Fondförvaltare som ägare

En undersökning om fondförvaltares syn på sin ägarroll och sitt ägaransvar

Helen Molnar
Charlotte Sjöberg

Examinator
Anna Stafsudd

Handledare
Andreas Jansson
Ulf Larsson
Förord

Uppsatsarbetet har varit en lärorik tid på Ekonomihögskolan vid Växjö Universitet då det givit oss en djupare förståelse inom institutionellt ägande. Vi vill börja med att rikta ett stort tack till respondenterna som medverkat i vår uppsats samt våra handledare Andreas Jansson och Ulf Larsson för att de har handlett oss med stort engagemang. Dessutom vill vi tacka vår examinator Anna Stafsudd och våra opponenter som bidragit med goda idéer och konstruktiv kritik till undersökningen.

Växjö den 3 juni 2008

...................................... ......................................
Helen Molnar Charlotte Sjöberg
Sammanfattning

Magisteruppsats FE 3044. Ekonomihögskolan vid Växjö Universitet. VT 2008

Författare: Helen Molnar och Charlotte Sjöberg

Handledare: Andreas Jansson och Ulf Larsson

Examinator: Anna Stafsudd

Titel: Fondförvaltare som ägare - en undersökning om fondförvaltares syn på sin ägarroll och sitt ägaransvar.

Bakgrund: Historiskt sett har de institutionella ägarna fört en passiv ägarroll i de företag som de har investerat i. Konsekvensen har blivit att allmänhetens krav på aktivt ägande ökat i takt med att deras aktieinnehav i enskilda företag vuxit. Bland de institutionella ägarna representerar fondbolagen en intressant grupp på kapitalmarknaden då de förvaltar en stor andel av privatpersoners kapital. Idag utgör fondbolagen elva procent av det totala ägandet i bolag noterade på svensk marknadsplass. För att klargöra sin investeringsfilosofi har fondbolagen upprättat en ägarpolicy. Fondförvaltare utövar ägandet i enlighet med policyn i de företag som fondbolaget investerar i. Problemet som uppstår är att fondförvaltare har andelsägarna som huvudmän vilket medför att det saknas incitament för fondbolagen att utöva aktivt ägande då de varken har rätt till vinstökning eller utdelning. Frågan är hur detta påverkar fondförvaltares syn på sin ägarroll och sitt ägaransvar?

Syfte: Att skapa förståelse kring fondförvaltarnas uppfattning om sin ägarroll och sitt ägaransvar.

Metod: För att avgöra vilken syn fondförvaltarna har på sin ägarroll och sitt ägaransvar, har vi ställt upp två modeller som står i motsats till varandra. Den första modellen har sin utgångspunkt i Alchians och Demsetzs property rights teori och den andra i Famas agentteorin. Utifrån intervjuer med fondförvaltare från fem fondbolag har vi sedan försökt avgöra vilken modell som fondförvaltarna syn pekar åt.

Slutsatser: Slutsatsen för studien är att fondförvaltare ser på sin ägarroll både som en aktiv och passiv roll. Vilken roll de intar i företaget avgörs dels av storleken på aktieinnehavet och dels av den befintliga ägarstrukturen. Studien visade också att fondförvaltare ser på sitt ägaransvar som att de tar ansvar för företaget som helhet då de i största mån följer etiska riktlinjer för sin investeringsverksamhet. Ägaransvaret utövar dem genom att använda sig av en kombination av både voice och exit som handlingsalternativ, där möjligheten att utöva inflytande i företaget avgör valet.
Innehållsförteckning

1. Inledning .................................................................................................................. - 2 -
   1.1 Introduktion ........................................................................................................ - 2 -
   1.2 Syfte .................................................................................................................... - 5 -
   1.3 Definitioner ......................................................................................................... - 5 -
   1.4 Disposition .......................................................................................................... - 6 -
2. Teoretisk referensram ............................................................................................... - 7 -
   2.1 Inledning ............................................................................................................. - 7 -
   2.2 Introduktion till corporate governance ............................................................... - 7 -
   2.3 Modell 1 .............................................................................................................. - 9 -
      2.3.1 Ägarens roll .................................................................................................. - 9 -
      2.3.2 Ägarens ansvar ............................................................................................ - 11 -
   2.4 Modell 2 .............................................................................................................. - 13 -
      2.4.1 Ägarens roll .................................................................................................. - 13 -
      2.4.2 Ägarens ansvar ............................................................................................ - 16 -
   2.5 Sammanfattning .................................................................................................. - 19 -
3. Metod ........................................................................................................................ - 20 -
   3.1 Vetenskapligt synsätt .......................................................................................... - 20 -
   3.2 Vetenskapligt angreppssätt ............................................................................... - 20 -
   3.3 Val av metod ........................................................................................................ - 21 -
   3.4 Val av respondenter ............................................................................................ - 22 -
   3.5 Tillvägagångssätt av datainsamling ..................................................................... - 23 -
      3.5.1 Tillvägagångssätt av modellutveckling ....................................................... - 23 -
      3.5.2 Tillvägagångssätt av intervjuer ..................................................................... - 24 -
   3.6 Sanningskriterier ................................................................................................ - 25 -
      3.6.1 Tillämplighet .................................................................................................. - 25 -
      3.6.2 Överensstämmelse ....................................................................................... - 26 -
      3.6.3 Pålitlighet ...................................................................................................... - 26 -
      3.6.4 Noggrannhet ............................................................................................... - 27 -
4. Empiri och analys ..................................................................................................... - 28 -
   4.1 Inledning ............................................................................................................. - 28 -
   4.2 Ägarens roll ......................................................................................................... - 28 -
   4.3 Ägarens uppgifter ................................................................................................... - 33 -
   4.4 Ägarens ansvar ..................................................................................................... - 35 -
       4.4.1 Etiskt ansvar ................................................................................................ - 38 -
       4.4.2 Ägarens beteenden ..................................................................................... - 44 -
5. Slutsatser .................................................................................................................. - 49 -
   5.1 Slutdiskussioner .................................................................................................. - 49 -
   5.2 Förslag till vidare studier .................................................................................... - 51 -
6. Referenslista ............................................................................................................ - 52 -

Appendix 1 ...................................................................................................................... - 55 -
1. Inledning

1.1 Introduktion

Enligt Clarke kan corporate governance definieras som ett system genom vilket företag styrs och kontrolleras. Corporate governance anger också samspelet mellan olika aktörer inom företaget så som ledningen, styrelsen, aktieägarna och övriga intressenter.¹

Corporate governance har blivit föremål för allt mer debatt under det senaste århundradet. Främsta anledningen har sin grund i den förtroendekris som många företagsskandaler orsakat marknaden (till exempel Enron och Skandia)². Företagsskandalerna har delvis uppkommit på grund av intressekonflikter mellan företagsledningen och aktieägarna. Intressekonflikter uppstår genom att företagsledningen och aktieägarna har olikt mål i bolaget. Företagsledningens främsta mål är att maximera sina egna tillgångar medan aktieägarnas mål är att erhålla så stor avkastning som möjligt för sitt investerade kapital.³

På 1930-talet uppmärksammades två författares teoretiska bidrag, Berles och Means, som hävdade att av central betydelse för intressekonflikten var graden av ägarkoncentration. Under början av 1900-talet förändrades ägarstruktur en i företagen som en konsekvens av att aktieägarna blev alltför. Den nya strukturen ledde till att ägarkoncentrationen minskade och resultatet blev att en separation av ägande och kontroll uppstod.⁴ Separationen mellan ägande och kontroll har gett upphov till agentproblemet som uppstår då den ena aktören, principalen, delegerar en uppgift till den andra aktören, agenten, att handla i principalens intresse. Enligt teorin uppstår problemet på grund av att alla människor tenderar att handla i egenintresse och vill maximera sin egen nytta.⁵ Agentproblemet inom corporate governance uppstår för att företagsledningen ser till sin egen nytta istället för aktieägarnas nytta.⁶

När man studerar dagens aktiemarknad kan man konstatera att antalet aktieägare har minskat. Enligt VPC är aktieägarna idag 14 procent färre, i de svenska börsnoterade företagen, jämfört med siffror från 2002.⁷ Detta har medfört att de svenska hushållen innehar endast 15 procent

¹ Clarke (2004)
² SOU (2004:47)
³ Kärreman (1999)
⁴ Ibid.
⁵ Jensen & Meckling (1976)
⁶ Fama (1980)
⁷ Dagens Industri (2008-01-17)
av ägandet i de svenska marknadsnoterade bolagen. Aktiespararnas VD, Elisabeth Tandan, menar att detta beror på att det institutionella ägandet har ökat på bekostnad av det privata. I de västerländska ekonomierna har det institutionella ägandet ökat kraftigt under efterkrigstiden och tendensen förväntas öka ytterligare under den närmaste tioårsperioden.

Historiskt sett har de institutionella ägarna inte övervakat företagsledningen aktivt vilket har resulterat i att kraven har ökat på aktivt ägande i takt med att deras innehav i enskilda företag vuxit. Bland de institutionella aktörerna representerar fondbolagen en intressant grupp på kapitalmarknaden då de förvaltar en stor andel av privatpersoners kapital. Idag utgör fondbolagen elva procent av det totala ägandet i bolag noterade på svensk marknadsplats.

Ett problem för fondbolagen är att de till sin konstruktion har egenskaper som medför att incitament saknas till att aktivt utöva ägande då det är fondandelsägarna som äger kapitalet i fonden. Anställda hos fondbolaget förvaltar kapitalet för andelsägarnas räkning vilket leder till minskade incitament för fondbolaget till att aktivt utöva ägande eftersom de varken har rätt till vinstökning eller utdelning. Det finns inte heller några svenska lagar, regler eller officiella riktlinjer gällande aktivt ägande för fondbolagen som idag måste efterföljas.


