

Det är kapitalet, dumbom!

Stefan Karlsson

2008-04-23



MUNKHAMMAR ADVISORY
Ideas and initiatives for progress and prosperity

Innehållsförteckning

| | |
|---------------------------------------|----|
| Förord | 2 |
| 1. Vad är pengar? | 4 |
| 2. Vad är investeringar? | 9 |
| 3. Vem är investeraren? | 12 |
| 4. Vad är fondsocialism? | 26 |
| 5. Äventyrskapital och uppköpskapital | 31 |
| 6. Risktagande i teorin | 41 |
| 7. Finansiella marknader | 48 |
| 8. Avslutande kommentarer | 57 |

Förord

Spekulation, utsugning, hyperkapitalism och skyhöga direktörlöner. Det finns många nedsättande uttryck som rör kapitalet, och inom såväl journalistik som politik sprids myter och felaktigheter om kapitalets plats i ekonomin. Fördomarna leder till att kapitalister motarbetas och förtalats, och till att politiska förslag sjesätts för att motverka rikedom, finansiella transaktioner, privat ägande och strävan efter vinst.

Men kapital, investeringar och finansiella marknader är viktiga delar av ett samhälle, och de så avskydda kapitalisterna har en avgörande roll för välstånd och nya jobb. Det känns extra viktigt att understryka detta i tider av finansiell oro, då extra många missförstånd riskerar uppstå.

En av myterna är att staten skulle ha egna pengar som kan delas ut i form av exempelvis bidrag. Det har den naturligtvis inte, alla resurser måste skapas. En annan myt är att det skulle vara fel av företag att göra besparingar trots att de går med vinst – men besparingar kan ju tvärtom vara avgörande för att man ska gå med vinst även i morgon. En fördomsfull syn är dessutom att det bara är vettigt att tjäna pengar på arbete, och inte på kapital. Vad de som uttrycker denna fördom inte förstår är att kapitalet, risktagandet och avkastningen är avgörande för utvecklingen av företag, produkter, nya jobb och därmed välstånd.

I denna skrift vill jag bemöta sådana felaktigheter och fördomar med hjälp av fakta. Jag är inte ute efter att skapa nya insikter för den kvalificerade akademiska sfären inom ämnet, utan kommer enkelt och vardagligt att ta upp diverse påståenden om kapitalet och visa hur det verkligen förhåller sig. Det innebär självklart att en del förenklingar måste göras, men den som vill beskriva grunderna i en komplex verklighet gör klokt i att börja med de stora dragen.

Jag har arbetat intensivt i finansvärlden i tolv år, så jag vet hur den fungerar. Eftersom jag i alla år haft ett stort samhällsintresse har jag följt debatten om de frågor jag arbetar med, och kan därför bemöta vanliga missförstånd med hjälp av min egen kunskap om kapital, ägande och finansiella marknader.

Jag har dessutom bott i fyra länder förutom Sverige, vilket givit mig många perspektiv på min bransch. De grundläggande principerna för finansvärlden är desamma i alla miljöer, men synen på kapital kan variera en hel del. Mitt intryck är att Sverige lider påfallande mycket av en rad missförstånd och myter om kapitalet, vilket hindrar reformer som kan ge oss alla en bättre framtid.

Allt som sker inom finansvärlden är inte bra, något jag också tar upp. Målet med skriften är inte att försvara varje investering eller fond, utan att förklara kapitalets centrala roll i en ekonomi. Utgångspunkten är att ekonomisk tillväxt alltid är bra, och att ständiga förbättringar i produktionsapparaten leder till en ökning av den totala mängden produkter och tjänster.

Mitt mål är inte att övertyga dem som inte omfattar denna tro. Framför allt vill jag på ett någorlunda lätt samt sätt hjälpa dem som tror på en fri ekonomi att lära sig förstå vissa väldigt enkla samband, och att kunna argumentera för dem.

Jag vill tacka Johnny Munkhammar, som varit projektledare för skriften. Utan hans insats och initiativ hade den aldrig kommit till. Jag vill dessutom tacka Christian Sandström för både research och hjälp att skriva vissa avsnitt av skriften.

Jag välkomnar naturligtvis alltid en diskussion om frågorna jag behandlar.

Stefan Karlsson

1. Vad är pengar?

Pengar saknar värde. Det låter kanske konstigt, men papperet i sedlarna, metallen i mynten och den elektroniska filen som talar om beloppet på bankkontot är helt värdelösa. Värdet ligger naturligtvis i vad man kan få för pengarna, såsom mat, kläder, bilar, hus eller andra prylar. Förr i tiden bytte människor dessa saker med varandra direkt – vilket brukar kallas byteshandel – men i modern tid används pengar för att uttrycka värdet på varor och tjänster.

