>222</sup> Årsredovisning 1921.

1922 innebar visserligen en vändning när det gällde försäljningen, som framgår av tabell 5.2. Vändningen var trots detta inte tillräcklig för att visa vinst och förlusten för året blev 14 502 kronor. Östlind & Almqvist drabbades av en större eldsvåda, men återuppbyggnaden gick snabbt då byggnaderna var fullt försäkrade och 'efter omändringarna äro dessa anläggningar de mest moderna och storslagna inom branschen i Skandinavien'. *Affärsvärlden* påpekade återigen att dotterbolagen inte hade gjort några synliga avskrivningar på anläggningstillgångarna, däremot hade bankskulden minskat något.

Åren 1923 till 1925 visade FPO visserligen vinst, men den var inte stor och inte något år gjordes någon aktieutdelning. Som förklaring till de dåliga resultaten pekade *Affärsvärlden* på de pressade priserna som den tyska importen medförde. De främmande skulderna höll sig runt 1,4 miljoner kronor, men vid bolagsstämman 1924 skrevs det egna aktiekapitalet ner från fyra till två miljoner kronor.

#### *Fortsatt svag utveckling*

FPO:s utveckling har följts fram till 1941 i *Affärsvärlden*, som varje år gjorde en kort analys av bokslutet. På det hela taget gick det knackigt för företaget. Visserligen gjordes vinst vissa år men i princip hela vinsten gick åt till att genomföra en 5%-ig aktieutdelning. FPO byggde inte upp några reserver och några större investeringar gjordes inte heller. Företaget lyckades inte föra samman verksamhet och vid slutet av 30-talet gick Billbergs och Rålins i konkurs. Företagets dåliga resultat skedde trots att importen minskade, bland annat på grund av höjda tullar och kronans depreciering. Istället för den billiga importen försökte FPO förklara den dåliga utvecklingen med grammofontillverkningens utveckling som dämpade efterfrågan på pianon. 1941 var sista året som *Affärsvärlden* analyserade företagets bokslut, då hade man redan några år tidigare slagit fast att "Då marknaden har ett mycket litet intresse i dessa aktier, anse vi det onödigt att ägna mera utrymme åt detta bokslut."<sup>223</sup>

#### **Affärens finansiella konsekvenser**

Bildandet av FPO illustrerar dels den koncentrationsprocess som pågick inom näringslivet under 1910-talet, dels bubblan efter 1:a Världskriget. FSV:s inblandning

---

<sup>223</sup> *Affärsvärlden* 1938, s. 698.

i båda dessa processer var symptomatisk. Affären har även studerats på mikronivå, för att utröna vad sammanslagningen fick för konsekvenser för de inblandade aktörerna. I materialet finns exempel på hur några personer handskades med sina aktieinnehav i FPO och FSV:s roll i dessa affärer.

### *FSV som förmedlare*

Claes Andersson, styrelseledamot i FSV, köpte initialt 250 aktier i FPO. 1920 ville han realisera sin post och frågade om FSV kunde sälja aktierna för hans räkning. FSV lyckades finna köpare till 125 aktier, till ett pris av 60 kronor per styck. Försäljningen betalades med 10% kontant och resten mot revers, med aktierna som säkerhet. För att förmedla detta köp tog FSV 22 kronor och 50 öre i kommission. Avtalet innebar att köparen endast behövde betala räntor de första tre åren om inte utdelning skedde på aktierna. Om det blev utdelning så skulle hälften av denna användas till amortering på lånet. Reverslånet var ställt mellan Claes Andersson och köparen vilket innebar att Claes Andersson var den som tog risken och inte FSV, som endast skötte det administrativa.<sup>224</sup>

1923 kunde låntagaren inte längre betala av på skulden. FSV krävde då in, för Claes Anderssons räkning, den i stort sett värdelösa panten. Aktierna slussades sedan vidare till Claes Andersson. I detta fall var FSV endast förmedlare av transaktionerna; först som kommissionär åt FPO vid bolagets bildande, sedan som kommissionär åt Claes Andersson när han ville sälja och slutligen som mellanhand mellan Claes Andersson och köparen av aktierna. FSV förlorade således inga pengar. Claes Andersson däremot gjorde först kursförlust på aktierna, som han köpt för 103 kronor per styck och sålt för 60 kronor,. Sedan fick han inte in hela skuldbeloppet eftersom köparen inte klarade av att betala lånet.

### *Pianoaktier i konkursbo*

I deflationskrisens spår följde många konkurser. En av dem som hamnade i svårigheter var godsägaren Sigfrid Mark. Han hade lånat pengar av FSV mot säkerhet i aktier, dessutom var Mark även skyldig 12 andra kreditgivare närmare 3 miljoner kronor. På styrelsemötet i april 1925 behandlade FSV en ackordsframställan från

---

<sup>224</sup> Brevväxling mellan Claes Andersson och FSV, juni/juli 1920.

Sigfrid Mark, som vid tillfället var skyldig FSV 537 386 kronor. Som säkerheter hade FSV aktier i Claes Johansson & Co:s Väveri AB, FPO, SKF samt inteckningar i Marks gods. Dessa säkerheter värderades till 327 385 kronor. En av fordringsägarna, Enskilda Banken i Vänersborg, erbjöd sig att ta över godset mot att alla inteckningar i godset utan ersättning skulle lämnas till banken. Därigenom skulle bristen för FSV öka med ytterligare 116 500 kronor. Det som Enskilda Banken betalade för godset skulle sedan räcka till ett ackord på 5,4%, vilket för FSV skulle innebära att man erbjöds 17 631 kronor som kompensation för den brist på 326 501 kronor som skillnaden mellan skulden och säkerheternas värde medförde. Problemet var att FSV hade rebelånat säkerheterna i Skandinaviska Kreditaktiebolaget. FSV hade kontaktat Skandinaviska Kreditaktiebolaget och gjort en framställan om att få tillbaka inteckningarna i Marks gods och att skulden skrevs ner med 116 500 kronor mot att Skandinaviska Kreditaktiebolaget fick FSV:s ackordsbelopp. ”Då ackordet genom detta tillmötesgående från Skandinaviska Kreditaktiebolaget bleve synnerligen förmånligt för Institutet, beslöt styrelsen enhälligt antaga detsamma.”<sup>225</sup>

Sammantaget blev FSV:s förlust på Sigfrids Marks lån 209 704 kronor. Att säkerheterna inte räckte till när Sigfrid Mark inte kunde betala sina lån berodde både på att värdet på aktierna och godset hade sjunkit kraftigt. Aktierna i FPO, som nominellt hade ett värde på 100 kronor, värderades i april 1925 till 12 kronor. Även aktierna i Claes Johansson & Co:s Väveri AB hade tappat 90% av sitt värde.

#### *Aktieköp bland de anställda direktörerna*

På sommaren 1920 anställdes Major Gustaf Ljungberg och Direktör Eskil Lundén i FPO. I samband med anställningen erbjöds de att köpa aktier i FPO. Ljungberg köpte 4 000 stycken och Lundén köpte 3 240 stycken, för 60 kronor per aktie. Köpet betalades med 10 kronor kontant och ytterligare 50 kronor mot revers, med aktierna som säkerhet.<sup>226</sup> Huvuddelen av aktierna var FSV:s egen post, som man på detta sätt blev av med. FSV gjorde dock en rejäl förlust på innehavet. Aktierna hade på ett och ett halvt år tappat 40% av sitt värde.

---

<sup>225</sup> Styrelseprotokoll 250424.

<sup>226</sup> Styrelseprotokoll 200713.

Lundén och Ljungberg satte sig alltså i skuld på mellan 150 000 och 200 000 kronor, en mycket stor summa för tiden. Två år senare inkom till FSV ett brev från Eskil Lundén där han ber om lindring i räntevillkoren. Bitter i tonen skrev Lundén att utsikter till utdelning och tantiemer var mycket lovande när kontraktet slöts, något som snart ändrade sig radikalt. Lundén skrev: ”Vi stå därför med all säkerhet inför utsikten att, efter ett par års ytterligare strängt och ansvarsfullt arbete, ekonomiskt vara sämre lottade än före detta aktieköp. Vårt bolags aktier säljas ju numera till en kurs, som betydligt understiger 10 kronor per styck.”<sup>227</sup> Brevet togs upp på styrelsemötet i oktober och FSV avslog Lundéns förfrågan med motiveringen att FSV för egen del var tvungen att låna upp pengar på marknaden och att man därför inte kunde låna ut pengar till under gällande ränta.<sup>228</sup>

1924 återkom Eskil Lundén med en hemställan om lindring i räntevillkoren. Denna gång anförde Lundén att de ’abnormt höga räntor’ som gällde åren efter aktieköpet tvingat honom att skuldsätta sig ännu mer för att klara sina betalningar. Lundén bifogade också en uppställning över sin personliga budget. Med en årsinkomst på 36 000 kronor tvingades Lundén avsätta 20 000 kronor för sina aktielån, varav 13 000 hänförde sig till räntor och 7 000 kronor var amortering. ”Då förhoppningarna på en utdelning å aktierna i Aktiebolaget Förenade Piano- & Orgelfabriker år efter år icke uppfyllts, har jag icke kunnat se annan utväg än att vördsamt hemställa till Finansinstitutet, att ränta å mitt lån från och med den 1 januari i år och hädanefter icke måtte beräknas efter högre procentsats än 6%.”<sup>229</sup> På styrelsemötet den 31:e mars gick man med på att sänka räntan på Lundéns lån till 6%.

Exakt hur stor FSV:s förlust blev är svårt att utröna. Dels för att FSV i första läget fått de 6 000 aktierna i provision för bildandet av FPO, dels för att materialet inte har några uppgifter om lånens slutreglering (med eventuella ackordsuppgörelser). Klart är att värdet på aktierna föll från 100 kronor i utgångsläget till 12 kronor i december 1925. Av denna värdeminskning tog FSV hälften direkt som avskrivning och andra hälften utgjordes av nödlidande aktielån till Ljungberg och Lundén.

---

<sup>227</sup> Brev till FSV 220930.

<sup>228</sup> Styrelseprotokoll 221006.

<sup>229</sup> Brev till FSV 240327.

## Avrundning

FPO var en av FSV:s första affärer. Redan i januari 1917 skickade man ut förfrågan till de olika pianotillverkarna. Om man analyserar affären ur ett fusions- och emissionsperspektiv var det en framgångsrik affär, eftersom man lyckades både ena tillverkarna och få ut aktierna på marknaden. Däremot lyckades FPO aldrig skaffa sig en marknadsdominerande ställning. Av det drygt tjugotalet företag som fanns med i de inledande förhandlingarna var det endast sex som slutligen anslöt sig till FPO. Därtill kom konkurrensen från tysklandsimporten.

Affärens problem var att de ingående företagen värderades högt.<sup>230</sup> I kombination med stigande tysk konkurrens och deflationens fallande efterfrågan skapade värderingen problem. När man försökte lösa dem genom misslyckad protektionistisk lobbyverksamhet och ökade bankskulderna blev problemen akuta. För FSV:s del hade detta inte behövt vara ett bekymmer om det inte vore för (1) att man hade behållit aktier för ungefär en halv miljon kronor för egen del och (2) att man hade belånat stora mängder av sina kunders aktier i FPO. Den egna posten realiserades under 1920 för 60 kronor per aktie, vilket innebar att aktierna tappat 40% i värde på två år. FSV fick dock endast 10 kronor kontant, resten betalades med revers (med FPO-aktierna som säkerhet). Följden blev att FSV kom att göra stora förluster på dessa och andra nödlidande lån där aktier låg som säkerhet.

FPO förmådde inte att föra samman verksamheten på ett sådant sätt att det uppstod några skalfördelar. Under hela den undersökta perioden brottades FPO med lönsamhetsproblem som bottnade i en överkapitalisering kombinerad med att produktionen inte rationaliserades. Istället utvecklades projektet till en ren finansiell transaktion där produktionen fortsätta att vara hantverksmässig men där aktierna i det nya bolaget användes för vidlyftig belåning av olika aktörer. Självklart går det inte heller att bortse från de yttre omständigheterna, framförallt då deflationskrisen, som gjorde att efterfrågan på pianon och orglar sjönk kraftigt.

---

<sup>230</sup> Eftersom de gamla ägarna fick ut aktier i FPO motsvarande värdet av sina gamla bolag fanns det ett incitament för dem att få en så hög värdering som möjligt av sina gamla bolag.

## 6. Aktiebolaget CE Johansson

Kapitlet behandlar FSV:s engagemang i 'snilleindustrin' Aktiebolaget CE Johansson (CEJ). Tidsmässigt sträckte sig engagemanget från ett halvt till fyra år, beroende hur man räknar. I första hand handlade affären om innovationsexploatering. Genom att öka kapitalet, både eget och främmande, skulle man skaffa sig kraft att nå ut på världsmarknaden. I detta arbete bistod FSV genom att köpa upp CEJ, öka aktiekapitalet och sälja av aktierna. Liksom i flera andra affärer kom dock FSV att behålla en större post i bolaget och samtidigt engagera sig i styrelsearbetet. I likhet med i många andra tidens företag kom skulderna att ökas alltför mycket och projektet havererade på grund av sin forcerade expansion. FSV:s engagemang kom från 1919 alltmör att handla om rekonstruktionsförsök och interna stridigheter. Affären är också intressant för att det är den affär som mest utförligt behandlades i *Affärsvärlden*. Genom att jämföra tidningens artiklar med företagets eget arkivmaterial kommer *Affärsvärldens* roll som aktör till tydligt uttryck – hur bubblan understöddes på väg upp och hur *Affärsvärlden* sedan skrev ner bolaget när bubblan spruckit.

Efter interna bråk och rekonstruktion av bolaget i början på 20-talet kom dock företaget på fötter igen och efter det ville man helst glömma de turbulenta åren. Minneskriften från 1936, *De första 25 åren*, är talande härvidlag. FSV nämns överhuvudtaget inte.<sup>231</sup>

### Från uppfinning till innovation

*'Snillet', hans uppfinning och hans företag*<sup>232</sup>

Carl Edvard Johansson föddes 1864 i Västmanland i en fattig bondefamilj. Han skulle ha blivit skomakare, men satte istället upp en egen smedja i vilken han lagade böndernas verktyg. Vid 18 års ålder följde han sin storebrors fotspår och reste till Amerika och blev borta i två år, där han en kort tid studerade på college. När han kom hem började Johansson jobba som filare på en mekanisk verkstad i Eskilstuna samtidigt som han läste vid sidan om. Han utmärkte sig som elev och blev antagen som besiktningsrustmästare vid Carl Gustafs Stads Gevärsfaktori. Precisionsmätningen

---

<sup>231</sup> CE Johansson 1936.

<sup>232</sup> Avsnittet baseras på Althin 1947.

var central för att produktionen skulle fungera, eftersom fabriken arbetade efter Eli Whitneys system med utbytbara delar. Vid denna tid användes olika sorters passbitar för att precisionsmätta. Problemet var att det inte fanns någon enhetlig standard för passbitarna. Johansson skissade på ett standardutförande och 1896 presenterade han sin kombinationsmåttssats bestående av 102 bitar, med vilket man kunde mäta 20 000 mått mellan 1 och 201 mm. Kombinationsmåttssatsen visade sig vara av mycket hög kvalitet och det fanns onekligen en stor efterfrågan på marknaden.<sup>233</sup>

Det stod snart klart för Johansson att potentialen för hans uppfinning inte stannade vid Sveriges gränser och han vände sig tidigt ut mot den internationella marknaden. 1907 fick Johansson ett stort erkännande när amerikanska kontrollbyrån i Washington skrev att måttssatsen var noggrannare än något man tidigare sett och han fick epitetet 'the most accurate man in the world'. Efterhand tog Johansson fler patent och produktsortimentet utökades med kontrollmått, håltolkar och hakmått. 1911 bildade han Aktiebolaget CE Johansson, även om det dröjde till 1914 innan Johansson tog avsked från gevärsfabriken för att på heltid ägna sig åt företaget. Antalet anställda ökade snabbt från 32 personer år 1913 till 200 vid slutet av 1:a världskriget. Företagets omsättning ökade, som framgår av tabell 6.1, i samma omfattning.<sup>234</sup>

**Tabell 6.1. Aktiebolaget CE Johanssons omsättning 1911-16 (Tkr)**

År	1911	1912	1913	1914	1915	1916
omsättning	90	110	130	180	480	960

Källa: Årsredovisningar 1911-16

Företagets tillväxt skedde med internt genererat kapital. Aktiekapitalet och de främmande skulderna ökade bara marginellt, trots att omsättningen tiodubblades. Johansson själv, som först och främst var ingenjör, var skeptisk till att sätta sig i

<sup>233</sup> Bitarnas minimala felmarginall, under 0,001 millimeter, imponerade stort på samtiden. Se Althin 1947, s. 80.

<sup>234</sup> En stor framgång för företaget var när den amerikanska militären gjorde Johanssons system till standard vid produktionen av krigsmateriel. I den storbröstade historieskrivningen, som plägar omgärdas 'snillen', har det därför skrivits att: 'med någon överdrift har därför sagts att C.E. Johanssons passbitar vunno det första världskriget'. Se Althin 1947, s. 131.



skuld.<sup>235</sup> Denna avoga inställning till att expandera verksamheten genom kredit kom till uttryck i verksamhetsberättelsen 1915. Där berömde man sig själva för att ha skrivit ner de immateriella tillgångarna till noll med motiveringen: ”Afskrivningen å uppfinningar har sin orsak i att desamma visa en tillgång som i verkligheten ej har något reallt värde hvadan desamma böra i dess mån bolaget kan afföras.”<sup>236</sup> Denna inställning gjorde på samma gång företaget stabilt och instabilt. Stabilt i den bemärkelsen att man inte var direkt beroende av hur affärerna faktiskt gick eftersom ställningen var i det närmaste 100%-igt konsoliderad. Samtidigt var situationen, som det skulle visa sig, instabil eftersom de lågt nedskrivna tillgångarna gjorde att företaget var ett mycket intressant objekt för spekulanter och därmed löpte risk att bli uppköpt.

#### *De första kontakterna*<sup>237</sup>

I mars 1917 fick Johansson, som ägde drygt 80% av aktierna i CEJ, ett brev från verkställande direktören i Nordiska Kullager Nils Wallenius. I brevet frågade Wallenius om Johansson skulle vara beredd att sälja CEJ. Att Wallenius kände till CEJ är inte underligt eftersom kullager var en typisk bransch där kombinationsmåttsets användes. Wallenius intresse för finansiella affärer var inte heller förvånande med tanke på att Wallenius varit en av initiativtagarna till Finansgruppen och dessutom var Wallenius delägare i AB Verkstadsintressenter, som köpte och sålde aktier i verkstadsföretag. Wallenius var även i kontakt med chefen för CEJ:s amerikanska dotterbolag, Fahle Hammar. Hammar, som troligtvis såg en chans att stiga i graderna, talade sig varm för affären.<sup>238</sup> Han lät utarbeta en rapport över bolaget, som han skickade till Wallenius, där han argumenterade för att omsättningen inom något

---

<sup>235</sup> Johansson uttryckte sitt ogillande: ”Att använda lånade medel har varit min fasa, dels därför att jag icke velat riskera att andra skulle förlora på mig, som även att skuldsatt skulle jag ej äga ro att med full energi arbeta för fullföljandet av en viss uppgift och sålunda ernående av det uppställda målet” från Althin 1947 s. 70.