---

8 Aktiespararnas idépolitiska program (2006)
9 Dagens Industri (2008-01-17)
10 Ekonomirådets rapport (2003)
11 Statistiska Centralbyråns (2007)
12 Pålsson (2001)
14 Ibid. 
15 SOU (2004:47)
16 Hirschman (1970)
innebär att man försöker utöva inflytande hos ett bolag, till exempel genom att rösta på bolagsstämmans. Hedlund et al. har studerat institutionellt ägande och menar att syftet med placeringen avgör vilket ägarbeteende man kommer att välja, exit eller voice.17 Vad har då fondbolagen för syfte med sina placeringar? Hedlund hävdar att fondbolagen inte har ett långsiktigt perspektiv utan strävar efter att maximera avkastningen på sina investeringar på kort sikt.18 Fondbolagen är, enligt lagen om investeringsfonder, tvungna att handla i andelsägarnas gemensamma intressen vilket är att bereda andelsägarna så god avkastning som möjligt. Resultatet har blivit att ägarrollen idag har försvagats eftersom den alltmer uppfattas som enbart en finansiell placering med kortsiktigt perspektiv, även när det gäller förvaltningen av kapital med långsiktig placeringshorisont. På grund av en försvagad ägarroll uppmanas fondbolagen att arbeta efter mer långsiktiga mål och aktivt ägande.19


Fama har en annan syn på ägarrollen som står i direkt kontrast till Alchians och Demsetz syn. Fama menar att en ägare intar en passiv roll och fungerar enbart som en residualbärare i ett företag. Ägaren har fördelat/koordinerat sina resurser externt, mellan olika företag, för att

17 Hedlund et al. (1985)
18 Ibid.
19 Aktiespararnas idépolitiska program (2006)
20 Ibid.
21 Alchian & Demsetz (1973)
22 Alchian & Demsetz (1972)
23 Alchian & Demsetz (1973)
minimera sin risk och har därför inget direkt intresse av att personligen övervaka företagets aktiviteter eftersom hans/hennes andel är för liten för att kunna påverka.24 Fondbolag får enligt lagen om värdepappersfonder, inte äga mer än tio procent av aktierna i ett företag vilket har varit en bidragande faktor till varför de känner sig för små för att utöva inflytande. Jansson har studerat ämnet och menar att en koalitionsbildning mellan minoritetsägare kan vara ett fördelaktigt alternativ, i vissa fall, för att de ska kunna utöva sitt inflytande i bolag. Dock är det behäftat med problem.25

Bengtsson, en annan forskare som har studerat ämnet, har titlat på svenska institutionella investerares engagemang i företag. Han kom fram till att de stora institutionella investerarna använder sig av aktieägaraktivism, i huvudsak genom informella diskussioner med ledningen eller mellan investerare i koalitioner.26 Andra studier som gjorts i ämnet har huvudsakligen fokuserat kring de institutionella ägarnas ägarbeteenden. Ett och voice som handlelingsalternativ har legat som grund för många undersökningar där det bland annat har studerats vad som avgör valet mellan exit och voice. Dock har det inte skrivits något om synen som fondförvaltarna själva har på sin ägarroll och sitt ägaransvar, vilket gör vår undersökning intressant. Vad anser fondförvaltarna själva? Påminner synsättet om Alchians och Demsetz syn på en ägare eller Famas? Vår övergripande frågeställning är därför: vad har fondförvaltare för uppfattning om sin ägarroll och sitt ägaransvar?

1.2 Syfte
Uppsatsens syfte är att skapa förståelse kring fondförvaltarnas uppfattning om sin ägarroll och sitt ägaransvar.

1.3 Definitioner
För att läsaren ska få klarhet kring vårt syfte, har vi valt att definiera de två termerna ägarroll och ägaransvar. Med ägarroll menar vi den rollen som en aktieägare kan inta i ett företag baserad på den teoretiska referensramen som vi har använt oss av, det vill säga Alchians och Demsetz perspektiv och Famas perspektiv. Vi har gjort tolkningen att utifrån Alchians och Demsetz syftar ägaren en aktiv roll i företaget och utifrån Famas syn en passiv roll i

24 Fama (1980)
26 Bengtsson (2005)

1.4 Disposition
I kapitel två behandlar vi den teoretiska referensramen i uppsatsen. Vi har ställt upp två modeller som står i kontrast till varandra där vi behandlar relevanta teoretiska bidrag kring vårt syfte om ägarroll och ägaransvar. Den första modellen har sin utgångspunkt i Alchians och Demsetzs property rights teori och den andra modellen i Famas agentteori.

I kapitel tre klargör vi för den undersökningsmetod vi har valt. Vi förklarar och motiverar hur vårt urval och datainsamlingsform av modellutveckling och intervjuer har gått till.

I kapitel fyra redogör vi för vår egen datainsamling. Här presenterar vi empirin samt analyserar och diskuterar vårt resultat i förhållande till den teoretiska referensramen.

I kapitel fem presenterar vi slutsatsen och därmed vårt teoretiska bidrag av studien.
2. Teoretisk referensram

2.1 Inledning
Vi har valt att inleda vår teoretiska referensram med att diskutera själva grundproblemet inom corporate governance, nämligen separation av ägande och kontroll. Separation av ägande och kontroll har varit en het debatt det senaste århundradet och flertalet teoretiska bidrag har uppstått kring ämnet.\textsuperscript{27} För att skapa en så tydlig bild som möjligt, har vi ställt upp två modeller, som behandlar relevanta teorier kring vårt syfte om ägarroll och ägaransvar. I den första modellen ligger property rights teorin som grund med Alchians och Demsetzs bidrag och i den andra modellen har vi använt oss av agentteorin med Famas bidrag. Därefter har vi valt att väva in relevanta teorier kring ägaransvar där vi i huvudsak har utgått ifrån Hirschsmanets två mekanismer för ägarbeteende, voice och exit. Voice tillhör den första modellen och exit den andra. Viktigt att understryka är att vi inte vill avgöra vilken av modellerna som faktiskt stämmer in på fondförvaltarnas syn på sin ägarroll och ägaransvar utan modellerna ska enbart fungera som riktlinjer åt vilket håll som synsätt pekar åt. Modellerna ska betraktas som två extrema värden, svart eller vitt. För att läsaren lättare ska se skillnaden mellan de båda modellerna har vi valt att sammanfatta kärnan i en tabell i slutet av kapitlet.

2.2 Introduktion till corporate governance
Corporate governance kan definieras, enligt Clarke, som ett system genom vilket företag styrs och kontrolleras. Corporate governance strukturen anger distribueringen av rättigheter och skyldigheter mellan olika aktörer inom ett företag så som ledningen, styrelsen, aktieägarna och övriga intressenter. Corporate governance systemet anger också reglerna och processerna för hur beslutsfattandet ska ske.\textsuperscript{28}

Berle och Means har fått stor uppmärksamhet genom sina studier i corporate governance ämnet under 1900-talet. De påstod, bland annat, att intressekonflikter uppkom i bolagen eftersom ägarnas intressen krockade med företagsledningens. De båda aktörerna hade inte samma mål för bolaget. Företagsledningen strävade efter att maximera sina egna tillgångar medan ägarnas främsta mål var att erhålla så stor avkastning på investerat kapital som möjligt.

\textsuperscript{27} Kärreman (1999)
\textsuperscript{28} Clarke (2004)

Demsetz och Lehn kritiserar Berles och Means teori om separation av ägande och kontroll. De menar att det inte finns något signifikant förhållande mellan ägarkoncentrationen och bolagets prestation. Ett mer spritt ägande kommer inte att medföra att ägarna får en svagare ställning i förhållande till företagsledningen, då ägarna kommer att slå sig samman och byta ut företagsledningen om de är missnöjda.30

Smith sammanfattade i sin bok, The Wealth of Nations (1776), problemet med separation av ägande och kontroll:

“The directors of such companies, however, being the managers rather of other people’s money than of their own, it cannot well be expected, that they should watch over it with the same anxious vigilance with which the partners in a private copartnery frequently watch over their own. Like the stewards of a rich man, they are apt to consider attention to small matters as not for their master’s honour, and very easily give themselves a dispensation from having it. Negligence and profusion, therefore, must always prevail, more or less, in the management of the affairs of such a company.”31

29 Kärreman (1999)
30 Demsetz & Lehn (1985)
31 Smith (1776) Citerad i Jansson (2007) sid. 15
2.3 Modell 1

2.3.1 Ägarens roll


Alchian och Demsetz, har vidareutvecklat teorin om ägare och har tittat närmare på ägare i ett företag, det vill säga aktieägare. De ser på företaget som en samling kontrakt där det finns kontrakt mellan alla aktörerna inom företaget. Företaget betraktas som ett team, det vill säga en enhet, i vilken aktörerna samverkar. Alchian och Demsetz kallar den samverkande enheten för teamproduktion och varje aktör är således en teammedlem som bidrar med input aktiviteter. Samverkandet mellan teammedlemmarnas input aktiviteter ger upphov till extra

32 Alchian & Demsetz (1973)
33 Alchian & Demsetz (1972)
vinning, det vill säga marginalproduktivitet. Alchian och Demsetz definierar teamproduktion som en produktion där:

- Det används flera typer av resurser (eller inputaktiviteter).
- Resurserna som används tillhör inte samma aktör.
- Produkten är inte summan av separerbar output från varje samverkande resurs.  

Ett problem som uppstår med teamproduktion är att det skapar incitament för smitning då det är svårt att identifiera varje teammedlems input aktivitet. Smitning uppkommer som en följd av att separation av ägande och kontroll uppstår. Frågan är hur man ska motverka smitningsproblem? En metod är att övervaka teammedlemmarnas inputbeteende vilket gör det möjligt för övervakaren att identifiera varje enskild teammedlems prestation. Men vem ska inta rollen som övervakare? Alchian och Demsetz kallar denna person för ägaren (av riskkapital). Ägaren ska ha tillgång till residualen, det vill säga den överblivna vinsten i företaget vilket kommer att skapa incitament för honom/henne att utföra sitt jobb, med att vara övervakare, på bästa sätt och resultatet kommer att bli att smitning, inom teamet/företaget reduceras. Genom att reducera smitning kommer problemet med separation av ägande och kontroll motverkas. Incitament för smitning hänger ihop med storleken på ett team, det vill säga antalet teammedlemmar, där ett större team medför starkare incitament för smitning. Ägaren kommer att reducera smitning genom att observera och styra smitningsbeteendet i teamet. För att kunna disciplinera sina teammedlemmar och reducera smitning måste ägare ha rättigheten att revidera kontrakten och incitamenten för teammedlemmarna. Ägarens rättigheter är således:  

1. Var en residualbärare.
2. Observera inputbeteende.
3. Var den centrala aktören som är gemensam för alla kontrakt med input.
4. Förändra medlemskapet hos teamet.
5. Sälja dessa rättigheter.

Genom att utöva sina rättigheter kommer ägaren att fördela/koordinera resurserna internt inom teamet så att teams input prestation ökar. Alchian och Demsetz hävdar att ägaren fördela/koordinerar andra aktörer inom företaget, exempelvis andra ägare av

---
34 Ibid.
35 Ibid.
36 Alchian & Demsetz (1972)
produktionsfaktorer än riskkapital. Ägaren kan emellertid delegera denna fördelning/koordinering till anställda inom företaget, men väljer att ta över delegeringen om den anställda inte sköter detta tillräckligt bra. Ägaren har därmed en aktiv roll och en uppgift som manager och residualbärare, vilket motiverar honom/henne till att utföra sitt arbete på bästa möjliga sätt. Att vara residualbärare innebär att man har tillgång till den överblivna vinsten och därför kommer ägaren att sköta sitt arbete på bästa möjliga sätt eftersom hans/hennes residual kommer att maximeras. Ägaren är således en nytтомaximerare som är intresserad av den slutgiltiga nyttan vilken är kopplad till residualen. En rationell individ väljer alltid ett alternativ som ger högsta möjliga nytta med hänsyn tagen till risk.37

Eftersom ägaren är en residualbärare bär han/hon även residualrisken det vill säga den extra risken som tillkommer vid projektet. Detta innebär att ägaren accepterar en osäkerhet och står också för risken att det inte blir någon residual över. I praktiken innebär en utebliven residual utebliven vinst eller utdelning. Ägaren riskerar också kapitalet som han/hon har investerat i företaget och är därmed en av aktörerna som förlorar mest när ett team misslyckas.38

### 2.3.2 Ägarens ansvar

Vi menar att ägaransvar är det ansvar som en aktieägare åtar sig frivilligt där han/hon ser till hela företagets intressen och inte enbart en intressentgrupp. Ägaren bör se sig själv äga ett företag och inte enbart ett värdepapper. Vi ser på ägarbeteendena, voice och exit som ett sätt, för ägaren, att utöva ägaransvar där voice betraktas som ett ansvarstagande gentemot hela företaget, men inte exit. Ägarbeteendet som förekommer i Alchians och Demsetzs modell är således voice. Ägarens roll är aktiv för att han/hon fördelar/koordinerar aktiviteterna internt inom organisationen och engagerar sig starkt genom att ta över de arbetsuppgifter som inte är tillfredsställande. Voicebeteendet innebär att aktieägaren försöker att aktivt påverka företaget och använda sig av sitt ägaridyllande. Hedlund et al. har identifierat olika former för utövande av voice:

- Deltagande på bolagsstämma.
- Representation i det ägda bolagets styrelse.
- Deltagande i ledningen genom anställning i företaget.
- Direkta kontakter med företagsledningen.