För inte så länge sedan garanterade staten pengarnas värde genom att knyta dem till guldet, som kunde växlas in för pengar. I Sverige gällde guldmyntfoten i princip mellan 1873 och 1931, med ett avbrott för första världskriget. Även Bretton Woods-systemet, som knöt valutor till dollarn och som varade från andra världskrigets slut till början av 70-talet, var guldbaserat. Det var alltså inte så länge sedan som man inte vågade mäta värdet på saker annat än genom guld. Det är ett exempel på att pengar i sig saknar värde, och att de bara fungerar som ersättning för produkter och tjänster. Kapitalmarknaden, det vill säga marknaden för pengar, ger därmed också människor möjligheten att ”flytta” sin konsumtion ”framåt” i tiden (genom att investera) eller ”bakåt” i tiden (genom att låna pengar). Det är väldigt grundläggande men kan vara lätt att glömma bort.

Pengar är alltså ett mått på produktion. Och om pengamängden ökar utan att produktionen samtidigt ökar minskar värdet på pengarna, vilket brukar kallas inflation. Betänk en ekonomi där 100 sedlar ska stå för värdet av 1 000 gurkor och 1 000 potatisar. Öka sedan antalet sedlar till 200 utan att produktionen av gurkor och potatisar ökar – då blir varje sedel värd hälften så mycket. Det är med andra ord omöjligt att öka den totala mängden pengar inom ett valutaområde och samtidigt behålla deras värde på något annat sätt än att öka den totala produktionen inom området.

Individer och företag har ibland pengar över. Ett annat sätt att uttrycka det är att man väljer att ha pengar över genom att konsumera mindre. Hur mycket någon sparar är ju individuellt och en prioriteringsfråga. Att ha pengar över är alltså samma sak som innehållen konsumtion eller sparad produktion. De allra flesta som väljer att inte konsumera gör det för att de vill investera i framtiden, spara till senare eller liknande. Att investera innebär att ta av sin sparade produktion eller innehållna konsumtion och köpa, bygga eller upprätthålla något som

producerar produkter eller tjänster. Målet är naturligtvis att få ännu mer tillbaka senare. Ju mer pengar individer eller institutioner sparar, desto mer brukar de investera, och hur stor risk man är beredd att ta avgör vad man investerar i och hur man investerar.

De flesta vill ha så hög avkastning på insatt kapital som möjligt, samtidigt som de inte vill ta en alltför hög risk att förlora hela eller delar av kapitalet. Samtidigt kan individer som hoppas på stor avkastning på sitt eget investerade kapital ha svårt att acceptera att de som investerar sitt kapital i den arbetsplats där de jobbar, eller den fastighetsägare de hyr av, också vill ha en avkastning på sitt kapital. Argument som ”de tjänar tillräckligt med pengar redan” eller ”de har ju gjort en vinst, då behöver inte ledningen dra ner” är vanliga. En ganska enkel tanke man borde tänka först är naturligtvis: ”Hur mycket har ägarna investerat i verksamheten och hur mycket har de tjänat?”, vilket leder till följdfrågan: ”Vilken avkastning har detta gett?” Vinst är med andra ord inte samma sak som bra avkastning på det kapital man investerat. Därför borde media när de rapporterar om vinster fokusera på avkastningen från det investerade kapitalet snarare än på antalet tjänade kronor. Det skulle underlätta för människor att förstå de verkliga förhållandena.

Även företagen själva skulle kunna underlätta för allmänhet och anställda genom att nämna sådana nyckeltal. Tre exempel kan åskådliggöra. I *Dagens Industri* redogjordes den 26 oktober 2005 för att Volvo gått starkt i det tredje kvartalet, med en omsättning för årets nio första månader på 166 miljarder och en nettovinst efter skatt på 10,1 miljarder. Men det sades inget om det totala börsvärdet av Volvo vid samma tidpunkt, alltså det samlade marknadsvärdet på det egna aktiekapitalet eller marknadsvärdet på alla utestående aktier. På morgonen den 26 oktober när Volvoaktien började handlas för dagen hade bolaget ett totalt börsvärde på 137,3 miljarder kronor, vilket nettovinsten på 10,1 miljarder för årets första nio månader bör sättas i relation till. Nettovinsten är ett viktigt mått, eftersom också räntor på eventuella lån är borträknade från denna siffra, vilket leder till att dessa pengar är tillgängliga för aktieägarna. Vinsten per aktie blev följaktligen i detta fall 7,3 procent över nio månader.

För Ericssons del rapporterades i samma tidning den 20 oktober 2005 att försäljningen ökat till 36,2 miljarder under det tredje kvartalet, och att nettovinsten efter skatt stigit till 5,3 miljarder. När Ericsson-aktien började handlas på morgonen den 21 oktober 2005 var det totala börsvärdet 417,8 miljarder kronor, och om nettovinsten på 5,3 miljarder för det tredje

kvartalet sätts i relation till detta var avkastningen per aktie i det här fallet endast 1,2 procent över nio månader.