<sup>236</sup> Kommentar till verksamhetsberättelsen 1915.

<sup>237</sup> Min bild av bakgrunden till affären skiljer sig markant åt från Althins skildring. Althin hävdade att uppköpet tvingades fram av en prekär ekonomisk situation. Detta, menar jag, är en tolkning som är mycket svår att göra eftersom kreditexpansionen (och de större nybyggnationerna) skedde först efter FSV:s uppköp. Därför är det svårt att hävda att CEJ, i början av 1917, var i händerna på sina kreditgivare. Min tolkning är snarare att Johansson såg den dubbla möjligheten att expandera verksamheten samtidigt som han fick bra betalt för att avstå en del av kakan.

<sup>238</sup> När affären gått igenom blev det också bestämt att Hammar skulle bli VD från 1/1 1918. På grund av konflikter i styrelsen kom dock beslutet aldrig att fullföljas eftersom Hammar sa upp sig.

år skulle komma upp i sju miljoner och företaget visa en vinst på över två miljoner kronor.<sup>239</sup>

Johansson verkar dock inte ha låtit sig övertalats direkt av Wallenius för när han i juli föredrog frågan på den extra bolaggstämman påpekade Johansson att han 'efter upprepade framställningar från en spekulant' nu övervägde att sälja sin del i bolaget. Bolaggstämman godkände affären, vilket hembudsklausulen krävde. I ett brev till en av styrelseledamöterna i CEJ skrev Johansson att det var svårt att lämna 'vårt verk i andras händer då vi så mycket knogat därpå', men att det inte skulle vara 'rätt att ej reflektera på ett sånt anbud, som nu gifvits'.<sup>240</sup> Med tidens mått rörde det sig om stora pengar som Johanssons erbjöds för att släppa in utomstående placerare.

FSV blev indraget i affären genom Wallenius, som mot ersättning överlät själva affärens genomförande på FSV. På styrelsemötet i juli 1917 redogjorde vice verkställande direktören för underhandlingarna som pågick med CEJ. Några dagar tidigare hade en av FSV:s medarbetare varit på besök i Eskilstuna. Personen<sup>241</sup> hade studerat fabriken och räkenskaperna och talade sig nu varm för affären. Han menade att prognoserna för företagets utveckling klart visade att vinsten skulle kunna förränta ett kapital på fem miljoner kronor, varför man borde köpa upp företaget och snarast öka aktiekapitalet. En sådan operation skulle genomföras genom att de fasta tillgångarna kraftigt uppvärderades och att patenten och tillverkningshemligheterna uppvärderades från noll till två miljoner kronor. Därmed skulle man definitivt bryta med Johanssons försiktiga synsätt.

Brevet avslutades med: "[J]ag anser, att bästa affären för Finansinstitutet är att behålla så mycket som möjligt kvar och minst 3.000.000:-. Om Institutet sedan behöver penningar är det ingen konst att då realisera en ytterligare post. [...] Jag anser hela affären som ett fynd och kan icke tänka mig möjligheten, att Finansinstitutet skulle släppa den."<sup>242</sup>

---

<sup>239</sup> Brev från Hammar till Wallenius 170712.

<sup>240</sup> Brev från Johansson till Hyltén-Cavallius 170727.

<sup>241</sup> Det går inte att tyda namnteckningen eftersom den är mycket svag, men det är tydligt av brevets ton att det är skrivet av någon i den inre kretsen.

<sup>242</sup> Brev till FSV 170719.

### *Affärens genomförande*

Förhandlingarna gick i lås i början av augusti. Notan för köpet hamnade på 4 530 000 kronor. För att betala köpet beslutade styrelsen att ett lån på 3 000 000 kronor skulle upptas i Industribanken mot säkerhet av de 250 aktierna i CE Johansson. För lånet skulle FSV betala ränta, löpande med 6.5%, samt 20% vinstdelaktighet de närmast tre följande åren. Denna provision skulle dock utgöra minst 75.000 kronor, vilket skulle betalas vid lånets utbetalande.<sup>243</sup>

Det framgår av avtalet att uppfinningarna var centrala för köpet. §6 handlar om rätten till de uppfinningar som Johansson redan gjort och §7 om de uppfinningar som kunde tänkas ligga i framtiden, 'nya uppfinningar, respektive patentbara förbättringar (tilläggsopatent) samt metoder inom mätverktygsbranschen skola hembjudas till aktiebolaget CE Johansson till billigt pris'.

I affären ingick även att FSV köpte upp det amerikanska dotterbolaget, The Swedish Gage Co. Som ett tillägg till avtalet gick Johansson med på att stanna kvar inom företaget i minst två år, samt använda 750 000 kronor av likviden för att teckna nya aktier i företaget vid den planerade nyemissionen. Både det faktum att Johansson stannade kvar och att han tecknat nya aktier kom sedan att användas som ett försäljningsargument när FSV sålde av delar av sitt engagemang.

### **Från innovation till spekulation**

#### *Att tala för sin sak*

Varje avlyft på en andrahandsmarknad kräver övertalning. Det handlar om att välja sina ord så att spekulanterna blir beredda att ta riskerna som en investering innebär. Det var detta moment som återstod för FSV när man gjort upp affären med Johansson. Visserligen bestämde man sig för att behålla en anseelig post, men den största biten skulle ändå säljas på marknaden.

Johansson var själv väl insatt i konsten att tala för sin sak, han hade i ett tjugotal år presenterat sin idé för patentverk och vetenskapliga mässor, men Johansson hade i första hand vänt sig mot ingenjörerna och i någon mån mot kunderna.<sup>244</sup> När FSV

---

<sup>243</sup> Styrelseprotokoll 170809.

<sup>244</sup> Exempelvis som när Johansson 1903 presenterade sitt måttssystem för *Société d'Encouragement pour l'Industrie Nationale* i Paris eller när han 1908 talade inför Sveriges Verkstadsförening med föredraget 'Vikten af noggranna mått inom verkstadsindustrien' se Ahlström 2001, s. 4-5.

kom in i bilden förändrades detta och kommunikationen vändes istället mot presumtiva spekulanter. Därmed förändrades också språket och metoderna för kommunikationen – tonen höjdes och tekniken omtalades i mindre detalj. I utskicket som FSV distribuerade till sina finansiella kontakter omnämndes själva uppfinningen på sex rader, i ett brev på fem sidor. Istället betonades tre andra faktorer som, enligt FSV, talade för att satsa pengar i företaget.<sup>245</sup> (1) Kopplingen till SKF:s fantastiska framgång: ”Det är vår fulla övertygelse, att A.Bol. CE Johansson fabrikat är en världsartikel, fullt jämförlig med kullager, och att bolaget kan emotse en lika snabb utveckling som kullagerfabrikerna.”. I utskicket pekades också på att SKF i sin egen reklam påpekade att man använde sig av CEJ:s måttssystem. (2) Anledningen till att utvidgningen inte skett tidigare var Johanssons feghet: ”Bolagets aktiekapital har stannat vid den blygsamma siffran av Kr. 250.000:-, beroende på Herr J:s ovilja att mottaga främmande kapital.”. Detta hade lett till efterfrågan ständigt varit större tillverkningen. (3) Klausulen om att Johansson skulle stanna i företaget skulle betyda att det hela ”utan tvivel kommer att bli en mycket lukrativ affär. Det bästa beviset härför är, att direktör Johansson själv gått med på, att som likvid för det gamla bolaget övertaga aktier i det nya bolaget”. Betydelsen av att Johansson skulle stanna underströks av att försprånget gentemot konkurrenterna till stora delar bestod i den hantverksmässiga skicklighet som inte kunde bevaras i patent utan låg hos ett fåtal personer i företags ’hemliga avdelning’.

Vid en genomläsning av samtida tidskrifter och tidningsartiklar som handlar om CEJ är det är slående hur formuleringar och jämförelser återkommer. Det hela ter sig som en mycket lyckad PR-kampanj, vars budskap sammanfattades av det ovan citerade brevet. I detta sammanhang fanns ytterligare en viktig person, filosofie doktor Gösta D’Ailly. Han arbetade som försäljningsagent åt CEJ och ägde aktier i företaget. Förutom detta verkade han som skribent. Genom att publicera ’C.E. Johansson – Precisionsmåttets Uppfinnare’ i skriftserien *Männen för dagen* och artiklar i *Industritidningen Norden* och *Teknisk Tidskrift* spred han budskapet om Johanssons genialitet: ”Man kan utan överdrift säga, att Johansson inom sitt fack är en modern Gutenberg. Hans måttssystem är i omfattning och betydelse för vad det vill ernå jäm-

---

<sup>245</sup> Brevet, daterat 170807, gick ut till en rad kontakter, däribland bankdirektören Martin Aronowitsch.

förligt med uppfinningen av boktryckerikonsten.”<sup>246</sup> I Dagens Nyheter beskrevs Johansson som en uppfinnare av stora mått: ”I dessa tider då miljonbolag skjuta som svampar ur jorden, är det lätt nog för icke affärsmannen att halka förbi en sådan notis eller blott ägna den ett flyktigt intresse. I detta speciella fall föreligger emellertid anledning att ta närmare kännedom om vad som ligger bakom affärsmeddelandet. Det visar sig att bakom det storartade affärsföretaget ytterst ligger en enda mans långvariga och snillrika arbete att nå ett bestämt mål.” Artikeln fortsatte i samma positiva ton och avslutades med: ”Den som intresserar sig för en mera ingående skildring av denna märkesman kan finna denna i Svenska Bokförlagets skriftserie *Männen för dagen*, vars fjortonde nyss utkomna volym, författad av fil.d:r Gösta D’Ailly, behandlar C.E. Johansson och hans betydelsefulla uppfinning.”<sup>247</sup>

Även i *Affärsvärldens* entusiastiska analys av FSV:s uppköp av CEJ gick det att återfinna argumenten från försäljningsbrevet.<sup>248</sup> Angående tekniken konstaterades att: ”beteckningen ’revolutionerande’ är långt ifrån överdriven”. Sedan jämfördes företaget med SKF, som man påpekade använde sig av CEJ:s måttssystem. Vidare påpekades att tillverkningen skyddades genom att: ”herr Johanssons egna konstruktioner, hållas hemliga, och denna del af tillverkningen försiggår i strängt afskilda lokaler, samt omhänderhafves af särskildt utbildad, edsvuren och fabriken varmt tillgiven personal.”. Artikeln avslutades med att, lugnande, konstatera att: ”Herr C.E. Johansson skall kvarstå som det nya bolagets öfverdirektör”.<sup>249</sup>

### *Emissioner och expansion*

Goda försäljningsargument kunde behövas. På FSV:s styrelsemöte den 9:e augusti beslöts att öka CE Johanssons aktiekapital till 5 000 000 kronor genom att trycka upp gratisaktier till FSV på 4 750 000. Aktierna anpassades för aktiehandel genom att varje aktie fick ett nominellt värde av 100 kronor istället för som tidigare 1 000

---

<sup>246</sup> D’Ailly 1918, s. 17.

<sup>247</sup> *Dagens Nyheter* 171121.

<sup>248</sup> *Affärsvärlden* 1917, s. 2393-2395.

<sup>249</sup> Som extra krydda antydde *Affärsvärlden* att företaget hade ännu fler fantastiska uppfinningar på gång: ”Enligt hvad som uppgives har man äfven från samma håll att vänta nya epokgörande uppfinningar inom måttekniken.” *Affärsvärldens* kommentar ter sig, i efterhand, som en tydligt exempel på när även affärsjournalistiken dras med i haussen som är på väg att bli en bubbla.

kronor. Dessa aktier skulle sedan placeras på marknaden, med undantag för 5 000 aktier som FSV skulle behålla för egen räkning.<sup>250</sup>

Intresset för bolaget visade sig snabbt var betydande, inte minst från personer med anknytning till Stockholms Enskilda Bank. Följden blev att emissionsplanerna utökades till 7 500 000 kr.<sup>251</sup>

CEJ:s nya styrelse höll sitt första möte den 23:e augusti. Till ordförande valdes Per Axel Henrik Cavalli<sup>252</sup>. Finansgruppen representerades även av Wallenius, Bredberg och Forsberg. Från den gamla styrelsen fanns Johansson kvar tillsammans med Hallin. De nya intressenterna från Stockholm representerades av Martin Aronowitsch och Josef Sachs, den senare valdes in som vice ordförande i styrelsen.<sup>253</sup> Mötets protokoll ger en bild av den nya styrelsens optimism och energi. På mötet beslöts att alla bankaffärerna skulle flyttas över till Industribanken, att man skulle köpa in ett gjuteri, att experimentavdelningen skulle utvidgas och att tomtmark skulle inköpas för att kunna expandera fabriksbyggnaderna. Under hösten fortsatte arbetet med att inköpa mark och vid årets slut hade närmare 50 000 kvm tomtmark införskaffats, för byggande av fabriker och bostäder.

Vid slutet av slutet av 1917 uppgick FSV:s innehav till 7 200 aktier. Man hade alltså sålt av den största delen av sitt engagemang. Året efter hade innehavet sjunkit till 3000 aktier. Dessa aktier behölls till 1920 då resten av innehavet såldes. Trots denna begränsade ägarposition så behöll FSV, fram till 1920, kontrollen över bolaget. Detta kunde göras eftersom FSV skött försäljningen av aktierna och sedan såg till att få fullmakter från de större aktieägarna. Bolagsstämmorna besöktes endast av mellan 30 och 50% av de röstberättigade. I kombination med att var och en av de större aktieägarna endast hade mellan 2-8% av rösterna blev det möjligt för FSV att skaffa sig kontroll över bolaget.<sup>254</sup>

Under 1918 genomfördes ytterligare en nyemission. Denna gång gällde det 3 750 000 kronor för att klara av redan 'tillkännagivna utvidgningsplaner', vilket betydde att färdigställa de nya fabriksbyggnaderna i Eskilstuna. Nu hade dock marknaden för nyemissioner börjat ge vika och *Affärsvärlden* avrundade lakoniskt sin analys av

---

<sup>250</sup> Styrelseprotokoll 170809.

<sup>251</sup> *Affärsvärlden* 1917, s. 2499-2500.

<sup>252</sup> Tillika ordförande i Finansinstitutet.

<sup>253</sup> Sachs satt i Enskilda Bankens styrelse och var nära vän med Wallenbergarna, se Sachs 1949.

<sup>254</sup> FSV:s årsredovisningar för 1917-21, samt CEJ:s bolagsstämmoprotokoll för 1917-21.

bolaget med: ”I förbigående må nämnas att bolagets emission af år 1918 ej synes ha blivit fullt inbetald.”<sup>255</sup> Bolaget fick nöja sig med att registrera in en något mindre ökning, så att det sammanlagda aktiekapitalet hamnade strax under elva miljoner kronor.

### **Affärer i motvind**

Bokslutet för 1917 höll, nästan, vad FSV lovat i sitt prospekt. CEJ:s omsättning fördubblades från året innan och utdelningen hamnade på 3%, motsvarande 10% på årsbasis eftersom aktierna betalades in i september. För att klara av utdelningen var man dock tvungen att endast avsätta 100 000 kronor, istället för planerade 350 000 kronor, till skatteregleringsfonden. Man klarade alltså, med ett nödrop, att tillfredställa spekulanternas förväntningar.

Överkapitaliseringen började dock göra sig gällande. Egentligen var det inte förvånande. Redan i det förut nämnda brevet från Hammar till Wallenius, inför FSV:s uppköp, beskrevs problemet. I brevet redogjorde Hammar för företagets olika produkter och vilka framtidsutsikter företaget hade för varje produkt. Normalmåttatsen, som var den produkt som gav företaget välförtjänt prestige, förväntades omsätta 1,2 miljoner kronor av en totalomsättning på 7 miljoner kronor. Resten av omsättningen förväntades bäras upp av andra uppfinningar inom precisionsmätningen. Problemet var att där hade CE Johansson, vilket brevskrivaren förbigick, att agera på en marknad utan några påtagliga marknads fördelar. Det betydde att även om kombinationsmåttatsen expanderade och de andra produkterna gick bra så kunde de inte matcha spekulanternas förväntningar som baserades på att hela företaget skulle bäras upp av kombinationsmåttatsen.

Bokslutet för 1918 uppvisade en fortsatt ökad omsättning, med en försäljning över tre miljoner kronor. Vinsten, däremot, tyngdes ner av ökade kostnader och hamnade på samma nivå som året innan. Utdelningen slopades och kursen på företagets aktier hade under året tappat hälften av sitt värde.

---

<sup>255</sup> *Affärsvärlden* 1919, s. 1940.

### *Galopperande skuldbörda*

Pengarna som företaget fått in genom sina stora emissioner användes för att bygga fastigheter och expandera försäljningsorganisationen. Båda dessa aktiviteter innebar att man även drog på sig större löpande kostnader. Under 1918 hade dessa kostnader kunnat täckas av stigande försäljning. Under 1919 vände försäljningen nedåt samtidigt som kostnaderna fortsatte att stiga. Pengarna från emissionerna var redan slut och man fick istället vända sig till Industribanken. CEJ som tidigare haft en god likviditet ersatte nu sina banktillgodohavanden med bankskulder. Tabell 6.2 visar hur försäljningen och de främmande skulderna utvecklade sig från FSV:s uppköp 1917.

256

**Tabell 6.2. Aktiebolaget CE Johanssons försäljning och främmande skulder 1916-25 (Tkr)**

År	1916	1917	1918	1919	1920	1921	1922
Försäljning	801	1 782	3 500 <sup>1</sup>	2 767	1 648	600	570
Fr.Sk.	180	477	679	2 646	4 390	5 125	6 951

Källa: Årsredovisningar AB CE Johansson

<sup>1</sup> Siffran är ungefärlig, då december månads försäljning har fått uppskattas.