---

37 Ibid.
38 Ibid.
Kontakter med övriga ägare.\textsuperscript{39}

Voicefunktionen kan också delas upp i enlighet med innehållet i de åtgärder som den förväntas generera. Några exempel är: information om företags situation så som avkastning med mera, förändring av ledning i företaget samt beslut om och genomförande av specifika affärer.\textsuperscript{40}

För att kunna utnyttja voice krävs kompetens. Hägg och Hörnell menar att ett fondbolag har kompetens, för att kunna utöva voice, bara om de har information och kunskap om företaget de har placerat i.\textsuperscript{41} Pålsson hävdar att ett fondbolag måste ha en möjlighet till att kunna påverka om de ska utnyttja voice. Möjligheten att påverka baseras på kompetens samt fondbolagets befintliga ägarstruktur.\textsuperscript{42} En spridd ägarstruktur medför svårigheter att påverka. Ett fondbolag får inte äga mer än tio procent av fondens förmögenhet i samma värdepapper, enligt lagen om värdepappersfonder,\textsuperscript{43} vilket kan göra att fondbolagen känner sig för små till storleken för att kunna utöva inflytande. Jansson menar att ett alternativ för mindre aktieägare kan vara att bilda koalition med övriga minoritetsägare för att därigenom kunna utöva sitt inflytande i bolaget. Jansson hävdar dock att en koalitionsbildande process är tidskrävande men kan under vissa förutsättningar bli ett attraktivt handlingsalternativ för minoritetsägare.\textsuperscript{44}

Att fondbolag använder sig av voice kan förklaras av två teorier, dels av transaktionskostdsteorin och dels av institutionell teori. Transaktionskostdsteorin är en kontraktsteori som behandlar de kostnader som uppkommer vid utformningen av ett kontrakt för att genomföra en transaktion på marknaden. För fondbolaget uppkommer det kostnader vid varje enskild transaktion som genomförs och dessa kostnader vill fondbolaget minimera genom att ingå olika typer av kontrakt, som exempelvis voice. Kostnaderna kan eventuellt bli högre om de genomförs på marknaden än om de genomförs inom bolaget.\textsuperscript{45} Detta skulle kunna förklara varför fondbolagen inte väljer att använda sig av exit då kostnaderna för exit

\textsuperscript{39} Hedlund et al. (1985)
\textsuperscript{40} Ibid.
\textsuperscript{41} Hägg & Hörnell (1985)
\textsuperscript{42} Pålsson (2001)
\textsuperscript{43} Lag (1990:1114) om värdepappersfonder. Placeringsbestämmelser. 19 § I en värdepappersfond får, med de begränsningar som följer av 23 §, ingå fondpapper och andra finansiella instrument med samma emittent till högst: 1. 5 procent av fondens värde
2. 10 procent av fondens värde, om det sammanlagda innehavet av sådana tillgångar uppgår till högst 40 procent av fondens värde.
\textsuperscript{44} Jansson (2007)
\textsuperscript{45} Collin (2004)

- Tvingande påtryckningar från staten som exempelvis lagar och regler.
- Mimetiska, det vill säga härmande faktorer där osäkerheten hos organisationer leder till att de härmar varandra och anpassar sig till varandra.
- Normativa faktorer som exempelvis professionella normer.47

Dessa tre faktorer kan förklara varför fondbolag tenderar att använda sig av voice. Idag finns det ett krav från omgivningen att fondbolagen bör agera som aktiva ägare. Agera fondbolaget passivt finns det en risk att de mister sin legitimitet. Vissa fondbolag har idag valt att inte placera kapital i exempelvis väpenindustrin och tobaksindustrin, vilket har gjort att konkurrerande fondbolag har tagit efter. Detta kan förklaras av osäkerheten för att inte bli accepterad av allmänheten om man skulle avvika från mängden.

Slutsatsen för voicefunktionen är att den är fördelaktig att använda för aktieägaren då den anger riktning för förbättring av företaget. Voicefunktionen är därför en betydelsefull informationskälla för företagsledningen.48

2.4 Modell 2
2.4.1 Ägarens roll
Famas synsätt skiljer sig från Alchians och Demsetzs syn på en ägare. Fama använder sig av agentteorin för att förklara separation av ägande och kontroll och därmed synen på en ägare.49 Jensen och Meckling utvecklade tidigt agentteorin. De menar att det finns ett samspel i en organisation mellan två aktörer, principalen och agenten. Principalen är en individ, eller

---

46 Meyer & Rowan (1977)
47 DiMaggio & Powell (1983)
48 Hedlund et al. (1985)
49 Fama (1980)
ibland även en organisation, som behöver hjälp med ett projekt och kontaktar därför en agent som påtar sig projektet åt principalens vägnar. Eftersom båda parter anses vara nyttomaximerare finns det anländning att tro att agenten inte alltid kommer att agera i principalens intressen. Principalen kan dock mildra avvikelseerna genom att fastställa lämpliga incitament för agenten samt genom att övervaka agenten. Enligt Jensen och Meckling uppstår så kallade agentkostnader vilket bland annat är kostnaderna för att övervaka agenten. Kärnan inom agentproblemet är att båda parter, principalen och agenten, möts av asymmetrisk information. Asymmetrisk information innebär att principalen och agenten inte delar samma kunskap om problemen som är relevanta för projektet.50


Riskbäraren har tillgång till kapitalmarknader vilket ger honom/henne möjligheten att köpa och sälja aktier hos olika företag till en låg transaktionskostnad. Eftersom riskbäraren har fördelat sina resurser mellan olika företag, för att diversfiera risken, menar Fama att riskbäraren därför inte har något direkt intresse av att personligen övervaka företagets aktiviteter. Emellertid har han/hon ett stort intresse av hur aktien värderas på kapitalmarknaden. En aktieägare vill köpa aktier med säkerhet att det betalda priset överensstämmer med risken som innehavet medför. Vidare vill aktieägaren att innehavet skall öka i värde och dessutom vill han/hon få något för sitt risktagande.52 Genom att fördela resurser mellan olika företag garderar aktieägaren sig mot ett eventuellt misslyckande av

50 Jensen & Meckling (1976)
51 Fama (1980)
52 Ibid.
teamet/företaget. Därmed antyder en effektiv fördelning/koordinering av räkbärande funktioner en stor grad av separation av ägande och kontroll i ett företag.53 Famas resonemang står därför i direkt kontrast till Alchians och Demsetzs modell som menar att man ska se företaget som en helhet, ett team, där resurserna fördelas/koordineras internt inom företaget. Famas argument resulterar i en extern fördelning/koordinering av resurserna eftersom ägarens två funktioner är separerade från varandra.

Ägaren har inte samma roll i Famas modell, som i Alchians och Demsetz modell. För det första, är ägaren enbart en residualbärare eftersom managementfunktionen ligger helt i händerna på de anställda inom företaget och inte hos ägaren själv, som i Alchians och Demsetz modell. För det andra, resulterar ovanstående argument till att ägaren, i Famas modell, inte utövar en aktiv ägarroll utan en passiv ägarroll. Alchian och Demsetz menar att ägaren har en aktiv roll då han/hon går in och tar över de arbetsuppgifterna som inte är tillfredsställande i företaget vilket medför att separation av ägande och kontroll reduceras. Den externa fördelningen/koordineringen av resurserna leder till att en stor grad av separation av ägande och kontroll uppstår som leder till agentproblemet, enligt Fama.54


När en principal delegerar ett uppdrag till en agent är det möjligt att en konfliktsituation kan uppstå på grund av att parterna har skilda mål. I agentteorin utgår man från att alla individer är nyttomaximerare och kommer att tillgodose sina egna intressen i första hand. Det vill säga, precis som i Alchians och Demsetz modell finns det en strävan efter värde maximering bland samtliga aktörer. För att avstyra denna konflikt eller för att skaffa sig insyn i agentens arbete, måste principalen ge incitament till agenten att verka i ägarens intressen. Fama menar att eftersom separation av ägande och kontroll uppstår kommer aktieägarna att övervaka företagsledningen vilket resulterar i att agentkostnader uppkommer. Om ledningen agerar i aktieägarnas intressen kommer agentkostnaderna att vara låga men om ledningen strävar efter

53 Ibid.
54 Ibid.
att nå sina egna mål kommer agentkostnaderna att vara höga. Därför menar Fama att en prissättning av ledningens prestationer skulle minska agentproblemet. I praktiken innebär detta att man inför incitamentssystem som exempelvis bonusar till företagsledningen för att försäkra sig att de agerar i aktieägarnas intressen.55

2.4.2 Ägarens ansvar
Vi har utgått ifrån, att ägaren i Famas modell inte kommer att ta något frivilligt ansvar för hela företagets intressen då han/hon personligen är ointresserad av att övervaka företagets aktiviteter. Ägaren väljer således att inte utöva sitt inflytande och intar därmed en passiv ägarroll som leder till att ägarbeteendet, som är aktuellt när vi diskuterar Famas modell för ägare, är exit. Exitbeteende innebär att investerare, exempelvis fondbolaget, visar sitt missnöje till företagsledningen genom att träda ur företaget. Fama menar att företagets aktieägare förser företagsledningen med indirekt värdering av dennes arbete genom att antingen behålla sitt aktieinnehav eller sälja det. Detta kan ses som en prissättning av ledningens prestationer.56 Utövande av exit är vanligen enklare och mindre kostsamt än utövande av voice men de två främst avgörande faktorerna, vid valet mellan exit och voice, är syftet med ägarens placering samt hur stort aktieinnehavet är. Valet mellan att utöva exit eller voice förklaras utifrån två påståenden, enligt Hedlund et al.:57

- En bedömning av möjligheterna att positivt påverka företaget, vilket förutsätter både inflytande och kompetens.
- En bedömning av värdet av alternativa handlingsmöjligheter, det vill säga omplaceringar av tillgångarna, exempelvis i ett annat företag.58

Pensionsfonder och aktiefonder antas sträva efter hög avkastning, enligt Hedlund et al., vilket medför en tendens för exitbeteende eftersom de väljer det placeringsalternativ som ger högst avkastning på marknaden.59 För att en fondförvaltare skall kunna använda sig av exit erfordras kompetens i form av information, kunskap och erfarenhet. Även en undersökning om företagets framtid jämfört med möjliga placeringsalternativ är värdefulla. Hägg och Hörnell anser att fondbolag, som har stora kunskaper inom de branscher som de verkar i, tenderar att oftare använda sig av voice eftersom de har möjlighet att utöva konstruktivt

---

55 Fama (1980)
56 Ibid.
57 Hedlund et al. (1985)
58 Ibid.
59 Ibid.
inflytande. Ägarbeteendet, som fondbolaget väljer, förser företagslednigen med underrättelse om hur företagets förväntade avkastning står i förhållande till andra placeringsalternativ på marknaden. Detta gäller i synnerhet på kort sikt eftersom aktiekurserna är lättåterverkade när det existerar kortsiktsiga vinstutsikter. Kortsiktiga vinstutsikter influerar till följd av förändringar i effektiviteten och exitbeteendet kan därför betraktas som ett mått på företagets inre effektivitet.  


