



GÖTEBORGS UNIVERSITET
HANDELSHÖGSKOLAN

Företagsekonomiska institutionen

FEG314

Kandidatuppsats VT-13

Substansrabatten i investmentbolag - Orsaker och utveckling

Handledare:

Anders Axvärn

Författare:

Gustav Elander

Marcus Karlsson

Sammanfattning

Uppsatsens titel	Substansrabatten i investmentbolag – Orsaker och utveckling
Ämne/Kurs	Företagsekonomi C – Kandidatuppsats Industrial and Financial Management
Författare	Gustav Elander och Marcus Karlsson
Handledare	Anders Axvärn
Syfte	Syftet med denna undersökning är att visa vilka faktorer som påverkar substansrabattens existens samt hur rabatten hos de svenska investmentbolagen har utvecklats under den senaste tioårsperioden 2003-2013.
Metod	En kvalitativ studie har genomförts med utgångspunkt från investmentbolagens årsredovisningar och den hämtade litteraturen.
Slutsats	Undersökningen har försökt att bevisa att substansrabatten är en komplex företeelse inom investmentbolagen och att anledningen till dess uppkomst är svår att identifiera. Vi har konstaterat att de flesta investmentbolag är undervärderade och därför handlas till en substansrabatt.
Nyckelord	Investmentbolag, substansrabatt, substanspremie, substansvärde, maktbolag

INNEHÅLLSFÖRTECKNING

1. INLEDNING	1
1.1 BAKGRUND	1
1.2 PROBLEMDISKUSSION	3
1.3 SYFTE	5
2. METOD	5
2.1 METODVAL	5
2.2 VAL AV BOLAG	6
2.3 DATAINSAMLING	6
2.4 VÄRDERINGSMETOD	7
3. TEORI	8
3.1 OLIKA TYPER AV INVESTMENTBOLAG	8
3.2 SUBSTANSVÄRDERING OCH SUBSTANSRABATT	9
3.3 TEORIerna BAKOM RABATTEN	9
3.3.1 MAKT	10
3.3.2 SKATTEEFFEKTER	12
3.3.3 DIVERSIFIERING OCH SPECIALISERING	13
3.3.4 ONOTERADE INNEHAV	13
3.4 ÅTGÄRDER FÖR ATT MINSKA RABATTEN	14
3.4.1 INTERN EFFEKTIVITET	14
3.4.2 EXTERN EFFEKTIVITET	15
3.4.3 UTDELNINGAR OCH ANDRA FÖRMÅNER	16
4. EMPIRI OCH ANALYS	16
4.1 BURE EQUITY	17
4.2 AB INDUSTRIVÄRDEN	18
4.3 INVESTOR AB	19
4.4 KINNEVIK AB	19
4.5 RATOS AB	20
4.6 SVOLDER AB	21
4.7 INVESTMENT AB ÖRESUND	22
4.8 ANALYS AV FÖRETAGEN	23
5. SLUTSATS	28
5.1 VIDARE FORSKNING	30
6. REFERENSELISTA	31
BILAGOR	35
PRESENTATION AV BOLAGEN	35
BURE EQUITY	35
AB INDUSTRIVÄRDEN	35
INVESTOR AB	36
KINNEVIK AB	36
RATOS AB	36
SVOLDER AB	37
INVESTMENT AB ÖRESUND	37

1. Inledning

1.1 Bakgrund

Ett investmentbolag koncentrerar sig på ägande i andra bolag genom att köpa in sig för att sedan ta kontrollen genom indirekt styrning, och har som affärsidé att agera ägare i andra bolag (von Essen, 1997). Investmentbolagens främsta uppgift är att förvalta värdepapper för sina aktieägares räkning. Utvecklingen av investmentbolag i Sverige har uppkommit ifrån varierande håll, dels ifrån familjeägande förvaltningsföretag men även ifrån industriföretag som valt att bygga upp en aktieportfölj som ett komplement till sin huvudverksamhet. De allra flesta investmentbolagen uppkom på 20-talet efter lågkonjunkturen och har således existerat på den svenska marknaden under lång tid (Nationalencyklopedin, 2013).

På Stockholm Large Cap finns idag majoriteten av investmentbolagen, åtta till antalet, men räknar man även med de som är noterade på Mid och Small Cap blir de sammanlagt fjorton. Sveriges i särklass största investmentbolag idag är Investor med tillgångar värda runt 230 miljarder kronor. Detta kan jämföras med Sveriges näst största, Kinnevik, med tillgångar värda cirka 70 miljarder kronor (Årsrapporter 2012). Idag kontrollerar investmentbolagen ungefär 30 % av den totala offentliga aktiemarkanden genom direkt eller indirekt styrning (Hjelström, 2007).

”Börsen kan inte ha fel” ansågs vara ett faktum i akademiska kretsar under en längre period. Man ansåg att aktiekurserna var korrekta och marknaden var effektiv men under senare år har man kommit fram till att börsen inte är så effektiv som tidigare antagits. Tidigare studier visar att systematiska felvärderingar har förekommit vilket påvisar det faktum att börsen inte är så effektiv (von Essen, 1997).

Att värdera ett företag kan vara ett problem i många branscher. Detta på grund av att tillgångarnas värde inte alltid är självklara och att det finns många olika sätt att räkna på. Att värdera exempelvis investmentbolag med noterat innehav bör inte vara något problem då tillgångarna styrs av den marknadsmässiga värderingen. Trots det är marknadsvärdet lägre för de flesta investmentbolag jämfört med bolagens substansvärde vilket leder till att bolagen

handlas med en rabatt. Detta är något som har fått stor uppmärksamhet i den akademiska forskningen (Hjelström, 2007).

Substansrabatten är aktiens lägre värdering i förhållande till bolagets substansvärde. Substansrabatten uttrycks som den procentuella skillnaden mellan bolagets substansvärde och det lägre börsvärdet (von Essen, 1997). Rabatten innebär att det blir billigare för en investerare att köpa investmentbolagets aktie än att istället köpa aktierna separat för varje bolag direkt på börsen. Situationen kan vara tvärtom då aktien istället blir värderad till ett högre pris än sitt substansvärde. Man talar då istället om en substanspremie. Anledningen till att en aktie i ett investmentbolag handlas till en substanspremie är oftast att det finns en förväntan om att företaget kommer att ha en stark tillväxt i framtiden. Substansrabatter är även ett vanligt förekommande fenomen inom fastighetsbranschen där en aktie, precis som i investmentbolagens fall, handlas till ett värde som understiger värdet av företagets tillgångar (Leimdörfer, 2010). Historiskt sett är det vanligast att investmentbolagen har en substansrabatt och handlas till en hög substansrabatt, normalt över 20 % (von Essen, 1997).

Ofta ser man en ökad rabatt i ett enskilt bolag som en form av misstroende av just det bolaget. Frick (2012) skriver att substansrabatten överlag har ökat i investmentbolagen de senaste åren vilket han tror har lett till en trend där ägande i investmentbolag har minskat i popularitet. Detta kan bero på att aktier idag är mycket enklare att handla med samt att informationen är mer lättillgänglig för gemene man, vilket han tror leder till att kunderna hellre själva beslutar om vilka bolag man ska investera i istället för att handla med aktier i ett investmentbolag. Förr kunde ett investmentbolag vara ett bra alternativ för att bli diversifierad till ett lågt pris, men just att tillgängligheten av information blivit större har gjort att investmentbolagen får det svårare att övertyga köparna om att aktien är värd sitt pris då de själva kan göra aktiva val i fråga om vilka bolag de ska investera i. Detta är till en fördel för de bolag med en stor del onoterade bolag i sin portfölj, såsom t.ex Ratos. Dock måste man vara medveten om de risker som kan uppstå när börsen svänger då det exempelvis kan vara svårt att avyttra dessa onoterade bolag under lågkonjunktur (Frick, 2012).

Med de begränsade förkunskaper vi hade ansåg vi det intressant att undersöka substansrabatten hos investmentbolagen och när det framgick hur vanligt förekommande detta fenomen var, ansåg vi det vara ett ämne värt att analysera. Efter en genomsökning av artiklar och tidigare studier av ämnet fann vi att rabatten är högst aktuell på marknaden och att den är

omdiskuterad dels hos bolagen själva men även av marknadsanalytiker. Detta fick sedan stå till grund för utformandet av problemdiskussionen och i definitionen av de begrepp som vi senare skulle komma till att använda.

Fokus kommer i denna rapport att ligga på investmentbolag. Substansrabatt förekommer dock även i andra branscher såsom t.ex fastighetsbranschen men någon tyngd kommer inte att läggas på den typen av företag. Anledningen till avgränsningen är att få ett mer konkret och koncentrerat resultat på frågeställningen.

1.2 Problemdiskussion

Vid de tillfällen substansrabatten i investmentbolagen varit hög har det förekommit att bolagen blivit uppköpta. Av de 30 noterade investmentbolag som existerade på stockholmsbörsen i början av 1980-talet har endast sju överlevt och de andra har blivit uppköpta (Munck & Boman, 1997). Anledningen till att dessa bolag blivit uppköpta kan bero på att företag ser det som en förmån att få tillgångarna till ett rabatterat pris vilket innebär att de kan sälja av tillgångarna till ett mycket högre pris och på så sätt göra en vinst, d.v.s. differensen mellan substansvärdet och det lägre aktievärdet.

Hur förklarar man substansrabattens existens och vilka faktorer spelar en stor roll i dess påverkan? Trots att substansrabatten observerats på marknaden och fått en hel del uppmärksamhet från forskare, har ännu ingen helt tillfredställande förklaring till dess existens lagts fram. Akademiker anser att det finns ett flertal faktorer som påverkar substansrabatten i dagens investmentbolag och det råder delade meningar om vilka orsaker det finns till substansrabatten. En vanligt förekommande åsikt är att den diversifierade portfölj investmentbolagen innehar skapar en rabatt på grund av att verksamheten blir mindre effektiv än om man väljer att specialisera sig. Von Essen (1997) anser att företag många gånger har förespråkat specialisering men samtidigt byggt upp diversifierade företagsgrupper där de olika verksamheterna har väldigt lite med varandra att göra. Den största nackdelen som von Essen tar upp är att företagsledningen inte kan hantera de vitt skilda kompetensområdena som krävs i samband med gjorda investeringar. Det är viktigt att inte bortse ifrån att en diversifierad portfölj ställer mycket högre krav på kompetens än en specialiserad.

Media definierar många investmentbolag som ”maktbolag”, vilket kan bero på att investmentbolagen många gånger har ett väldigt koncentrerat ägande, där majoritetsägande är vanligt förekommande. Detta ger upphov till frågan om investmentbolagen är fast beslutna att uppnå högsta möjliga avkastning eller om dess huvudsakliga syfte är att upprätthålla en stark ägandeposition i det svenska näringslivet (Hjelström, 2007).

Enligt Hjelström (2007) har skattesatsen på personliga kapitalvinster i Sverige varit historiskt sett hög, vilket har gjort det dyrt för mindre aktörer att få direkt tillgång till aktier. Innan åttiotalet, då avregleringar av de finansiella marknaderna började, var investmentbolag ett billigt sätt för personliga investerare att erhålla diversifiering och tillät dem att få de långsiktiga fördelarna av att investera i aktier till en låg kostnad. Idag kan istället investerarna få diversifiering genom att investera i olika aktier själva då det blivit lättare och billigare. Detta innebär i praktiken att investmentbolagen måste tillföra värde genom kompetens eller på annat sätt skapa mervärde för att kunna motivera sin egen existens (Hjelström, 2007). Eftersom flera av investmentbolagen har haft en avkastning som överstigit börsens index under 15 av de senaste 20 åren skapar det ytterligare ett argument för substansrabattens orimlighet inför fortsatt existens (Dagens Industri, 2013). Med tanke på hur länge rabatten funnits med kan man utesluta att det rör sig om en tillfällighet. Hade det handlat om ett kortsiktigt problem får man anta att marknaden hade justerat bort fenomenet. Marknadens ständiga förändring med bland annat en finanskris år 2008, har påverkat investmentbolagen vilket gör det intressant att undersöka hur substansrabatten utvecklats under de senaste tio åren.

