

Lønmodtagerfondes rolle som formidlere af risikovillig kapital

Holger Jensen

Lønmodtagernes Dyrtidsfond

SUMMARY: In Denmark funds of wage-owners capital holds about 100.000 mill. kr. The Employees Capital Pension Fund is – besides ATP – the greatest of these funds with a capital of 21.000 mill. kr. The Fund invest actively and risky. The law of the Fund sets an upper limit of 20 pct. as to how much of a single company the Fund is allowed to own. Often this limit is felt rather tight. In the future it is expected that the companies will learn to accept employees capital as more stabilizing to the company than other capital in the market, and it is expected that wage-owners funds will strengthen the Danish trades and industries.

1. Indledning

Jeg vil som udgangspunkt gerne konstatere, at opsparingen skal øges, både for at klare betalingsbalanceproblemet og for at øge erhvervsinvesteringerne.

Spørgsmålet er:

Hvor skal opsparingen komme fra? Jeg vil her postulere:

- at forøge *den offentlige opsparing* til det niveau, vi kendte i begyndelsen af 70'erne, næppe er realistisk. Skatteyderne vil ikke affinde sig hermed,
- at det heller ikke er realistisk at forestille sig, at den del af den *private opsparing*, som kan tilskrives virksomhedernes *selvfinansiering*, kan forøges gennem yderligere forhøjelse af profitraten, og
- at det heller ikke er realistisk at forestille sig at forøge den *personlige private opsparing*.

Tilbage bliver herefter – som den eneste realistiske mulighed efter min opfattelse – en forøgelse af den *kollektive lønmodtageropsparing*, fortrinsvis gennem pensionsordninger.

2. Pensionskasser og lønmodtagerfonde

Som en konsekvens følger spørgsmålet om pensionskassers og lønmodtagerfondes rolle som kapitalformidlere. For i grove træk at anføre de pensionskasser og lønmodtagerfonde, som der er i øjeblikket – eller som kan komme på tale – samt en skønsmæssig størrelsesorden for disse, skal jeg nævne:

	Oprettet år	Formue 31/12-85 mia. kr.	Årlig tilgang mia. kr.
Pensionskasser	60'70'erne	56	10
Arbejdsmarkedets Tillægspension (ATP)	1964	43	7
Lønmodtagernes Dyrtidsfond (LD)	1980	21	2
A/S Dansk Erhvervs- investering (DE)	1983	0,24	?
Arbejdsmarkedets Pensionsordning (AP)	1989?	-	2-26

3. Dyrtidsfondens historie

Selvom de fleste sikkert kender til Dyrtidsfonden, skal jeg dog kort ridse forløbet op.

Indefrysningen af dyrtidsportioner var et led i det indkomstpolitiske august-forlig 1976. Det bestemtes, at alle udløste dyrtidsportioner udover 1 pr. halvår frem til 1979-overenskomsterne skulle indbetales til hver enkelts konto i ATP og finansieres af statskassen. Arbejdsgiverne friholdtes for at holde omkostningsniveauet nede.

De indbetalte beløb var den enkeltes personlige ejendom, og hensigten var, at de skulle henstå til pensionsformål. De fleste havde vel forestillet sig, at pensionsrettighederne kunne inkorporeres i ATP, men det viste sig ikke aktuarmæssigt muligt. Derfor blev der for beløbet etableret en særskilt pensionsordning stort set svarende til en kapitalpensionsordning.

Ved lov blev ordningen udskilt fra ATP med ikrafttræden den 1. april 1980, og ledelsen kom til at bestå af de samme 15 lønmodtagerrepræsentanter, som er i ATP's ledelse + 6 udpeget af finansministeren. Dette følte naturligt, da beløbet var indbetalt af statskassen. Som konsekvens heraf fik arbejdsgiverne – der ikke havde bidraget – ingen repræsentation i modsætning til deres repræsentation i ATP.

I perioden fra 1. september 1977-31. august 1979 indbetalte staten 7,6 mia. kr. Dette beløb er pr. 31. december 1985 vokset til 21,6 mia. kr., selvom der både er udbetalt til berettigede lønmodtagere og betalt realrenteafgift. Der har således været tale om et godt afkast af LD's placeringer, hvilket er kommet de enkelte til gode. Det fremgår af oversigten på næste side over en fuldtidsbeskæftigets tilgodehavende.