Frågan är varför fondbolag väljer att utöva exit? Frågan kan besvaras med hjälp av portföljvalsteorin. Grundtanken i teorin är antagandet om att investeraren vill erhålla maximal avkastning till minsta möjliga risk. Genom att placera kapitalet i olika företag och branscher kan man diversifiera tillgångarna och öka avkastningsmöjligheterna samt reducera risken. Enligt lagen om investeringsfonder skall ett fondbolag utesluta agera i andelsägarnas gemensamma intressen, vilket betyder att avkastningen skall maximeras baserat på en

---

60 Hägg & Hörnell (1985)  
61 Hedlund et al. (1985)  
62 Westholm (1992)  
63 Hirschman (1972) Refererad i Hedlund et al. (1985)  
64 Hirschman (1970)  
65 Elton et al. (2003)  
4 kap. Allmänna bestämmelser för investeringsfonder.  
4 § Ett fondbolag får i uppdrag åt någon annan att utföra visst arbete eller vissa funktioner som ingår i fondverksamheten i syfte att effektivisera bolagets verksamhet. Ett sådant uppdrag får inte vara av sådan omfattning eller karaktär att fondbolaget lämnar ifrån sig all verksamhet eller så stor del av verksamheten att fondbolaget inte längre har möjlighet att ta till vara andelsägarnas gemensamma intressen eller i övrigt inte kan uppfylla de skyldigheter som följer av denna lag. Ett lämnat uppdrag främst aldrig fondbolaget dess ansvar enligt denna lag. Uppdragstagaren måste ha tillfredsställande sakkunskap och kompetens med hänsyn till
bestämd risknivå. När portföljen är diversifierad finns det troligtvis inget intresse för fondbolaget att utöva aktivt ägande eftersom fondbolaget inte utsätts för den osystematiska risken och därför väljs exit som alternativ. Fondförvaltaren väljer att studera utvecklingen i de företag som utgör portföljen och jämför dem med avkastningen från andra möjliga placeringssalternativ.67

Fondbolagens exitbeteende kan också förklaras med hjälp av spill-over effekten. Effekten innebär att fondbolaget själv står för kostnaden att utöva voice men att andra aktieägare delar på nyttan som voicebeteendet medför. Fondbolagen antas utöva voicefunktionen när intäkterna som voicebeteendet medför överskrider kostnaderna. Slutsatsen blir att fondbolaget bedriver exit när kostnaderna för voice är högre än nyttan.68

67 Veranen & Cassel (1996)
68 Pålsson (2001)
2.5 Sammanfattning


Tabell 1

<table>
<thead>
<tr>
<th></th>
<th>Modell 1</th>
<th>Modell 2</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Grundteori</td>
<td>Property rights teori</td>
<td>Agentteori</td>
</tr>
<tr>
<td>Ägande och kontroll</td>
<td>Ingen separation</td>
<td>Separation</td>
</tr>
<tr>
<td>Ägarens roll</td>
<td>Aktiv ägare</td>
<td>Passiv ägare</td>
</tr>
<tr>
<td>Ägarens uppgifter (Resursfördelning)</td>
<td>Manager och Residualbärare (Intern)</td>
<td>Residualbärare (Extern)</td>
</tr>
<tr>
<td>Ägarens ansvar (Ägarens beteende)</td>
<td>Tar ansvar för hela företagets intressen, utövar voice</td>
<td>Tar inte ansvar för hela företagets intressen utan endast sina egna, utövar exit</td>
</tr>
</tbody>
</table>

- 19 -
3. Metod

3.1 Vetenskapligt synsätt

3.2 Vetenskapligt angreppssätt
I en undersökning går teoretiska referensramar och empiriska data hand i hand. Om en teori inte är underbyggd med en empirisk undersökning, kan det resultera i spekulation, medan en empirisk undersökning utan förankring i en teoretisk referensram lätt kan bli beskrivningar av enskilda företeelser och fenomen som inte tillför någon ny kunskap eller förståelse. Därför är det ett mål att integrera teori och empiri inom forskningen. För att studera avvikelsel kan forskaren utgå från att undersöka om teori bekräftar empiri eller inte. En sådan studie, där man går från teori till empiri kallas för deduktiv ansats och innebär att generella påståenden, så som olika teorier, testas med empiriska data som forskaren har samlat in. Arbetssättet kännetecknas av att man utifrån allmänna principer försöker dra slutsatser om enskilda

69 Lundahl & Skäravad (1999)
70 Gummesson (2000)
71 Johannessen & Tufte (2003)

3.3 Val av metod


---

73 Johannessen & Tuft (2003)  
74 Alvesson & Sköldeberg (2008)  
75 Holme & Solvang (1997)  
76 Andersen (1998)

3.4 Val av respondenter
Vi har valt en subjektiv urvalsmetod för att ta fram lämpliga respondenter till vår undersökning. Anledningen till att vi valde denna metod var för att vi ansåg att det var troligt att de respondenter vi valt ut skulle ge oss den mest värdefulla informationen.\textsuperscript{78} Vi har intervjuat fem respondenter för vår undersökning. Kriterier som fondförvaltarna var tvungna att uppfylla, för att delta i undersöken, var att de skulle ha flera års erfarenhet från branschen och yrket som fondförvaltare samt endast förvalta svenska aktier. Förvaltningen av utländska aktier medför att fondförvaltarna i många fall inte har möjlighet att utöva sitt inflytande på samma sätt. Fondförvaltarna som vi har intervjuat har bett om att få vara anonyma i vår undersökning och vi har därför använt fiktiva namn för varje respondent:

<table>
<thead>
<tr>
<th>Namn</th>
<th>Fondbolag</th>
<th>Datum</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Anders Andersson</td>
<td>AMF Pension</td>
<td>2008-05-13</td>
</tr>
<tr>
<td>Carl Carlsson</td>
<td>Catella Kapitalförvaltning</td>
<td>2008-04-30</td>
</tr>
<tr>
<td>Hans Hansson</td>
<td>Handelsbanken Fonder</td>
<td>2008-05-07</td>
</tr>
<tr>
<td>Nils Nilsson</td>
<td>Nordea Fonder</td>
<td>2008-05-06</td>
</tr>
<tr>
<td>Sven Svensson</td>
<td>Swedbank Robur Fonder</td>
<td>2008-05-04</td>
</tr>
</tbody>
</table>

Vi har valt att intervjuar förvaltare från Handelsbanken Fonder, Nordea Fonder och Swedbank Robur Fonder då dessa fondbolag är några av de största institutionella ägarna på svensk marknadsplats idag. Swedbank Robur Fonder är den näst största ägaren och innehåller 114,9 miljarder kronor av det totala börsvärdet på 4010 miljarder kronor. Handelsbanken

\textsuperscript{77} Holme & Solvang (1997)
\textsuperscript{78} Ibid.

3.5 Tillvägagångssätt av datainsamling
Datainsamlingen kan bestå av primärdatal och sekundärdatal. Primärdatal är information som forskaren har samlat in själv och sekundärdatal är information som andra forskare har samlat in.80 Vi har använt oss av både primärdatal och sekundärdatal för att kunna styrka vårt resultat. Våra intervjuer är primärdatal då vi samlat in dessa själva och litteratur samt forskningsartiklar är sekundärdatal.

3.5.1 Tillvägagångssätt av modellutveckling
Vid insamlingen av sekundärdatal utgick vi, i huvudsak, från forskningsartiklar som innehöll Alchians och Demsetzs property rights teori och Famas agentteorin. Med hjälp av teoretiska bidrag från andra författare (som exempelvis Hirschman och Hedlund et al.) samt våra egna reflektioner, utvecklade vi två modeller som utgjorde kärnan i hela vårt arbete. Modellerna presenteras i tabell 1. Syftet med modellerna har varit att, utifrån våra empiriska undersökningar, ange åt vilken riktning, det vill säga vilken modell, som fondförvaltarens syn på sin ägarroll och sitt ägaransvar pekar åt. Det är viktigt att understryka att vi inte vill avgöra vilken av de båda modellerna som beskriver en fondförvaltarens syn/uppfattning utan

79 Sundin (2007)
80 Andersen (1998)
modellerna ska endast fungera som riktlinjer åt vilket håll som uppfattningen pekar åt. Modellerna ska därför betraktas som två extrema värden, svart eller vitt och inte som en beskrivning av verkligheten. När vi har analyserat vårt empiriska material har vi utgått från dekategorierna som vi tagit upp i modellerna, se tabell 1.

3.5.2 Tillvägagångssätt av intervjuer


Intervjufrågorna var anpassade efter respondenternas yrke och dagliga arbete. Vi har tagit fram frågorna både på egen hand samt med hjälp av vår teoretiska referensram. De utformades utifrån två teman som skulle besvara vårt syfte: ägarroll och ägaransvar. För att få en så tydlig bild av respondenternas åsikter som möjligt förekom omformuleringar och följdfrågor. Frågorna var samtidigt utformade väldigt öppet av två anledningar, dels för att

81 Se Appendix 1.
respondenternas syn och egna åsikter skulle avspeglas sig så mycket som möjligt i svaren, dels för att ge respondenterna en chans till att tolka frågorna efter egna värderingar och erfarenheter. Resultatet av intervjuerna har vi valt att inte presentera var för sig, utan istället har vi vävt samman svaren för att förhindra att upprepningar förekom, då många av fondförvaltarnas var svar var lika. Svaren som vi fick från intervjuerna varierade i omfattning. Exempelvis var respondenternas definition av ägaransvar betydligt mer omfattande än definitionen av en aktieägare.

3.6 Sanningskriterier

I ett forskningsarbete där den kvalitativa metoden har valts står forskaren i centrum för datainsamling och analys. Detta medför att yttre kriterier saknas för att bedöma sanningshalten av materialet och därför är det forskarens uppgift att övertyga läsaren i processen att samla in och presentera informationen. God kvalitet i uppsatsen uppnås genom att forskaren uppfyller vissa krav eller sanningskriterier, dessa är: tillämplighet, överensstämmelse, pålitlighet och noggrannhet.82

3.6.1 Tillämplighet

Tillämplighet uppnås genom att forskaren identifierar ett problemområde som är relevant för den grupp som forskaren väljer att inrikta sig på. Individerna för denna grupp måste uppfatta problemet som betydelsefullt för att kunna bidra med personliga synpunkter. Vidare ska dessa individer väljas ut efter förutbestämda kriterier. För att forskaren ska kunna tolka informationen gäller det att han/hon erhåller en så rikhaltig information som möjligt från intervjuerna.83 Vi anser att vi har erhållit en hög tillämplighet då vårt problemområde ansågs som relevant av alla respondenter som vi intervjuade. Som vi nämnt tidigare, var kriterierna som fondförvaltarna var tvungna att uppfylla för att delta iundersökningen, att de skulle ha flera års erfarenhet från branschen samt endast förvalta svenska aktier. Genom att ställa upp två scenarion och så öppna frågor som möjligt, till respondenterna under intervjun, fick vi en rikhaltig information som gav utrymme för fondförvaltarnas egna synpunkter.