Den svenska ekonomins högkonjunktur hade mattats under 1918 och första hälften av 1919, för att sedan åter ta fart under hösten 1919 – denna gång i formen av en skulddriven bubbla, där förhoppningarna hölls uppe in i det sista. *Affärsvärldens* kommentar om CEJ:s bokslut, från i början av 1920, känns talande. Samtidigt som man var kritisk mot den försämrade likviditeten var man optimistisk: ”Den stagnation inom verkstadsbranschen som styrelsen redan i förvaltningsberättelsen för år 1918 konstaterat, har fortfarit under 1919 [...] Mot slutet av året kunde emellertid en lifligare efterfrågan å bolagets fabrikat märkas. [...] Under 1919 hafva en del nya verktyg förts ut i marknaden. Andra verktyg hafva slutexperimenterats och utexperimenterandet af vidare nyheter i verktygsbranschen har påbörjats.”<sup>257</sup>

Vändningen uteblev och istället slog deflationskrisen till med full kraft under 1920. Försäljningen i det närmaste halverades, samtidigt som de främmande skulderna fortsatte att öka kraftigt. Produktionen hamnade till stor del som lagerökning. I

---

<sup>256</sup> *Affärsvärlden* kommenterade CEJ:s alltmer hopplösa ställning: ”Bolaget har under 1921 haft en försäljning av 0.6 mill. Kr. vid ett aktiekapital av 11 mill. Kr., den mest ogynnsamma proportion vi påminna oss någonsin ha sett för ett färdigt industriföretag.” AV 1922 s. 1398.

<sup>257</sup> *Affärsvärlden* 1920, s. 1940.



*Affärsvärldens* analys av företaget var förhoppningen om att en snar vändning skulle kunna rädda situationen borta. Istället var man övertygad om att en rekonstruktion av bolaget var nödvändig.<sup>258</sup> Detta var en övertygelse som redan från våren 1920 delades av CEJ:s ägare.

### **Från spekulation till rekonstruktion**

Under våren 1920 fick företaget akuta problem med likviditeten. I maj tvingades Johansson personligen gå i borgen för ett lån på 100 000 dollar som FSV försträckt företagens amerikanska dotterbolag. Samtidigt fanns det ett missnöje bland aktieägarna som fått se sina placeringar smälta undan. Från Merkantila Byrån i Malmö fick FSV ett brev i maj: "Undertecknad, som har 30 aktier i bolaget, anhåller härmed om upplysning, när bolagsstämman skall hållas och om det blir någon utdelning. Upplysningsvis kan jag nämna, att många aktieägare här nere i Skåne komma att samla sig för att framtvunga en förklaring huru bolagets verkliga ställning är f.n. samt bolagets framtidsutsikter."<sup>259</sup>

I själva verket var de missnöjda aktieägarna redan för sent ute. En stor del av det egna kapitalet var redan förlorat och på försommaren tog diskussionen om en rekonstruktion fart. Problemet var att kapitalmarknaden var så svag. Missnöjda med FSV vände sig verkställande direktören Vesterlund tillsammans med Johansson till Svenska Emissionsaktiebolaget (SE), som inledningsvis visade intresse. När FSV fick reda på vad som pågick skrevs genast ett brev där FSV lät SE förstå att man var införstådd med att SE skulle vara med och att FSV var intresserad av att på allvar få igång gemensamma förhandlingar. En vecka senare drog sig SE ur förhandlingarna med följande inlindade motivering: "För att ej gå i vägen för Edra intressen, och emedan vi anse det olämpligt att flera finansinstitut samtidigt föra underhandlingar med rubricerade bolag hava vi idag meddelat Direktör Vesterlund, att vi för vår del ej önska delta i rekonstruktion av bolaget ifråga."<sup>260</sup> Med tanke på att konsortier var mycket vanliga är det mera troligt att SE helt enkelt såg att rekonstruktionen var ett hopplöst projekt. Emissionsbolagen började nu inse att de också själva satt i svåra lägen, vilket gjorde dem mindre benägna att göra affärer. FSV fortsatte att leta efter

---

<sup>258</sup> *Affärsvärlden* 1921, s. 1660.

<sup>259</sup> Brev till FSV 200610.

<sup>260</sup> Brev från SE till FSV 200615.

intressenter, bland annat gjordes en resultatlös förfrågan till emissionsbolaget Mercator, dit Ingenjör Olsson hade flyttat. ”I dag har jag fått telegram från Ingenjör Ivar Olsson, enligt vilket Mercator avböjer sin medverkan, då de anse emissionen för närvarande ogenomförbar.”<sup>261</sup>

Sommaren gick utan några öppningar. I början på september träffades de större intressenterna, på FSV:s initiativ, för att diskutera de två förslag till åtgärds paket som framkommit. (1) Det första förslaget innebar att aktiekapitalet skulle skrivas ner till 1/3 och att nya preferensaktier för 2 miljoner kronor skulle ges ut. Denna emission skulle garanteras av FSV mot en provision på 10%. Preferensaktierna skulle ha företrädesrätt till 10% kumulativ utdelning. (2) Det andra förslaget innebar aktiekapitalet skulle behållas och problemen istället lösas med två obligationslån, om sammanlagt 5 miljoner kronor. Det andra förslaget innebar helt enkelt att skulderna skulle ökas ännu mer, men eftersom kreditvärdigheten inte längre medgav banklån så fick man ta till obligationslån.

#### *Förhoppningarna om utländskt kapital*

Oavsett vilket förslag som skulle realiserats innebar det att man var tvungen att få in nytt kapital i rörelsen. Då den svenska kapitalmarknaden var så svag är det inte förvånande att det väcktes förhoppningar om att få in pengar från utländska investerare. Det skulle dock visa sig att de utländska investerarna inte var lätta att ha att göra med eftersom de tenderade att visa sitt intresse i CEJ på grund av andra affärsidéer som de ville förverkliga.

I slutet av augusti fick Johansson kontakt med en holländsk firma. I ett brev skrev Johansson: ”Jag nämnde att en representant, Mr Samkalden, från firman Stokvis & Zonen från Holland skulle besöka oss första dagarna i Sept. Han anlände redan på onsdagen, och har han genomgått bolagets ställning [...] han låter förstå att Stokvis & Zonen skulle kunna delta med en ansevärd summa i rekonstruktionen.”<sup>262</sup> Vid FSV:s styrelsemöte i början av september diskuterades möjligheten att rekonstruera CEJ genom en nedsättning av aktiekapitalet. FSV förklarade sig berett att garantera nyemissionen av preferensaktier för 1 miljon kronor om man fick in resten

---

<sup>261</sup> Brev från FSV till Gustaf Sandström 200708.

<sup>262</sup> Brev från Johansson till Gustaf Sandström 200827.

från Stokvis & Zonen och övriga svenska intressenter var villiga att delta i rekonstruktionen. Stokvis & Zonen återkom några dagar senare med ett telegram : ”Regret offered amount too small for having our interest”. CEJ svarade då att det inte skulle medföra några problem att öka Stokvis & Zonens deltagande ytterligare. Holländarnas svar på detta erbjudande visade att man inte i första hand var intresserad av en kapitalplacering: ”we are in principle prepared to participate to the extent of 100.000 swedish kronen in the mortgage debenture Loan, as we have declared our willingness not with the objekt of seeking an investment, but solely out of sympathy for you and your invention [...] We have taken good note of the promise Mr. Vesterlund has made us on behalf of your Company viz. That the agency of your company for Holland, its colonies and Belgium will be given to our firm by contract for at least five years”<sup>263</sup> Detta intresse för agenturen var Stokvis inte ensamma om. I ett syrligt brev från Artur Spångberg, den tidigare innehavaren av agenturen, till Johansson undrade Spångberg vilken kompensation han kunde räkna på om han förlorade agenturen till Stokvis och hur mycket han skulle teckna i obligationslånet för att få behålla agenturen.<sup>264</sup>

Samtidigt reste CE Johansson till England för att genom en föreläsningsturné intressera olika personer att investera i företaget. Flera visade ett initialt intresse. En av dessa var Mr Wells. Efter inledande diskussioner visade det sig dock att Mr. Wells var mer intresserad av sina egna produkter, kallade ’small tools’, än att investera i CE Johansson. I ett brev hem till CEJ:s styrelse skrev Johansson: ”Han föreslog nämligen bildandet av ett nytt bolag exempelvis kallat ’CE Johansson Small Tools CO’, som skulle hyra lokaler av oss samt finansieras för sig själft. Vid förfrågan, om han i detta bolag ville insätta kapital svarade han också avböjande.”<sup>265</sup>

I slutändan verkar både Stokvis och Mr Wells ha dragit sig ur helt. Även det amerikanska dotterbolagets försök att intressera kapitalister misslyckades. Från slutet av november vände man sig åter mot Sverige när man insåg att de internationella kontakterna inte var en framkomlig väg. Rekonstruktionen brådskade nu eftersom CEJ blödde kraftigt av svag försäljning och kostsamma skulder.

---

<sup>263</sup> Brev från Stokvis till CEJ 201014.

<sup>264</sup> Brev från Spångberg till Johansson 201121.

<sup>265</sup> Brev från Johansson till CEJ 201006.

## **FSV drar sig ur**

Samtidigt som försöken att skaffa kapital utomlands misslyckades blev företagets likviditetsproblem akuta, men både Nordiska Handelsbanken och FSV vägrade att försträcka mer lån. Istället tog man fasta på att finna en lösning medelst obligationslån. Nordiska Handelsbanken lade fram ett förslag som innebar: (1) ett lån på 3 miljoner mot 8,5 % ränta och de bästa fastighets- och förlagsinteckningarna och (2) ett andra lån på 2 miljoner mot 9 % ränta och de därpå följande inteckningarna. Båda lånen skulle löpa på 20 år. Nordiska Handelsbanken ville överta det första lånet själv och sälja av det andra, sämre, lånet. FSV såg faran och erbjöd sig att teckna 250 000 kronor, men under förutsättning att man fick vara med på det första lånet. Nordiska Handelsbanken vägrade släppa in någon annan på det första lånet. Det hela slutade med att FSV på styrelsemötet i december beslöt att inte delta i obligationslånet överhuvudtaget, trots protester från verkställande direktören P.O. Wigelius samt Leo Bredberg, som var FSV:s representant i CEJ:s styrelse.<sup>266</sup> Istället realiserade FSV sitt innehav och vid årsskiftet 1920/21 ägde FSV inte längre några aktier i CEJ.

Vad gäller rekonstruktionen så gjorde CEJ:s styrelse ytterligare en vändning sedan man insett att inte heller obligationslånen var en framkomlig väg. Istället kom företaget att drivas vidare utan att skriva ner aktiekapitalet och upplåningen fortsatte att öka i Nordiska Handelsbanken. CE Johansson själv lämnade företaget och flyttade till USA för att inleda ett samarbete med Ford. När insikten om att CEJ inte kunde förvänta sig att kombinationsmåttssatsen eller de andra uppfinningarna skulle rädda företaget vände sig styrelsen mot diversifiering. *Affärsvärlden* skrev: ”Ensamt räntorna ha gått på 258 000 kronor eller bortåt halva omsättningsvärdet. Emellertid räknar man med någon förbättring för framtiden, bl.a. genom nya tillverkningar. Däribland märkas kedjor för cyklar och motorfordon samt träspiralborrar”.<sup>267</sup> Problemet var att man var tvungen att ytterligare skuldsätta sig för att bredda verksamheten vilket inte gjorde det lättare att förränta det totala kapitalet. CEJ begärdes slutligen i likvidation 1926. Johansson kom hem från USA och satte upp ett nytt

---

<sup>266</sup> Brev från Bredberg till Sandström 201208.

<sup>267</sup> AV 1923, s. 1546.

konsortium, helt utan kopplingar till Finansgruppen. Konsortiet köpte sedan upp konkursboet och rekonstruerade rörelsen.<sup>268</sup> Därmed var turbulensen över.

### **De interna bråken**

Aktiebolaget CE Johansson var ett livsverk. Johansson hade arbetat med sin kombinationsmåtsats i över tjugo år när FSV kom in bilden. Johansson var uppfinnaren med ett passionerat intresse för noggrannhet och en stark övertygelse om kombinationsmåtsatsens betydelse för världens industri. Samtidigt var Johansson en försiktig natur, instinktivt ovillig att skuldsätta sig. Mot detta skall man ställa FSV med sin korta historia och siktet inställt på ekonomisk exploatering av en outnyttjad tillgång, i det här fallet patentet på kombinationsmåtsatsen. Att det var bäddat för konflikter är inte svårt att se.

I affärens första skede överlämnade Johansson kontrollen till FSV. Johansson hade förtroende för FSV:s representanter och återgick till uppfinnarverkstaden, den så kallade ”hemliga avdelningen”. Johansson verkar ha blivit övertygad om att FSV verkligen skulle kunna föra ut hans uppfinning på världsmarknaden. Småningom kom krav från styrelsen att fler personer, däribland den nya verkställande direktören, skulle få inblick i Johanssons framställningsmetoder. Johansson beklagade sig brevlades med hänvisning till att om allt för många fick reda på hemligheterna skulle det snart inte vara mycket med den ”hemliga avdelningen”. Detta ledde till ett mistroende mellan överdirektör Johansson och de andra direktörerna.

### **Johanssons borgen**

Att det som var ett livsverk för Johansson var en affär för FSV kom till uttryck i bråket kring det amerikanska dotterbolagets borgensförbindelse från 1919. När Johansson i augusti 1919 anlände till det amerikanska dotterbolaget låg man i förhandlingar om att sälja av bolaget till ett konsortium. Som villkor för försäljningen sattes att Johansson tecknade sig som delägare i konsortiet. För att finansiera det öppnade FSV en kredit åt Johansson i National City Bank. Problemet var att dotterbolaget hade en sån akut likviditetsbrist att Johansson såg sig föranlåten att, innan förhandlingarna var klara, låna ut pengarna till dotterbolaget. Förhandlingarna kom

---

<sup>268</sup> Althin 1947 s. 132-33.

aldrig till ett avslut och Johansson återvände hem i april 1920. Situationen reddes upp så att CEJ tog över betalningsansvaret för lånet, men krävde att Johansson skulle stå kvar som borgensman. Problemet var att CEJ inte längre var någon kreditvärdig låntagare. Följden blev att i juni 1921, när FSV hade realiserat sin sista aktiepost i CEJ och Leo Bredberg avsåg sig sin plats i CEJ:s styrelse, sa FSV upp krediten.

Efter ett tag stod det klart att styrelsen i CEJ inte avsåg att betala skulden, eftersom man ansåg att Johansson inte agerat riktigt när han hade tagit krediten i första läget. Vad som sedan följde under vintern 1922 var en brevväxling mellan FSV, CEJ och Johansson. I frågan om skulden intog FSV en strikt affärsmässig hållning där det handlade om att få tillbaka så mycket av pengarna som möjligt. Johansson förstod detta men skyllde på styrelsen i CEJ och det blev uppenbart att den verkliga konflikten låg mellan Johansson och de andra i CEJ:s styrelse. Det hela slutade, för FSV:s del, med att man överlämnade ärendet till Skandinaviska Kreditaktiebolaget eftersom FSV rebelånat skuldebrevet där. Banken å sin sida gjorde rättsak gentemot Johansson för att driva in skulden.

### **Avrundning – 'Mått-Johanssons' möte med 'Storfinansen'**

Utvecklingen i Aktiebolaget CE Johansson 1917-26 beskriver flera viktiga processer som har diskuterats gällande emissionsbolagen. För det första var det en emissionsaffär där FSV agerade som innovatör. Utifrån de begrepp som diskuterats i kapitel två skulle man kunna uttrycka det som att Johansson var uppfinnare, FSV var innovatör och de som köpte aktierna var spekulanter. Anledningen till att Johansson inte skulle räknas som innovatör skulle då vara att han genom sin motvilja mot främmande kapital avstod från att exploatera marknader. Det var denna tanke som var FSV:s bidrag. Som spekulant skulle de räknas som köpte aktierna, eftersom det var de som bar risken.<sup>269</sup> För det andra innebar affären att FSV skaffade Industribanken en stor kund. Redan på första styrelsemötet beslutades att CEJ framgent skulle använda Industribanken. Resultatet blev paradoxalt. Emissionsbolaget tog relativt små risker i sin roll som finansiell intermediär. Banken däremot, som inte skall ta risker, kom att förlora mest pengar på CEJ:s konkurs. Förlusterna kom både från bankens direkta

---

<sup>269</sup> Eftersom man köpte aktier i CEJ var FSV även spekulant, men det var trots allt en mindre del av affären.

utlåning till CEJ och indirekt via de aktielån där CEJ-aktier låg som säkerhet. För det tredje spelade informationsflödet en central roll. Det gällde till exempel för FSV att direkt efter uppköpet höja förtroendet/efterfrågan för CEJ-aktier genom att skaffa positiv publicitet. Det var nödvändigt för att kunna lyfta av det stora engagemanget. *Affärsvärlden* spelade här en viktig roll. Som den ledande affärstidningen spelade det givetvis stor roll när man skrev i positiva toner om CEJ.<sup>270</sup> Några år senare var tonen en annan och *Affärsvärldens* roll som aktör i bubblan tonar fram. Då var analyserna av bolaget fulla av efterklokhet, om än inte självkritik: ”Bolagets tillverkningar stå ju i en klass för sig och ha en obestridd rangställning över hela världen. Tyvärr äro de emellertid så högt specialiserade och så oförstörbara att omsättningen nödvändigtvis måste bli ringa.”<sup>271</sup>

Affärens grundläggande problem var överkapitaliseringen, som *Affärsvärlden* uttryckte på följande (bakvända) vis: ”Johanssons normalmåttssatser äro ju en öfver hela världen erkänd kvalitetsprodukt, tyvärr är denna tillverkning icke tillräcklig för bolagets kapital eller verkstäder.”<sup>272</sup> CEJ hade helt enkelt dragit till sig för mycket kapital för sitt eget bästa. Detta hade varit möjligt genom att förtroendet för kombinationsmåttssatsen var så stort på marknaden att CEJ kunde trycka stora mängder egna pengar – i form av aktier. På mindre än två år genomfördes en rad nyemissioner så att aktiekapitalet höjdes från 250 000 kronor till 11 miljoner. När CEJ använt dessa pengar till expansion av verksamheten hade man även dragit på sig stora löpande kostnader. Detta tvingade företaget att fortsätta upplåningen hos Industribanken/Nordiska Handelsbanken. Inom loppet av två år hade man gått från en väl konsoliderad ’speculative’-finansiering till en högriskbetonad ’ponzi’-finansiering. Den instabila finansiella situationen förvärrades av interna konflikter. Till slut drog sig FSV ur, Johansson själv började arbeta hos Ford, CEJ försökte diversifiera sig ur problemen och Nordiska Handelsbanken blev sittande med växande fordringar mot allt sämre säkerheter.

---

<sup>270</sup> Det är värt att notera att Wallenbergarna i högsta grad var delaktiga i CEJ-affären, samtidigt som man hade stort inflytande över *Affärsvärlden*.

<sup>271</sup> *Affärsvärlden* 1922 s. 1398.

<sup>272</sup> *Affärsvärlden* 1920 s. 1940.