Då många av investmentbolagen har en hög substansrabatt anses det vara ett misslyckande för verksamheten och borde vara något de strävar efter att komma bort från. För att minska sin substansrabatt är det många investmentbolag som gör återköp, vilket innebär att de köper tillbaka sina egna noterade aktier och därmed driver upp sitt börsvärde (Lärke Bredung). Det finns olika synsätt på substansrabatten men generellt är den allmänna åsikten att den är till ondo så länge man ser utifrån bolagens perspektiv.

Orsakerna till substansrabatten är många vilket gör att arbetet inte kommer att kunna behandla alla men innefattar de faktorer som författarna anser vara mest relevanta.

1.3 Syfte

Vårt syfte med denna undersökning är att visa vilka faktorer som vi anser i störst grad påverkar substansrabattens existens samt hur rabatten hos de svenska investmentbolagen har utvecklats under den senaste tioårsperioden 2003-2013.

2. Metod

2.1 Metodval

Den genomförda undersökningen är baserad på en kvalitativ studie av substansrabattens påverkande faktorer samt beräkningar av substansrabattens utveckling hos sju utvalda svenska investmentbolag, baserat på bolagens årsredovisningar under perioden 2003 – 2013.

Undersökningen är induktiv då vi samlat data som sedan stått till grund för de hypoteser och teorier vi skapat oss i efterhand (Backman, 1998). Studien är även empirisk eftersom teserna grundas på erfarenheter och redan utförda vetenskapliga iakttagelser. Med dessa empiriska erfarenheter kommer vi att ta fram teorier som styrker vår slutsats (Johannesen & Tufte, 2003).

Vi förutsätter att den data vi hämtat ifrån årsredovisningarna håller en hög reliabilitet med tanke på att de blir kritiskt granskade av oberoende revisorer innan de publiceras. Man ska även ha i åtanke att dessa siffror kan manipuleras av företagen själva men vi utgår ifrån att bolagen är korrekta i sina redovisningar. Substansrabatten anges i vissa fall redan i bolagens rapporter, men vi har ändå valt att utföra beräkningar själva för att få en egen inblick i hur stor rabatten är i bolaget och säkerställa värdet.

I en kvalitativ metod används ofta intervjuer som grund vilket innebär att man kan få en subjektiv bild av företaget i fråga. På grund av detta valde vi att inte genomföra intervjuer då vi har velat skapa oss en så objektiv bild som möjligt av företagen vi undersöker. Vi utgår dock ifrån att den beräknade rabatten för bolagen hade blivit densamma i slutändan eftersom vi hämtat informationen ifrån årsredovisningarna, men vi ansåg att de skulle kunna framhäva faktorer som är till sin egen fördel och därför hade slutresultatet blir annorlunda.

Även dessa data anser vi har en hög reliabilitet då vi använt källor som förekommit vid flertalet tillfällen inom tidigare studier och som refererats till frekvent.

2.2 Val av bolag

Bolagen som analyseras i studien består av Bure, Industrivärden, Investor, Kinnevik, Ratos, Svolder samt Öresund. Vår ansats var till en början att inkludera alla investmentbolag på Stockholmsbörsens Small, Mid och Large Cap, sammanlagt 14 stycken, men på grund av den begränsade tidsramen och arbetets omfattning har det varit nödvändigt att minska antalet bolag till sju stycken. I och med denna begränsning blir resultaten vi funnit endast giltiga för de utvalda bolagen men vi har ändå med hjälp av urvalet av bolag och resultaten försökt skapa oss en generell bild som vi hoppas ska kunna gälla de olika bolagstyperna i så stor mån som möjligt.

2.3 Datainsamling

En nödvändighet för att arbetet ska hålla en hög validitet och besvara de frågor vi ställt har varit att göra en fördjupad studie av den litteratur som finns tillgänglig och undersöka vad som tidigare skrivits inom ämnet. Genom att vi valt att samla in flera former av data, har vi skapat en balans och bredd i arbetet. Data är hämtad ifrån bland annat bolagens egna hemsidor, vetenskapliga artiklar, tidningsartiklar och böcker. Vi har även studerat tidigare forskning kring området, då främst avhandlingar inom ämnet och även tidigare skrivna uppsatser på kandidat och magisternivå. När vi hämtat data har det varit viktigt för oss att använda originalkällor för att minska risken för exempelvis tidigare feltolkningar av andras forskning. Vi har skapat en objektiv bild av problemet genom att samla in många olika former av litteratur, för att sedan jämföra och sammanställa information. Genom att söka upp de använda referenserna i de artiklar och uppsatser vi ansåg innefattade rätt information för vårt ändamål, kunde vi hitta fler källor och litteratur som sedan har använts i arbetet.

Litteraturen vi främst har använt oss av finns tillgänglig på biblioteken vid Göteborgs universitet och är i huvudsak inriktad på ämnena finansiering och forskningsmetodik. Även tidigare skrivna uppsatser och avhandlingar har varit viktiga under arbetets gång. Utöver detta har vi använt oss av artiklar hämtade ifrån databaserna Science Direkt och Business Source Premier, vilka finns på Göteborgs universitet. Även ledande svenska finanstidningar såsom Dagens Industri och Veckans Affärer har fått stå till grund för insamling av information.

Boken skriven av von Essen (1997) har fått stå till grund för en stor del av arbetet då vi ansåg att den omfattar en stor del av den grundläggande informationen kring investmentbolag. Vi har med hjälp av den kunnat skapa oss en bred förståelse för branschen samt fått en historisk bild av hur marknaden har utformats och vilken roll investmentbolagen spelar. Boken tar även upp många av de viktiga faktorerna för substansrabatten vilket har hjälpt oss att få en tydlig bild över vad vi bör fokusera på. Utöver detta har vi inriktat oss på att skaffa mer information om faktorerna för att kunna bygga på den fakta vi tillförskaffat oss via von Essen. Vi är medvetna om att ett antal av de källor vi använt oss av i teorin kan uppfattas som gamla men vi har funnit att dessa fortfarande är aktuella och att de i kombination med nyare material har givit oss en tillräckligt bred syn på orsakerna till substansrabatten. De teorier som diskuteras i den tidigare forskningen är fortfarande återkommande vilket gjort att vi ansåg att dessa källor trots sin ålder har varit passande för vårt arbete.

2.4 Värderingsmetod

Vi ser en klar fördel i att de flesta av bolagen vi undersökt investerat i noterade bolag på börsen eftersom det underlättar värderingen. Undantaget är Ratos som till stor del investerat i onoterade bolag, vilket vi tog med för att få en annan inblick i hur företag med en substanspremie agerar på marknaden, s.k. private equity-bolag. Denna värderingsprocess har visat sig vara relativt komplicerad eftersom informationen gällande tillgångarnas värde var begränsad. På grund av detta blev det svårt att värdera exempelvis Ratos tillgångar eftersom det kom att krävas många antaganden då det inte fanns något uttalat marknadsvärde. Tidsperioden är begränsad till tio år eftersom vi ansåg att det var en tillräckligt lång period för att kunna se några förändringar och dra några slutsatser kring detta.

För att beräkna substansrabatten hos respektive bolag används följande metod:

$$D = \frac{V - P}{V}$$

D= Substansrabatt per aktie

V= Substansvärde per aktie

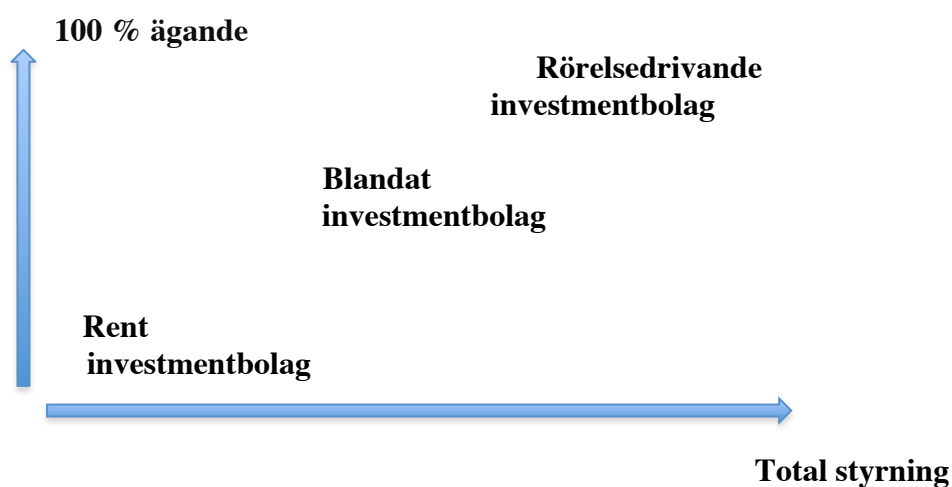
P= Pris per aktie

(Klingspor, P & von Stockenström, J, 2009)

3. Teori

3.1 Olika typer av investmentbolag

Von Essen (1997) menar att det finns tre olika typer av investmentbolag, där blandade investmentbolag är de dominerande på marknaden idag. De två andra är rena och rörelsedrivande investmentbolag. Genom att investmentbolagen engagerar sig i ett rörelsedrivande bolag kan styrningen övergå från att bli indirekt till att bli direkt, vilket sker genom företagets styrelse. Det kan även ske i motsatt riktning d.v.s. att företagen fokuserar på att förvärva aktier i andra bolag vilket kan leda till att denna verksamhet tas över. Styrning hör ihop med ägandet, där ett majoritetsägande oftast skapar direkt styrning. Ett investmentbolag med starkt ägande och stark styrning leder till ett mer rörelsedrivande investmentbolag. Ju mindre styrning och ägande desto renare blir investmentbolaget. Sambandet mellan styrning och ägande illustreras i följande figur:



Figur 1: Samband mellan styrning och ägande (von Essen sid 9)

Kassahållning och penningmarknadsplaceringar är ett kortvarigt fenomen i blandade investmentbolag. Det likviditetsöverskott som uppstår i bolagen placeras istället snabbt ut på börsaktier. Detta har visat sig vara framgångsrikt då avkastningen på börsen varit stark under de senaste decennierna och kan jämföras med utvecklingsbolag där överskottslikviditeten många gånger placeras på penningmarknaden eller på banken (Myrberg, 1987).

I Industridepartementets utredning om investmentbolag (1980) definierar man rena investmentbolag som ”sådana bolag som endast kan utöva ett inflytande på de företags bolagstämmor där man äger aktier. Till denna grupp har också förts sådana investmentbolag som bara har dotter- eller intressebolag, vilka driver handel med eller förvaltning av värdepapper (Industridepartementet 1980).