82 Patel & TEBELIUS (1987)
83 Ibid.
3.6.2 Överensstämmelse

Överensstämmelse anger hur väl resultatet av studien stämmer överens med det forskaren var avsedd att mäta från början. Detta kan göras om forskaren kan visa att tolkningarna kan användas i flera situationer samt att de bygger på rikhaltig information. Vid en kvalitativ metod gäller det att uppnå en rimlighet i den insamlade informationen och den följande bearbetning och analysen.\(^{84}\) Vi anser att vi har fått en hög överensstämmelse i studien då vårt resultat överensstämmer med vårt syfte, det vill säga det vi var avsedda att mäta från början. Vi har även erhållit rikhaltig information om hur fondförvaltarna ser på sin ägarroll och sitt ägaransvar. För att öka rimligheten i studien spelade vi in alla intervjuer, som vi lyssnade på flera gånger, för att undvika missuppfattningar. Vi mailade också ut resultatet av intervjuerna till respektive fondförvaltare för att få en bekräftelse att vi uppfattat deras svar på ett korrekt sätt. Vi ville försäkra oss om att fondförvaltarna upplevde att deras svar avspeglade deras synpunkter.

3.6.3 Pålitlighet

Pålitlighet handlar om hur väl forskaren kan argumentera för pålitlighet i informationsinsamlandet samt tolkningen av materialet. Han/hon måste kunna visa att tolkningen inte bygger på förutfattade meningar utan visar att insamlings- och tolkningsförfarandet är trovärdigt. Vidare måste forskaren engagera sig och använda sig av inlevelse, fantasi och öppenhet vid tolkningsförfarandet. Trovärdigheten i tolkningarna kan uppnås genom att läsaren ska kunna urskilja forskarens perspektiv och utgångspunkter.\(^{85}\) Vi anser att pålitligheten är hög i uppsatsen då vi inte har gjort några förutfattade meningar kring fondförvaltares syn eftersom vi har ställt upp två modeller som behandlar två extrema värden och utifrån dessa försökt avgöra åt vilket håll som fondförvaltares syn pekar åt. Vi ställde också öppna frågor under intervjuerna för att inte styra fondförvaltarnas svar utifrån eventuella förutfattade meningar. Trovärdigheten i våra tolkningar anser vi vidare vara höga då vi tydligt angett vilka synpunkter som är fondförvaltarnas samt vilka synpunkter som är våra egna.

\(^{84}\) Ibid.
\(^{85}\) Ibid.
3.6.4 Noggrannhet


86 Ibid.
4. Empiri och analys

4.1 Inledning
Som underlag för vår datainsamling ligger intervjuer med fem fondförvaltare från följande fondbolag:

<table>
<thead>
<tr>
<th>Namn</th>
<th>Fondbolag</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Anders Andersson</td>
<td>AMF Pension</td>
</tr>
<tr>
<td>Carl Carlsson</td>
<td>Catella Kapitalförvaltning</td>
</tr>
<tr>
<td>Hans Hansson</td>
<td>Handelsbanken Fonder</td>
</tr>
<tr>
<td>Nils Nilsson</td>
<td>Nordea Fonder</td>
</tr>
<tr>
<td>Sven Svensson</td>
<td>Swedbank Robur Fonder</td>
</tr>
</tbody>
</table>

Vi har valt att inte presentera varje intervju var för sig utan istället väva ihop alla svaren. Detta för att undvika upprepningar, då många av fondförvaltarnas svar hade likheter. Vi har ställt upp empirin och analysen utifrån kategorierna i Tabell 1 för att läsaren ska få en så tydlig bild som möjligt. Dock har vi valt att inte ta upp de första två kategorierna, grundteori och separation av ägande och kontroll som rubriker då de genomsyrar hela empirin och analysen. Därefter har vi analyserat varje kategori var för sig, det vill säga ägarens roll, ägarens uppgifter, ägarens ansvar och ägarens beteende utifrån vår teoretiska referensram med modell 1 och modell 2 som grund. Det är viktigt att påpeka att vi inte vill avgöra vilken modell som faktiskt stämmer in på vår undersökning utan snarare ange vilken riktning som fondförvaltarnas syn på sin ägarroll och sitt ägaransvar pekar åt.

4.2 Ägarens roll
Enligt Alchians och Demsetzs property rights teori, definieras en ägare som någon som har rättigheter till att använda en resurs. Ägaren har följande rättigheter enligt Alchian och Demsetz: vara en residualbärare, observera input beteende, vara den centrala aktören som är gemensam för alla kontrakt med input, förändra medlemskapet hos teamet och sälja dessa rättigheter. I praktiken innebär detta för en aktieägare att han/hon har rätt till utdelningar, rätt till att ta del av information som företaget presenterar, rätt till att gå på bolagsstämman och utöva sitt inflytande genom att förändra medlemskapet hos teamet, det vill säga styrelsen, samt rätt till att sälja aktien. Nilsson på Nordea Fonder definierar en aktieägare som någon som äger aktier. Andersson på AMF Pension definierar en aktieägare som någon som har

---

87 Alchian & Demsetz (1972)


I allmänhet är fondförvaltarna eniga om att en ägare kan ha två roller, aktiv eller passiv, vilket innebär att deras synsätt går i riktning mot båda våra modeller. Den aktiva ägarrollen tillhör modell 1. Alchian och Demsetz säger att ägaren intar en aktiv roll i företaget genom att fördela/koordinera resurserna internt inom företaget på bästa sätt\textsuperscript{89}. Den passiva ägarrollen tillhör modell 2. Fama menar att ägaren intar en passiv ägarroll eftersom han/hon personligen är ointresserad av att övervak företagets aktiviteter vilket medför att ägaren fördelar/koordinerar sina resurser externt, det vill säga mellan företag.\textsuperscript{90}


\textsuperscript{88} Alchian & Demsetz (1972)  
\textsuperscript{89} Ibid.  
\textsuperscript{90} Fama (1980)
anser vi kan förklaras bland annat av Alchians och Demsetzs syn på risk som en ägare tar. Alchian och Demsetz menar att en ägare möter osäkerhet och riskerar sitt kapital i verksamheten då han påtar sig ett nytt projekt. Genom att påta sig ett projekt, som exempelvis att inta en aktiv roll, kan det tillkomma en extra risk, så kallad residualrisk, där ägaren riskerar att förlora sitt kapital om projektet misslyckas.\textsuperscript{91} Vi tror att argumentet kan vara en tänkbar förklaring till varför Hansson och Handelsbanken Fonder väljer att inta en passiv ägarroll.


Finns det någon allmän uppfattning vad fondandelsägarnas intressen är? Fondandelsägare vill naturligtvis maximera sitt investerade kapital och det är också fondförvaltarnas skyldighet, enligt lagen om investeringsfonder. Frågan är om fondandelsägarna är intresserade av att fondförvaltarna intar en mer aktiv roll i de bolag de har placerat deras kapital i? Vi tror att de flesta andelsägarna vill att fondförvaltarna ska inta en mer aktiv roll, annars hade inte dagens debatt uppstått med krav på aktiv ägande. Lagen i USA, ERISA, som tvingar ala

\textsuperscript{91} Ibid.
\textsuperscript{92} Ibid.
fondförvaltare för pensionsfonderna att rösta för förvaltade aktier, hade aldrig uppkommit om det inte hade funnits ett krav från allmänheten på aktivt ägande. I Sverige har bland annat Aktiespararna, som representerar privatpersoner som sparar i aktierelaterade värdepapper, framfört krav på aktivt ägande bland de institutionella ägarna. Vi tolkar detta som att aktieägare idag vill att de institutionella ägarna, däribland fondbolagen, ska inta en aktiv ägarroll. Ökade påtryckningar på fondförvaltarna har dock haft inverkan på de övriga fyra fondbolagen, anser vi, eftersom fyra utav fem fondförvaltare som vi har intervjuat, har valt att i många fall inta en aktiv ägarroll i de bolag som de investerar i. Vi anser att detta kan förklaras med hjälp av den institutionella teorin som säger att en organisation behöver bli accepterad av allmänheten för att få legitimitet\(^93\). De anställda på fondbolaget känner sig därmed tvungna att anpassa sig till allmänhetens krav med rädska för att förlora sin legitimitet. Vi kan också konstatera att DiMaggio och Powells antagande om att organisationer tenderar att alltmer likna varandra stämmer överens med verkligheten\(^94\). Endast Hanssons synsätt har avvikit från de övriga fondförvaltarnas syn på sin ägarroll eftersom han menar att Handelsbanken Fonder endast intar en passiv ägarroll. Trots deras passiva roll har de behållit sin legitimitet vilket vi tror kan förklaras av att det inte finns någon lagstiftning som tvingar fondförvaltarna att inta en aktiv ägarroll.

En annan intressant diskussion är huruvida Hanssons förvaltning påverkas av att han själv inte anser sig vara en direkt aktieägare. Alchian och Demsetz menar att när man äger en resurs privat tenderar man att ta större ansvar för sälva resursen än vad man hade gjort om man inte ägde en resurs privat därför att man får bära de fulla konsekvenserna av sitt handlande.\(^95\) Baserat på Hanssons resonemang, att han själv inte ser sig som en aktieägare, ställer vi oss frågan om hans förvaltning hade sett annorlunda ut om han hade sett sig själv och Handelsbanken Fonder som aktieägare? Utifrån Alchians och Demsetz argumentation om privat ägande är det tänkbart att Hansson hade tagit mer ansvar för kapitalet som han placerar, om det exempelvis hade varit hans egna investeringar. Hansson nämner att en aktieägare ska vara aktiv och utöva sitt inflytande i bolaget vilket vi också förmodar att han hade gjort om han hade sett kapitalet som sitt eget. Synsättet medför att Hansson ser på sin ägarroll som passiv. Sammanfattningsvis kan vi konstatera att fyra av de fem intervjuade fondförvaltarnas ägarroll kännetecknas av både aktivt och passivt ägande beroende på vilken investering det

\(^{93}\) Meyer & Rowan (1977)  
\(^{94}\) DiMaggio & Powell (1983)  
\(^{95}\) Alchian & Demsetz (1973)

4.3 Ägarens uppgifter


De två övergripande uppgifterna som förklaras av Alchian och Demsetz kan delas upp i mer specifika uppgifter som nämns av fondförvaltarna. Enligt Andersson på AMF Pension och

---

96 Alchian & Demsetz (1972)
97 Fama (1980)
98 Alchian & Demsetz (1972)


99 Jensen & Meckling (1976)
100 Fama (1980)
4.4 Ägarens ansvar
Ägaransvar definierar vi som det ansvar som en aktieägare tar frivilligt och där han/hon ser till hela företagets intressen, och inte enbart sina egna. En ägare som tar ägaransvar, ser sig själv äga ett företag och inte endast ett värdepapper. Vår definition av ägaransvar stämmer till viss del överens med Anderssons, på AMF Pension, som definierar ägaransvar som det ansvar som åläggs en ägare av relevant lagstiftning och regelverk samt i någon mening det ansvar som ägaren åtar sig frivilligt av egen övertygelse eller krav från andra intressenter. En generell uppfattning bland fondförvaltarna är att de upplever ett ansvar gentemot sina uppdragsgivare, det vill säga sina fondandelsägare. Samtliga fondförvaltare håller med Svensson på Swedbank Robur Fonder som säger att deras ansvar mot sina fondandelsägare innebär att de ska skapa en så god avkastning som möjligt över tiden.