## 7. Adolf Ungers Industriaktiebolag

På senhösten 1917 kom Finansinstitutet att engagera sig i Adolf Ungers Industriaktiebolag (AU). FSV:s utgångspunkt var att företaget innehöll undervärderade tillgångar och därför skulle styckas upp och säljas av i delar. Troligtvis på grund av att FSV inte hade kommit ur engagemanget före deflationskrisen kom AU alltmer att användas för interna transaktioner. Kapitlet visar hur FSV använde sig av olika metoder för att tömma AU på dess värde. FSV:s engagemang stämmer väl in på bilden, som Glete beskriver, av emissionsbolagens inblandning i omstruktureringen av svensk skogsindustri på 1910-talet. Förutom rena företagstömningar kom finanskapitalet även att spela en avgörande roll för uppbyggandet av nya gruppbildningar, där de gamla ägarfamiljerna till stora delar försvann.<sup>273</sup>

### **Bakgrund till affären**

1890 grundade brukspatron Adolf Unger ett mekaniskt träsliperi. Bolaget var verksamt i Lottefors, strax norr om Bollnäs. Företaget passar in i Gletes bild av den våg av mekaniska träsliperier som dök upp i slutet av 1800-talet när pappers- och massaindustrierna alltmer ersatte sågverken som den dominerande skogsindustrin.<sup>274</sup> Huvudverksamheten var sliperiet, men företaget innehöll även en rad kringssysslor som: hyvlari, mekanisk verkstad, kraftverk och jordbruk.<sup>275</sup>

### *Bernt Ungers expansion*

1899 ombildades företaget till aktiebolag och samtidigt utnämndes grundarens son, Bernt Unger, till verkställande direktör. Bernt Unger tog sig genast för att expandera företagets olika delar, från kakelfabrik till kraftverk. 1907 träffade han en överenskommelse med de övriga aktieägarna som innebar att han tog över i princip alla aktier. Expansionen fortsatte genom att AU övertog flera små företag i träbranschen.

---

<sup>273</sup> Glete 1987, s. 193.

<sup>274</sup> Glete 1987, s. 199-200.

<sup>275</sup> Verksamheten hade anor bak till 1753 när Carl Georg Netherwood erhållit privilegium att anlägga ett finbladigt sågverk vid Lottefors. På grund av de höga transportkostnaderna kom det att dröja 125 år, då stambanan kom, innan sågverket blev en lönsam affär. Under tiden växte en rad andra aktiviteter runt bruket, som exempelvis jordbruket. Se Sellberg 1953.



Köpen betalades med preferensaktier som AU gav ut. På detta sätt kunde Bernt Unger behålla kontrollen av företaget.<sup>276</sup> Fram till 1910 gick affärerna bra och de 1,5 miljonerna i kapital förräntades med 6% årligen genom utdelningar.<sup>277</sup> Likviditeten i AU blev dock lidande av expansionen och efter det att AU 1911 tagit upp ett obligationslån på 2 miljoner kronor blev företaget alltmer beroende av sina finansiärer. Från 1913 fram till 1917 var det i praktiken Helsinglands Enskilda Bank som styrde företaget. Man fick svårare att förränta kapitalet och företaget lämnade ingen utdelning på stamaktierna 1912-16.<sup>278</sup> Under dessa år genomfördes inga större investeringar, däremot beredde man marken för en utbyggnad av Arbråfallet genom att tillförsäkra sig vatten- och strandrättigheter. Detta gjordes för att göra AU till ett mer attraktivt investeringsobjekt.<sup>279</sup>

AU:s kärnverksamhet var det mekaniska träsliperiet. Problemet var att den tekniska utvecklingen runt sekelskiftet öppnade möjligheter för kraftiga stordriftsfördelar inom träsliperibranschen. De kapitalstarka norrländska skogsföretagen, som tidigare varit helt inriktade mot sågverk, började få ont om urskogstimmer runt 1890. Kombinationen av brist på timmer och nya investeringsmöjligheter inom massa-industrin gjorde att allt fler gick över mot massaproduktion. Med elkraft, istället för direktkopplade vattenturbiner byggde man betydligt större slipstolar än vad som tidigare varit möjligt.<sup>280</sup> Samtidigt som AU hade finansiella problem hamnade kärnverksamheten alltså i en ännu skarpare konkurrenssituation än tidigare. Det var i detta läge som ett emissionsbolagskonsortium bildades, för att ta vara på affärsmöjligheten som yppade sig.

### *Tillgångarna i Adolf Unger Industriaktiebolag*

Det stod redan från början klart att det var företags tillgångar, snarare än affärsidén, som intresserade konsortiet. Tillgångarna bestod i huvudsak av tre poster: vattenkraften, skogsbestånden och fabriksanläggningarna. *Vattenkraften* utgjordes av strömfällen vid Arbrå och Lottefors i Ljusnan. Företaget ägde all strandrätt och vattenrätt utan inskränkningar. De två fallen vid Arbrå hade en sammanlagd fallhöjd på 23

---

<sup>276</sup> Sellberg 1953, s. 16-18.

<sup>277</sup> Key-Åberg 1911.

<sup>278</sup> Key-Åberg 1916.

<sup>279</sup> Adolf Ungers Industriaktiebolag, verksamhetsberättelser 1913, 1914 & 1916.

<sup>280</sup> Glete 1987, s. 202.

meter och släppte förbi cirka 100 kubikmeter vatten per sekund. I värderingen, som FSV gjorde innan köpet, värderades vattenkraften i Arbrå till 1 miljon kronor. Värderingen motiverades med att kraftstationen som fanns behövde byggas om och därför var värdet i huvudsak baserat på vattentillgången.<sup>281</sup> *Skogsbestånden*, samtliga belägna i Gävleborgs län, uppgick till 6 700 hektar. Endast 47 hektar var impediment och huvudsakligen bestod skogen av gran i medelåldern.<sup>282</sup> FSV värderade i sitt anbud skogen till 2,5 miljoner kronor. *Fabriksanläggningarna* utgjordes i huvudsak av massafabriken, men där ingick även byggnaderna för företagets kringverksamheter. Anläggningarnas uppskattade värde, enligt FSV, var 1,4 miljoner kronor.<sup>283</sup>

### Uppköpet och verksamheten i korthet

Konsortiet bestod av Centralgruppens Emissionsaktiebolag, Finansinstitutet samt Svenska Värden. Den drivande personen i förhandlingarna var P.O. Wigelius, från Svenska Värden. Det är oklart hur Wigelius fick kontakt med AU, men eftersom Wigelius hade ett utbrett kontaktnät genom den rad av bolagsstyrelser som han satt i är det inte konstigt att han fick reda på att Helsinglands Enskilda Bank och Bernt Unger letade efter investerare. I november 1917 upptogs förhandlingar mellan konsortiet och Bernt Unger. Bernt Unger var beredd att sälja företaget för 4 000 kronor per aktie. Värderingen baserades på ett PM utarbetat av Bernts bror, där skogen värderades till fem miljoner kronor och vattenkraften till fyra.<sup>284</sup> Som grund för den höga värderingen av skogen angavs att bränlekommissionen betalade mycket bra, även för sekunda ved.<sup>285</sup>

Konsortiet bjöd 2 300 kronor per aktier. Den huvudsakliga invändningen mot Ungers värdering gällde de nämnda skogarna. I sitt anbud skrev Wigelius: ”Att upptaga skogarna till ett värde af 8 kronor pr kbm. på rot är ju ej lämpligt under annan förutsättning än att stycka och sköfla, och denna förutsättning ingår ej i våra planer,

---

<sup>281</sup> Av FSV beställd värdering, 1917.

<sup>282</sup> Utdrag ur Gävleborg Läns Skogsvårdstyrelsens taxering 1911.

<sup>283</sup> Konsortiets anbud, 171128.

<sup>284</sup> PM augusti 1917, utarbetat av Adolf Unger, jr.

<sup>285</sup> I PM:et värderas skogen efter 8 kr/m<sup>3</sup>, med motiveringen att bränlekommissionen betalade 11:25 kr/m<sup>3</sup> för ved av dålig kvalitet.

om vi skulle blifva ägare till verken”<sup>286</sup> Kommentaren är intressant eftersom den rymmer flera botten. Man kan se den helt enkelt som ett uttryck för förhandlings-taktik. Samtidigt är den bedräglig eftersom 'stycka och sköfla' var precis det som konsortiet önskade göra med AU. Till yttermera visso innehöll formuleringen ytterli-gare en, djupare, sanning. Priset på 8 kr/m<sup>3</sup>, som konsortiet tyckte var orealistiskt, baserades på bränslekommissionens höga priser. Bränslekommissionen, vilket nämndes i kapitel 3, var den statliga myndighet som genom uppköp drev på den inhemskt orienterade bubblan.

Till slut enades parterna om ett pris på 2 727 kronor per aktie och aktierna delades lika på de tre intressenterna. Vid årets slut var Finansinstitutets innehav 367 stamaktier (1/3 av 1100 aktier) bokförda till 2 700 kronor per styck, till ett samman-taget värde av 990 900 kronor. Om bolaget inte var helt sålt före utgången av 1920 skulle vem som helst av intressenterna kunna begära att aktierna skulle säljas som en gemensam post på en offentlig auktion. Tills dess var de dock bundna av avtalet och det var inte tillåtet att sälja sina aktier utan den andres medgivande eller sätta någon annan i sitt ställe i kontraktet.<sup>287</sup>

### *Motsägelsefulla årsredovisningar*

FSV:s engagemang i Adolf Ungers Industriaktiebolag kan delas in i två faser. Den första sträckte sig från uppköpet i slutet av 1917 och fram till december 1919. Under denna tid ägnade sig konsortiet åt att realisera AU:s tillgångar. Balansomslutningen sjönk från 8 miljoner i december 1917 kronor till 5,4 miljoner kronor i december 1919, trots den kraftiga inflation som rådde. I slutet av 1919 gick affären in i nästa fas, som bestod fram till 1925 när både FSV och AU var konkursmässiga. Under denna andra fas avvecklades konsortiet och FSV blev ensam ägare. AU kom sedan att utnyttjas för diverse interna transaktioner, i huvudsak för att komma undan skatt och tömma bolaget på pengar.

Vid en sammanställning av Adolf Ungers årsredovisningar för åren 1917-1924 framträder en motsägelsefull bild, se appendix IV. Intäkterna varierade från i det närmaste ingenting till 3,8 miljoner kronor. Intäkterna från träsliperiets rörelse varierade kring en halv miljon kronor, med undantag för inflationstoppen 1920 och katastrofåren 1921-22. Diagram 7.1 visar AU:s redovisade resultat för åren 1917-25. Anledningen till att vinsten för 1918 var så stor var att man inkluderade försäljningen

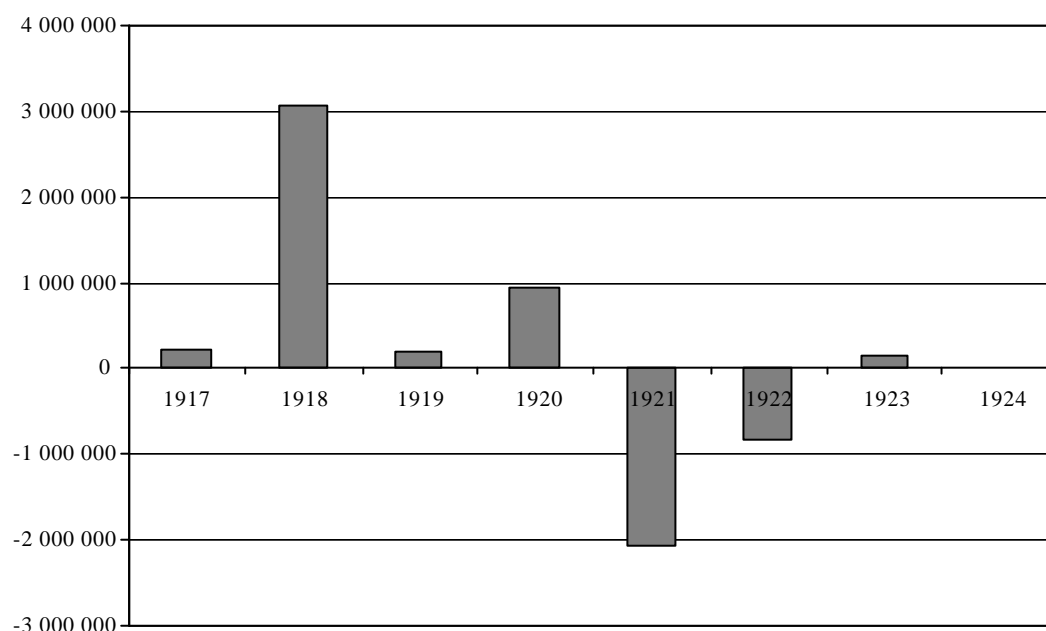
---

<sup>286</sup> P.O. Wigelius anbud till Bernt Unger 171128.

<sup>287</sup> Konsortialkontrakt 171207.

av fasta tillgångar i företagets resultaträkning. Även 1919 och 1920 gjordes stora vinster, men som framställningen kommer att visa längre fram skatteplanerades denna vinst bort. Anledningen till att 1921-22 blev så katastrofalt dåliga år var dels att företaget tömdes på pengar, dels att driften inskränktes till en tredjedel eftersom efterfrågan från den viktiga engelska marknaden var mycket svag. Detta var inte unikt för Unger utan gällde för hela trämassebranschen.<sup>288</sup> De främmande skulderna var nästan 5 miljoner vid övertagandet. Två år senare var de nere på 145 355 kronor, för att sedan åter stiga till 4,3 miljoner kronor 1921. Under perioden genomfördes både en nyemission, 1920, som höjde aktiekapitalet till 4 miljoner och en sänkning av aktiekapitalet, 1924, tillbaka till 2 miljoner kronor.

**Diagram 7.1. Resultat för Adolf Ungers Industriaktiebolag 1917-24, kr**



Källa: Årsredovisningar Adolf Ungers Industriaktiebolag 1917-24, se Appendix IV

Kort sagt är det utifrån årsredovisningarna tydligt att den verksamhet som AU bedrev, framställning av mekanisk slipmassa, under dessa år endast förklarar en mindre del av det som skedde i företaget.

<sup>288</sup> Brev från AU till FSV 210322.

## Styckningarna

Nils Delin, som arbetade för Centralgruppen, tog över ordförandeskapet i AU efter konsortiets uppköp. Delin förde en relativt omfattande korrespondens med FSV. Det är dock påfallande, om man jämför med exempelvis CE Johansson, hur lite man berörde driften av företaget. Det uttryckliga syftet med köpet var att stycka och realisera Adolf Ungers Industriaktiebolag. Det var också kring detta korrespondensen rörde sig. På första styrelsemötet efter att affären var i hamn noterades strategin till protokollet: ”Beslöt styrelsen att bolagets samtliga tillgångar skulle på lämpligast sätt försäljas.”<sup>289</sup>

### *Först såldes vattnet...*

Konsortiets första projekt blev att under våren 1918 realisera delar av vattenkraften. Man började dock i andra ändan. I april lånade man upp 375 000 kronor för att köpa in Renfallet, som låg en halvmil nedanför Lottefors. I ett brev till FSV skrev Delin: ”Styrelsen har beslutat inköpa fallet med hänsyn till betydelsen av att kunna erbjuda spekulanterna på fallet (Stockholms stad, kronan, m.fl.) så stort samlat kraftbelopp som möjligt.”<sup>290</sup> Ivar Olsson och Nils Delin sonderade terrängen efter en lämplig köpare och snart visade det sig att Barnängens Tekniska Fabriker var mest intresserade. Försäljningen gällde kraftstationen och vattenrättigheterna vid Arbråfallet. Förhandlingarna drog ut på tiden eftersom det uppstod svårigheter att komma överens om priset. Anledningen till dispyten var ett tillägg som konsortiet ville göra angående elleverans till trämassfabriken till fast pris. I början av augusti var parterna till slut överens och prislappen hamnade på 3,5 miljoner kronor. Köpet likviderades genom att Barnängen tog över AU:s obligationslån i Mälärbanken, betalade en miljon kontant och skrev en revers på en halv miljon kronor.<sup>291</sup>

Efter det att affären med Barnängen var i hamn vidtog förhandlingar med en viss MW Rhedin, från den göteborgska grosshandlarfamiljen, om den resterande vattenkraften vid Lottefors. Rhedin blev erbjuden att köpa vattenfallet och fabriken för 2,6 miljoner kronor. Rhedin gjorde en egen undersökning om möjligheten att bygga ut vattenkraften. När den nya vattenkraftsanläggningen var på plats skulle sliperiverksamheten läggas ner och fabriksanläggningen säljas. I en promemoria som Rhedin skrev framkom att hans tanke var att betala 2,6 miljoner för AU och sedan lägga lika mycket till för att bygga ut vattenkraften.<sup>292</sup> Totalsumman skulle alltså landa på strax över 5 miljoner kronor. Köpet skulle betalas genom att FSV tecknade

---

<sup>289</sup> Styrelseprotokoll 180112.

<sup>290</sup> Brev från AU till FSV 180428.

<sup>291</sup> Brev från Barnängen till AU 180717.

<sup>292</sup> Promemorian grundades på ett utkast till utbyggnad som Vattenbyggnadsbyråns Sven Lübeck hade utarbetat åt Rhedin.

aktier för 1 miljon och att FSV bistod med upplägandet av ett obligationslån på 4 miljoner kronor. Som säkerhet för obligationslånet tänkte sig Rhedin två saker. För det första inteckningar i AU. För det andra inteckningar i ett kraftkontrakt med sågverket Ljusne-Woxnan AB, med vilka ett preliminärt kontrakt på 20 år redan var slutet. Rhedin hade alltså inte tänkt att lägga upp några egna pengar vid köpet, utan helt finansiera affären genom upplåning. Förhandlingar ledde dock inte till något resultat och konsortiet behöll både vattenkraften vid Lottfors och träsliperiet.

*...sedan såldes skogen...*

På hösten 1918 vände konsortiet sina ansträngningar mot avyttringen av AU:s skogsinnehav, vilket FSV vid köpet värderat till 2,5 miljoner kronor. Det visade sig att ett annat göteborgskt handelshus, Olof Wijk & Co, intresserade sig för skogarna, och företaget skickade upp sin skogschef för att besiktiga bestånden.<sup>293</sup> I början av oktober meddelade Wijk & Co att man var beredd att köpa skogarna för 3,5 miljoner kronor, men man ville inte betala summan kontant. Istället ville Wijk & Co betala med reverser, utställda på Långrör med borgen av Marma, löpande på 10 år, till 6 % ränta. Konsortiet hade inget att invända mot priset, men i ett brev från Ivar Olsson till FSV:s huvudkontor angående betalningsvillkoret skrev han att ”styrelsen för Ungers bolag ansåg sig emellertid ej kunna acceptera betalningsvillkoren utan har istället mot svar idag erbjudit fastigheterna till nämnda pris mot kontant betalning. Detta villkor torde å andra sidan herrarna Wijk ej komma att antaga.”<sup>294</sup> Olsson fortsatte med att säga att som yttersta gräns i förhandlingarna kunde man tänka sig att få 2,2 miljoner kontant och resterande 1,3 miljoner kronor i reverser. Som grund för denna gräns argumenterade Olsson för att 1,3 miljoner är vad affären skulle ge i vinst, och därför kunde man tänka sig att ta en högre risk med den delen. På styrelsemötet i slutet av november godkändes försäljningen av skogarna till Långrörs Aktiebolag för 3 465 000 kronor. Wijk fick dock igenom sitt krav på att betala med reverser.<sup>295</sup>

*...men fabriken blev man inte av med.*

Redan under det första året lyckades konsortiet således med att avyttra både vattenkraften och skogen. Därmed återstod bara fabriksanläggningarna, samt vattenkraften

---

<sup>293</sup> Handelshuset Wijk hade sedan mitten av 1800-talet varit inblandad i den norrländska skogsindustrin. Under 1910-talet expanderade man sina intressen genom Marma och Långrör. Expansionen var dock alltför kraftig och Wijks skogsintressen kom under 20-tals krisen att hamna hos den kreditgivande banken, Skandinaviska Kreditaktiebolaget. Se Fritz 1996, s. 267-68 & Glete 1987, s. 223.

