

Pensionskasserne og erhvervspolitikken

Peter Dencik, cheføkonom, PKA

At Danmark befinder sig i en meget alvorlig samfundsøkonomisk situation er alment kendt. De senere års økonomisk-politiske debat har været præget af en diskussion om, hvorvidt vi var på vej i den økonomiske afgrund, eller om vi allerede er havnet der. Men hvad, man måske ikke i lige så stor udstrækning har gjort sig klart, er, at den alvorlige samfundsøkonomiske udvikling ikke kun er noget, økonomer og politikere taler om, men noget, der truer hele det danske velfærdssamfund, og dermed også det solidaritetsprincip, der ligger bag. Hvis der ikke meget hurtigt gennem radikale politisk-økonomiske indgreb rettes op på den aktuelle samfundsøkonomiske udvikling, risikerer vi, at enten udefra kommende krav eller den økonomiske udvikling i sig selv, vil fremtvinge et opgør med selve velfærdssamfundet. Det er bl.a. i et sådant perspektiv, man skal se pensionskassernes interesse for og engagement i den erhvervspolitiske debat, hvilket bl.a. har manifesteret sig i, at pka sammen med LD og Baltica har medvirket til dannelsen af Forum for Industriel Udvikling (FFIU).

Ændrede rammebetingelser i stedet for snuptagsløsninger

I de analyser, FFIU indtil videre har fremlagt, fremgår det klart, at en absolut nødvendig betingelse for at få ændret retningen på den samfundsøkonomiske udvikling, uden at velfærdssamfundets grundlæggende karakteristika forsvinder, er, at rammebetingelserne for den erhvervsmæssige udvikling ændres. Dette kan ikke lade sig gøre ved "snuptagsløsninger" så som nedskæringer i

den offentlige sektor med 10-15% eller en devaluering i den samme størrelsesorden. En ændring af rammebetingelserne må omfatte såvel ejerskab, lederskab, organisationsstruktur som erhvervspolitik.

Og det er ikke et spørgsmål om at vælge mellem de forskellige elementer, der tilsammen konstituerer rammebetingelser, men grundlæggende at ændre nogle strukturer i det danske politisk-økonomiske liv, der hver på sin måde er med til at vanskeliggøre det nødvendige kursskifte i dansk økonomi.

Krav til fornyelse

For pensionskasser og andre institutionelle investorer er det selvfølgelig primært kravet til ejerskabet, der er interessant. Dette gælder såvel i betydningen kravene til ejerne som kravene til hvem, der må eje. Men inden diskussionen om, hvilke strukturelle træk, der i dag blokerer for den nødvendige industrielle strukturfornyelse, kan det være på sin plads, at angive hovedindholdet i den fornyelse af dansk erhvervsliv, som er nødvendig:

* Der må gennemføres en strukturel fornyelse inden for de eksisterende industrisektorer. Hermed menes, at der må udvikles en række elementer, der i dag mangler i dansk industri, bl.a. større enheder gennem horisontal integration og en større værditilvækst i dansk industri.

* En horisontal integration i de eksisterende sektorer ville skabe bedre muligheder for finansiering af F.o.U.-aktiviteter og skabelsen

af en position på de internationale markeder.

* Der må skabes muligheder og positive betingelser for at udvikle nye vækstområder, der tager sit udgangspunkt i eksisterende eller potentielle danske styrkepositioner, og hvor vækst kan etableres gennem oprettelse af helt nye og utraditionelle samarbejdskonstruktioner. Disse samarbejdskonstruktioner kan dels være mellem den offentlige og den private sektor, dels mellem forskellige brancher inden for den private sektor. Endvidere kan disse nye samarbejdskonstruktioner også omfatte organisationer og øvrige aktører i samfundsøkonomien.

* Der må findes en model, hvor kravene til fordelingspolitikken og værditilvæksten ikke blokerer for hinanden.

Ud fra et erhvervspolitisk perspektiv, er det måske mest interessant at diskutere, hvilke de nye vækstområder kan være, og hvordan man får etableret disse. (På kortere sigt er den strukturelle fornyelse inden for de eksisterende industrisektorer dog helt afgørende, da det tager længere tid inden de nye vækstområder kan manifestere sig som motorer for den samfundsøkonomiske udvikling).