I Sverige debatteras det att institutionella ägare, däribland fondbolag, är för passiva som ägare och borde ta mer ägaransvar¹⁰¹. Så ser dock inte verkligheten ut enligt Nilsson. Svenska institutionella ägares agerande är i stor utsträckning aktivt jämfört med andra länder. Denna åsikt delar även Andersson, Carlsson, Hansson och Svensson. En forskare som studerat ämnet är Bengtsson, han menar att de institutionella ägarna agerar aktivt i Sverige idag. Hans undersökning om svenska institutionella aktieägares aktivism visade att aktivt ägande utövas av de institutionella ägarna genom att de för informella diskussioner med företagsledningen, i de företag som de placerat i eller genom att bilda tillfälliga koalitioner mellan ägarna¹⁰²

¹⁰¹ Ekonomirådets rapport (2003)
¹⁰² Bengtsson (2005)
Allmänheten hävdar dock att de institutionella ägarna inte tar tillräckligt stort ansvar. Frågorna vi ställt oss är varför fondförvaltarna har en helt annan syn på sitt agerande än vad allmänheten har? Hur kan allmänheten kritisera de institutionella ägarna om det inte finns några officiella riktlinjer, i Sverige, som berör fondbolagens ägaransvar? Samtliga fondförvaltare anser att det inte skulle behövas några officiella riktlinjer för ägaransvar. De menar att det räcker med att följa de lagar, regler och normer som styr deras verksamhet, som till exempel lagen om investeringsfonder, finansinspektionens regler och svensk kod för bolagsstyrning.


Frågan vi ställer oss är om fondbolagens egen ägarpolicy är ett tillräckligt dokument för ägarstyrning? Vi kan konstatera att en avsaknad av officiella riktlinjer i Sverige har resulterat i att fondbolagens ägarpolicy skiljer sig kraftigt från varandra. Ett exempel på detta är att Swedbank Robur Fonder har en mer omfattande ägarpolicy jämfört med Handelsbanken Fonder. En uppfattning som vi har om policydokument är att det avspeglar varje fondbolags värderingar kring bland annat ägaransvar och etik, därmed tolkar vi detta som att ägarpolicyens omfattning visar vilka ansvarsområden som fondbolaget och däremot fondförvaltarna värdesätter själva. Vi tror att officiella riktlinjer för ägaransvar hade medfört att mer omfattande ägarpolicy hade upprättats av samtliga fondbolag vilket hade avspeglats i fondförvaltarnas syn på ägaransvar då de utövar ägandet i enlighet med ägarpolicyn.

103 Ekonomirådets rapport (2003)
Som tidigare nämnts, finns det i USA officiella riktlinjer för ägaransvar. Lagen ERISA är ett av dem som tvingar alla fondförvaltare för pensionsfonderna att inte en aktiv roll i samtliga bolag de placerar kapital i genom att rösta för förvaltade aktier.\footnote{Ekonomirådets rapport (2003)} En generell uppfattning bland fondförvaltarna, som vi har intervjuat, är att de är negativt inställda till den amerikanska lagen. Fondförvaltarna delar Svenssons åsikt, då han hävdar att svensk ägarstyrning fungerar väldigt bra och tror inte att en lag eller officiella riktlinjer är någon lösning och inte heller något nödvändigt. Lagen skulle medföra praktiska problem, menar Carlsson eftersom det är orimligt att kräva att alla aktieägare skall delta vid bolagsstämman. Svensson håller med och menar att det är fysiskt omöjligt och därför ingen bra utväg. Lagen förutsätter att fondbolaget är representerat på alla bolagsstämmor, där de är aktieägare, och Carlsson menar att Catella Kapitalförvaltning inte har tillräckligt stora personella resurser för att göra detta.


Hanssons syn på ägaransvar pekar mot modell 2. Denna modell karaktäriseras av att aktieägaren inte tar ägaransvar för hela företagets intressen utan ser endast till sina egna. Som tidigare nämnt, finns det ett krav från bland annat Aktiespararna att institutionella ägare ska ta ägaransvar i de företag de placerar i\footnote{Aktiespararnas ideopolitiska program (2006)}. Enligt den institutionella teorin skaffar sig fondbolaget legitimitet genom att anpassa organisationen till de krav som omgivningen har på dem\footnote{Meyer & Rowan (1977)}. Dessa krav gestaltar sig som lagar, regler och normer. Men i dagsläget finns det inga lagar, regler eller normer som behandlar ägaransvar, i Sverige, vilket har gjort att fondbolagen upprättar en egen ägarpolicy som fondförvaltarna utövar ägande i enlighet med. Detta kan
vara en förklaring till att allmänheten uppfattar fondbolagens ägaransvar som svaga och nästan obeintliga då ägarpolicyn inte är tillräckligt omfattande. Vi tror att allmänheten
euppfattning om fondbolagens ansvarstagande skulle förändras om fondbolaget redovisade mer
information om deras investeringsverksamhet.

En annan intressant fråga är huruvida fondförvaltarna faktiskt utövar ägandet i enlighet med
policy? Agerar de verkligen i sina fondandelägares intressen? Vi tror att detta kan vara en
ytterligare förklaring till varför allmänheten hävdar att fondbolaget inte tar tillräckligt stort
ansvar då deras ägarpolicy inte stämmer överens med fondförvaltarnas handlande.
Fondandelägarna har emellertid svårt att övervaka hur fondförvaltarna faktiskt agerar då
andelägarna intar en roll som principaler och förvaltarna en roll som agenter och därför
uppsåt ett principal-agentproblem. På grund av asymmetrisk information är det svårt för
andelägarna att övervaka fondförvaltarna.¹⁰⁷

4.4.1 Etiskt ansvar

En generell uppfattning bland de intervjuade fondförvaltarna är att de associerar ägaransvar
med etiskt ansvar och miljöansvar. Etiskt ansvar handlar om att ta ansvar grundade på etiska
aspekter. Vi kan konstatera utifrån intervjuerna att fondförvaltarna värdesätter etiska riktlinjer
i olika grad. Svensson på Swedbank Robur Fonder är mycket engagerad om att deras
placeringar innefattar etiska aspekter och har hårda affärssetiska riktlinjer som de arbetar efter.
Fondbolaget har anställt etik- och miljöanalytiker som regelbundet för en dialog med
företagen som Swedbank Robur Fonder är ägare i samt följer upp deras dagliga arbete. När
Svensson på Swedbank Robur Fonder investerar i ett företag förekommer det att han tar hjälp
av andra aktieägare för att pressa företaget att värdesätta etik- och miljö. När Svensson och
fondbolaget skall avgöra om de ska agera aktivt eller passivt i en situation, som handlar om
etikfrågor eller miljöfrågor, spelar deras ägarandel i företaget inte någon roll eftersom de
värdesätter de etiska aspekterna som viktigast. Svensson och de andra fondförvaltarna på
Swedbank Robur Fonder intar därför alltid en aktiv roll i företaget i sådana frågor. Han menar
att ett företags långsiktiga värde bottnar i huruvida företaget lever upp till de etiska
aspekterna. Lever de upp till kriterierna är det mer sannolikt att Svensson upplever företaget
som ett intressant långsiktigt placeringsalternativ. Svensson menar vidare att om det skulle
visa sig att ett bolag som de investerat i, var inblandade i exempelvis en kartellbildning, anser

¹⁰⁷ Jensen & Meckling (1976)
han att det viktigaste är hur man agerar för att förhindra att det inträffar igen. Därför är det viktigt för Swedbank Robur Fonder att ta avstånd från att placera i vissa branscher som till exempel tobaksbolag och försvarsbolag.


Om Nordea Fonder innehar aktier i ett företag, där det finns misstankor om oetiska affärer väljer de, liksom Catella Kapitalförvaltning, i första hand att försöka göra påtryckningar på företagets ledning och styrelse genom det internationella nätverket som fondbolaget ingår i. Om det rör sig om ett svenskt företag har de möjligheten att trycka på mer själva. Nilsson hävdar också att han avböjer från att placera i vissa branscher som Nordea Fonders kunder har valt som de inte vill att deras pengar skall placeras i. En annan anledning till att Nilsson, och övriga fondförvaltare på Nordea Fonder, avstår från att placera i vissa företag kan bero på att internationella rådgivare har rekommenderat dem att avstå från investeringar i särskilda företag där etisk screening ligger till grund för deras rekommendation. Det förekommer även att Nilsson själv beslutar om att inte placera i vissa företag som han anser vara oetiska eftersom han tvingar på att det är en bra affärsidé på sikt. Ställningstagandet är snarare en

---

108 Etisk screening innebär att fondbolaget får listor med företag som anses oetiska. Det kan vara företag som sysslar med exempelvis porr eller tobak, det kan vara företag som har orsakat miljökatastrofer eller företag som på något sätt inte lever upp till vad som anses som etiskt lämpligt.


Hansson säger därmed att han inte avstår från att placerar i vissa branscher och företag, som de övriga fyra fondförvaltarna säger. Hansson menar att hans handlingsfrihet är väldigt betydelsefull och den främsta anledningen till hans val. Vi tycker det är intressant men samtidigt förvånande att fondförvaltarna har två helt olika uppfattningar kring vilka branscher och företag som är lämpliga att placera i. Med tanke på att fyra av fem fondförvaltare resonerar på samma sätt är det förvånande att den femte har ett motsatt resonemang. Enligt lagen om investeringsfonder är fondförvaltarna tvungna att handla i andelsägarnas gemensamma intressen vilket är att bereda andelsägarna så god avkastning som möjligt. Dock utesluter inte lagen att fondandelsägarna har fler intressen som exempelvis att deras kapital inte bör placeras i branscher av oetisk karaktär.


En annan tänkbar orsak till fondförvaltarnas fokusering på etiska aspekter är att ämnet ofta är aktuellt och uppmärksammad i media. Regelbundet kan omgivningen ta del av medias upptäckter där affärsetiken hos bolag har brustit. Flertalet fondbolag arbetar därför kontinuerligt med företagen, som de investerar i, för att förhindra att de får negativ publicitet i media.

Vi anser att den institutionella teorin, även i detta sammanhang, kan förklara fondbolagens agerande. Meyer och Rowan hävdar att organisationer försöker att anpassa sin struktur efter de krav som den institutionella omgivningen ställer på dem för att kunna erhålla legitimitet. Vi tolkar detta som att majoriteten av de intervjuade fondförvaltarna väljer att ta etiskt ansvar.