<sup>294</sup> Brev från Ivar Olsson till FSV:s huvudkontor 181008.

<sup>295</sup> AU:s fordringar växte från en halv till fem miljoner kronor under året, samtidigt som skogens värde i balansräkningen minskade från drygt 2 miljoner kronor till noll. Det verkar därför rimligt att anta att Wijk fick sin vilja igenom.

vid Lottefors. Visserligen hade konsortiet under 1918 sålt Midnäs Trävaru AB, kakelefabriken och några gårdar som hört till AU. Dessa var dock verksamheter av mindre omfattning. Det stora som återstod var träsliperiet. Under hösten 1919 visade Holmens Bruks- och Fabriksaktiebolag intresse för ett övertagande av rörelsen. I december förelåg ett optionsavtal där konsortiet var berett att sälja alla sina aktier i AU för ett pris av 4 000 kronor per aktie.<sup>296</sup> Med tanke på att man betalade 2727 kronor per aktie när man köpte AU och redan hunnit tömma företaget på en betydande summa pengar hade det varit en mycket god affär för konsortiet. Nu blev det aldrig någon affär, eftersom Holmens Bruk bestämde sig för att inte utnyttja optionen. I skrivelsen som man skickade konsortiet angav man de höga fraktkostnaderna för trämassa producerad i Lottefors som skäl för att inte utnyttja optionen.

FSV var även i kontakt med Söderhamns stad under hösten 1919. Bankiren Rickard Hägglöf, som kommit in som intressent i AU, åkte upp till Söderhamn 'för att animera staden till kraftaffär'. I affärsförslaget låg, likt affären med Rhedin, att träsliperiverksamheten skulle läggas ner och anläggningarna säljas. Ivar Olsson, som skrev brevet, uttryckte att det kunde bli svårt för Söderhamn att uppbringa det nödvändiga kapitalet. Han föreslog istället en avbetalningsaffär. I slutändan blev det ingen affär med Söderhamn heller och istället för att fortsätta att aktivt arbeta för att finna köpare till resterande delar av AU upplöstes konsortiet under 1920 och FSV:s engagemang gick in i nästa fas.

## **FSV som ensam ägare**

### *FSV köpte ut Centralgruppen*

Under hösten 1920 fördes en diskussion om att köpa ut Centralgruppen eftersom FSV<sup>297</sup> tyckte att "det har yppat sig svårigheter att med stöd av aktiemajoriteten ernå ens en del av dessa fördelar, och utan tvivel skulle starka slitningar uppstå vid ett mera kraftigt genomdrivande av Finans önsknings."<sup>298</sup> I samma promemoria stod: "Det skulle för Finans vara av stort värde att äga samtliga aktier i Ungers av följande skäl: (1)Finans skulle härigenom disponera Ungers likvida medel. (2) Finans skulle genom en transaktion, som nedan anges kunna inbespara åt Ungers och därmed åt sig själv ett högst avsevärt belopp i skatter. (3) Genom samma transaktion erhålles för Finans en stor bokföringsvinst, som möjliggör för Finans ett avsevärt förbättrat bok-

---

<sup>296</sup> Optionsavtal mellan konsortiet och Holmens Bruk 191208.

<sup>297</sup> FSV bestod då av Finansinstitutet samt Svenska Värden, som då hade fusionerats till ett bolag.

<sup>298</sup> Internt PM december 1920.

slut. (4) Finans handelsavdelning erhåller så småningom ensamförsäljning för Ungers cellulosa, varigenom den tillförsäkras en säker årsinkomst och Ungers vinster även framledes kunna regleras av skattehänsyn.”<sup>299</sup>

Arvid Ericsson, styrelseledamot i AU, värderade bolaget och hans bedömning var att stamaktierna var värda 3 940 kronor per styck.<sup>300</sup> Efter förhandlingar kom parterna överens i början av december. FSV tog över hela Centralgruppens aktiepost om 366 stamaktier för 4 500 kronor per styck och 300 stycken preferensaktier för 1 050 kronor per styck. Köpet betalades dels kontant, dels genom att FSV belånade aktierna hos Centralgruppen, stamaktierna för 2000 kronor och preferensaktierna för 1000 kronor per styck. Den del som återstod skulle betalas kontant, vilket FSV löste genom att betala med AU:s depositioner. AU hade 1,5 miljoner kronor inestående hos Centralgruppen. På detta sätt kunde FSV ta över AU utan att lägga upp några egna kontanta medel.<sup>301</sup>

#### *Förmedlingen av Forsvik*

Den ovannämnde Arvid Ericsson påpekade i ett brev till Wigelius att skatten för AU skulle bli hög, eftersom företaget lyckats väl med försäljningen av trämassan under 1920. Ericsson skrev: ”Skulle däremot årets vinst på något sätt nedskrifvas minskas ju denna skatt. Vill dock hava sagt, att en för våldsamt nedskrivning nog ej får genomföras, ty huru det än är så kommer det alltid fram till taxeringsmyndigheterna och så är man fast. Föregående manipulationer inom Ungers hafva varit inom annat område än vad som kommer ifråga i år.”<sup>302</sup>

Det bestämdes att AU skulle köpa ett 'för ändamålet lämpligt objekt' genom Finans förmedling. På så sätt skulle FSV kunna debitera Unger en rundligt tilltagen provision och Ungers beskattningsbara vinst skulle minska. Avesta Järnverk och Forsviks Aktiebolag kom upp som förslag, men valet föll till slut på Forsvik. Forsviks Aktiebolag var ett bruk i Skaraborgs län, som året innan sålts till ett konsortium lett av styrelseledamoten i Svenska Värden Knut H:son Natt och Dag. Ett konsortium

---

<sup>299</sup> Internt PM december 1920.

<sup>300</sup> Brev till FSV från Arvid Ericsson 201119.

<sup>301</sup> Brev till Centralgruppen från FSV 201208.

<sup>302</sup> Brev till FSV från Arvid Ericsson 201119.



som FSV hade varit med och finansierat.<sup>303</sup> FSV köpte Forsvik och sålde det vidare till Unger för 2,7 miljoner kronor. FSV gjorde på detta sätt en vinst på 900 000 kronor och Natt och Dags konsortium fick en provision på 750 000 kronor.<sup>304</sup> Köpet likviderades genom att FSV dels fick två miljoner kronor i nyemitterade aktier och dels att Unger övertog lån av FSV.

### *Tömningen fortsatte*

Korrespondens kring AU innehåller en rad exempel på hur FSV fortsatte att tömma företaget på tillgångar. (1) I januari 1920 skickade Ivar Olsson ett brev till FSV:s huvudkontor i Göteborg. Han föreslog att av de 2 250 000 kronor som stod till stämmans förfogande skulle 1 100 000 kronor användas för att ge utdelning på aktierna. (2) I september 1920 skrev Delin ett brev till FSV där han redogjorde för planen att Unger skulle betala 750 000 kronor till konsortiet 'såsom kommission för under året gjorda försäljningar', vilket också gjordes. (3) De nya aktierna skulle få ta del av 1920 års 10%-iga utdelning, trots att fondemissionen genomfördes de sista dagarna i december. (4) FSV tillerkändes en förmedlingsprovision i början 1924 på 150 000 kronor, utan att några större affärer genomfördes, men som FSV behövde för att kunna betala sina räntor – se nästa avsnitt.

### *Jakten på pengar*

1920 tjänade AU fortfarande pengar på träsliperiet. Året efter slog deflationskrisen till med full kraft och situationen förändrades drastiskt. Företagsledningen tog trots detta beslutet att inte göra några stora nedskärningar. Eftersom de egna fonderna vid det här laget var tömda var man tvungen att söka sig ut på jakt efter banker som var beredda att låna ut pengar.

Intressant nog började man med att vända sig till Göteborgs Bank, som låg utanför den närmaste sfären, i hopp om att de skulle vara villiga att finansiera verksamheten. Göteborgs Bank, som själva såg problemen hoppa sig, svarade hövligt men bestämt nej med motiveringen att: "Vi få ju se till att stödja våra gamla kunder i första rummet och med de krav som för tiden ställes på de svenska bankerna anser jag det god politik att försöka hålla sig så likvid som möjligt, och således ej bevilja lån till affärer utanför vårt verksamhetsområde."<sup>305</sup> Då man inte lyckades förhandla sig till

---

<sup>303</sup> FSV:s styrelseprotokoll 191217.

<sup>304</sup> Internt PM december 1920 & AU:s styrelseprotokoll 201127.

<sup>305</sup> Brev till FSV 201218.

lån i Göteborgs Bank var man tvungen att hitta en temporär lösning. Detta gjordes genom att FSV en gång i veckan försträckte AU de pengar man behövde för driften.

Nästa bank som uppvaktades var Norrköpings Enskilda Bank, som inte heller den kunde räknas till de närmast sörjande. I första hand gällde det att få en kredit på två miljoner kronor, så att man kunde betala tillbaks pengarna som FSV försträckt Unger. Sammantaget för hela 1921 räknade man dock med att Unger behövde drygt fyra miljoner kronor. Som säkerhet för krediten erbjöds Norrköping Enskilda Bank fastighets- och förlagsinteckningar. Även denna gång blev man nekad med en motivering som anspelade på att FSV sökt sig utanför sin vanliga banksfär: ”då vi väl måste utgå från, att Finansinstitutet, när konjunkturerna vända, pengar börjar inflyta, och sålunda krediten blir obehöflig, drager pengarna till Nordiska Handelsbanken.”<sup>306</sup> FSV svarade att man inte alls hade någon avsikt att flytta AU:s bankaffärer från banken ifall man blev beviljade krediten, men denna försäkran klingade för döva öron.

Man blev helt enkelt tvingad att fortsätta letandet och nu började man närma sig de banker som man redan tidigare haft affärer med. Först ut av dessa var Mälarbanken, som var den bank som Unger hela tiden skött sina betalningar igenom. Mälarbanken tillhörde skaran av regionala banker som förde en expansiv politik under senare delen av 1910-talet, både genom att bygga ut kontorsnätet och genom fusioner. I mars 1921 togs kontakt angående en kredit i storleksordningen fyra miljoner kronor. Mälarbanken gav inget klart besked utan bad att få avvakta. Det hade AU inte tid till.<sup>307</sup>

Istället tog FSV kontakt med Skandinaviska Kreditaktiebolaget. Skandinavbanken var, vid sidan om Nordiska Handelsbanken, den bank som FSV hade tätast kontakt med. I början av 1921 var Skandinavbanken till och med FSV:s största långivare, med över sju miljoner i lån. Till slut kom man överens om att FSV skulle stå för lånet till AU, men att lånet sedan skulle få rebelånas i Skandinavbanken och Nordiska Handelsbanken. På detta sätt behövde FSV inte skjuta till några egna pengar. Antagligen var detta en kompromisslösning eftersom storleken på lånet sattes till två miljoner, vilket bara var hälften mot vad man egentligen hade hoppats på. De

---

<sup>306</sup> Brev till FSV 210205.

<sup>307</sup> Brev till FSV 210304.

försträckningar som FSV under årets första månader gjort till AU lades nu alltså om till ett lån om två miljoner, varav hälften mot fastighetsinteckningar och hälften mot förlagsinteckningar. Lånet löpte med 8,5% ränta.<sup>308</sup>

I november återkom AU med en förfrågan om lättnad i säkerheterna. Bakgrunden var att företaget hade sålt av några fastigheter med tillhörande mark som låg som inteckningar för lånet. Både Nordiska Handelsbanken och Skandinavbanken accepterade lättnaden. Innan året var slut lades lånen om och FSV:s roll som mellanhand försvann, vilket innebar att AU direkt lånade upp pengarna hos de bägge bankerna. Man utökade även då lånen med en löpande räkning på 250 000 kronor i vardera banken.<sup>309</sup>

Från 1923 och framåt fick FSV allt svårare att fullgöra sina räntebetalningar i Nordiska Handelsbanken. 1924, när FSV inte fick låna mer pengar till att betala räntor, vände sig FSV till AU med ett förslag om man skulle få belasta AU med provision på 150 000 kronor. Dessa pengar skulle användas för att betala FSV:s upp-lupna räntor i Nordiska Handelsbanken. Problemet var att AU inte längre hade någon välfylld kassa att ta av. Istället fick man ta till en finansiell rundgång där AU själv fick låna upp pengarna – i Nordiska Handelsbanken.<sup>310</sup>

#### *En tveksam rekonstruktion och ett oundvikligt slut*

I april 1924 satte FSV samman en promemoria angående en rekonstruktion av AU. Det rörde sig dock mer om att komma åt AU:s sista värdefulla tillgång, Forsviksaktierna, än att få träsliperiverksamheten på fötter. Förslaget gick ut på att AU:s innehav i Forsvik skulle skrivas ner från 2,7 till 1 miljon kronor. Förlusten som uppstod i och med nedskrivningen skulle täckas genom att FSV ställde 2000 stamaktier till förfogande. Därigenom skulle AU:s aktiekapital kunna skrivas ner från fyra till två miljoner kronor. Sedan skulle AU sälja aktierna i Forsvik tillsammans med ett kraftkontrakt till FSV, för fyrahundra respektive sexhundra tusen kronor.<sup>311</sup> FSV skulle sedan direkt sälja tillbaka kraftkontraktet för 1 miljon kronor. På detta sätt skulle inga pengar behöva byta hand men FSV kom över Forsviksaktierna och

---

<sup>308</sup> Brev från FSV 210322 & 210324.

<sup>309</sup> Brev från FSV 211229.

<sup>310</sup> Internt PM 1924.

<sup>311</sup> Kraftkontraktet gällde leverans från Arbrås vattenkraftsverk, alltså det som AU sålt några år tidigare till Barnängens Tekniska Fabriker. I kontraktet var AU garanterad en årlig leverans av 1 500 hästkrafter, till ett fast pris av 75 000 kronor. För all framtid.

kraftkontraktet täckte upp förlusten på AU:s tillgångssida. Uppgårelsen godkändes på AU:s bolagsstämma i juni.<sup>312</sup>

FSV behövde Forsviksaktierna som säkerhet för ytterligare lån i Skandinaviska Kreditaktiebolaget. FSV situation blev alltmer akut och i början på 1925 ställde styrelsen sina platser till de kreditgivande bankernas förfogande. Resultatet blev att Nordiska Handelsbankens och Skandinavbankens inflytande över FSV:s industriella engagemang ökade. I AU märktes det genom att Leo Bredberg avgick som verkställande direktör, att Hjalmar Wijk valdes till ordförande samt att Oscar Rydbeck och G.J. Versteegh tog plats i styrelsen.<sup>313</sup> I FSV:s konkurs fick Skandinavbanken ta över de hypotiserade aktierna. Adolf Ungers Industriaktiebolag kom därefter, 1926, att slås ihop med ett annat av de krisdrabbade skogsbolagen som banken hade tagit över, Långrörs AB.

### **Från gammalt till nytt via finansiella krumbukter**

På styrelsemötet i januari 1921 avgick Bernt Unger, besviken på hur företaget sköttes, ur styrelsen för Adolf Ungers Industriaktiebolag. Bernt Unger krävde dessutom att företaget skulle byta namn. Styrelsen ställde sig kallsinniga till Ungers begäran, men betalade ut ett avgångsvederlag på 140 000 kronor till den före detta ägaren.<sup>314</sup> Händelsen skulle kunna ses som en symbol för den kursändring mot interna transaktioner som styrelsen företog efter det att konsortiet upplöstes och FSV blev ensam ägare till AU. Konsortiet hade gått in i AU med den uttalade målsättningen att stycka upp företaget och sälja av dess delar, vilket man också lyckades med. Vattenkraften i Arbrå såldes för cirka en miljon kronor mer än vad man värderat den till vid köpet. Även försäljningen av skogen lyckades och dessutom till ett bra pris. Att styckandet av AU var en del av bubblan framkommer tydligt om man betänker köparnas öde. Vattenkraften såldes till Barnängen och skogen till Olof Wijk & Co. Båda dessa expansiva företag föll samman under deflationskrisen. Hjalmar Wijk hade dock goda kontakter med sin kreditgivande bank, Skandinavbanken, och som nämndes ovan valdes Wijk in i AU:s styrelse 1925.

---

<sup>312</sup> Bolagsstämmoprotokoll Adolf Ungers Industriaktiebolag 240630.

<sup>313</sup> AU:s styrelseprotokoll 250522.

<sup>314</sup> AU:s Styrelseprotokoll 210112.

Träsliperiet hittade konsortiet ingen köpare till, åtminstone ingen som var beredd att betala vad man begärde. Affären kom istället att utveckla sig mot interna transaktioner där man på olika sätt försökte föra över det värde som fanns kvar i AU till FSV. Genom att använda egna aktier som pengar, som i affären med Forsvik AB, kunde man både köpa och flytta tillgångar mellan bolagen. Aktierna kunde sedan även användas som säkerhet för mer lån i bankerna. Preferensaktier var synnerligen väl lämpade härvidlag, eftersom de bedömdes som säkrare och fick en högre belåningskurs. När FSV köpte ut Centralgruppen 1920 belånade FSV sitt aktieinnehav i AU. Preferensaktierna belånades till 100%, mot 50% för stamaktierna.

När AU, efter FSV:s konkurs, fusionerades in i vad som kom att bli en modern skogskoncern, Marma-Långrör, var också företags prägel som familjeföretag definitivt borta. På så sätt kom FSV:s inblandning i AU att markera övergången från det gamla familjebruket till den nya industrikoncernen.

## 8. Diskussion

I kapitlet diskuteras de centrala teman som behandlats i studiens tidigare delar och undersökningens frågeställningar belyses. Det första avsnittet diskuterar affärsbankernas relation till emissionsbolagen, med särskilt hänsyn till Industribanken/Nordiska Handelsbankens relation till FSV. Det andra avsnittet belyser frågan om de personliga nätverkens betydelse och FSV:s affärer. Det tredje avsnittet behandlar den övergripande fråga som ligger till grund för studien – frågan om stabilitet och omvandling.