3.2 Substansvärdering och substansrabatt

För att kunna beräkna en substansrabatt eller premie krävs att företagets substansvärde är känt. Substansvärdet kan beräknas genom att addera marknadsvärdet på företagets tillgångar, dra bort skulderna och slutligen justera för skatter. Andra ord för substansvärdet är bland annat nettovärde eller slaktvärde. Om vi till exempel antar att ett företag i sin balansräkning har tillgångar till ett marknadsvärde av 500 miljoner och skulder på 460 miljoner, beräknas substansvärdet som följande:

$500 \text{ miljoner} - 460 \text{ miljoner} = 40 \text{ miljoner}$. Om man antar att det finns två miljoner aktier i bolaget blir substansvärdet $40\text{Mkr}/2\text{Mkr} = 20 \text{ kr}$. Substansvärdet per aktie blir således 20 kronor (Lärke Bredung). Substansrabatten ska spegla den verkliga förmögenheten i bolaget (Björn Lundén Information).

3.3 Teorierna bakom rabatten

Teorierna bakom substansrabatten är många och ännu har man inte konstaterat vilken orsak som är den absolut avgörande för dess uppkomst. Substansrabatten kan framstå vid första anblick som irrationell då den innebär att samma identiska kassaflöde har olika pris (Datar, 2001). Datar skriver i sin avhandling att rabatterna uppstår när ett bolag eller fond värderas till ett lägre värde än tillgångarna i sin portfölj och att premien uppstår när situationen är den motsatta, d.v.s. företaget värderas högre än värdet på företagets portfölj. Hjelström (2007) menar att de två faktorer som är mest relevanta i värderingen av ett investmentbolag är portföljkoncentrationen och ägandet eftersom de utgår ifrån de individuella investerarnas uppfattning om bolaget. Dessa uppfattningar antas påverka det observerade marknadspriset. Nedan presenteras de faktorer som anses spela en stor roll i substansrabattens förekomst samt vilka eventuella åtgärder företagen kan vidta för att motarbeta sina rabatter.

3.3.1 Makt

Många av de verksamma investmentbolagen på Stockholmsbörsen idag är s.k. maktbolag vilka von Essen (1997) definierar som ”bolag som kan låta strävan efter en effektiv kapitalförvaltning komma i andra hand efter strävan att uppnå eller behålla en maktposition i något bolag”. Man har helt enkelt som främsta mål att kontrollera andra bolag hellre än att maximera sin vinst. I tidskriften Aktiespararna (nr 3, 2013) beskrivs till exempel Industrivärden som en stor maktfaktor i svenskt näringsliv vid sidan av Investor. Många gånger hänvisar man i media till ”Stenbecks maktbolag Kinnevik” eller ”Wallenbergs maktbolag Investor” (Aronsson, 2012, 2013).

Att maktmissbruk förekommer inom investmentbolag är enligt von Essen (1997) helt självklart. Han menar att den många gånger stora värdeskillnaden mellan rösträttsstarka och rösträttssvaga aktier skulle bli svårförklarad ifall det visat sig att inte investerarna varit medvetna om de ekonomiska fördelar makt kan ge. Att detta enbart skulle vara ett fenomen inom svenska bolag avfärdar von Essen genom att ge exempel på liknande situationer i Finland där det är relativt vanligt förekommande att de röststarka aktierna har ett dubbelt så högt pris som de rösträttssvaga. Detta anser von Essen skulle kunna förklaras som att ”makten över ett företag är mer värt än ägandet av ett företag”. Många analytiker anser även att makten är en viktig del av bolagens uttalade strategi att vara långsiktiga ägare i sina innehav (Karlbohm, L & Stenbäck, J, 2008).

Att substansrabatten i investmentbolagen ökar anser Henrik Carlin beror på ett historiskt maktmissbruk och för få rörelser i portföljerna. I sin artikel skriver han även om att de klassiska investmentbolagen kan inneha den makt de har på grund av systemet med röstsvaga och röststarka aktier. Clas Reuterskiöld, dåvarande vd för Industrivärden, försvarade detta system i en debatt, anordnad av Handelshögskolans Kamratförening 26/1-2000, och påpekar att ”systemet är väl genomtänkt, alla som köper en röstsvag aktie känner väl till systemet”. Han anser också att det är bra att den gamla ägaren behåller ett stort inflytande. Christer Gardell var mer negativ till systemet och menade att det skulle ”leda till att utlänningar drar sig för att köpa aktier i bolag där de röststarka A-aktierna ägs av en släkt (Carlin, 2000).

Det skiljer sig något vad det gäller graden av aktivt ägande mellan noterade och onoterade bolag. I onoterade bolag finns bland annat större chanser att utöva röstmakt på grund av att det finns möjligheter till en större andel röster (Hjälte, A & Linna, M, 2000). Förekomsten av A- och B-aktier har ökat effekten av kontroll i relation till kapital i företaget och därmed även eventuella makteffekter. Det har också påvisats att en situation där maktåtgärder kan förekomma är tillräcklig för att ha en priseffekt.

A- och B-aktier har enligt Hjelström (2007) lett till en överdriven effekt av kontroll i relation till kapital i företaget och därmed även eventuella makteffekter. För att framhäva den oproportionerliga influensen i sin studie använder sig Hjelström av antalet röster kontra andelen kapital för att få fram ägarkoncentrationen. Med hjälp av en begränsad kapitalinsats kan rösterna utnyttjas av aktieägarna under bolagsstämman där de utövar sitt inflytande i bolaget (Aktieskolan, 2009).

Industridepartementet ansåg i sin utredning ifrån 1980 att de ekonomiska resurserna på marknaden var koncentrerade kring ett begränsat antal bolag, vilket i sin tur hade varit orsaken till bildandet av ett antal storföretag eller företagsgrupper med gemensamma ägarintressen. I utredningen framgick att investmentbolagens aktieinnehav i storbolagen vid flera tillfällen var tillräckligt omfattande för att kunna begära att få utse styrelsen, men inflytandet var ofta begränsat till det som utövades på bolagsstämman (Industridepartementet, 1980). Man fann att storbolagens handlingsfrihet ökade på grund av deras pågående internationalisering, vilket upplevdes som otryggt av samhället och de anställda. Detta kan ses som ännu ett exempel på hur investmentbolagen kan använda sin röstmakt för att styra företag i den riktning man önskar.

En eller flera inflytelserika aktieägare kan utnyttja sin lagliga rätt att driva företaget för att få olika ekonomiska förmåner på bekostnad av de icke inflytelserika aktieägarna. För att kunna utnyttja möjligheten utan att negativa effekter ska uppstå på grund av olika uppfattningar, måste denna grupp eller individ ha ett överensstämmande mål jämfört med företaget (Hjelström, 2007).

Investmentbolag kan utöva sitt inflytande i de företag man äger aktier i antingen direkt eller indirekt. Ifall de äger tillräckligt många aktier i ett företag kan de få ett visst inflytande över dess skötsel utan att ha ett dominerande inflytande över företaget.

I de genomförda intervjuerna i Industridepartementets undersökning har det framgått att investmentbolaget i dessa fall har tillsatt någon eller några av företagets styrelseledamöter för att säkra ett samarbete med företagets inflytelserika ägare. Investmentbolagets styrelse kan genomföra sin styrning i olika utsträckning. Antingen fungerar styrelsen som en koncernledning, vilket oftast sker då det förekommer dotterbolag till investmentbolaget. Ledningen fattar då inga formella beslut gällande dotterbolagets rörelse så länge den är framgångsrik, men vid större problem blir de föremål för diskussion och beslut. Det andra exemplet är när investmentbolaget har begränsat ägarinflytande i ett företag. Man diskuterar då inte ifall inflytandet ska utövas eller ej utan företaget man investerat i ses endast som en kapitalplacering (Industridepartementet 1980).

3.3.2 Skatteeffekter

När värdepapper avyttras till ett högre pris än inköpspriset uppstår vanligtvis en kapitalvinstskatt. För svenska investmentbolag gäller dock en särskild lagstiftning. De bolag som definieras som ett investmentbolag behöver inte betala skatt på kapitalvinster och drabbas inte av några skatteeffekter vid aktieförsäljning. Varken skatteplikt eller avdragsrätt föreligger vilket innebär att bolagen kan göra omplaceringar utan att behöva fundera på skatteeffekterna. Istället kan beslut fattas efter ekonomisk situation (von Essen, 1997).

Malkiel (1977) hävdar att skatteeffekten kan ha en viss påverkan på substansrabatten. Dess påverkan kan diskuteras, men eftersom skattelagstiftningen skiljer sig mellan länder kan man inte dra några direkta slutsatser. I exempelvis USA beskattas utdelningen från investmentbolag på både företags- och individuell nivå vilket således bör resultera i en rabatt hos investmentbolagen. I Sverige håller inte dessa argument då utdelningen av investmentbolag inte beskattas (Hjelström, 2007).

Investmentbolag är befriade från skatt på den utdelning de får ifrån sitt innehav av aktier i andra bolag men för att denna skattebefrielse ska godkännas krävs att en tillräckligt stor del av utdelningen vidareutdelas till aktieägarna. Investmentbolagen är skatteskyldiga för utdelningsinkomster från sitt aktieinnehav till den del dessa överstiger den egna utdelningen med 25 %. Vanligtvis delar investmentbolagen ut 80 % av utdelningsinkomsterna till aktieägarna och låter resterande 20 % gå till bolagets egna kapital (Björn Lundén information).

3.3.3 Diversifiering och specialisering

Dagens investmentbolag innehar vanligtvis, i sin portfölj, aktier från olika slags branscher. Bolagen kan därför klassificeras som diversifierade. Enligt många forskare är det mer effektivt att vara specialiserad på ett visst område istället för att beblanda sig i olika slags branscher. Den vanligaste negativa åsikten om diversifiering är att företagsledningen inte kan behärska alla dessa kompetensområden. Om företagsledningen främst ser sig själva som köpare och säljare av företag så är detta ett mindre problem (von Essen, 1997).

Hjelström (2007) menar att diversifierade investmentbolag har större substansrabatt än de med en mer inriktad portfölj. Han anser att investmentbolagen har en tendens att anskaffa aktier som inte önskas av investerarna. Förr var det ett sätt för att underlätta för småsparare att skapa en diversifierad portfölj men idag är det också lättare för investerarna att hantera sin egen portfölj vilket gör diversifierade investmentbolag mindre attraktiva.

Von Essen (1997) hävdar dock att man inte kan minska substansrabatten genom att använda en strategi som minskar diversifieringen i portföljen. Ett argument som han framhäver är att de flesta fastighetsbolag idag handlas till en substansrabatt trots att de är väl specialiserade. Det finns idag inget som indikerar på att specialiserade investmentbolag skulle vara mer framgångsrika än investmentbolag med en diversifierad portfölj.