109 Meyer & Rowan (1977)
för att få legitimitet. DiMaggio och Powell menar vidare att organisationer tenderar att likna varandra alltmer idag vilket också kan förklara varför fondförvaltarna och fondbolagen väljer att ta sitt ansvar i etik- och miljöfrågor. DiMaggio och Powell har identifierat tre faktorer som gör att organisationer idag alltmer liknar varandra: 110

- Tvingande påtryckningar från staten som exempelvis lagar och regler – Alla fondförvaltare säger att de ska maximera andelsägarnas gemensamma intressen vilket beror på att det finns en lag som tvingar dem till att göra detta.
- Mimetiska faktorer – Fondbolagen tenderar att härma varandra, tror vi. Om ett stort fondbolag upprättar en ägarpolicy för att jobba med etiska fägor tenderar andra fondbolag att ta efter vilket kan förklaras av osäkerheten för att inte bli accepterad av allmänheten.
- Normativa faktorer som exempelvis professionella normer – En tänkbar förklaring till att majoriteten av fondförvaltarna väljer att ta avstånd från kartellverksamhet kan vara att de tagit till sig av råda normer i branschen, av kollegor samt under utbildningar. 111

Den enda fondförvaltaren som går sin egen väg vad gäller ägaransvar, och då institutionell teori inte är tillämpbar, är Hansson eftersom han inte har några etiska riktlinjer att följa för sin investeringsverksamhet. Detta innebär att Hanssons syn på sitt ägaransvar pekar mer mot modell 2, då han inte tar något ansvar för hela företaget som de investerar i, utan ser endast till fondandelsägarnas intressen. Frågan vi ställer oss är vad deras fondandelsägare anser om detta? Accepterar de Hanssons och Handelsbanken Fonders ställningstagande? En möjlig anledning till att fondandelsägarna inte har reagerat, på att Handelsbanken Fonder inte avstår från att placera i vissa bransher samt inte har några etiska riktlinjer, kan vara att fondandelsägarna inte har kännedom om vilka branscher och företag som deras pengar placeras i. Vi menar att fondandelsägarna har lämnat ifrån sig ansvaret till fondförvaltarna genom att låta fondförvaltarna förvalta kapitalet i deras räkning och engagerar sig inte i placeringen. Frågan är huruvida fondandelsägarna skulle ha rätt till att ställa krav på att fondförvaltarna ska utöva aktivt ägande då de har skjutit ifrån sig ägaransvaret.

Enligt den institutionella teorin måste fondförvaltarna bli accepterade av allmänheten för att få legitimitet. Eftersom allmänheten ställer krav på fondförvaltarna att ta ansvar är det viktigt

110 DiMaggio & Powell (1983)
111 Ibid.
för dem att anpassa sig efter detta. Andersson hävdar att han och de övriga fondförvaltarna på AMF Pension försöker visa allmänheten att de tar sitt ägaransvar genom att vara öppna och transparenta kring redovisningen av sina ståndpunkter. De redovisar hur de arbetar samt vilket resultat som deras åtgärder får. Carlsson försäkrar allmänheten att han tar sitt ägaransvar genom att vara aktiv på bolagsstämmor, så att fondandelsägarna ser vad han och fondbolaget gör.

Nilsson menar att Nordea Fonder publicerar information om ägarstyrmålet i fondbolagets halvårsrapport och årsrapport. I rapporterna beskriver fondbolaget hur de arbetar med ägarfrågor och hur de försöker utöva sitt inflytande i företagen de placerar i. I årsrapporten från 2007 beskriver Nordea Fonder hur de arbetar med valberedningar, hur de hanterar uppköperbjudande, frågan om likabehandling i budsituationer, hur de ställer sig till olika incitamentprogram samt övriga bolagsärenden. Informationen publiceras även på Nordeas hemsida samt i andra sammanhang. Enligt Svensson har Swedbank Robur Fonder ett liknande tillvägagångssätt för att informera allmänheten om att han och fondbolaget tar ägaransvar. På fondbolagets hemsida kan man bland annat läsa om vilka bolagsstämmor de har deltagit vid, information om deras löpande ägarstyrning samt uppföljning om vad som har hänt under året. Swedbank Robur Fonders ägaransvar kommer också till allmänhetens kännedom genom att de tar ställningstaganden i offentliga fall när det exempelvis är frågan om nyemissioner eller företagsförvärv.


Sammanfattningsvis kan vi konstatera att majoriteten av fondbolagen anser sig själva ta ägaransvar. Det är Andersson, Carlsson, Nilsson och Svensson som tillhör de ansvarstagande fondförvaltarna i vår undersökning. Dessa fondförvaltare värdesätter även etik och miljö
vilket bland annat påverkar vilka branscher och företag som de väljer att placera i. Carlsson, Nilsson och Svensson pekar även att de är strängt emot att företag, som de har placerat kapital i, bedrivs på ett oetiskt sätt. De menar att de skulle ta kontakt med företagsledningen om det exempelvis kom till dens kännedom att företaget var inblandat i en kartellbildning. Detta medför att deras syn på sitt ägaransvar riktar sig mot modell 1 där de tar ansvar för hela företaget som de investerar igenom att följa etiska riktlinjer. Hansson däremot har en annan syn på sitt ägaransvar. Han säger själv att han och de övriga fondförvaltarna på Handelsbanken Fonder avstår från att ta ägaransvar eftersom de vill kunna träda ur ett företag snabbt. Detta leder till att det inte finns några branscher eller företag som de avstår från att placera i då det finns risk att fondandelsägarnas intressen, med att maximala avkastningen på kapitalet, skulle bortses. Hanssons syn på ägaransvar pekar således mot modell 2 eftersom han inte tar något ansvar i företaget som han har placerat kapital i.

4.4.2 Ägarens beteenden

---

112 Hedlund et al. (1985)
113 Ibid.
samt kontakter med övriga aktieägare\textsuperscript{114}. Andersson på AMF Pension anser sig ta ansvar i bolagen, som de har investerat i, genom att närvara på alla bolagsstämmer, där de har mer än en procent av rösterna, och röstar i frågor som berör företagets verksamhet genom att ta ställning vid exempelvis nyemissioner. Deras ansvar innebär också att se till att det finns rätt styrelsesammansättning i bolaget. Carlsson och de andra fondförvaltarna på Catella Kapitalförvaltning väljer att påverka styrelsesammansättningen om de tror att påtryckningen kommer att medföra en ekonomisk fördel. I grunden styrs deras beslut, att ta ansvar eller inte, av värdet på att deras fonder skall öka så mycket som möjligt. Svensson och Swedbank Robur Fonder ingår i valberedningar och granskar arvoden och ersättningar till styrelsen. Vidare tittar de på kapitalstrukturen i företaget och undersöker att överskottsslukviditeten går tillbaka till aktieägarna.

Utifrån svaren från de intervjuade fondförvaltarna kan vi konstatera att den första punkten som Hedlund et al. nämner gällande ansvarstagande i bolag i samband med voicefunktionen, det vill säga deltagande på bolagsstämma, stämmer väl överens med majoriteten av våra fondförvaltarens ansvarstagande. Representation i det ägda bolagets styrelse förekommer dock inte eftersom en sådan ställning medför att fondbolaget riskerar att göra sig skyldiga till insiderbrott. Insiderbrott förekommer när information om en omständighet, som ännu inte är offentliggjord, är ägnad för att påverka aktiekursen\textsuperscript{115}. En representation i det ägda bolagets styrelse medför att fondbolaget får tillgång till för mycket information och detta kan hindra deras handlingsfrihet.

Ett alternativt sätt att ta ägarsansvar är genom att föra en kontinuerlig kontakt med företagsledningen samt genom att kontakta andra aktieägare, hävdar Svensson. Dessa två ansvarstaganden är exempel på voicebeteende och nämns även av Hedlund et al.\textsuperscript{116}. Nilsson på Nordea Fonder hävdar att kontakter med andra aktieägare kan leda till att man tillsammans

\textsuperscript{114} Ibid.
\textsuperscript{115} Lag (2005:377) om straff för marknadsmissbruk vid handel med finansiella instrument
\textsuperscript{116} Hedlund et al. (1985)

Enligt Hansson på Handelsbanken Fonder ser de sig själva som ett fondbolag som håller på med aktier och inte med organisationsförändringar. Detta innebär att de köper och säljer aktier på börsen och trädar inte in att det bolag för att förändra eller göra några större ingrepp. Om Hansson ser en potential i ett bolag men ogillar deras finansiella ställning, bolagsstrategi eller den nuvarande ledningens sätt att leda bolaget avbörjer han från att äga aktier i bolaget. När han ser potential i ett företag går fondbolaget in som aktieägare. Om aktiekursen faller eller placeringen inte bedöms fortsätta vara ett bra avkastningsalternativ för fondandelsägarna, väljer Hansson att sälja aktieinnehavet och visar därmed sitt missnöje till företagsledningen. Argumentet stämmer precis in på Hedlunds et al. definition av exitbetende\textsuperscript{118}.

Fondbolagets handlingsfrihet är betydelsefullt och är en förklaring till varför de väljer att använda sig av exitfunktionen. De vill nämligen kunna träda ur ett bolag snabbt om de anser att deras nuvarande placering inte kommer att ge den bästa avkastningen eller om de tror att ett annat placeringsalternativ på marknaden är bättre. Hansson säger att det förekommer att Handelsbanken Fonder deltar på bolagsstämmor och uttrycker sina åsikter men de kommer aldrig att vara drivande i förändringsprocesser. Deltagande vid bolagsstämmor anses av Hedlund et al. som utövande av voice men vi tror att Handelsbanken Fonder väljer att delta på bolagsstämmor enbart för att få tillgång till värdefull information som rör företagets framtid och som kan vara av intresse för fondförvaltaren och fondbolaget. På bolagsmöten får representanterna från Handelsbanken Fonder möjligheten att träffa styre-
företagsledningen och ställa eventuella frågor till dem. Därför anser vi att Handelsbanken Fonders deltagande snarare handlar om att skaffa sig information än att utöva voice. Utifrån Hanssons resonemang betraktar vi hans ägarbeteende som exit. Hansson påstår själv att han alltid väljer att sälja sitt aktieinnehav då han är missnöjd med placeringen. Utifrån Hanssons svar samt med hänsyn till vår referensram kan vi konstatera att synen på hans ägarbeteende går i riktning mot modell 2 då han endast använder sig av exit som handlingsalternativ.

En teori som kan förklara Hanssons och Handelsbanken Fonders ägarbeteende är portföljvalsteori som säger att investeraren vill erhålla maximal avkastning till minsta möjliga risk\textsuperscript{119}. Detta gör Hansson på Handelsbanken Fonder genom att placera andelsägarnas kapital i flera olika företag och branscher. Fama menar att eftersom ägaren har fördelat sina resurser mellan olika företag har han/hon inget direkt intresse av att personligen övervaka företagets aktiviteter eftersom han/hon inte utsätts för det ägda bolagets risk. Detta medför att ägaren intar en passiv roll och därmed används inte voice som handlingsalternativ\textsuperscript{120}. Hansson väljer således att studera utvecklingen i portföljen och jämför den med alternativa placeringars möjliga avkastning på marknaden vilket kan leda till exitbeteende.