### **Bankernas roll – en fråga om förtroende**

Jag har i framställningen argumenterat för att man kan betrakta den innovativt inriktade kapitalismen från 1890-talet till mitten av 1930-talet som tre vågor. Bankerna fanns med under alla vågor, men med något olika roller. I och med den utsträckta aktieförvärvsrätten, i 1911 års banklag, kan man säga att bankerna tillerkändes ett större verksamhetsfält än tidigare. Följden blev att bankkontrollerade emissionsbolag kom att dominera riskkapitalmarknaden. Larsson skriver: ”Den tydliga marknadsorienteringen vad gällde industrins kapitalmobilisering under 1910-talet innebar inte att det bankorienterade finansiella systemet i Sverige förändrades i grunden. Tvärtom var bankernas aktiva roll på aktiemarknaden närmast en förutsättning för den tilltagande marknadsorienteringen.”<sup>315</sup> Förutom emissionsbolagen startades en mängd andra finansiella företag. Bara mellan åren 1914 och 1918 startades åtminstone ett 70-tal bankir- och mäklarfirmor.

I materialet kring FSV har jag stött på ett flertal sådana företag. Styrelseledamöterna Krüger, Wigelius och Seaton startade 1916 AB Malm, för handel i aktier. Nils Wallenius startade 1916 AB Verkstadsintressenter, som köpte och sålde aktier i verkstadsföretag. Styrelseledamoten Malmborg grundade en egen bankirfirma som tog hand om Göteborgs Handelsbanks valutaaffärer. Styrelseledamot Sandström var med om att starta Finansaktiebolaget Confidentialia 1917, som höll på med värdepappersaffärer. Denna utveckling var naturlig i en situation med ökad marknads-

---

<sup>315</sup> Larsson 1998, s. 75.

orientering. Fortfarande var det dock så, som Larsson påpekar, att bankerna utgjorde en förutsättning för de andra företagen. Ett problem för riskkapitalisterna i den första vågen (Olsson, Thiel m.fl.) var att deras entreprenöriella visioner handlade om projekt som krävde stora mängder uthålligt kapital, som exempelvis vattenkraftsutbyggnad i Norrland. Kapitalbehovet visade sig vara större än vad man klarade av att uppbåda. Finansinstitutet och Industribanken belyser hur man i den andra vågen kunde kanalisera mer pengar till riskkapitalmarknaden, genom de nära relationerna mellan banker och emissionsbolag som rådde under 1910-talet. För det första kom emissionsbolagen genom bankerna över inlånade medel. För det andra kunde bankerna genom kredit-skapande verksamhet tillhandahålla emissionsbolagen likvida medel.

#### *Att komma åt inlåningen*

Genom sin bankkontakt kunde Finansinstitutet komma över bankinlåning som sedan användes för att finansiera institutets verksamhet. Konkret handlade det om att på olika sätt styra Industribankens kreditgivning mot Finansinstitutet, vilket var precis det som Bankinspektionens första undersökningsrapport handlade om. Största utlåningen gick till Finansinstitutet. Den största garantiförbindelserna bestod i en borgen för Finansinstitutet. De största växelaffärerna inbegrep styrelseledamöter i Finansinstitutet. De två aktier som var mest belånade var Nordiska Kullager och Finansinstitutet. Dessutom möjliggjordes större krediter genom att Industribanken sänkte sina säkerhetsmarginaler, eftersom Industribanken belånade aktier 10-30% över de rekommenderade kurserna.

Visserligen hade det stått Finansinstitutet fritt att utfärda obligationer och därigenom få in pengar till verksamheten. Motivet för Finansinstitutet att, i likhet med andra emissionsbolag, gå via bankerna går att förstå om man vänder tillbaka till likviditetspyramiden. Banksskulder åtnjuter generellt sett större förtroende på marknaden än företagsskulder, man befinner sig högre upp i likviditetspyramiden. Det innebär att man kan dra in mer pengar från kapitalmarknaden med bankinlåning än med obligationer. Problemet var att Finansinstitutet fick belåna aktier till höga värden, vilket innebar att risken egentligen var lika stor som med obligationer – fast risken var dold i konstruktionen. När deflationskrisen fick bankerna på fall och bankkonkurser hotade visade sig denna ofrivilligt tagna risk. Man skulle kunna försvara

insättarnas förtroende för bankerna med att staten ju ändå gick in och räddade insättarnas medel, vilket den aldrig hade gjort om pengarna slussats till emissionsbolagen genom obligationer. Den dolda risken vältrades alltså över på staten.

Industribankens jakt på inlåning tog sig två uttryck. Dels startade banken egna lokalkontor, dels köptes mindre banker upp. Problemet med den första strategin var att det skulle tagit alldeles för lång tid att bygga upp de nödvändiga kontoren och ännu längre tid att bygga upp tillräckligt förtroende. Istället köpte man upp Malmö Folkbank, Roslagens Folkbank och Bankaktiebolaget Kullen. Snart stod det klart att expansionen gjort bankens finansiella situation alltför bräcklig. Fusionen 1919, med Göteborgs Handelsbank, blir i detta sammanhang central eftersom den tydligt markerade maktförskjutningen från Finansgruppen. Jag ser två möjliga tolkningar. Antingen skedde fusionen för att öka stabiliteten och därigenom förbättra möjligheten att förverkliga visionen om Finansgruppen. Den andra möjliga tolkningen är att ledande personer i Industribanken var medvetna om den ohållbara situationen och såg fusionen som ett sätt att komma ur situationen, innan bubblan sprack. Med tanke på att bankinspektörens upprepade varningar måste en viss insikt funnits, åtminstone i bankens översta skikt, varför jag lutar mer åt den sistnämnda tolkningen.

Vad som dessutom talar för denna tolkning är att Finansgruppen redan före fusionen gjort sig av med betydande aktieposter i Finansinstitutet. När Industribanken startades var Brodin, Forsberg, Simon och Andersson företagets största aktieägare. Ett år senare hade Simon och Andersson halverat sitt innehav. De hade sålt aktierna med god vinst, eftersom aktierna under året noterades ända upp till 5 000 kronor.<sup>316</sup> I december 1919, inför fusionen, var Forsberg den enda av Finansgruppens kärntrupp som anmälde sig till Finansinstitutets extra bolagsstämma.<sup>317</sup>

---

<sup>316</sup> *Affärsvärlden* 1917, s. 3340.

<sup>317</sup> Om man betraktar styrelsernas sammansättning är det tydligt att de som låg bakom finansgruppen snart försvann ut ur styrelserna. Frågan blir då om de medvetet sålde av i tid och kanske till och med planerade för det när verksamheten startades. Det skulle kunna förklara den höga soliditeten som FSV uppvisar. I förstone framstår hävstångseffekten som väldigt liten på placerarnas pengar eftersom andelen främmande kapital i FSV var relativt litet. Om man istället i det främmande kapitalet även inbegriper aktiekapital som inte tillhörde Finansgruppen så ter sig situationen annorlunda. Det blir då också mer troligt att personerna bakom Finansgruppen, när de insåg att de inte kunde behålla kontrollen över både FSV och Industribanken valde att gå ur.



### *Att skapa pengar*

En annan fördel med att ha en nära bankrelation var bankens förmåga att skapa pengar. Om vi vänder tillbaka till utgångspunkterna för den här studien kan man påstå att det visserligen är möjligt för alla att skapa pengar, men återigen är förtroendet centralt. Banker kan skapa pengar, inte på grund av någon särskild lag utan för det, generellt sett, höga förtroendet som bankskulder åtnjuter.<sup>318</sup> Materialet kring FSV:s inblandning i CE Johansson är belysande. FSV köpte upp bolaget för att man såg en underexploaterad uppfinning, höjde aktiekapitalet och sålde sedan de nyemitterade aktierna på marknaden. Det viktiga är dock hur man likviderade köpet. Svaret finner man i bankinspektionens undersökningsrapport från Industribanken: ”Inlåningen på depositions- och kapitalräkningen uppgick per ultimo december till 15,3 milj. kr., varav den allra största delen torde få anses vara s.k. konstgjorda depositioner, tillkomna vid av banken och a.b. Svenska finansinstitutet gemensamt gjorda finansieringar och ombildningar av företag.”<sup>319</sup> Den största konstgjorda depositionen utgjordes av CE Johanssons fordran, som enligt köpekontraktet var bunden i tre års tid. FSV kunde alltså köpa upp CE Johansson genom att Industribanken lånade FSV pengar som man inte hade, men som man kunde skapa. Med andra ord gick affären att genomföra eftersom Johansson, som var betalningsmottagare, accepterade Industribankens skuldebrev – i form av låsta depositioner.

Så länge förtroendet för Industribanken upprätthölls kunde man finansiera affärer på detta sätt. Ett mer passande namn för deflationskrisen skulle då vara förtroendekris. Den första konkreta effekten av sviktande förtroende är att aktörer rör sig uppåt i likviditetspyramiden, alltså att man begär mer likvida skuldebrev som betalning vid transaktioner. I FSV:s förhållanden med Adolf Ungers Industriaktiebolag blir detta tydligt. I den mängd förhandlingar som FSV var inblandad i var betalningsvillkoren en viktig faktor, ibland till och med överordnad priset. Som fallet var när Adolf Ungers skogar skulle avyttras: ”Herrar Wijk från Göteborg erbjödo i går mot svar i dag kr. 3.500.000:- för de Ungerska skogsfastigheterna, att betalas med reverser löpande med 6 % ränta och gällande i tio år. Styrelsen för Ungers bolag ansåg sig

---

<sup>318</sup> En klagörande beskrivning av hur bankerna skapar insättningar i ett system av ’fractional reserve banking’ återfinns i Dillard 1987, s. 134-36. Där beskrivs de engelska guldmedernas verksamhet som kan sägas utgöra en grundsten i utvecklingen av moderna banker.

<sup>319</sup> Bankinspektionens undersökningsrapport januari 1918, s. 10.

emellertid ej kunna acceptera betalningsvillkoren utan har i stället mot svar i dag erbjudit fastigheterna till nämnda pris mot kontant betalning. Detta villkor torde å andra sidan herrarna Wijk ej komma att antaga.”<sup>320</sup>

## **FSV:s affärer och betydelsen av personliga nätverk**

### *Finanskapitalets ökade betydelse*

I en undersökning från 1921 diskuterade Orvar Josephson den finansiella sektorns inflytande över svenska företag 1903 respektive 1918. Som utgångspunkt använde sig Josephson av gemensamma styrelseledamöter. Josephson slutsats blev att den finansiella sektorns inflytande hade ökat markant: ”1918 däremot hava de 4 storbankerna tillsammans, om deras olika kombinationer såväl inbördes som med emissionsbolagen och de övriga bankerna medräknas, av samtliga 112 bolag trängt in i icke mindre än 89 och därtill i alla med över 40 milj. kr:s aktiekapital. Som synes hava de härvid haft god hjälp av sina emissionsbolag, på vilka ensamt komma 15 bolag, vartill komma de tre, som storbankerna tillsammans med emissionsbolagen behärska.”<sup>321</sup> Finansgruppen passade väl in i denna trend. I de bolag som man engagerade sig finansiellt, engagerade man sig även ofta i styrelsearbetet. I alla de tre bolag som jag har studerat närmare (Adolf Unger Industriaktiebolag, AB CE Johansson och Förenade Piano & Orgelfabriker) var Finansgruppen representerad i styrelsen. I AU och CEJ dominerade man styrelserna efter uppköpen. Även i en mängd andra företag som man gjorde affärer med återfanns folk från Finansgruppen i styrelserna. Dit kan räknas Bofors, Luth & Rosén, Lomma Slip, Karlstad Mekaniska.<sup>322</sup>

Denna sammanblandning av industri och finans löpte parallellt med en annan utveckling. I takt med att koncentrationsvågen svepte över banksystemet började de största aktörerna att samarbeta allt flitigare. *Affärsvärlden* skrev angående samarbetet om Svenska Emissionsaktiebolaget att de: ”ledande männen från Stockholms Handelsbank och Skandinaviska Kreditaktiebolaget sitta i Emissionsbolagets styrelse och sistnämnda bolag utöfvar rollen af förmedlande länk mellan vårt lands båda största banker.”<sup>323</sup> Kopplingar fanns även till Wallenbergarna eftersom Skandinaviska

---

<sup>320</sup> Brev till FSV från Ivar Olsson på stockholmskontoret, 181008.

<sup>321</sup> Josephson 1921 s. 66-67.

<sup>322</sup> Intern Rapport 250604.

<sup>323</sup> *Affärsvärlden* 1917, s. 3214.

Kreditaktiebolaget även var delaktigt i Emissionsinstitutet. *Affärsvärldens* slutsats blev att den svenska finansmarknaden segmenterats och att de stora aktörerna delade på affärerna. Emissionsaffärerna delades mellan Emissionsinstitutet och Svenska Emissionsbolaget. Utländska låneaffärer delades mellan Stockholms Enskilda Bank och Stockholms Handelsbank. Inhemska obligationslån delades mellan Skandinaviska Kreditaktiebolaget, Stockholms Handelsbank, Stockholms Enskilda Bank, Centralbanken och Göteborgs Bank.<sup>324</sup>

I spåren av deflationskrisen skrev *Affärsvärlden* några klarsynta artiklar om emissionsbolagen. Som huvudorsak till bankernas problem pekade *Affärsvärlden* på hur den ökade främmande skuldsättningen ledde till bubblan, alltså hur ponzi-finanseringen bredde ut sig. Denna process möjliggjordes genom emissionsbolagens nära samarbete med affärsbankerna.<sup>325</sup> Den stora mängden interna transaktioner 1920-21 var ett förhållande som bland annat Hildebrand påpekade angående Svenska Emissionsaktiebolaget.<sup>326</sup> I FSV:s räkenskapsmaterial har de större posterna i företagets redovisade vinst i stor utsträckning kommit från interna transaktioner, exempelvis Adolf Unger, CE Johansson och Industribanken. Problemet var att det ofta rörde sig om orealiserade bokföringsvinster och ibland, som i fallet med AU, om rena tömningsaffärer.

#### *FSV:s kontaktnät*

”Herr Ordförande hälsade de närvarande välkomna till sammanträdet och uttalade den förhoppningen, att styrelsens ledamöter ville på alla sätt söka gynna banken såväl med egna affärer som med anskaffande af andra kunder åt banken.”<sup>327</sup>

Att de personliga nätverken spelade en viktig roll för vilka affärer Finansgruppen engagerade sig i ter sig knappast förvånande. Frågan är alltså inte *om*, utan *hur* dessa nätverk påverkade affärerna. En blick på första årets styrelseledamöter i FSV, Industribanken och Värdeförvaltning stärker bilden av en gemensam tanke vid startandet

---

<sup>324</sup> *Affärsvärlden* 1915, s. 419.

<sup>325</sup> *Affärsvärlden* 1922, s. 2408.

<sup>326</sup> Hildebrand 1971, s. 170-71.

<sup>327</sup> Inledning till styrelseprotokollet vid Industribankens sammanträde i juni 1917.

av dessa bolag. Om perspektivet vidgas till vilka företag som Finansgruppen engagerade sig i första året finner man en stark koppling till andra företag som styrelseledamöterna i Finansgruppen också var representerade i. Den tydligaste kopplingen därvidlag var till Nordiska Kullager och Reymersholm Gamla Industriaktiebolag. Dit hörde bland andra Claes Andersson, Melcher Lyckholm, N.P. Mathiasson, Martin Aronowitsch, och Nils Wallenius.<sup>328</sup> Den positiva sidan av dessa personliga kopplingar var förstås de affärsmöjligheter som öppnade sig på grund av nätverken. Under 1917 bidrog Nordiska Kullager till FSV:s vinst både genom provision för en förmedlad bankkredit och genom FSV:s ihärdiga handel i NKA-aktier under försommaren. Under hösten genomfördes Reymersholms ombildande till AB Spritcentralen. En affär som knappast tillfallit FSV om inte bolagets starke man, N.P. Mathiasson, haft intressen i FSV.

Samtidigt som Finansgruppens nätverk gav uppslag till affärer, skapade närheten bolagen emellan också en grogrund för misstankar om otillbörliga "insider"-affärer. Industribankens tre första månader beviljades lån om sammanlagt 26 miljoner kronor. Av dessa lånades inte mindre än 22 miljoner ut till Finansinstitutet och andra närstående personer och företag.<sup>329</sup> Eftersom bolaget kunde visa upp en sådan spektakulär vinst för första verksamhetsåret verkade alla inblandade nöjda men under 1918, när börsen vände neråt, började även mer kritiska röster höjas. I ett brev till FSV:s huvudkontor skrev Malmökontorets chef: "Jag hade idag besök av en argt häradshövding Smith, aktieägare i Finansinstitutet, som klagade på nyemissionen. Hans uppfattning var, att hela åtgärden endast gick ut på att möjliggöra insättning av medel i Industribanken. [...] Han klagade även över Värdeförvaltnings tillkomst och de affärsmanipulationer, som kunde tänkas förekomma mellan dess båda bolag till förfång för Finansinstitutet. Jag framhåller, att Värdeförvaltning endast var ett 'holding company', under det att vi vore det affärsdrivande bolaget och att man därför skäligen

---

<sup>328</sup> *Affärsvärlden* 1917, s. 76.

<sup>329</sup> En av alla dessa affärer var Finansgruppens engagemang i AB Liberty Trading Company. En av de ledande i styrelsen var direktör P.M. Svanfeldt, tillika styrelseledamot i Värdeförvaltning och i Industribankens lokalstyrelse i Stockholm. Liberty Trading, som grundades 1919, ägnade sig åt den udda kombinationen import av jordbruksmaskiner och distribution av film. Företaget finansierades av Industribanken, med borgen av Värdeförvaltning. När affärerna gick sämre kritiserade bankinspektören banken för att man försträckt lån att användas till räntebetalningarna på redan existerande lån. Dessutom gavs lånen mot säkerhet i aktier, där marknadskursen på aktierna redan vid lånets utbetalande låg under den givna krediten.

kunde utgå från att Finansinstitutet uteslutande hade gagn av ett eventuellt samarbete.”<sup>330</sup>

Det skulle att visa sig att dessa misstankar inte var helt gripna ur luften. I takt med att de interna transaktionerna blev allt fler uppstod risker som var svåra för utomstående att bedöma. Problemet illustrerades av FSV:s deltagande i följande konsortium: ”Godkändes en av Institutet tillsammans med Reymersholm Gamla Industri AB, AB Värdeförvaltning och Bankdirektör M. Aronowitsch tecknad borgen av den 31/8 1918 för riktiga fullgörandet av AB Industribankens betalningsskyldighet enligt vissa depositionsbevis å tillsammans 8 700 000:-.”<sup>331</sup> Hur mycket var ett sådant borgensåtagande egentligen värt när FSV samtidigt ägde en stor post aktier i Industribanken, hade stora krediter i Industribanken och de andra företagen hade många korsvisa kreditrelationer.