3.3.4 Onoterade innehav

Det blir allt vanligare bland investmentbolagen att investera i onoterade bolag där Ratos är det bolag som tagit denna strategi längst och har idag en portfölj bestående av 100 % onoterade innehav. När det gäller värderingen av de onoterade innehaven är detta oftast problematiskt med tanke på att det inte finns något marknadsvärde eller några börskurser att utgå ifrån. Informationen kring de onoterade innehaven är många gånger begränsad vilket enligt Hjelström skulle medföra en högre rabatt på grund av att marknadens negativa reaktion på osäkerhet. Samtidigt måste man ha i åtanke att en enskild investerare inte själv kan investera i onoterade bolag, vilket eventuellt hade kunnat skapa en ökad efterfrågan av de investmentbolagen med onoterade innehav i sin portfölj. Även bristen på insyn i de onoterade innehaven har börjat diskuteras som en påverkande faktor till ökade substansrabatter (Sidea, 2013)

3.4 Åtgärder för att minska rabatten

3.4.1 Intern effektivitet

Intern effektivitet, ”att göra saker rätt”, visar hur väl företaget utfört det man har beslutat att utföra (Lantz, 2003). Företagets förmåga att förvalta sina tillgångar på ett framgångsrikt sätt påverkar substansvärdet och hur effektiv ledningen är påverkar i sin tur investerarnas syn på bolaget. Von Essen (1997) anser även att det faller sig naturligt att rabatten bör minska hos de investmentbolag som sköts effektivt, även om något sådant samband ännu inte kan bevisas. I sin rapport ifrån 1977 skriver Malikel att substansrabatten eller premien har en koppling till hur företaget har presterat historiskt och att denne kan fungera som en god indikator över hur framtiden kommer att te sig. Draper & Paudyal (1991) undersökte substansrabattens utveckling hos 41 utvalda portföljer under perioden 1975 – 1986 och fann där att en förbättrad prestation reducerade portföljens substansrabatt vid alla mättillfällen förutom ett då rabatten tvärtom ökade.

I vissa fall kan vd:n genom sina handlingar skapa ett högre värde för bolaget. Dennes kunnande kan ses antingen som positivt eller negativt. En vd som för ofta tar felaktiga beslut kommer slutligen att missta sitt förtroende hos ägarna vilket i slutändan kan leda till avgång men tvärtom kan en vd som väljer att specialisera sig på ett fåtal tillgångar skaffa sig positiva omdömen hos ägarna. Förbättringar inom kommunikation och en ökad globalisering av marknaden har lett till att värdet av företagsledarens kompetens och information har minskat och, ”allt annat lika” orsakat en större substansrabatt. Dock menar Draper & Paudyal (1991) att denna typ av specialisering ska fungera som ett svar på en ökad globalisering men troligtvis inte kommer att fungera i praktiken då marknaden ständigt förändras och anpassar sig till förändringar.

De administrativa kostnaderna är ännu en faktor som enligt Lee, Schleifer och Thaler (1990) fungerar som en bidragande orsak till substansrabattens uppkomst. Denna typ av kostnader skulle sedan kunna orsaka att tillgångarna säljs till ett rabatterat pris. Malkiel (1977) konstaterar i sin studie att det inte finns något samband mellan rabatten och kostnaden samt att han anser att investmentbolag med en hög kostnad kan förväntas få en större rabatt.

Hjelström nämner även att de administrativa kostnaderna uppstår i de fall där ägandet och kontrollen är separerade i företaget och är något som har en negativ påverkan. Hjelström (2007) skriver också att diversifiering kan klassas som en administrativ kostnad för bolaget eftersom det kan öka Vd:ns status och göra denne absolut nödvändig för företaget. Vd:n behöver inte själv oroa sig för att betala en kostnad för diversifieringen så länge han inte själv har ägarintresse i bolaget och på grund av detta är det aktieägarna som tvingas till att bekosta diversifieringen.

Även ledningens prestation är enligt Lee et al. (1990) ytterligare en orsak till substansrabatten. Tillgångarnas värde speglar den förväntade avkastningen på bolagets portfölj, men även att en eventuell rabatt kan spegla ledningens förmåga att ta sig an företagets uppgifter eftersom de köper och säljer ägarandelar i andra bolag. För att prestationen ska kunna förklara variationer i rabatten, anser Lee et al. (1990) att en hög rabatt bör prognostisera en dystur framtid prestationsmässigt för företaget och en premie bör spegla god framtid.

3.4.2 Extern effektivitet

Den externa effektiviteten, ”att göra rätt saker”, fokuserar på vilka strategiska beslut företaget ska ägna sig åt och visar hur väl organisationen sätter och uppfyller sina mål i förhållande till kraven från intressenterna i dess omvärld (Lantz, 2003). Flera av de strategiska val som genomförs har som syfte att minska rabatten, till exempel när det gäller typen av innehav, då vissa investmentbolag anser att värderingen av rena investmentbolag många gånger är högre än hos de blandade. Andra anser att bara genom att vara ett investmentbolag sänder man ut negativa signaler vilket innebär att man hellre vill bli klassificerad som ett industribolag för att slippa en negativ påverkan på rabatten. Generellt väljer de flesta investmentbolag en diversifiering framför specialisering sig på ett område, vilket von Essen (1997) anser vara förvånande. Han skriver även att bolagen gärna och ofta lämnar stora utrymmen i årsrapporterna för att diskutera åtgärder och strategier mot rabatten men att konkretiseringen ofta saknas och att effekten av dessa åtgärder på rabatten är begränsad.

3.4.3 Utdelningar och andra förmåner

Ett vanligt sätt för att öka attraktiviteten och därmed minska substansrabatten i ett investmentbolag är att höja utdelningen. Kan man göra detta samtidigt som det är troligt att den höga utdelningen består drivs kursen uppåt vilket leder till en minskad rabatt. Aktieägarna kan också erhålla utdelning i form av aktier i avknoppade bolag. Det har visat sig att aktieägarna föredrar detta istället för att de avknoppade bolagen säljs. Avknoppning innebär dock att investmentbolagens substansvärde sjunker vilket med stor sannolikhet leder till ett minskat aktievärde (von Essen, 1997).

Man kan också motarbeta substansrabatten genom inlösen av aktier. Detta kan göras genom att investmentbolaget löser in aktier till substansvärdet (von Essen, 1997). Genom att göra återköp av aktier uppnås en ökad vinst per aktie och leder till en högre aktiekurs. De aktier som köps tillbaka anses vara borta vilket leder till att det totala antalet aktier minskar. Det påverkar lönsamheten per aktie positivt vilket oftast leder till en stigande kurs. Effekten av att ledningen köper tillbaka aktier kan också uppfattas av marknaden som att aktien är undervärderad (Egelstig & Starenhed, 2000). Malkiel (1977) menar att utdelningspolicyn skiljer sig åt mellan företag med stor tillväxt och företag som är mogna. Tillväxtföretag föredrar att återinvestera den balanserade vinsten medan mogna företag betalar ut en hög utdelning.

4. Empiri och analys

I empirin har vi studerat årsredovisningarna de senaste tio åren hos de utvalda bolagen för att skapa en uppfattning om hur substansrabatten har sett ut under den aktuella tidsperioden. I analysen kommer vi att undersöka substansrabatten hos de utvalda bolagen och låta detta mynna ut i en diskussion gällande påverkan av de teorier för rabattens uppkomst vi nämnt i tidigare kapitel. Vi har valt att slå ihop empiri- och analysdelen då vi ansett att det blir tydligare att ha våra aktuella uträkningar och siffror tillsammans med analys och reflektioner.

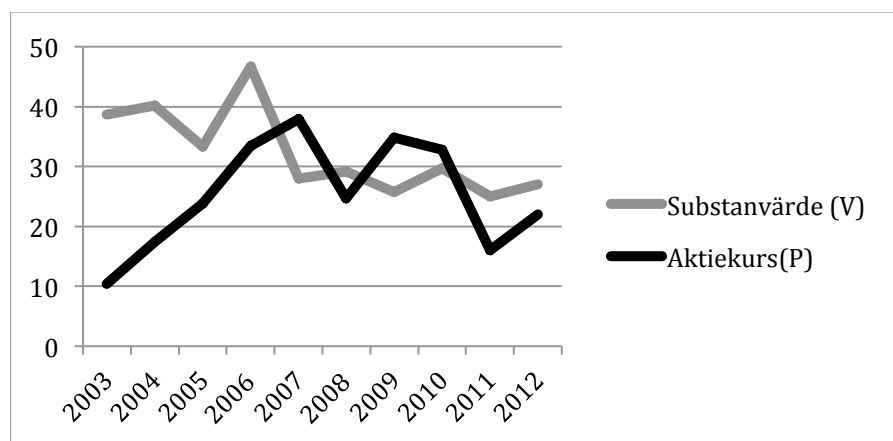
Investmentbolag	Portföljupbyggnad	Substansrabatt 2013-01-01
Bure	65 % noterade, 35 % onoterade	19 %
Industrivärden	100 % noterade	12 %
Investor	71 % noterade, 29 % onoterade	26 %
Kinnevik	95 % noterade, 5 % onoterade	36 %
Ratos	100 % onoterade	-63 %

Svolder	100 % noterade	25 %
Öresund	76 % noterade, 24 % onoterade	12 %

Figur 2: Företagens portföljupbyggnad.

Av dessa sju utvalda bolag ser man klart och tydligt att sex av dem har lagt störst fokus på ett ägande av noterade bolag. Av dessa sex har Bure lägst andel noterade bolag med 65 % av sitt totala innehav. Substansrabatten förekommer i samtliga bolag förutom i Ratos där man tvärtom har en substanspremie. Om detta fenomen beror på Ratos affärsidé att främst investera i onoterade bolag kommer vi att diskutera i analysdelen nedan.

4.1 Bure Equity

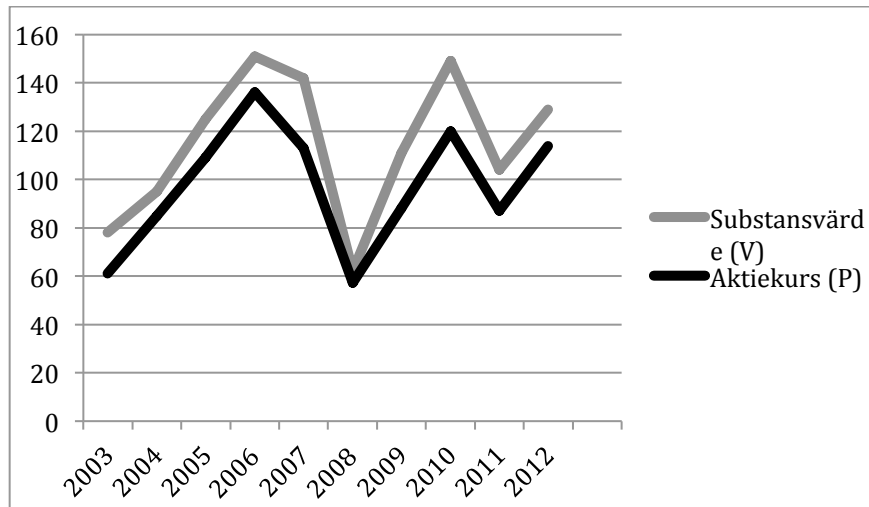


Figur 3: Bures utveckling.

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Substansrabatt (D)	77 %	57 %	29 %	29 %	-35 %	15 %	-17 %	-22 %	36 %	19 %

Med utgångspunkt från Bures årsredovisningar har vi kommit fram till att situationen har svängt väldigt mycket under denna period. Under 2003 hade Bure en substansrabatt som sträckte sig till 77 %. Under den beräknade perioden har rabatten varierat väldigt mycket och till och med övergått till en premie under tre av de tio åren. Som mest hade Bure en premie på 35 % under år 2007 men har nu återigen börjat falla tillbaka mot en rabatt, som i dagens läge uppgår till cirka 19 %. Mellan 2003 - 2005 gick substansrabatten tillbaka till en mer rimlig nivå på grund av att aktiekursen gick upp avsevärt. Kursen har ökat tredubbelt mellan åren 2003 och 2006. Anledningen till denna snabba uppgång kan bero på den nyemission som genomfördes 2003 då Bure var extremt nära en konkurs på grund av likviditetsproblem sedan värdet på många av dotterbolagen, varav flertalet inom it, sjönk kraftigt (Andersson, 2004).