4. Dyrtidsfondens investeringspolitik

Lige fra starten i 1980 har Dyrtidsfonden – indenfor det givne lovgrundlag – brugt så stor en del af midlerne som muligt til aktive investeringer. D.v.s. investeringer i aktier, ejendomme og udlån til andelsselskaber. Det drejer sig op imod 30% af de årlige ind-

		<i>Brutto</i> kr.	<i>Netto</i> (efter skat) kr.
Statens indbetalinger pr. 31. august 1979		4.368	(2.184)
Renteskrivning:	pct.		
1977-1979	12,5	5.060	3.810
1980	13,5	5.743	4.253
1981	18,0	6.777	4.847
1982	18,0	7.997	5.587
1983	19,0	9.517	6.507
1984	16,0	11.039	7.429
1985	14,5	12.639	8.390

tægter. Resten af indtægterne er LD bundet til at placere i obligationer og pantebreve. En pæn del af disse 70% er placeret i indeksobligationer.

Dyrtidsfonden har således søgt at investere så mange af midlerne som muligt aktivt og risikovilligt - og risikovilligt skal forstås i den snævre betydning som ansvarlig kapital, hvor udbyttet er overskudsrelateret. Det har kunnet lade sig gøre fordi:

- LD har en længere tidshorisont end mange andre investorer. Man behøver ikke udbytte her og nu.
- LD's størrelse gør, at det er lettere at tilvejebringe en fornuftig risikospredning, og derfor lettere at bære et opstået tab.
- LD er ikke at betragte som en pensionskasse med krav om på forhånd fastlagte pensionstilsagn. Lønmodtagernes tilgodehavende i Dyrtidsfonden tilskrives alene den indtægt, LD kan fremskaffe. Dyrtidsfonden er således friere stillet.
- Fordi Folketinget ved sin behandling af lov om Lønmodtagernes Dyrtidsfond lagde vægt på, at LD ved placering af midlerne skulle tilgodesøge ønsker om en større produktion og beskæftigelse. - Et ønske som Dyrtidsfonden har søgt at opfylde.

5. LD og Erhvervsstrukturen

Er Dyrtidsfondens investeringspolitik medvirkende til at fastlåse erhvervsstrukturen? Eller som Ølgaard har udtrykt det: Er lønmodtagerfonde med til at »redde de gamle« i stedet for at »fremme det nye«?

Svaret er nej!

LD's investeringer fordeler sig anderledes end erhvervsstrukturen. LD investerer ikke meget i handels- og servicevirksomheder, men har opprioriteret industrivirksomheder med sigte på produktion, eksport og beskæftigelse.

LD er også gået ind med risikovillig kapital i efterforskning af olie og gas i den danske undergrund. Der satses et pænt beløb på dette område i de kommende år, dels i håbet om et godt afkast, men især for at være med til at sikre dansk erhvervsliv så stor en

andel af leverancer til efterforskning og udvinding af disse ressourcer som muligt. Det er jo ikke imponerende, hvad der hidtil er faldet af til dansk erhvervsliv.

LD har endvidere sammen med ATP tilbudt regeringen af finansiere en kommende fast forbindelse over Storebælt. Vi anser en sådan for værdifuld til fremme af infrastrukturen. En fast forbindelse bør ikke lide skibbrud i en periode – hvor der i øvrigt er arbejdskraft til rådighed – som følge af, at »riget« (regeringen) fattes penge«.

Det skal også nævnes, at LD allerede fra starten er gået ind med investering som mindretalsaktionær i små selskaber, der har problemer af den ene eller anden grund, eller er under opstart, de såkaldte ventureinvesteringer. Dyrtingsfonden er – så vidt jeg ved – den kapitalformidler, der har investeringer i flest ikke-børsnoterede virksomheder, nemlig 70–80.

Det er en investeringsform, der er ret tidskrævende og meget risikobetonet, men også med chance for det helt store afkast. Vi har – i øvrigt sammen med Dansk Erhvervsinvestering – erfaringer fra begge yderpunkter. Det gennemsnitlige afkast af disse investeringer ligger vel i et leje som obligationsafkast, men med et betydeligt bedre langtids-potentiale.

6. LD og 20%-reglen

Lovgrundlaget fastsætter, at Dyrtingsfonden ikke kan gå ind med mere end 20% af aktiekapitalen i det enkelte selskab. Dette er ensbetydende med, at Dyrtingsfonden ikke kan få dominerende indflydelse i det enkelte selskab, men altid vil blive mindretalsaktionær.