En annan teori som skulle kunna förklara Hanssons och Handelsbanken Fonders benägenhet för exit är spill-over effekten\textsuperscript{121}. Vi tror att Handelsbanken Fonder inte vill stå för kostnaderna som voice medför eftersom andra aktörer kan tillgodose sig av nyttan som tillkommer vid utövande av voicebeteende. Vi tolkar detta som att de anser att kostnaderna för voice överstiger nyttan, som beteendet skulle medföra, och är därför en förklaring till att Hansson enbart använder sig av exit när han är missnöjd med en placering. För att kunna göra en sådan bedömning måste noggranna undersökningar göras av fondbolaget, vilket tyder på att de har kompetens. Enligt Hägg och Hörnell måste ett fondbolag ha kompetens, i örm av information, kunskap och erfarenhet, om företaget som de har investerat i, för att kunna utöva voice- och exitbeteende\textsuperscript{122}. Denna kompetens anser vi att samtliga av våra intervjuade fondförvaltare besitter då de hävdar att de gör en omfattande undersökning innan de placerar kapital i ett företag.

\textsuperscript{119} Veranen & Cassel (1996)
\textsuperscript{120} Fama (1983)
\textsuperscript{121} Pålsson (2001)
\textsuperscript{122} Hägg & Hörnell (1985)
Som vi tidigare nämnt kan vi åmstatera att Hanssons och Handelsbanken Fonders ägarbeteende går i riktning mot modell 2 eftersom de enbart utövar exitbeteende. De övriga fyra fondförvaltarna ser på sitt ägarbeteende som en kombination mellan voice och exit där båda alterniven förekommer beroende på hur möjligheterna ser ut för att kunna påverka företaget. Detta är även någonting som Hedlund et al. påpekar, han menar att det mest fördelaktiga alternativet för fondförvaltarna är att kombinera voice och exit.

Vi kan se att för Andersson, Carlsson, Nilsson och Svensson är det viktigt att delta på bolagsstämmor där de är aktieägare och de försöker i sörsta möjliga mån göra detta. Andersson menar att han och de andra fondförvaltarna på AMF Pension närvarar på alla bolagsstämmor, där de innehar mer än en procent av rösterna. Nilsson hävdar exempelvis att Nordea Fonder finns representerade på alla bolagsstämmor där de har ett aktieinnehav Carlssons syn på sitt ägarbeteende skiljer sig i liten grad från de övriga fyra fondförvaltarnas som bedriver voice, då han menar att Catella Kapitalförvaltning inte har dem personella resurserna för att delta på alla bolagsstämmor. Påståendet är intressant eftersom detta är den enda punkten där vi kan utläsa att Catella Kapitalförvaltning faktiskt är ett mindre fondbolag i förhållande till de övriga. Således kan vi konstatera att både modell 1 och 2 stämmer in på Anderssons, Carlssons, Nilssons och Svenssons syn på ägarbeteende då de använder sig av en kombination av båda alterniven, det vill säga de utövar både exit och voice beroende på hur deras möjligheter att få en förändring till stånd ser ut. Hanssons synsätt riktar sig mot modell 2, då han enbart använder sig av exit som handlingsalternativ.

---

123 Hedlund et al. (1985)
5. Slutsatser

5.1 Slutförstudier

Syftet med vår uppsats är att undersöka fondförvaltares syn på sin ägarroll och sitt ägaransvar. För att lättare kunna göra en bedömning av fondförvaltares syn har vi valt att ställa upp två modeller som står i motsats till varandra:

Tabell 1.

<table>
<thead>
<tr>
<th></th>
<th>Modell 1</th>
<th>Modell 2</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Grundteori</td>
<td>Property rights teori</td>
<td>Agentteori</td>
</tr>
<tr>
<td>Ägande och kontroll</td>
<td>Ingen separation</td>
<td>Separation</td>
</tr>
<tr>
<td>Ägarens roll</td>
<td>Aktiv ägare</td>
<td>Passiv ägare</td>
</tr>
<tr>
<td>Ägarens uppgifter</td>
<td>Manager och Residualbärare (Intern)</td>
<td>Residualbärare (Extern)</td>
</tr>
<tr>
<td>(Resursfördelning)</td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Ägarens ansvar</td>
<td>Tar ansvar för hela företagets intressen, utövar voice</td>
<td>Tar inte ansvar för hela företagets intressen utan endast sina egna, utövar exit</td>
</tr>
<tr>
<td>(Ägarens beteende)</td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
</tbody>
</table>


Modell 2 bottnar i agentteorin där vi har använt oss av Famas bidrag. I denna modell är ägande och kontroll separerat. Ägaren kommer att inta en passiv roll i företaget eftersom han/hon inte kommer att ha något direkt intresse av att personligen övervaka företagets aktiviteter som medför att ägarens uppgift endast består av att vara residualbärare. Ägaren kommer att fördela sina resurser externt, mellan företag, för att maximera sin residual och...
kommer därför att inte ta ansvar för hela företaget som han/hon har investerat i utan ser endast till sitt eget intresse. Han/hon kommer vidare att välja det alternativ som har bäst avkastning på marknaden, vilket medför en tendens till exitbeteende.


Vilken roll, aktiv eller passiv, som ägaren väljer avgör vilka uppgifter som ägaren kommer att ha. Enligt modell 1 är ägarens uppgift att vara både manager och residualbärare men i modell 2 är ägarens uppgift begränsad till att enbart vara residualbärare. Generellt anser fondförvaltare att deras uppgift är att vara manager eftersom de utför uppgifter så som förändra styrelsesammansättningen, sitta i valberedningar och granska incitamentssystem. Dessa är nämligen exempel på uppgifter som tillhör managern, enligt modell 1. Uppgiften att vara residualbärare stämmer inte in på fondförvaltarens uppgifter då de inte får ta del av den överbilna residualen (vinster) i verkligheten Detta beror på att fondbolaget har fondandelssägarna som huvudmän vilket medför att det är endast andelsägarna som är residualbärare.

Det främsta ägaransvaret som fondförvaltare upplever är mot sina uppdragsgivare, det vill säga sina fondandelssägare. Ansvaret mot dessa innebär att de ska agera uteslutande i deras intressen och därmed skapa en så god avkastning som möjligt över tiden. Utöver ansvaret mot uppdragsgivarna, är den generella uppfattningen bland fondförvaltare, att de tar ytterligare ägaransvar i de företag de placerar kapital i genom att se till hela företagets intressen. Det är i huvudsak när fondbolaget ägare en större ägarandel och då de betraktas som stora aktieägare som fondförvaltare anser sig ha ett ägaransvar mot hela företaget. Vidare värdesätter
fondförvaltare etiska aspekter i hög grad och har därför upprättat en ägarpolicy som berör riktlinjer för deras ägarstyrning. Genom etiska riktlinjer avstår de bland annat från att placera i vissa branscher och företag. Fondförvaltares ansvartagande innebär att vi kan bekräfta en riktning av deras synsätt mot modell 1 eftersom den säger att ägaren tar ansvar för hela företaget som han/hon investerat i. Det finns dock fondförvaltare som är undantag i detta sammanhang.

Vår undersökning visade även att fondförvaltare utövade sitt ägaransvar genom att bedriva voice eller exit. Generellt omfattar deras handlelingsalternativ både voice och exit eftersom de ser på sitt ägarbeteende som en kombination av båda handlelingsalternativen där möjligheten att påverka i ett företag avgör vatet. Således pekar deras syn på sitt ägarbeteende mot både modell 1 och modell 2.

5.2 Förslag till vidare studier

När vi analyserade vårt empiriska material upptäckte vi att den institutionella teorin var tillämpbar i flera sammanhang, bland annat för att förklara varför fondförvaltarna utövande aktivt ägande. Eftersom detta problemområde inte tillhörde vårt syfte gick vi inte särskilt djupt in i diskussionen om institutionell teori. Vi föreslår därför att vidare studier skulle kunna vara att göra en djupare undersökning av fondförvaltarnas utövande eller icke utövande av ägaransvar och försöka förklara vad som ligger bakom deras agerande.
6. Referenslista

Elektroniska dokument
Aktiespararnas idépolitiska program 2006, För ett aktierikare Sverige
www.aktiespararna.se/upload/Om%20oss/V%C3%A5r%20organisation/Aktiespararnas%20Id%C3%A9politiska%20Program.pdf

Dagens Industri, Allt färre äger aktier (2008-01-17)
www.di.se/Avdelningar/Artikel.aspx?ArticleID=2008\01\17\16715&sectionid=undefined

Statens Offentliga Utredningar (SOU)
http://www.regeringen.se/content/1/c6/02/04/45/a415ad5d.pdf


Tryckta verk


Hägg, I., & Hörnell, E., (1985) *En enkätstudie av 100 aktieägade institutioner*, Företagsekonomiska institutionen, Uppsala University.


Appendix 1

Intervjumall

1. Namn, ålder och antal år som fondförvaltare.
2. Kan du definiera en aktieägare? Vad är en aktieägare för dig?
3. Anser du att en aktieägare har uppgifter? Om ja, vad för uppgifter?
4. Kan du definiera termen ägaransvar?
5. Kan du ge några konkreta exempel på ditt ägaransvar? Hur tar du och fondbolaget ägaransvar?
6. Vad avgör om ni ska vara aktiva aktieägare eller inte?
7. När ser ni er själv vara stora ägare eller äga en betydande andel i ett företag?
10. I USA finns det en lag som tvingar alla fondförvaltare för pensionsfonderna att rösta för förvaltade aktier, vad anser du om detta? Anser du att en sådan lag skulle behövas i Sverige? Varför/varför inte?
11. Finns det någon bransch som ni inte placerar i? Varför/varför inte?
12. Vad kan du göra som fondförvaltare för att försäkra allmänheten att ni tar ert ansvar som ägare? Hur informerar ni allmänheten om ert ägaransvar?
**Scenario 1**

Antag att Fondbolag X äger en större del aktier i ett IT-företag. IT-företaget har under de senaste tre åren levererat en avkastning mycket högre än index och därmed skaffat sig ett bra rykte på marknaden. Men det senaste halvåret har det skett radikala förändringar på IT-marknaden som gjort att företaget snart kommer betrakta sig som gammalmodiga. Styrelsen antas vidare vara väldigt konservativa i sitt tankesätt, de är emot stora förändringar och kommer inte att möta marknaden nya behov. Om inga förändringar görs kommer IT-företaget att förlora sina kunder till konkurrenterna och stora förluster väntar. Fondbolag X har nu alternativet att gå på företagets bolagsstämma och rösta och därmed avsätta hela styrelsen och välja en ny. Samtidigt kan Fondbolag X sälja sitt aktieinnehav och köpa nya aktier i konkurrerande bolag med hög avkastning. Vilket alternativ väljs och varför?

**Scenario 2**

Antag att Fondbolag X har en stor placering i ett leksaksföretag. Leksaksföretaget är marknadsledande och har upptagit väldigt stora vinster de senaste åren. Häromdagen publicerades i media att det förekommer kartellbildning hos en av deras leverantörer i Kina. Kartellbildningen anses vara skadligt ur konkurrenssynpunkt och är förbjudna ibland annat USA och inom EU. Tack vare de låga kostnaderna som uppkommer via kartellbildningen beräknas leksaksföretaget uppvisa ett positivt resultat i nästa kvartalsrapport och framtidsutsikterna är väldigt ljusa. Fondbolag X har nu alternativet att försöka utöva sitt inflytande. Inflytandet innebär att gå på bolagsstämmman och försöka påverka styrelsen att lägga fram förslag till ledningen om att byta leverantör till någon som inte ingår i kartellverksamhet. Samtidigt har Fondbolag X alternativet att sälja sitt innehav i leksaksföretaget och därmed avstå från all kartellbildning. Vilket alternativ väljs och varför?