4.2 AB Industrivärden

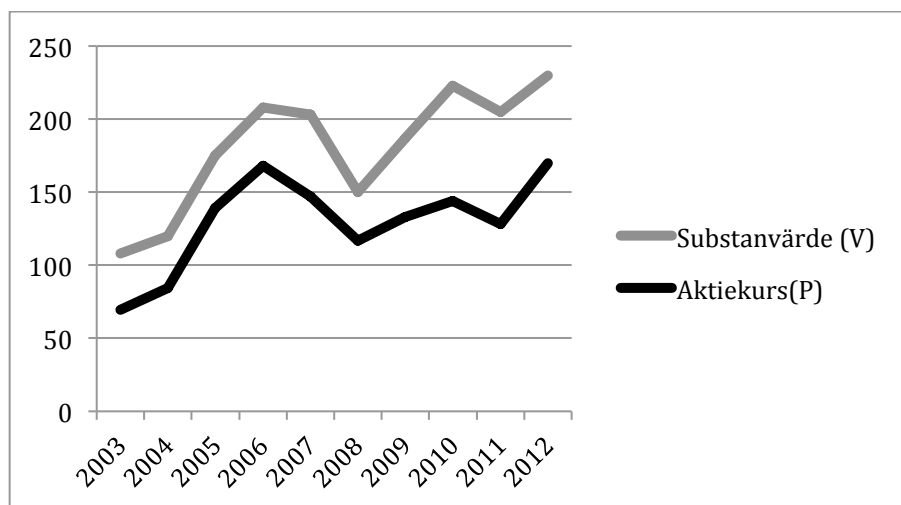


Figur 4: Industrivärdenens utveckling.

Substans- rabatt (D)	22 %	11 %	13 %	10 %	20 %	8 %	20 %	20 %	16 %	12 %
-------------------------	------	------	------	------	------	-----	------	------	------	------

Våra uträkningar av bolagets rabatt visar att företaget har lyckats hålla en relativt jämn nivå under de senaste tio åren. Rabatten har aldrig överstigit 22 % under tidsperioden och inte heller underskridit 8 %. Industrivärden drabbades, som synes ovan, av finanskrisen 2008, precis som övriga bolag på marknaden, men har lyckats med att återställa sitt substansvärde till en stabilare nivå. År 2002 ändrade Industrivärden sin strategi från att tidigare varit ett blandat investmentbolag till att endast koncentrera sig på en portfölj med stora och medelstora nordiska bolag (Jönsson, 2012). Man kan tydligt se att rabatten föll under de nästkommande åren och har sedan varierat mellan cirka 20 % och som lägst cirka 8 % under 2008. Sett till aktiekursen och substansvärdet kan man utgå ifrån att detta var ett klokt strategiskt beslut då de båda ökade tydligt under de åren mellan förändringen och finanskrisen.

4.3 Investor AB

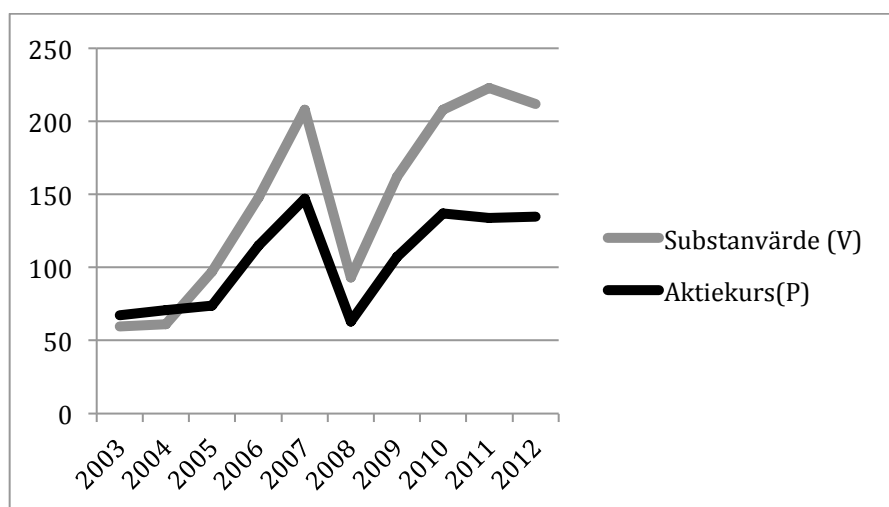


Figur 5: Investors utveckling.

Substans- rabatt (D)	36 %	3 %	21 %	20 %	28 %	24 %	29 %	37 %	39 %	26 %
-------------------------	------	-----	------	------	------	------	------	------	------	------

Under denna tio-årsperiod har bolaget haft en substansrabatt på runt 30 % och har haft en mycket stark avkastning. Den totala avkastningen, kursutveckling och utdelning, uppskattas vara drygt 400 % under dessa år (Investor AB, 2013). Investor klarade sig relativt bra under finanskrisen jämfört med de övriga ”maktbolagen”, d.v.s. Kinnevik och Industrivärden och bolagets substansvärde minskade inte i samma utsträckning. Bolaget har överlag haft en hög rabatt med undantaget för år 2004 då rabatten var nere på 3 %.

4.4 Kinnevik AB

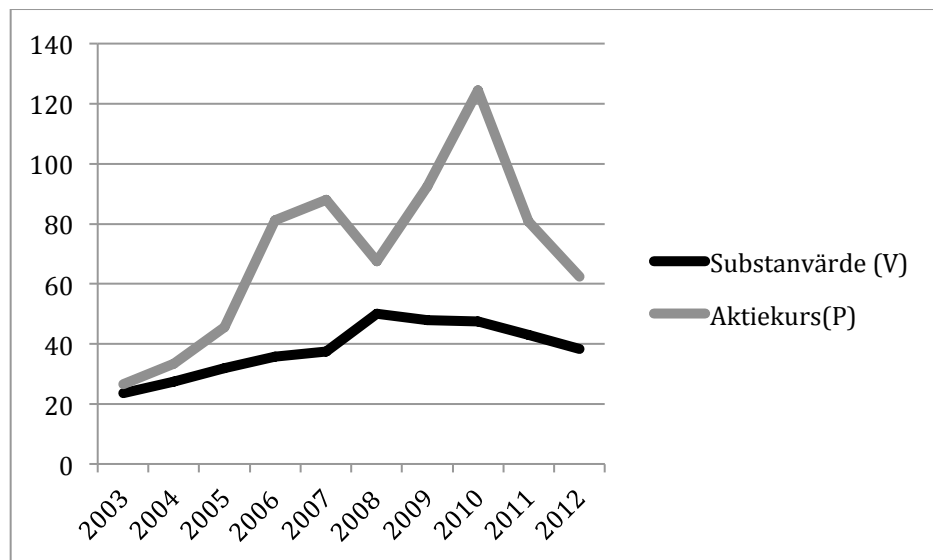


Figur 6: Kinneviks utveckling.

Substansrabatt (D)	-13 %	-16 %	25 %	22 %	29 %	32 %	34 %	34 %	40 %	36 %
--------------------	-------	-------	------	------	------	------	------	------	------	------

Likt Industrivärden kan man se att även Kinnevik drabbades av finanskrisen 2008. Det visar sig dock inte lika tydligt i årsredovisningen vad det gäller substansrabatten, men ser man till substansvärde per aktie och aktiekurs framkommer det tydligt att dessa sjönk markant i värde. Aktiens substansvärde föll med cirka 55 % mellan 2007 – 2008 från 208 kr/aktie till 93 kr/aktie. Återhämtningen har efteråt varit god för Kinnevik och man har nu lyckats höja substansvärdet till en mer stadig nivå, 212 kr för år 2012. Aktiekursen har även höjts till nivåer likvärdiga med kursen innan finanskrisen bröt ut. Överlag har Kinnevik haft en väldigt god avkastning på sin aktie under denna tio-årsperiod med undantaget för 2008. Kursen har mer än dubblats mellan 2003 och 2013 vilket är bra men dock inget unikt när man jämför med de andra ”maktbolagen” då även dessa haft en mycket god avkastning under perioden. Utvecklingen av substansrabatten har precis som för Industrivärden varit stabil under tidsperioden och legat på mellan 30 – 40 % under en majoritet av mätperioden. Den stora skillnaden hos Kinnevik är att man började med en substanspremie under åren 2003 och 2004 men har därefter övergått till en rabatt.

4.5 Ratos AB

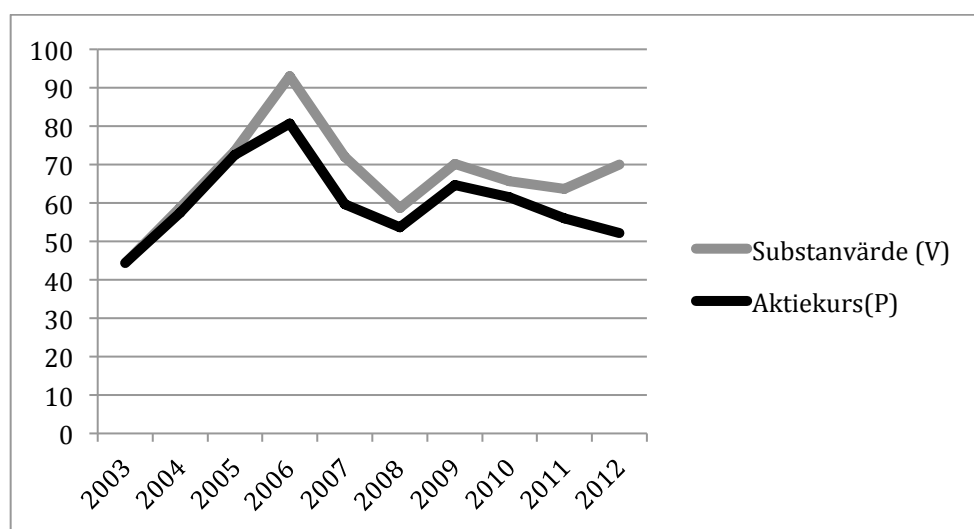


Figur 7: Ratos utveckling.

Substansrabatt (D)	-12 %	-22 %	-42 %	-127 %	-135 %	-35 %	-92 %	-162 %	-87 %	-63 %
--------------------	-------	-------	-------	--------	--------	-------	-------	--------	-------	-------

Ratos är det bolag som sticker ut mest av bolagen vi undersökt. De har under hela denna tioårsperiod haft en substanspremie. Bolaget har gått från att i början av perioden varit nere på runt 12 % i premie till att idag vara uppe på 63 %. Eftersom bolaget endast har onoterade innehav i sin portfölj skiljer sig deras sätt att värdera jämfört med de övrigas. Eftersom det inte finns något marknadsvärde på tillgångarna måste man räkna ut tillgångarnas värde på annat sätt. Ratos använder sig av anskaffningsvärdering d.v.s. att man räknar ut vad bolaget skulle kunna köpa tillgångarna för idag.