Risken var också att FSV blev kvar i engagemang än man först tänkt sig när man engagerade sig i styrelsearbetet. Detta blev tydligt i affären med Lomma Slip. Från början var FSV inställd på en kort affär, men när emissionen verkade gå i hamn beslöt man att behålla en större post. Resultatet blev att FSV fick börja engagera sig i företagets skötsel och snart utvecklade sig det hela till ett projekt som var svårt att komma ur. Det skapade också ett tryck på Finansgruppen som helhet att låna ut mer pengar till Lomma Slip för att det skulle komma ur sina svårigheter, trots att det knappast var affärsmässigt motiverat.

#### *FSV:s representativitet*

I studien har en bild av FSV som finansiell mångsysslare växt fram. Företaget lånade ut pengar till privatpersoner, köpte och sålde fastigheter, bedrev aktiemäkleri, garanterade nyemissioner och bistod vid rekonstruktioner. FSV var i detta avseende representativt för emissionsbolagen. Tidpunkterna för bildandet, 1916, respektive konkursen, 1925, var också typiska. Liksom att man bedrev konsortieaffärer med andra emissionsbolag. Flest konsortieaffärer gjorde FSV ihop med Centralgruppens Emissionsaktiebolag. Det ligger i linje med att Skandinaviska Kreditaktiebolaget, som hade en stark förankring i det göteborgska näringslivet, var FSV:s andra bank. I

---

<sup>330</sup> Brev till FSV 180921.

<sup>331</sup> FSV styrelseprotokoll 181026.

dessa affärer var oftast de större emissionsbolagen var drivande och FSV bjöds in att delta. På en viktig punkt avviker dock FSV från den generella bilden. FSV var en del av ett försök att tillsammans med Industribanken och AB Värdeförvaltning bygga upp en ny finansiell grupp på den svenska finansmarknaden. De större emissionsbolagen var knutna till någon, eller några, av de ledande affärsbankerna. Jag skulle dock vilja vidga frågan om representativitet eftersom studiet av FSV har klargjort hur sammanvävda de olika aktörerna var i ett nätverk av aktieägarkonsortier, kreditrelationer och personliga vänskaper. I ljuset av detta nätverk framstår 'emissionsbolag' som ett användbart, men på intet sätt definitivt, begrepp. Slutsatsen blir istället att FSV, tillsammans med Industribanken och Värdeförvaltning, var representativa för tidsandan. Med tidsandan menas då: stor optimism, förväntningar om snabba vinster, ökande skuldsättning samt grundande av företag med inriktning mot handel i aktier. Alltså de förhållningssätt och handlingsmönster som utgjorde själva bubblan.

En tydlig tendens i svenskt näringsliv i början av 1900-talet var bildandet av trustar. Det fanns en tankeströmning i tiden om att konkurrensen ofta var 'mördande' och att en mer rationell produktion skulle kunna uppnås med samarbete. I FSV:s verksamhet visar sig denna tendens tydligast i bildandet av Förenade Piano & Orgel-fabriker. Där var det uttalade målet att genom sammanslagning av de större fabrikanterna skapa en svensk tillverkare av pianon och orglar som kunde konkurrera med tyska tillverkare. Man försökte också påverka makthavarna att ändra tullsatserna eftersom man menade att de tyska tillverkarna exporterade pianon av undermålig kvalitet. Projektet havererade finansiellt när de högt ställda förväntningarna inte kunde infrias.

En av utgångspunkterna för den här studien är att det är krediten och entreprenören som tillsammans åstadkommer ekonomisk förändring. FSV:s engagemang i AB CE Johansson handlar om en sådan process. Johansson ogillade själv lånade medel, eftersom det innebar att hans kontroll över företaget försvagades. Det är därför inte konstigt att företaget fortfarande hade ett aktiekapital på endast 250 000 kronor trots att företaget hade expanderat kraftigt under hela 1910-talet och produkten hade en potential på världsmarknaden. FSV köpte upp verksamheten och höjde genom en serie nyemissioner aktiekapitalet till 11 miljoner kronor. Visionerna var stora och fabriksbyggen drogs igång i Eskilstuna. Problemet var att bolaget blev över-

kapitaliserat och trots att kombinationsmåttssatsen var en produkt för världsmarknaden kunde den aldrig förränta ett aktiekapital på 11 miljoner.

FSV inblandning i Adolf Ungers Industriaktiebolag var av en annan karaktär. Istället för att bistå entreprenörer med finansiering handlade engagemanget i AU mer om en direkt entreprenöriell insats från FSV:s sida. Det är lite paradoxalt eftersom affären samtidigt framstår som en ren företagsslakt, med inslag som gränsar till det otillåtna. Schumpeters begrepp 'kreativ förstörelse' ligger nära tillhands. FSV gick in med det uttalade målet att stycka upp företaget, vilket kan ses som deras entreprenöriella insats. Affärer sker dock aldrig utanför sitt historiska sammanhang och deflationskrisen inföll ungefär samtidigt med att styckningen var avklarad. Det som fanns kvar av AU kom sedan att användas för interna transaktioner.

### *Preferensaktier och ofrivilligt risktagande*

När Kreuger i slutet 1920-talet lyckades med några stora emissioner för Kreuger & Toll hängde framgången ihop med en finansiell innovation kallad 'participating debenture'. Instrumentet var en blandning av obligation, preferensaktie och aktie. Kreuger kunde på detta sätt få in mer pengar än om han genomfört en vanlig aktieemission. Efter Kreugerkraschen skulle det visa sig att många hade köpt 'participating debentures' utan att veta hur stor risk de egentligen hade tagit.<sup>332</sup>

Kreugers operation är central för att förstå hur en bubbla uppstår. Den visar att det förutom högt uppdrivna förväntningar även krävs aktörer som tar ofrivilligt mycket risk. Först då blir en bubbla ekonomiskt, och potentiellt även politiskt, sprängstoff. Det är genom att få in dessa 'omedvetna' aktörer i slutskedet av en bubbla som likviditetspyramiden kan hållas under armarna ännu lite längre. Överdrivna förväntningar och underdrivna risker föder bubblan. I materialet kring FSV framstår det ofrivilliga risktagandet som mest tydligt i användandet av preferensaktier, eftersom preferensaktierna hamnade i en gråzon mellan främmande och eget kapital. Preferensaktier gjorde det möjligt för FSV att samtidigt uppnå tre saker.

För det första kunde man få preferensaktierna att framstå som säkrare placeringar än vanliga aktier. När FSV skrev avtal om köp av aktier i Lomma Slip skrev man: "Bolagen förplikta sig [...] att teckna och till fullo inbetala 10.000 aktier i Aktie-

---

<sup>332</sup> Thunholm 1995, s. 121.

bolaget Lomma Slipindustri, emitterade till parikurs, men av preferensakties natur, med företrädesrätt till 8% utdelning på så sätt, att, om något år utdelning ej sker, de följande årens vinst först skall användas till bristande utdelningar å preferensaktier.”<sup>333</sup> Även vid bildandet av AB Spritcentralen användes preferensaktier. Där användes den ’garanterade’ avkastningen på 7% uttryckligen som ett försäljningsargument. På liknande sätt användes preferensaktierna i ett flertal av FSV:s affärer.<sup>334</sup>

För det andra kunde preferensaktierna, i kraft av att betraktas som säkrare, belånas till högre kurser än stamaktierna. Aktiebelåningen var en av bubblans kännetecken och när bankinspektionen gjorde sina undersökningar av Industribanken klagade den på de höga belåningskurserna. När FSV exempelvis köpte ut Centralgruppen ur Adolf Unger belånades preferensaktierna till 100%, mot stamaktierna som belånades till endast 50%.<sup>335</sup>

För det tredje kompletterades den ’garanterade’ avkastningen, i vissa fall, med en begränsning av rösträtten. När FSV deltog i bildandet av AB Spritcentralen såldes preferensaktier som bara gav 1 röst per aktie medan varje stamaktie gav 50 röster.<sup>336</sup> Därigenom kunde FSV erbjuda de gamla ägarna, som övertog stamaktierna, fortsatt kontroll över bolaget.

Preferensaktier var inte det enda sättet för aktörer att ta större risker än vad man från början avsett. Belåning av aktier var en relativt ny företeelse som innebar stor risk. Ett kanske extremt, men likafullt belysande, exempel är Förenade Piano & Orgelfabrikens direktör Eskil Lundén. Han tog onekligen en mycket stor risk när han med aktierna som enda säkerhet lånade upp fyra gånger sin egen årslön, för att köpa aktier i ett enda bolag – tillika det bolag han var anställd i. Lundéns öde är viktigt eftersom det sätter fingret på det centrala. Problemet med en bubbla är inte att

---

<sup>333</sup> Avtal 190304.

<sup>334</sup> I Adolf Ungers Industriaktiebolag var villkoren ännu sämre för dem som köpte preferensaktier, eftersom den ’garanterade’ avkastningen även utgjorde ett tak. All utdelning utöver de 6% som utlovades skulle gå till stamaktieägarna.

<sup>335</sup> Visserligen slogs det fast i bolagsordningen att preferensaktierna kom före stamaktierna vid en upplösning av bolaget, vilket skulle kunna motivera en högre belåningskurs. Frågan kvarstår dock om den skillnaden var värd en 50%-ig skillnad i belåningskurs. Denna förtur vid bolagets upplösning befäster ytterligare preferensaktiernas ställning i gråzonen mellan främmande och eget kapital.

<sup>336</sup> *Affärsvärlden* 1917, s. 2826.



aktörerna tar stora risker. Problemet uppstår när ekonomiska aktörer inte är medvetna om vilka risker de tar eller när de luras att ta risker de inte vill.

### **Omvandling och instabilitet 1890-1932**

”Som det sägs i företalet är den bestående lärdomen konsolideringens betydelse för företagen. Men vi kan måhända lära något mer. Den djärva företagsandan och orädda investeringsviljan bringade visserligen ruin över enskilda ägare och medförde tillfälliga svårigheter för övriga engagerade, men den lade samtidigt grunden till den välståndsskapande produktionskapacitet som vi nu njuter frukterna av. [...] Vi lär oss därför också, att risktagande är ouplösligt förbundet med skapande verksamhet.”<sup>337</sup>

Den underliggande frågan i hela detta arbete är hur människan löser konflikten mellan stabilitet och förändring. Konflikten består i att människan behöver båda två men att de samtidigt går på tvärs med varandra. Den kontinuerliga utmaningen blir att hitta sätt att undvika begreppens baksidor, rigiditet och instabilitet. Schumpeters teori om entreprenören som drivande i den ständigt pågående förändringen av ekonomin visar hur omvandlingen möjliggörs genom skapande av kredit. Entreprenören får del av den totala produktionen för att kunna förverkliga innovationen. Med andra ord används förhoppningar som grund för att ge entreprenören det kapital som behövs för att sätta igång en ny verksamhet, trots att framtiden alltid är osäker. Därmed ökar alltid handlingsutrymmet och instabiliteten parallellt i en ekonomi.

Industrialiseringen av svensk ekonomi var en process där produktionen av ekonomins nyttigheter förändrades i grunden. Produktionens industrialisering inleddes under 1800-talets andra hälft och accelererade från 1890-talet. Följden blev en radikal omvärdering av produktionsfaktorerna. Vissa råvaror, som skogen och vattenfallen, blev plötsligt mycket mera värdefulla när ny teknik möjliggjorde produktion av hett efterfrågade produkter, som papper och elektrisk kraft. Andra råvaror, som järnmalm, gick igenom en divergerande utveckling på grund av geografisk belägenhet. Malmen som sådan var efterfrågad, men priskonkurrensen på världsmarknaden gjorde att transport- och bearbetningskostnaderna inte fick vara för stora.

---

<sup>337</sup> Sellberg 1953, s. 54.

Dessutom blev nya malmfält intressanta när de basiska metoderna gjorde att efterfrågan på fosforhaltig malm steg.<sup>338</sup> Följden blev att de norrländska malmfälten steg i värde, medan de klassiska mellansvenska bruken fick stora problem. Denna omvandlingsprocess krävde entreprenörer, som såg möjligheterna i att styra in gamla produktionsflöden i nya banor. Till sin hjälp behövde entreprenörerna riskvilligt kapital, vilket mer exakt betydde krediter. Under 1890-talet var personer som de Laval, Thiel och Olsson aktiva i denna verksamhet, som både entreprenörer och spekulanter. Det genomgående problemet för dessa herrar var att storleken på deras visioner ställde krav på finansiella muskler som de inte hade. Dessutom var den institutionella miljön bristfällig vilket dels begränsade det tillgängliga kapitalet, dels gjorde det svårt att lyfta av engagemang på en andrahandsmarknad.

Omkring 1900 år skedde flera institutionella förändringar av den svenska finansiella miljön. Allt fler bolag blev aktiebolag. Börsen omorganiserades och utvidgades. Bankerna började utvecklas mot nationella banker, med högre grad av professionalisering och större finansiella resurser. Bankinspektionens roll som kontrollant av den finansiella sektorn etablerades. Tillsammans gjorde detta att de finansiella aktörerna på ett effektivare sätt kunde allokera krediter för ekonomins omvandling.

Ett exempel på en sådan finansiell aktör var Svenska Emissionsaktiebolaget, grundat 1907. Företaget var en utlöpare av Stockholms Handelsbank, som i sin tur var ett redskap för den dynamiske bankchefen Louis Fraenckel. Med en bakgrund som privatbankir i 1880-talets internationella obligationsaffärer och utvecklandet av Stockholms Handelsbank under 1890-talet var Fraenckel väl insatt i omvandlingen av svensk ekonomi. Grundandet av Svenska Emissionsaktiebolaget var ett handgripligt inlägg i den pågående debatten om det svenska banksystemets roll i industrialiseringen. Till chef utnämndes Rickard Hägglöf. Under åren fram till 1915 genomförde företaget en rad omstruktureringar inom bland annat textil-, metall- och kraftsektorn. Hägglöfs försiktiga ledarstil väckte dock alltmer motstånd från personer som önskade ett mer expansivt företag. För att tala med Minskys termer var Svenska Emissionsaktiebolaget under hela Hägglöfs tid 'hedge'-finansierat, då de främmande skulderna var så gott som obefintliga.

---

<sup>338</sup> Schön 2000, s. 230

1914 bröt kriget ut och de ekonomiska konsekvenserna av det var förstås omöjliga för samtiden att förutspå. Den initiala rädslan och osäkerheten förbyttes dock snart av en febril ekonomisk aktivitet när det visade sig att Sverige, på många sätt, kunde dra fördel av sin position som icke-krigförande. Detta blev upptakten till en kraftig högkonjunktur, som i början var exportledd men efter 1917 blev påtagligt orienterad mot den inhemska marknaden. På de finansiella marknaderna märktes optimismen på antalet nygrundade banker, mäklar- och bankirfirmor. Dessutom slogs historiska rekord när det gällde volymen nyemissioner i alla slags företag. Samtidigt ökade bankernas utlåning kraftigt – mot allt sämre säkerheter. Den svenska ekonomin gick in i en 'bubbla'. Svenska Emissionsbolaget är ett tydligt exempel. Efter det att Carl Frisk, Aron Andersson och Oscar Rydbeck 1915 tvingat bort Hägglöf ändrades företagets inriktning. Affärerna fick allt mindre prägeln av strukturaffärer utan handlade mer om kortsiktiga förmedlings- och kreditarrangemang. Verksamheten 'ponzi'-finansierades alltmer, genom kraftigt stegrade främmande skulder och ökande aktiebelåning.

Det var i denna miljö som Svenska Finansinstitutet grundades i november 1916. Kopplingar till grundarnas andra industriella engagemang visade sig i Finansinstitutets verksamhet, genom att affärer tillfördes företaget genom dessa personliga nätverk. Finansieringen löstes till stor del genom Finansinstitutets nära koppling till Industribanken. 1919 stod det klart att både Finansinstitutet och Industribanken forcerat sin expansion, genom nyemissioner och lån, och därmed låtit verksamheten blir alltmer 'ponzi'-finansierad. Situationen lättade något genom varsin fusion, då Finansinstitutet Svenska Värden Emissionsaktiebolag samt Nordiska Handelsbanken bildades. I och med fusionen splittrades Finansgruppen. Strax efter fusionerna bröt deflationen ut – FSV:s tillgångar smälte undan och den konsolidering som fusionerna inneburit visade sig vara marginell. Tiden från 1920 fram till konkursen 1925 innehöll inga fler dynamiska strukturaffärer. De större inkomster som FSV kunde uppvisa kom ofta ifrån interna affärer och var rena bokföringsvinster utan egentlig substans. Med tiden blev man tvungen att godkänna kostsamma ackordsuppgörelser med en lång rad gäldenärer. Paradoxalt nog tvingades dock den förläggande banken, Nordiska Handelsbanken, till rekonstruktion några månader före FSV:s konkurs.

1922 hade kurserna på Stockholmsbörsen sjunkit med i genomsnitt 75%, sedan toppen i början på 1917. När det gällde aktierna i emissionsbolagen, och många av de industriföretag som emissionsbolagen varit inblandade i, stod kurserna ännu lägre. Resultatet blev, som alltid när en bubbla spricker, att de aktörer som strax före vändningen medverkat till att bygga upp likviditetspyramiden med nya skulder nu gjorde sitt bästa för att riva ner den. Folk flydde uppåt i likviditetspyramiden och situationen blev katastrofal för högt belånade aktörer, som emissionsbolagen. Krisen var inte bara finansiell. Produktionen sjönk kraftigt och arbetslösheten steg. Resultatet blev en allmän ekonomisk nedgång där bankerna blev sittande med en stor andel nödlidande lån och i slutändan fick man överta många konkursmässiga företag. Mycket av den allmänna ilskan riktades mot 'aktiejobbarna', som de kallades. Redan 1915 hade sakkunniga riktat kritik mot det sätt som bankerna utnyttjade sin utsträckta aktieförvärvsrätt. Denna kritik förstärktes i och med deflationskrisen. Kreuger kom visserligen under ett par år att vända opinionen igen, men efter Kreugerkraschen stod plötsligt de politiska krafterna enade och lagstiftningen skärptes. Bankerna skiljdes nu tydligare från riskkapitalet. Den politiska enigheten underlättades av att 20-tals krisen gjorde att svenska företag slog in på en konsolideringsväg som gick mot en allt högre grad av självfinansiering. Förutom att självfinansieringen gick hand i hand med den allmänna desintegrationen av den internationella ekonomin under perioden innebar det också att industrins stöd för riskkapitalism naturligt nog minskade, eftersom den inte behövdes i samma utsträckning.