LD ønsker derimod at udnytte den indflydelse, vi har som aktionær. LD har derfor noteret hele sin aktiebeholdning på navn og anmoder om at få tilsendt regnskabsmateriale og indkaldelse til generalforsamlingerne. LD udnytter sin stemmeret ved at møde op, eller – hvor det ikke er muligt – ved at give fuldmagt til bestyrelsens formand.

Noget helt andet er, at 20%-begrænsningen – som i øvrigt også gælder ATP og endda ATP og LD tilsammen – efter min opfattelse er for snæver.

ATP og LD er i mange tilfælde for de børsnoterede selskabers vedkommende stødt på 20%'s loftet, hvilket hindrer en investeringsmulighed i selskaber, som kunne frembyde en betydelig interesse. Værre er dog, at 20% i forbindelse med investeringer i ikke-børsnoterede selskaber, og herunder nystartede virksomheder, er for snævert til at klare den nødvendige kapitaltilførsel, og derfor ofte forudsætter, at Dyrtingsfonden må gå sammen med andre institutionelle investorer, hvilket kan besværliggøre beslutningsprocessen.

Den snævre grænse er da også gennem ændringer i lov om forsikringsvirksomhed ophævet for tværgående pensionskasser, som gerne må investere mere end 20% i et enkelt selskab, men blot ikke må have dominerende indflydelse. Hensynet til øgede inve-

steringer afbalanceret overfor det tidligere gennemgående træk om sikkerhed for pensionisternes midler, har ført til dette resultat. Efter min opfattelse bør det overføres til ATP og LD. Såfremt man fra det offentliges side fortsat måtte ønske en talmæssig grænse, kan jeg forstille mig $33\frac{1}{3}$ som et rimeligt loft.

7. LD og Fondsbørsen

ATP og LD har i lang tid interesseret sig for – og peget på – Fondsbørsen som et alternativ for et aktieselskab at finansiere nye aktiviteter i stedet for at lånefinansiere. Det er først i de seneste år, at pensionskasser (livsforsikringsselskaber m.fl.) har vist deres interesse – formentlig hjulpet godt på vej af realrenteafgiftens udformning.

Men jeg mener også, at specielt Dyrtingsfonden har været med til at gøre kapitalmarkedet mere gennemskueligt og i øvrigt gennem stillingtagen til børsreformen – sammen med ATP – advokeret for aktiehandlernes registrering gennem værdipapircentralen.

Lige fra begyndelsen har Dyrtingsfonden hyldet princippet om fuld åbenhed og har offentliggjort, hvilke selskaber vi har investeret i, og hvor meget det drejede sig om. Dette har haft en afsmittende virkning, og det har vist sig ikke at have de negative konsekvenser på kursudviklingen, som nogle frygtede. Åbenheden anser jeg for noget meget vigtigt.

Men hvad der også er vigtigt, er Dyrtingsfondens engagement for at beskytte mindretalsaktionærernes interesser. Her har vi med sagerne mod Vølund og Vestindisk Kompagni været med til at sikre de små investorers interesser. Og hvem har mulighed eller styrke til at køre sådanne sager andre end fonde, der har store midler, men af lovmæssige grunde altid vil være mindretalsaktionærer.

8. Lønmodtagerfonde og fremtiden

Lønmodtagernes Dyrtingsfond er ikke nødvendigvis modellen for, hvordan pensionsfonde i fremtiden skal agere på kapitalmarkedet, men på trods af den relative upåagtethed, vi lever i, synes jeg dog, vi er nået et stykke både i retning af at få kapitalmarkedet til at fungere bedre, men også ved gennem eksemplets magt at være med til at nedbryde den frygt, mange traditionelle kapitalejere har overfor lønmodtagerfonde.

På lidt længere sigt vil virksomhederne uden tvivl vænne sig til tanken og erkende, at de institutionelle investorer nok er de mest stabile, man kan få, og dem der har mindst aversion mod at tage chancer, simpelthen fordi midlerne er så store, at en enkelt virksomhed ikke kan påvirke fondens regnskabsresultat særligt. Og jeg tror, det er meget vigtigt at der tages nogle flere chancer i dansk erhvervsliv i de kommende år, hvis vi skal producere os ud af betalingsbalanceproblemet – og det skal vi.

Jeg mener, der bliver brug for endnu mere risikovillig kapital i de kommende år og dermed også behov for flere fondsmidler, ØD el. lign.

Det er min opfattelse, at vi kun gennem store kollektive pensionsopsparinger kan skabe det kapitalgrundlag, der skal gøre dansk erhvervsliv stærkt nok til at skaffe gode levevilkår, både til fremtidens erhvervsaktive lønmodtagere og fremtidens pensionister.