4.6 Svolder AB

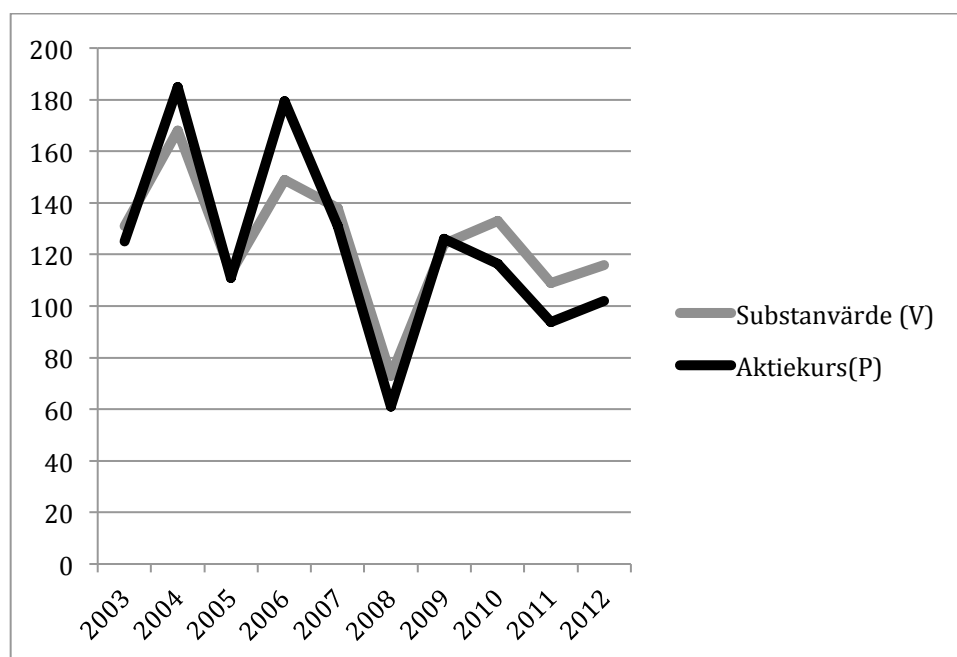


Figur 8: Svolders utveckling.

Substansrabatt (D)	-0,2 %	2 %	1 %	13 %	17 %	8 %	8 %	6 %	12 %	25 %
--------------------	--------	-----	-----	------	------	-----	-----	-----	------	------

Svolder började perioden med en knapp substanspremie på 0,2 % men har dag övergått till en rabatt på 25 % efter många svängningar över åren. Bolagets har lyckats hålla nere rabatterna ovanligt bra jämfört med de andra bolagen och i dagsläget är nivån relativt låg. Både substansvärdet och aktiekursen har följt varandras förändringar relativt väl vilket innebär att rabatten inte har svängt nämnvärt under åren.

4.7 Investment AB Öresund



Figur 9: Öresunds utveckling

Substans- rabatt (D)	5 %	-10 %	2 %	-20 %	5 %	16 %	-2 %	12 %	14 %	12 %
-------------------------	-----	-------	-----	-------	-----	------	------	------	------	------

Förändringen under de tio åren överraskar inte i någon större utsträckning då rabatten 2003 var cirka 5 % och idag omkring 12 %. Öresund har under tre av dessa tio år blivit värderade till en substanspremie men vid dessa tillfällen har rabatten endast bestått under ett år i taget. Substansvärdet har hållit en relativt jämn nivå utan några större svängningar under åren med undantag för 2008. Även aktiekursen har också varit delvis jämn men med två toppar under 2004 och 2006 då rabatten istället gick över till en premie. 2004 gick Öresund genom fusion ihop med AB Custos och i samband med detta genomfördes en nyemission vilken kan ha orsakat att premien uppstod (Öresund, 2013). 2012 splittrades Investment AB Öresund i två bolag där 59 % av Öresunds substansvärde tilldelades det nya bolaget Creades. Majoriteten av Öresunds tidigare investeringsorganisation finns idag på Creades (Creades, 2013).

Aktiekursen ökade mellan dessa år med 8,8 % men det är svårt att veta om detta är på grund av uppdelningen av bolaget. Öresunds aktie är det enda av de undersökta bolagens som har sjunkit i värde under den granskade tio-årsperioden. Detta beror på att företaget genomfört en split under 2004 respektive 2006 vilket gör att antalet aktier har ökat. 2004 var denna split 3:1 och 2006 var den 2:1 (Öresund, 2013).

4.8 Analys av företagen

Som tidigare nämnts är substansrabattens uppkomst omdiskuterad och teorierna kommer att appliceras på de företag som undersökts. Vilka faktorer som spelar störst roll i sammanhanget är svårt att avgöra med tanke på att det aldrig har konstaterats vad som påverkar till störst grad men här redovisas de faktorer som anses ha störst vikt att diskuteras. Analysen kommer att visa att faktorerna varierar mellan bolagen. Man kan till exempel anta att maktfaktorn är viktigare för Industrivärden än för Svolder då storleken på företagen skiljer sig åt.

De företag i analysen som kan klassas som rena investmentbolag är Industrivärden, Öresund och Svolder. Hos dessa företag skiljer sig portföljuppbyggnaden åt till en viss del då Industrivärden och Svolder koncentrerar sig på noterade innehav och har idag 100 % noterade bolag i sin portfölj. Öresund har en majoritet av innehaven i noterade bolag där andelen är 75 %. De blandade investmentbolagen är Investor, Kinnevik och Bure, vilka har en portföljuppbyggnad som är relativt lika varandra. Alla tre bolag inriktar sig på ett ägande i både noterade och onoterade innehav där Kinnevik har den största andelen i noterade bolag, 95 %. När de blandade investmentbolagen jämförs med de rena finner man att de blandade har haft en utveckling av substansrabatten som varierat mer påtagligt. Denna utveckling kan bero på att de rena investmentbolagen har som inriktning att investera i mer välkända och stabila bolag samt inga större ambitioner att få ägarmajoritet i bolagen de innehar. På grund av detta kan investerarna känna sig relativt säkra på att investmentbolaget strävar efter vinst och inte maktpositioner och kan hålla en jämn och stadig utveckling. Ratos är det bolaget i undersökningen som är unikt i det avseendet att det klassas som ett rörelsedrivande investmentbolag. Ratos strategi är att placera sina tillgångar enbart i onoterade bolag och ha en stor ägarandel i dessa. I många av fallen förekommer fullständigt ägande.

Hos de rena investmentbolagen har substansrabattens utveckling inte påvisat några extremfall utan har tvärtom legat på en relativt stabil nivå under hela tidsperioden. Generellt har alla bolag haft en rabatt under tiden med undantaget för Öresund och Svolder då det vid enstaka fall istället förekommit en premie. Med tanke på att dessa företag har diversifierat sina portföljer kan man anta att svängningarna inte blir så omfattande då innehaven i de olika branscherna gör att förändringarna jämnas ut över tiden.

Förhållandet mellan aktietyperna i bolagen skiljer sig till en viss del åt. Det vanligast förekommande är att man använder sig av ett röstsystem där varje A-aktie berättigar tio röster och B eller C-aktier ger en röst. Det finns dock undantag, till exempel inom Öresund där samtliga aktier är värda en röst var. I och med detta system kan man med hjälp av en mindre mängd kapital skaffa sig makt och inflytande i företagen.

Man kan se ett klart och tydligt samband mellan i stort sett alla bolag när det kommer till ägarstruktur. En stor del av makten är allt som oftast samlad hos en enskild ägare. Hos de flesta bolag finns idag en stark ägare som innehar en betydande andel av bolagets röster. Inom Kinnevik och Investor är makten koncentrerad till familjerna Stenbeck respektive Wallenberg där de i båda fallen har en majoritet av rösterna. Detta bidrar till att bolagen kan göra investeringar som går helt efter huvudägarnas egna intressen utan att ta hänsyn till aktieägarnas tankar och åsikter. I flera fall sitter representanter ifrån investmentbolagen med i styrelsen hos de bolag man har ägarintressen i, till exempel i SEB där både Jacob och Marcus Wallenberg har betydande roller i ledningen. Det kan därför lätt uppstå en situation där aktieägarna inte får gehör för sina synpunkter vilket kan skapa ett missnöje mot ledningen. Ifall detta pågår under en längre tid kan substansrabatten påverkas och bli större, vilket kan bli förödande för bolaget. Precis som Hjelström (2007) skrivit, blir det alltså oerhört viktigt att de inflytelserika aktieägarna och företaget har en vision som drar åt samma håll för att det inte ska uppstå några negativa effekter. Risken med olika visioner är att efterfrågan på aktier i bolaget minskar vilket leder till att börsvärdet sjunker och rabatten blir högre. Att den ”gamla ägaren” behåller makten i bolaget kan ses både positivt och negativt. I de fall då företaget uppfyller sina uppsatta mål och kan hålla rabatten på en rimlig nivå, finns det ingen egentlig anledning till att ifrågasätta sättet bolaget sköts på. Detta är något som bör spela en stor roll i företagen men någon specifik situation eller händelse kan inte presenteras där företaget inte uppfyller sina mål och kan därför inte direkt relateras till denna tes.

Jämförs rabatten hos de tre stora maktbolagen ses ett samband mellan de som har en stor ägarmajoritet då dessa under det senaste årsskiftet haft en högre substansrabatt. Kinnevik, med Stenbecksfärens stora ägandeandel och Investor, där familjen Wallenberg kontrollerar en majoritet av rösterna, hade en större substansrabatt år 2012 än till exempel Industrivärden, där ägandet är utspritt med den största ägarposten på cirka 17 %. Trots att dessa tre företag anses vara maktbolag, skiljer sig substansrabattens utveckling åt. Medias bild av investmentbolagen är en bidragande orsak till hur de uppfattas av samhället. Med tanke på att det ofta skrivs om

”maktbolaget Kinnevik” och liknande skapas en negativ bild som kan vara svår att göra sig av med. Denna uppfattning ses främst som negativ men investerarna bör vara medvetna om att makten i företagen är någonting nödvändigt för att de ska kunna skapa tillväxt och inflytande i de bolag man innehar. Bolagens stämpel som maktbolag bör inte bara vara negativ utan faktiskt borde kunna uppmuntra till en väl fungerande verksamhet. Maktstämpeln hos de stora investmentbolagen har byggts upp under en lång tid, vilket bör innebära att dessa skaffat sig en god kompetens inom de områden bolaget är verksamma i och är snarare ett kvitto på att man lyckats väl i sitt arbete.

Med tanke på att många investmentbolag haft en avkastning som överstigit index de senaste 20 åren är detta ännu ett tecken på att de har klarat av att uppnå sina mål och skapat värde för sina aktieägare. Ett exempel är Investor som under de senaste tio åren har haft en avkastning som överstigit 400 %, detta trots att de samtidigt har haft en hög substansrabatt som sträckt sig mellan 20 och 40 % i genomsnitt.

Den interna effektiviteten är en faktor som spelat en stor roll i hur substansrabatten har utvecklats hos de undersökta bolagen. Vikten av att ha en god strategi och en välplanerad framtid har varit avgörande för hur företagen har lyckats påverka sin rabatt. Några exempel är bland annat Ratos, som efter 1999 då nya vd:n Arne Karlsson tillträtt och förändrade sin portföljstrategi till att enbart omfatta noterade innehav. Arne Karlsson ansåg att för att aktien ska vara attraktiv för investerare krävdes det en överavkastning jämfört med om man investerat på börsen själv. Uppfylls inte avkastningskravet krävs det en hög utdelning till aktieägarna för att bibehålla aktiekursen och undvika en förhöjd rabatt. Detta bidrog till att Ratos vände sin rabatt på dåvarande 36 % till den premie som de har än idag.

Även hos Investor har affärsstrategin förändrats under senare tid. 2011 genomfördes en förändring vilken innebar att företaget ökat sin transparens och idag har mer stabila och starka kassaflöden i sin portfölj bestående av såväl noterade som onoterade innehav. Trots att förändringen är relativt ny, kan man se en utveckling av substansrabatten mellan åren 2011 och 2012 då den minskat från 39 % till 26 %. Att denna förändring till stor del beror på strategomläggningen är svår att bevisa men uppfattas ändå av investerarna som ett rationellt beslut och en vilja till förändring.