De kritiska rösterna som restes på 1920-talet mot spekulanter och 'aktiejobberi' var ingen historisk parentes, utan har dykt upp flera gånger under historiens gång. I ljuset av Schumpeters resonemang om kreditens roll för ekonomins omvandling blir det uppenbart att riskkapitalets uppgift aldrig har varit att driva verksamhet. Istället faller det på riskkapitalet att slå sönder strukturer för att bereda plats för det nya. Schumpeter kallade processen för 'kreativ förstörelse'. Det kanske då inte är så konstigt att vi hellre minns uppfinnaren de Laval än den innovativa spekulanten de Laval. Icke desto mindre hade uppfinningarna varit lönlösa om inte riskkapitalister som Olsson, Hägglöf och Kreuger ordnat med krediter för innovationernas förverkligande. På samma sätt hade finanskapitalet varit tandlöst utan innovationer att exploatera. Ytterst tror jag att konflikten består – mellan å ena sidan vårt behov av

stabilitet och trygghet och å andra sidan vår vilja till förändring och utveckling – och att vi gör bäst i att inse att den konflikten bara går att hantera, aldrig lösa. Problemen uppstår när antingen den ena eller den andra sidan tillåts dominera.

# Käll- och litteraturförteckning

## Otryckta källor

### *Företagsarkiv*

Adolf Ungers Industriaktiebolag (Korsnäs Aktiebolags centralarkiv i Lövstabruk)  
Aktiebolaget CE Johansson (Företagsarkivet i Eskilstuna)  
Finansinstitutet Svenska Värden Emissionsaktiebolag (Landsarkivet i Göteborg)  
Industribanken (Stockholms Företagsminnen i Stockholm)

### *Offentliga arkiv*

Kungliga bank- och fondinspektionens arkiv (Riksarkivet i Stockholm)  
Patent- och registreringsverkets bolagsbyrås arkiv (Riksarkivet i Stockholm)

## Tryckta källor

### *Periodica*

Affärsvärlden, årgångarna 1910-25  
Bankmannaföreningens Tidskrift, årgångarna 1917-25  
Ekonomisk Tidskrift, årgångarna 1917-25

### *Statistik*

Key-Åberg, K. (årgångarna 1910-25) *Svenska Aktiebolag och Enskilda Banker: Handbok för affärsvärlden*. Stockholm.  
SCB (2000) *Statistiskt Meddelande serie PR, Priser och konsumtion*. Stockholm.  
Bonnier (1920) *Sveriges Handelskalender, del I*. Stockholm.  
Sveriges Industriförbund (årgångarna 1918-25) *Svensk Industrikalender*. Stockholm.  
Sveriges Officiella Statistik (1918) *Industrin*. Stockholm.

## Litteratur

- Algurén, E. (1951) *Aktiebolaget Göteborgs Handelsbank*. Göteborg.
- Almquist, et al (1931) *Svenskt Biografiskt Lexikon*. Stockholm.
- Althin, T. (1947) *C.E. Johansson 1864-1943 Måttens mästare*. Stockholm.
- Belfrage, K. (1951) *Mitt livs hausse och baisse*. Stockholm.
- Bell, S. (2001) "The role of the state and the hierarchy of money", *Cambridge Journal of Economics*, vol. 25, 149-63.
- Bohlin, J. (2003) *Tariff protection in Sweden 1885-1914*. Opublicerat manuskript.
- Broberg, O. (2001) *Pengar – ett försök att förstå*. D-uppsats, Ekonomisk-historiska institutionen, Göteborgs Universitet.
- D'Ailly, G. (1918) 'C.E. Johansson – Precisionsmåttets Uppfinnare' i *Männen För Dagen*. Stockholm.
- Dillard, D. (1987) *Västeuropas och Förenta staternas ekonomiska historia*. Malmö.
- En svensk slipindustri femtio år : några bilder från en modern svensk industri*. (1946) Stockholm.
- Fagerfjäll, R. (2001) *Affärsvärldens hundra år. En bok om politik, finansmarknader, företag och entreprenörer under det tjugonde århundradet*. Stockholm.
- Fisher, I. (1933) 'The Debt-deflation Theory of Great Depressions' i *Econometrica*.
- Foley, D. (1987) 'Money in economic activity' i *The New Palgrave; Money*. New York.
- Frennberg, P. & Hansson, B. (1992) 'Computation of a Monthly Index for Swedish Stock Returns 1919-1989'. *Scandinavian Economic History Review*. Vol 40.
- Fritz, M. (1996) 'Från handelsstad till industristad 1820-1920', del II i *Göteborgs Historia – näringsliv och samhällsutveckling*. Stockholm.
- Fritz, S. (1990) *Affärsbankernas aktieförvärvsrätt under 1900-talets första decennier*. Stockholm.
- Fritz, S. (1994) *Louis Fraenckel 1851-1911. Bankman och finansman*. Stockholm.
- Gasslander, O. (1959) *Bank och industriellt genombrott. Stockholms Enskilda Bank kring sekelskiftet 1900*. Band II. Stockholm.
- Glete, J. (1975) *Kreugerkoncernen och Boliden*. Stockholm.
- Glete, J. (1987) *Ägande och industriell omvandling: ägargrupper, skogsindustri, verkstadsindustri 1850-1950*. Stockholm.
- Gårdlund, T. (1947) *Svensk industrifinansiering under genombrottskedet 1830-1913*. Stockholm.
- Gårdlund, T. (1993) *Misslyckandets genier*. Stockholm.
- Göteborgare 1923. Biografisk uppslagsbok*. (1923) Göteborg.
- Hildebrand, K.G. (1971) *I omvandlingens tjänst – Svenska Handelsbanken 1871-1955*. Stockholm.
- Johnsson, W. (1947) 'Nydqvist & Holm under 100 år' i *Boforspilen*, nr 3.

- Jonsson, S. (1993) *Företag och samhälle i förvandling. Hellefors Bruk AB och Hellefors Järnverk 1864-1992*. Stockholm.
- Josephsson, O. (1921) 'Gemensamma styrelseledamöter i banker och övriga bolag i Sverige' i *Ekonomisk Tidskrift*.
- Jörnmark, J. (2003a) *Den svenska basindustrins omvandling 1830-1950*. Under publicering.
- Jörnmark, J. (2003b) *The Asymmetrical Impact of the First Era of Globalization on Different Swedish Regions*. Paper presenterat vid EBHA 2003 i Lowell, MA.
- Keynes, J.M. (1937) 'The general theory of employment' *The Quarterly Journal of Economics*.
- Kuuse, J. (1982) *Sockerbolaget Cardo 1907-1982*. Malmö.
- Landes, D.S. (1969) *The Unbound Prometheus – Technological Change and Industrial development in Western Europe from 1750 to the Present*. Cambridge.
- Larsson, M. (1998) *Staten och Kapitalet – det svenska finansiella systemet under 1900-talet*. Stockholm.
- Laurell, R., Ångström, L.-J. & Örtengren, J. (1990) *Ordbok för Affärsfolk*. Malmö.
- Lindgren, H. (1993) 'Finanssektorn och dess aktörer 1860-1992' i *Äventyret Sverige – En ekonomisk och social historia* (red. Furuhagen, B.). Stockholm.
- Ljungqvist, L. (1994) *Samspelet mellan den finansiella och den reala ekonomin – Den svenska bankkrisen* (Bilaga 12 till Långtidsutredningen 1995). Stockholm.
- Lowenstein, R. (2000) *When genius failed*. New York.
- Lundberg, E. (1958) *Konjunkturer och ekonomisk politik. Utveckling och debatt i Sverige sedan första världskriget*. Stockholm.
- Lundström, R. (1998) *Bank, industri, utlandsaffärer : Stockholms enskilda bank 1910-1924*. Stockholm
- Lönnborg-Andersson, M. (1993) *Skandinavbanksgruppens ägande 1920-1944*. Stockholm.
- Mathiasson, N.P. (1931) *Mitt vinst- och förlustkonto*. Stockholm.
- Meinander, N. (1968) *Gränges – En krönika om svensk järnmalm*. Helsingfors.
- Minnesskrift med anledning av AB CE Johanssons 25-åriga verksamhet. 1911-1936*. (1936) Eskilstuna.
- Minsky, H. (1982) *Can 'it' happen again..* New York.
- Montgomery, A. (1946) *Svensk Ekonomisk Historia mot internationell bakgrund 1913-39*. Stockholm.
- Moritz, M. & Lyberg, E. (1942) *AB Vin- & spritcentralen 1917-1942*. Stockholm.
- Nordiska Handelsbanken 1897-1922*. (1922) Göteborg.
- Olsson, K. (1996) 'Från industristad till tjänstestad 1920-1995', del III i *Göteborgs Historia – näringsliv och samhällsutveckling*. Stockholm.
- Olsson, U. (1993) 'Industrilandet Sverige' i *Äventyret Sverige – En ekonomisk och social historia* (red. Furuhagen, B.). Stockholm.



- Olsson, U. (1997) *I utvecklingens centrum – Skandinaviska Enskilda Banken och dess föregångare 1856-1996*. Stockholm.
- Ormerod, P. (1998) *Butterfly Economics*. London.
- Pokorny, C.R. (1963) 'Investmentbolagen och deras roll på börsen' i *Stockholms Fondbörs 100 år*. Stockholm.
- Sachs, J. (1949) *Mitt livs saldo*. Stockholm.
- Schumpeter, J. (1934) *The Theory of Economic Development*. Cambridge, MA.
- Schumpeter, J. (1967) 'Economic Theory and Entrepreneurial History' i *Explorations in Enterprise* (red. Aitken, H.G.J.). Cambridge, MA.
- Schön, L. (1989) 'Kapitalimport, kreditmarknad och industrialisering 1850-1910' i *Upplåning och Utveckling : Riksgäldskontoret 1789-1989* (red. Dahmén, E.). Stockholm.
- Schön, L. (2000) *En modern svensk ekonomisk historia : tillväxt och omvandling under två sekel*. Stockholm.
- Sellberg, T. (1953) *Marma Långrörs Aktiebolag*. Stockholm.
- Sjögren, H. (1991) *Bank och näringsliv. Tvärsnittsanalyser och longitudinella studier av relationen mellan svenska företag och affärsbanker inom det bankorienterade finansiella systemet 1916-1947*. Uppsala.
- Sjögren, H.(red.) (1993) *Obligationsmarknaden*. Stockholm.
- Sjögren, H. (1994) *Bankinspektör Folke von Krusenstjernas vitbok – Anteckningar från bankkrisen 1922/23*. Uppsala.
- Söderlund, E. & Wretblad P.E. (1958) *Fagerstabrukens historia: Nittonhundratalet*. Uppsala.
- Söderlund, E. (1964) *Skandinaviska Banken 1864-1914*. Uppsala.
- Söderlund, E. (1978) *Skandinaviska Banken 1914-1939*. Uppsala.
- Thunholm, L-E. (1991) *Oscar Rydbeck och hans tid*. Stockholm.
- Thunholm, L-E. (1995) *Ivar Kreuger*. Stockholm.
- Wermelin, P.G. (1950) *Wargöns Aktiebolag 1874-1949*. Göteborg.
- Von Rosen, I. (1946) *Conrad Pineus – Minnen och dagboksanteckningar*. Stockholm.
- Östlind, A. (1945) *Svensk Samhällsekonomi 1914-192*. Stockholm.

## **Tabeller, diagram och figurer**

Tabell 3.1. Årlig tillväxt för industrins olika sektorer, samt jordbruk, 1890-1930.

Tabell 3.2. Riksbankens rediskonteringsportfölj 1913-1922.

Tabell 3.3. Börsens omsättning, kursutveckling och affärsbankernas aktieutlåning.

Tabell 3.4. De 7 största emissionsbolagen.

Tabell 3.5. De 7 största emissionsbolagens rekonstruktions-/likvidationsår.

Tabell 4.1. FSV:s affärer fördelade efter typ 1916-25.

Tabell 5.1. Antal anställda hos medverkande företag i pianotrusten, år 1917.

Tabell 5.2. Försäljning i Förenade Piano- & Orgelfabriker.

Tabell 6.1. Aktiebolaget CE Johanssons omsättning 1911-16.

Tabell 6.2. Aktiebolaget CE Johanssons försäljning och främmande skulder 1916-25.

Diagram 3.1 Konsumentprisindex 1914-25 & 1984-95.

Diagram 3.2. Kursutveckling 1916-1922, Stockhomsbörsen.

Diagram 7.1. Resultat för Adolf Ungers Industriaktiebolag 1917-24.

Figur 4.1 Finansgruppens organisatoriska utveckling

## Appendix I.

### FSV:s affärer speglade i styrelseprotokollen

#### **Med styrelseprotokollen som utgångspunkt**

Styrelseprotokollen användes som avstamp och avgränsare. Allt som hade med administration att göra sorterades bort, likaså frågor som hade med bankfinansiering att göra eftersom dessa endast var andra affärers baksida. Däremot sorterades inte de affärer bort som faktiskt handlade om banker. Kvar fanns då en databas med alla de affärer som kommit upp på styrelsens bord, både sådana som blev av och sådana som stannade vid planering. Ibland var inte informationen i styrelseprotokollen tillräckligt utförlig för att man skulle kunna bestämma alla variabler. Andra källor, som korrespondens och företagsakter, användes i sådana fall för att bestämma observationen (observation = affär). Informationen kommer alltså inte enbart från protokollen, men dessa fungerade som avgränsare för vad som räknats som en observation.

För att säkerställa att inte någon riktigt viktig affär missades på detta sätt kontrollerades listan mot de vinst- och förlusträkningar som företaget sammanställde med oregelbundna mellanrum. Det visade sig, inte helt oväntat, att både de affärer som gav mest vinst och de som skapade de största förlusterna återfanns i styrelseprotokollen. Vad som föll bort var reverslån och kortsiktiga aktieaffärer. Ett annat sätt att bedöma metodens tillförlitlighet är att se hur de tre specialstuderade projekten föll ut. CE Johansson återfinns med fem observationer: en rekonstruktion, en nyemission, två nekade lån samt en nekad rekonstruktion – se relation 5 i databasen. Detta är givetvis inte hela sanningen om FSV och CE Johansson:s relation, men det är på det hela taget en god sammanfattning. Nästa projekt är relation nummer 15, Adolf Unger Industriaktiebolag, som återfinns med sju observationer. Även där ger metoden en översiktsbild av relationen mellan FSV och Unger. Att det rör sig om en företagsslakt kommer visserligen inte fram, men metoden ger de yttre ramarna för affären på ett korrekt sätt. Det tredje projektet, Förenade Piano- & Orgelfabriker, återfinns som relation 80 i materialet, med sju observationer. Observationerna avslöjar FSV:s del i projektet: nybildningen, försäljningen av aktier samt att man

tvingades göra ackordsuppgörelser med låntagare som blivit finansierade för att köpa FPO-aktier.

En affär har behandlats speciellt. Det är affären med de norska gruvorna, se relation 23. Anledningen är att de norska gruvorna, som var tänkt att bli en kort affär, blev en utdragen historia. Detta skedde samtidigt som det mesta av den övriga verksamheten avstannade. Följden blev att styrelsesammanträdena nästan uteslutande handlade om de norska gruvorna. Det hade följaktligen snedvridit materialet om alla dessa tillfällen hade räknats med som observationer.

### **Typologi**

Nästa steg var att skapa en meningsfull typologi. Frågan var hur många av FSV:s affärer som hade kopplingar till utlandet och hur pass nära de andra emissionsbolagen FSV arbetade. Vidare var jag intresserad av vilka typer av finansiella tjänster som FSV tillhandahöll och vilken typ av ekonomisk aktivitet motparten ägnade sig åt. Det var också av intresse hur många affärsförslag som man nekade att delta i. Från början fanns tanken med på en variabel om tidsaspekten, huruvida affärerna var kortsiktiga eller långsiktiga. Problemet var att det endast i några fall gick att utröna FSV:s motivbild och dessutom att de kortsiktiga aktieaffärerna inte alls i samma utsträckning nådde styrelseprotokollen. Tidsaspekten uteslöts därför som variabel. På grund av materialets beskaffenhet ströks även tanken på en variabel som angav FSV:s vinst/förlust i varje enskild affär.

Motpartens verksamhet klassificerades med utgångspunkt i Sveriges Officiella Statistik (SOS). Som motpart räknades de företag som FSV exempelvis rekonstruerade, gick i borgen för eller lånade ut pengar till. I statistiken återfinns nio industrikategorier.

- (1) Malmbrytning och metallindustri
- (2) Jord och stenindustri
- (3) Träindustri
- (4) Papper och grafiskindustri
- (5) Livsmedelsindustri
- (6) Textil- och beklädnadsindustri
- (7) Läder-, hår- och gummivaruindustrierna
- (8) Kemisk-teknisk industri
- (9) Kraft-, belysnings och vattenverk

Till dessa kategorier fogades ytterligare fem eftersom de motparter som FSV gjorde affärer med ofta föll utanför ovanstående klassificeringar. Till *Finans* räknades banker, försäkringsbolag och företag som sysslade med värdepappershandel. Till *Handel* räknades handlare, främst företagare som sysslade med import/export av varor. Till *Uppfinningar* räknades de motparter som ville att FSV skulle satsa pengar på exploaterandet av deras uppfinningar, alternativt finansiering av deras uppfinningsverksamhet. Denna grupp skulle kunnat sorterats in under de industrigrupper där uppfinningarna hörde hemma. Anledningen till att denna grupp bröts ur var att de är en sådan viktig del av emissionsverksamhetens kärna. Även nästa kategori, *Fastigheter*, är något av ett specialfall. Observationen kodades som Fastigheter om affären har handlat om fastigheter, kodningen har alltså inte utgått från motpartens verksamhet. Anledningen är att de flesta motparter i fastighetsaffärer var privatpersoner, vilka undandrar sig en närmare klassificering. Till *Personliga affärer*, slutligen, räknades privatpersoner som lånade pengar eller hade borgensöverenskommelser med FSV. Denna sistnämnda grupp kom bara upp på styrelsens bord när låntagaren inte längre kunde betala, därför utgjordes observationerna inom denna grupp av en lång rad ackordsuppgörelser. Detta kompletterar kodningslistan med:

- (10) Finans
- (11) Handel
- (12) Uppfinningar
- (13) Fastighet
- (14) Personliga affärer

Motparten klassificerades genom att använda det material om företaget som FSV hade. När det inte räckte användes Svensk Industrikalender, Sveriges Handelskalender och Affärsvärlden. Sammantaget gav detta databasen följande variabler:

<i>Variabel:</i>	<i>Förklaring:</i>
<i>Relation</i>	Varje motpart numrerades.
<i>Datum</i>	Datum för styrelsens behandling av frågan.
<i>Beskrivning</i>	Kort beskrivning av affären.
<i>Motparten</i>	Verksamhet klassificerades enligt 14 kategorier.
<i>Rum</i>	Huruvida affären var nationell eller internationell.
<i>Konstellation</i>	Huruvida FSV gjort affären själv eller i konsortium.
<i>Partner</i>	Vilka samarbetspartners som fanns i konsortiet.
<i>Typ av affär</i>	Kodas som: rekonstruktion, nyemission, borgensåtagande, borgensavveckling, förmedling, lån, köp/sälj, moratorium eller ackordsuppgörelse.
<i>Utebliven</i>	Affären kodades som nekad eller att den rann ut i sanden.