I rapporten "Har Danmark en fremtid som industrination" fra Forum for Industriel Udvikling peges på mulighederne for at bygge en fremtidig produktionsstruktur op omkring "industrikomplekser". Et sådant kompleks defineres og beskrives udelukkende ud fra behovet på markedet – uanset om det er skabt af en økonomisk eller politisk udvikling. I en markedsøkonomi som den danske, bliver dette behov nødt til at manifestere sig som en efterspørgsel efter en bestemt ydelse – det være sig **fødevarer, sundhed, rent miljø** eller **boliger**.

Denne type af industrikomplekser repræsenterer et tæt samspil mellem en række aktører

– offentlige som private – som i et bevidst samspil kan skabe den synergieffekt og den størrelse, som er nødvendig for at udvikle en erhvervsstruktur, der kan generere en samfundsøkonomisk udvikling, som er forenelig med de grundlæggende værdier i et velfærdssamfund.

Nuværende ejerforhold en barriere

Ejerforholdene i dansk erhvervsliv udgør – generelt betragtet – en af barriererne for såvel den nødvendige omstrukturering af eksisterende industrisektorer som for dannelsen af de nye vækstcentre i form af industrikomplekser. Det skyldes bl.a. at ejerskabet i de fleste danske selskaber, herunder ikke mindst de børsnoterede selskaber, er meget anonymt og passivt. Den afgørende indflydelse er forankret i A-aktier, der enten ligger hos familiemedlemmer eller ejes af private fonde. Disse aktier omsættes meget sjældent eller aldrig, hvorfor de "gamle" ejere kan forhindre enhver udvikling af selskabet, der truer deres snævre ejerinteresser.

Bortset fra, at der primært kan handles med B- eller C-aktier, med reduceret stemmeret, har en del selskaber indført vedtægtsmæssige begrænsninger af de eksterne ejeres mulighed for indflydelse.

I de senere år har der været skrevet og talt meget om de "nye ejere" af dansk erhvervsliv – de institutionelle investorer. For det første må det konstateres, at selv om de institutionelle investorer i løbet af de senere år har øget sine aktiviteter på aktiemarkedet betydeligt og i dag ejer mere end 1/3 af aktiekapitalen på Københavns Fondsbørs, er der tale om et spredt ejerskab, og kun i meget få tilfælde tale om et ejerskab, der giver en mulighed for at påvirke udviklingen i de enkelte selskaber. Dette skyldes dog ikke kun de "gamle" ejeres ønske at koncentrere indflydelsen over virksomheden hos sig selv gen-

nem at udstede B-aktier i forbindelse med kapitaludvidelse for at selv beholde A-aktierne, og dermed den helt afgørende magt. Det skyldes også, at lovgivningen inden for dette område eksplicit forbyder de institutionelle investorer at udøve den indflydelse, der følger med ejerskab. Endvidere skyldes det, at de institutionelle investorer indtil videre primært har set sine aktieinvesteringer som et led i en passiv porteføljepolitik, og ikke som et led i en mere aktiv og strategisk betonet investeringspolitik.

Kravene til ejerskabet kan kort formuleres som, at ejerne skal udøve et professionelt, synligt ejerskab. Der findes forskellige »teknikker« for at udøve et sådant aktivt ejerskab. Hvilken teknik man vælger afhænger af type af virksomhed, hvilke produkter der skal laves, ejerstrukturen m.v. og afgøres fra gang til gang. Men uanset hvilken »teknik« man vælger, indebærer det et aktivt ejerskab, at ejerne skal fungere som strategiske centre for virksomheden. Det vil medføre, at der stilles krav til ledelsen, og at ejerne prøver at forstå den rolle, virksomheden kan komme til at spille i en større erhvervsmæssig sammenhæng, og ikke være fikserede på virksomhedens nuværende position. Især kræver det, at ejerne i samspil med ledelsen prøver at forstå den enkelte virksomheds styrkeposition og især fremtidige styrkeposition. Alt for tit oplever vi, at såvel ejere som ledere af en virksomhed bliver »taget på sengen« af udviklingen og pludselig opdager, at det, der en gang var en virksomheds styrkeposition, er blevet forvandlet til i bedste fald en uinteressant faktor, men alt for ofte til en belastning for virksomhedens fremtidige udviklingsmuligheder, og dermed også for dens bidrag til værditilvæksten i samfundet.