Industrivärden gjorde strategiska förändringar under 2002 då man gick från att vara ett blandat investmentbolag med en kombination av helägda rörelsedrivande bolag och minoritetsposter i börsnoterade företag, till att idag bli ett rent investmentbolag med inriktning på stora och medelstora noterade nordiska bolag. Rabatten har förändrats succesivt under åren med både upp och nedgångar och man såg en stor förändring under de första tre åren efter det att förändringen gjorts då rabatten mer än halverades. Trots vissa mindre uppgångar har rabatten fallit tillbaka till en nivå hälften så stor som den var innan beslutet genomfördes (Jönsson, 2012).

Öresund upplevde en förändring i substansrabatten då man 2004 genom en fusion gick ihop med AB Custos och genomförde en nyemission. Effekterna av detta gjorde att Öresund vid slutet av året hade en substanspremie som visserligen försvann året därefter men har kommit tillbaka stundtals. 2012 splittrades Öresund till två bolag, vilket antas komma att påverka rabatten negativt.

Utdelningspolicyn hos investmentbolagen har spelat en betydande roll när det kommer till bolagens substansrabatt. Generellt sett har investmentbolagen en hög utdelning och man använder sig oftast av en policy där man delar ut en tillräckligt stor andel av den utdelning bolaget fått från sina innehav för att på så sätt undvika bolagsskatten. Det finns tydliga tendenser till att aktieägarna attraheras av en hög direktavkastning och har funnit flera exempel på hur en förhöjd utdelning har påverkat substansrabatten. Hos Bure ledde en förhöjd utdelning på grund av en fusion 2008 till att rabatten minskade markant och 2010 när ytterligare en fusion genomfördes minskade rabatten än mer och övergick till en premie. Något som motsäger detta påstående är det faktum att Svolder 06/07 höjde sin utdelning med cirka fyra procentenheter på grund av det goda resultatet samt kontantbud på två portföljinnehav men trots detta höjdes substansrabatten. Samtidigt har Svolder historiskt sett haft en hög direktavkastning och har under perioden behållit en låg genomsnittlig substansrabatt.

En händelse som utmärkte sig var i Bures fall att en inlösen av aktier till ett värde av 200 miljoner kronor ledde till en förhöjd rabatt. Detta ter sig enligt teorierna underligt då effekten istället borde blivit den motsatta eftersom vinsten per aktie ökar och aktiekursen därför borde öka. Även Öresund har genomfört ett betydande antal inlösningsprogram under åren 2008, 2009 och 2012 där 2012 var mest omfattande och motsvarade cirka 25 miljoner aktier. Man

ser dock inget samband att dessa inlösningsprogram haft någon större effekt på substansrabatten.

Gällande aktieförsäljningen hos bolagen har man inte kunnat påvisa något direkt samband mellan substansrabatten och försäljning med dess skatteeffekt men man kan konstatera att det är en viktig del för investmentbolagen. Det är en förutsättning för att bolagen ska kunna genomföra exempelvis en strategisk omvandling. Skulle dessa möjligheter inte finnas för till exempel Ratos hade de inte kunnat genomföra sin portföljomvandling lika smärtfritt och substansvärdet hade minskat drastiskt.

Alla bolag som undersökts är förhållandevis diversifierade. Det finns indikationer på att ett antal företag har valt någon typ av inriktning men det är inte en fullständig specialisering. Till exempel Industrivärden har valt att inrikta sig på långsiktigt ägande i väletablerade företag men innehaven är utspridda över ett visst antal branscher. Specialisering innebär att investmentbolagen har väl utvalda bolag i en viss bransch. Det blir i denna undersökning därför problematiskt att dra någon slutsats huruvida substansrabatten påverkas om företagen är diversifierade eller specialiserade.

Ratos värdering har flera gånger visat sig vara svårberäknad. Enligt Handelsbankens beräkning av substanspremien har de funnit att den bör vara 33 % i dagsläget. För att komma fram till detta resultat har Handelsbanken använt sig av ett substansvärde per aktie på cirka 47 kronor. Utifrån detta värde har substanspremien beräknats med hjälp av formeln ovan. När Affärsvärlden beräknade Ratos substanspremie fann de att den istället skulle vara cirka 63 % vilket tyder på svårigheter i värderingen. Man har då istället använt sig av ett substansvärde per aktie på 38,27 kronor, vilket även är samma värde som Ratos värderar sina tillgångar till i årsredovisningen. Man kan ifrågasätta ifall Ratos verkligen kan definieras som ett investmentbolag när bolagets verksamhet ser ut som den gör d.v.s i stort sett helägda onoterade bolag. Man kan istället klassa Ratos som ett riskkapitalbolag på grund av att deras strategiska val är att köpa mindre bolag för att utveckla dem och slutligen sälja dem. Även det faktum att investerare inte själva kan investera i de onoterade bolagen kan göra Ratos attraktivt, vilket kan leda till en substanspremie. Man kan även diskutera huruvida substanspremien föranletts av företagets svårigheter i värderingen av sina innehav. Det kan konstateras då värdet på tillgångarna skiljer sig åt när Handelsbanken beräknar premien och

när Ratos själva gör det. Det låga värdet Ratos använder leder till en högre premie samt att företaget undervärderar sig självt.

5. Slutsats

Vårt syfte med denna uppsats har varit att visa varför substansrabatten existerar och försöka fastställa vilka faktorer som spelar en stor roll i sammanhanget. Att bevisa detta har vi likt tidigare forskning märkt inte är helt oproblematiskt. Det märks väl att de påverkande faktorerna är många och i vissa fall svårtolkade och att vissa är mer betydelsefulla än andra beroende på vilket företag man undersöker.

Den genomsnittliga rabatten för bolagen vi undersökt är cirka 4 % vilket vi anser är relativt lågt men på grund av Ratos stora substanspremie sänks denna siffra betydligt. Vi har kommit fram till att det är investerarna som i slutändan har störst påverkan av hur substansrabatten utformas inom bolagen. Anser till exempel investerarna att ett bolag bör ha en substansrabatt, kommer börskursen med största sannolikhet att följa dessa indikationer. Följer inte investmentbolagen sina investerares preferenser, leder det till ett fallande intresse och börskursen blir påverkad till det negativa. Det har därför visat sig vara oerhört viktigt för investmentbolagen att ta rationella beslut för att tillfredsställa sina investerare.

Under den undersökta tidsramen har vi funnit att många investmentbolag har tagit viktiga strategiska beslut i syfte att minska sin rabatt. Detta tyder på att bolagen uppfattar rabatten som någonting negativt som bör motarbetas i hög grad då det inte uppskattas av ledningen.

Att så många investmentbolag, trots sin rabatt, lyckats uppnå en så hög avkastning jämfört med börsindex anser vi vara svårförklarad då vi vid vår första anblick trodde att detta skulle motarbeta rabatten. Istället tyder detta på väl valda beslut av ledningen och att man lyckats bibehålla den höga totala avkastningen.

Värderingen av de onoterade innehaven har varit lika problematisk som litteraturen antytt och har visat sig variera oerhört beroende på värderingsmetod. Det har slagit oss att värderingarna kan skilja sig åt väldigt mycket beroende på vem som genomfört den och att det inte finns någon given metod för hur detta ska utföras. Trots detta kan vi ändå konstatera att premien finns hos Ratos oavsett hur man väljer att värdera bolagets tillgångar.

Vi har kommit fram till att ägarstrukturen i investmentbolagen är koncentrerade kring ett fåtal personer som kontrollerar bolagen vilket bevisar att maktfaktorn existerar men att den inte behöver betyda att bolaget handlas till en rabatt. Gör man en jämförelse mellan till exempel Investor, där familjen Wallenberg har makten, och Ratos, där familjen Söderberg har majoritet, fann vi att ett starkt ägande inte behöver resultera i en substansrabatt. Det framkommer således att de faktorer som påstås vara viktiga i många fall är svåra att bevisa.

Av de faktorer vi valt att undersöka har det visat sig att alla i relativt stor utsträckning förekommer inom de tre typerna av investmentbolag på marknaden, rena, blandade och rörelsedrivande. Det blir därför svårt att dra några generella slutsatser om huruvida vissa typer av faktorer är mer eller mindre viktiga i de olika bolagstyperna. Den faktor som utmärker sig är makt då det framkommit att den endast förekommer hos de blandade investmentbolagen samt hos Ratos som klassas som ett rörelsedrivande investmentbolag. Hos de rena investmentbolagen som har undersökts förekommer inte någon ägarmajoritet i innehaven.

Vi har kommit fram till att det inte går att hitta något generellt mönster i substansrabattens utveckling under åren, utöver att varje bolag strävar efter att hålla nere den i största möjliga mån. Vi hade på förhand trott att man lättare skulle kunna bevisa en trend mellan bolagens rabatter, till exempel under finanskrisen då investerarna vidtog en högre försiktighet, men detta visade sig inte kunna säkerställas då rabatten/premien istället under denna period drog åt olika håll för de skilda bolagen. Vi kan konstatera att de bolag som ligger på Mid och Small Cap generellt har större svängningar i rabatten än de som handlas på Large Cap, vilket kan antas bero på att investerare anser att de stora bolagen är mer säkra investeringar. Vi har även funnit att det finns en skillnad mellan blandade och rena investmentbolag men att detta inte visar sig i någon större utsträckning.

Slutligen har detta arbete visat oss hur komplex substansrabatten är och att man inte kan dra några generella slutsatser om hur investmentbolagen påverkas av de påstådda faktorerna samt att investmentbolagens utveckling inte följde konkurrenterna i den utsträckning vi först trott.

5.1 Vidare forskning

Det hade varit intressant att genomföra en liknande studie över substansrabattens utveckling men under en längre tidsperiod för att finna eventuella samband. Hade man valt att genomföra en kvalitativ undersökningsmetod där företagen intervjuas skulle man kunna få deras syn på situationen och bättre kunna analysera utvecklingen som skett. Det vore även intressant att koncentrera sig på ett färre antal faktorer och istället undersöka dessa närmre.

6. Referenslista

Tryckta källor

Backman, J.(1998). *Rapporter och uppsatser*. Lund: Studentlitteratur.

Datar, V ” Impact of liquidity on premia/discounts in closed-end funds” *The Quarterly Review of Economics and Finance* 41. 2001

Denscombe, M. (1998). *Forskningshandboken: För småskaliga forskningsprojekt inom samhällsvetenskaperna*. Lund: Studentlitteratur.

Draper, P & Paudyal, K (1991). The Investment Trust Discount Revisited, *Journal of Business Finance & Accounting*, vol 18.

Egelstig, L. & Starenhed, P. (2000). *Återköp av egna aktier*. Examensarbete. Linköpings Universitet.

von Essen, R (1997). *Investmentbolag med eller utan existensberättigande*. Sveriges aktiespararnas riksförbund.

Frick, L. (2012). Investmentbolag med substans. *Börsveckan*, 2011-03-28.

Hjelström, T (2007). *The closed-end investment company premium puzzle - Model development and empirical tests on Swedish and British data*. Handelshögskolan i Stockholm.

Hjälte, A & Linna, M. (2000). *Riskbedömning vid förvärv av onoterade respektive noterade bolag en fallstudie av Investor och Ratos*. Examensarbete. Luleå Tekniska Universitet.

Ds I 1980:21. Samordning, insyn, styrning. Stockholm: Industridepartementet.