De nye aktive ejere må således være af en sådan størrelse og have en sådan investeringshorisont, at de kan udøve den strategiske funktion, der er et nødvendigt element i en

erhvervsudvikling, der skal bidrage til at rette op på de alvorlige ubalancer i dansk økonomi, uden at velfærdssamfundet ødelægges permanent eller midlertidigt.

For at pensionskasserne skal kunne udøve et sådant professionelt ejerskab, kræver det dog, at der sker ændringer i det lovgrundlag, der i dag begrænser de tværgående pensionskassers investeringsmuligheder. Her er det især de dele i Lov om Forsikringsvirksomhed, der begrænser pensionskassernes mulighed for at købe aktier og forhindrer pensionskasserne i at udøve bestemmende indflydelse, der må ændres. Sådant som loven i dag er formuleret, er de institutionelle investorer nødt til at overlade den bestemmende indflydelse til nogle - måske ukendte - mindretalsaktionærer, der kan have helt andre interesser i virksomheden end en pensionskasse, der som regel har en helt anden investeringshorisont og risikoprofil. Dette kan f.eks. gælde dividendepolitik, synet på investering i forskning og udvikling og produktudvikling, tilbøjeligheden til at indgå i strategiske fusioner og ikke mindst i forbindelse med forsøg på uvenlig overtagelse af selskabet.

Loven umuliggør således på det nærmeste for de institutionelle investorer at gennemføre strategiske investeringer i dansk erhvervsliv.

Hvis man skal gøre sig noget håb om, at de institutionelle investorer - og herunder ikke mindst pensionskasserne - gennem et professionelt ejerskab skal kunne bidrage til den nødvendige omstrukturering af dansk erhvervsliv, er man også nødt til at give dem de nødvendige rammebetingelser.

Det er helt klart, at hvis pensionskasserne skal kunne varetage rollen som professionelle ejere, stiller dette også helt nye krav til pensionskasserne. For det første må de enkelte

pensionskasser udvikle eksplicite strategier for deres investeringer udover risikospredning uden derfor at gå på akkord med målsætningen at sikre realværdien af medlemmernes opsparing. For det andet må pensionskasserne stille krav til bestyrelsesposter for bl.a. gennem bestyrelserne at stille krav til lederne i virksomhederne.

For at kunne gøre dette, må pensionskasserne styrke deres investeringer, således at man gennem sine ledelsesmæssige og analysemæssige ressourcer kan tilføre de enkelte virksomheder den nødvendige strategiske dimension og for dermed også at kunne følge op på sine strategiske satsninger.

Konklusioner

De nuværende ejerforhold i dansk erhvervsliv og lovgivningen vedrørende de institutionelle investorers investeringsmuligheder udgør en alvorlig hindring for at gennemføre den nødvendige omstrukturering af dansk erhvervsliv. Hvis der skal skabes mulighed for at få drejet udviklingen uden at der samtidig opstår uacceptable velfærdspolitiske konsekvenser, må der derfor gøres op med de gamle dogmer om, at kun det personlige ejerskab er acceptabelt og derfor giver indflydelse. En ny erhvervspolitik må også indebære, at der stilles afgørende krav til ejerskaber - krav som det personlige ejerskab indtil videre ikke har kunnet honorere i Danmark. Hvis pensionskasserne og andre institutionelle investorer skal kunne varetage rollen som professionelle ejere, er det nødvendigt, at der sker afgørende ændringer i eksisterende lovgivning, således at der skabes de nødvendige betingelser for at kunne udøve et sådant ejerskab. Hvis disse betingelser ikke bliver opfyldt, vil alternativet til et dansk erhvervsliv domineret af udenlandske ejere være svært at få øje på. Og kan vi så stadigvæk på længere sigt fastholde et velfærdssamfund i Danmark?