Johannessen, A. & Tuft, P, A. (2003). *Introduktion till samhällsvetenskaplig metod*. Liber AB.

Karlbom, L & Stenbäck, J. (2008). *En studie av substansrabatten på svenska investmentbolag*. Examensarbete. Linköpings Universitet.

Klingspor, P & von Stockenström, J. (2009). *Har storleken betydelse? – En studie över de svenska investmentbolagens substansrabatt*. Examensarbete. Lunds Universitet.

Lantz, B.(2003). *Operativ verksamhetsstyrning*. Göteborg: Studentlitteratur.

Lee, C, Schleife, A & Thaler, R. (1990). Anomalies: Closed-End Mutual Funds. *Journal of Economic Perspectives*, vol 4.

Leimdörfer. (2010). *Property shares - how to outperform the market*.

Malkiel, B. G. (1977). The Valuation of Closed-End Investment-Company Shares. *Journal of Finance*, vol 32.

Myrberg, U.(1987). *Blandade investmentbolag*. Stockholm: Stellan Stål tryck.

Elektroniska källor

Aktieskolan. 2009. Olika typer av aktier.

<http://www.aktieskolan.se/pages/olikaaktier.php?select=aktieskola> (Hämtad 2013-04-04)

Andersson, Klas. 2004. Bure tar lärdom av krisåren. *Svenska Dagbladet*.

http://www.svd.se/naringsliv/bure-tar-lardom-av-krisaren_159215.svd (Hämtad 2013-05-13)

Aronsson, Olle. 2012. Industrivärden starker greppet om Volvo. *Dagens Industri*.

<http://www.di.se/artiklar/2012/12/13/industrivarden-starker-greppet-om-volvo/> (Hämtad 2013-03-29)

Aronsson, Olle. 2013. Investor höjer utdelningen. *Dagens Industri*.

<http://www.di.se/artiklar/2013/1/29/investor-hojer-utdelningen/> (Hämtad 2013-04-09)

Björn Lundén Information. Ekonomisk ordbok.

<http://www.blinfo.se/GetEobEntries.do?id=914> (Hämtad 2013-04-15)

Carlin, Henrik. 2000. Behövs investmentbolagen eller börsens dökött? *Alumni*.

<http://www.hhsalumni.se/alumni.asp?g=2&r=85&s=165> (Hämtad 2013-14-10)

Creades. 2012. <http://www.creades.se/om-creades/> (Hämtad 2013-05-15)

Dagens Industri. 2013. Bolagen som gör dig till börsvinnare.

<http://www.di.se/artiklar/2013/4/12/bolagen-som-gor-dig-till-borsvinnare/> (Hämtad 2013-04-17)

Handelsbanken. 2013 Substansrabatter, maktkamper och långsiktigt ägande.
<http://tv.handelsbanken.se/2013/02/05/rapportfloden-q4-2012-investmentbolag/> (Hämtad 2013-03-28)

Jönsson, Agneta. 2012. Marknadens dom är skoningslös. *Affärsvärlden*.
<http://www.affarsvarlden.se/tidningen/article3479302.ece> (Hämtad 2013-05-08)

Lärke Bredung, Emil. Maktelitens bolagsval ditt alternative till fonder. *Aktiespararna*.
<http://www.aktiespararna.se/ungaaktiesparare/Nyheter-och-artiklar/MAKTELITENS-BOLAGSVAL--ditt-alternativ-till-fonder/> (Hämtad 2013-04-20)

-Munck, J & Boman, R. 1999. <http://www.aktiemarknadsnamnden.se/199914> (Hämtad 2013-03-25)

Nationalencyklopedin. 2013. www.ne.se (Hämtad 2013-03-25)

Sidea, Emanuel. 2013. Investor – maktbolag med maktproblem. *Sidea*.
<http://sidea.se/emanuel/2013/02/26/investor-maktbolag-med-maktproblem/> (Hämtad 2013-05-07)

Investmentbolagens hemsidor

AB Industrivärden. www.industrivarden.se (Hämtad 2013-03-20)

Bure Equity. www.bure.se (Hämtad 2013-05-15)

Investor AB. www.investor.se (Hämtad 2013-03-20)

Investment AB Öresund. www.oresund.se (Hämtad 2013-03-20)

Kinnevik AB. www.kinnevik.se (Hämtad 2013-03-20)

Ratos AB. www.ratos.se (Hämtad 2013-03-20)

Svolder. www.svolder.se (Hämtad 2013-05-10)

Årsredovisningar

Bure 2003-2013

Investor 2003-2013

AB Industrivärden 2003-2013

Industrivärden 2003-2013

Kinnevik 2003-2013

Ratos 2003-2013

Svolder 2003-2013

Bilagor

Presentation av bolagen

Bure Equity

Bure Equity är ett relativt nytt investmentbolag som bildades och har funnit på Stockholm Mid Cap sedan 1993. Bolaget har ägarintressen i nordiska bolag och har en utformad affärsidé som går ut på att ”förvärva, utveckla och avyttra rörelsedrivande verksamheter så att aktieägarna i Bure kan få god avkastning på sitt förvaltade kapital genom tillgång till en portfölj av professionellt förvaltade bolag” (Bure, 2013). Bures innehav består av såväl noterade som onoterade bolag inom bland annat industri, medicinteknik och utbildning. Trots att Bure är relativt nystartat har man ändå lyckats att förvärva stora ägarandelar i de bolag man har intressen i, som högst 99,1 % i Mercuri International vilket är ett av de onoterade bolagen som ingår i portföljen. Dag och Patrik Tigerschiöld är tillsammans de största ägarna med 19 % av kapitalet.

AB Industrivärden

Industrivärden är ett av de stora ”maktbolagen” som har analyserats i undersökning. Bolaget börsnoterades 1945 och har utarbetat en strategi där man investerar i välkända nordiska bolag med en god värdeökningspotential. Industrivärdens affärsmodell går ut på att vara en aktiv ägare för att bidra till ett kontinuerligt värdeskapande i innehavsbolagen (Industrivärden, 2013). Industrivärdens portfölj innehåller bland annat Skanska, Volvo och Ericsson där man har stora innehav och kontrollerar en stor del av rösterna, dock inte någon majoritet i något av innehavsbolagen. Att inrikta sig på bolag inom industribranschen är genomgående för Industrivärden och man beskriver sig själv som en ”långsiktig industriell utvecklare av nordiska börsbolag” (Årsredovisning 2012). Utdelningspolicyn går ut på att ge aktieägarna en direktavkastning som är högre än genomsnittet för svenska noterade aktier. L E Lundbergföretagen är de största ägarna i Industrivärden med 12,9 % av kapitalet och 17,8 % av rösterna.

Investor AB

Investor klassificeras ofta som ett ”maktbolag”. Det grundades av Wallenbergfären för drygt 100 år sedan och är idag ledande ägare av nordenbaserade internationella kvalitetsbolag. ”Vårt mål är att generera en totalavkastning, aktiekursutveckling inklusive återlagd utdelning, till aktieägarna som överstiger marknadens avkastningskrav över en konjunkturcykel” (Investor, 2013). Bolagets investeringar bygger på långsiktighet. Affärsstrategin bygger på ett betydande ägande i varje innehav, vilket skapar möjligheten att påverka i bolagen. Investors portfölj består främst av noterade bolag. Innehaven består bland annat av Atlas Copco, SEB och ABB där man har en betydande andel av kapitalet och rösterna. Investor har under de senaste tio-åren haft en stabil utdelning med ett tydligt mål. ”Vår utdelningspolicy innebär att en hög andel av mottagna utdelningar från kärninvesteringarna vidareutdelas samt att en distribution sker till aktieägarna från övriga nettotillgångar som motsvarar en direktavkastning i linje med aktiemarknaden”. Målsättningen är att åstadkomma en utdelning med jämn tillväxt över tiden (Investor, 2013). Bolaget styrs av Wallenberstiftelserna, som innehar 23,3 % av kapitalet och 50 % av rösterna.

Kinnevik AB

Även Kinnevik klassas som ett av marknadens ”maktbolag” och ägs till stora delar av familjen Stenbeck. Bolaget grundades 1936 och har som största syfte att ”bereda vinst till sina aktieägare, i huvudsak genom värdeökning i sin portfölj av tillgångar” (Kinnevik, 2013). Likt sina konkurrenter, bland annat Industrivärden, vill man förvalta en portfölj med långsiktiga investeringar innehållandes välkända bolag, men Kinnevik har valt en något annorlunda inriktning då man till stora delar har investerat inom telekom- och mediabranschen. Man har stora innehav i bland annat Tele2, MTG och Metro vilka alla har framkommit ur Stenbecksfären (Kinnevik, 2013). Kinneviks avser enligt sin utdelningspolicy att dela ut mer än 85 % av erhållna ordinarie utdelningar från de noterade innehaven.

Ratos AB

Ratos klassas som ett private-equity bolag och är noterat på Stockholm Large Cap. Företaget skiljer sig ifrån de resterande bolagen som undersökts då man helt och hållet koncentrerar sig på ägande i onoterade bolag. Företagets affärsidé är att över tiden ”skapa högsta möjliga

avkastning genom ett professionellt, aktivt och ansvarsfullt utövande av ägarrollen i ett antal utvalda bolag och investeringssituationer”. Ratos mål är bland annat att den årliga avkastningen ska överstiga 20 % på varje enskild investering. Gällande utdelningspolicy i bolaget har man beslutat att utdelningen ska spegla den faktiska resultatutvecklingen. Med tanke på att Ratos tillgångar är onoterade, blir det lite problematiskt när dessa ska värderas. Det finns många teorier om hur denna typ av tillgångar ska värderas och i Ratos fall har man valt att värdera utifrån historiska anskaffningsvärden (Ratos, 2013). Ratos kontrolleras idag av familjen Söderberg som innehar drygt 70 % av rösterna och 35 % av kapitalet.

Svolder AB

”Svolder är ett rent investmentbolag som huvudsakligen placerar i noterade aktier i svenska små och medelstora företag” (Svolder, 2013). Bolaget handlas idag på Stockholm Small Cap. Svolder har idag en väldigt bred aktieportfölj där inget bolag svarar för mer än 15 % av Svolders substansvärde. Deras utdelningspolicy har under längre tid varit viktig. De har satt upp ett mål att direktavkastningen inte skall understiga 5 %, vilket de lyckats med under de senaste åren. Rolf Lundström/Provobis Invest AB är med god marginal den största aktieägaren och innehar 11,2 % av kapitalet och en rösträttsandel på 27,8 %

Investment AB Öresund

Öresund är ett rent investmentbolag som bedriver förvaltningsverksamhet med en övergripande målsättning som går ut på att ”bedriva en verksamhet som ger Öresunds aktieägare en god långsiktig avkastning”. För att uppnå denna målsättning är företagets strategi bland annat att huvudsakligen investera i svenska värdepapper, ha en hög soliditet och ha låga förvaltningskostnader (Årsredovisning 2012). Likt konkurrenten Bure, ligger även Öresund på Stockholm Mid Cap och har likaså en väl diversifierad portfölj med ägarintressen i varierande branscher. Öresunds största post är i Bilja där man äger cirka 4 600 000 aktier vilket motsvarar en andel på 18,9 % av bolaget och uppgår till ett marknadsvärde av 516 Mkr. Mats Qviberg med familj är den mest inflytelserika ägaren i bolaget och äger totalt 25,6 % av kapitalet. Bolagets utdelningspolicy innebär att de delar ut minst så mycket så att bolaget inte behöver betala någon bolagsskatt (Öresund, 2013).