När det välkända svenska skogsbolaget SCA rapporterade sitt resultat den 27 januari 2005 skrev *Dagens Industri* att SCA missat sin prognos. SCA höjde inte sin utdelning, och bolaget fick utstå en del kritik i media. Trots det gjorde bolaget en nettovinst efter skatt på 3,6 miljarder för året. Det är ganska mycket pengar, men det måste sättas i relation till marknadsvärdet på alla aktier den 27 januari, vilket var 64,5 miljarder kronor. Avkastningen per aktie var då i runda slängar 5,5 procent över tolv månader, och vinsten per aktie hade sjunkit från 21,8 kronor för 2003 till 15,5 kronor för 2004. I detta perspektiv ter sig utvecklingen negativ, så trots att vinsten i absoluta kronor kan verka hög innebär det inte att de som äger aktierna i bolaget fått en avkastning som motiverar den risk de tagit. En vinst på 5,5 procent per aktie kan sägas vara lågt om man beaktar den risk det innebär att äga en aktie.

Av dessa tre fall kan man således dra slutsatsen att vinsten per aktie var högst för Volvo, näst högst för SCA och lägst för Ericsson. Detta framgick inte av media, där allt såg ut som stora vinster. Men för den som ska ta en risk och investera sina pengar är vad man kan få tillbaka från sin investering det relevanta.

En vinst efter skatt (nettovinst) på exempelvis 100 miljoner kronor för en verksamhet kan alltså låta som mycket pengar, men om investeringen bakom verksamheten varit 20 miljarder kronor handlar det ju om en avkastning på bara 0,5 procent av det insatta kapitalet. Det är en avkastning som är lägre än vad de flesta får på sitt sparkonto på banken utan att ta någon risk alls, eftersom staten genom inlåningsgarantin tar bort risken att banken går i konkurs. Att investera i eget kapital i företag däremot innebär en relativt hög risk, varför de 100 miljonerna måste anses vara en helt värdelös avkastning för att ta en relativt hög risk.

Som jag nämnde tidigare är många kapitalister så länge det handlar om deras eget kapital, medan samma personer har svårt att respektera andras kapital. Jag skulle gå så långt som att säga att nästan alla är kapitalister när det gäller deras egna pengar eller kapital. Men medan de sunda kapitalisterna försöker tjäna pengar genom att göra lagliga affärer, försöker många tillskansa sig pengar genom lagbrott – inte minst officiella personer som förväntas leva efter vissa ideal. Listan kan göras lång, men ett bra exempel är Gudrun Schyman och hennes fifflande med deklARATIONER och resor. Ur *Aftonbladet* den 31 oktober 2003 av Lena Melin:

Vänsterpartiet tycker om höga skatter. De ser dem som en förutsättning för rättvisa. Partiets skattepolitiska arbetsgrupp har slagit fast att skatter leder till att "man kan uppnå minskade inkomstskillnader i samhälle, både inom klass och kön". Gudrun Schyman bryter alltså inte bara mot de lagar och regler som hon själv varit med om att besluta. Hon följer inte heller sitt partis politik där den bärande skatteprincipen är "av var och en efter förmåga, åt var och en efter behov".

Gudrun Schyman är väl inte ett strålande exempel på vare sig en kapitalist eller en entreprenör. Men hon är ett mycket bra exempel på en person som uppenbarligen inte respekterar andras tillgångar men som värnar om sina egna, så till den grad att hon är beredd att bryta mot lagar för att öka sitt kapital.

Bristen på respekt för andras tillgångar kan naturligtvis också knytas till jantelagen, som säger att ingen ska ha mer än jag, eller i alla fall inte mer än jag anser att de behöver. Man kan undra varför människor inte kan nöja sig med att försöka få det så bra som möjligt själva i stället för att fokusera på hur andra har det. Ett svar på den frågan kan vara den spridda åsikten att mängden resurser är statisk, och att kakan därför ska delas lika. Så är det naturligtvis inte. Om en bonde hugger ner sin skog och odlar tio ton extra potatis på en ny åker påverkar det inte alla andras produktion, utan det enda som händer är att bondens resurser växer – och därmed hela samhällets. Synen att ekonomin är statisk, ett nollsummespel, kan bemötas med otaliga fler exempel, men jag nöjer mig här med att konstatera att i ett skapande samhälle med fri ekonomi blir man inte rik på någon annans bekostnad, utan genom att vara skicklig på att tillfredsställa andras frivilliga efterfrågan.

Ett annat problem är att vad många ser som "andras kapital" ofta handlar om deras eget kapital i form av den stora institutionella förvaltningen av pensionspengar och andra fondbesparingar. Det visar hur fel det kan bli när stora institutioner förvaltar andras pengar i blindo. Många vet helt enkelt inte vem som förvaltar deras pengar, hur mycket pengar det rör sig om, eller var pengarna är investerade. Institutionerna styrs dessutom av ett antal parametrar som inte alltid handlar om att tjäna pengar åt uppdragsgivaren – ofta vanliga löntagare som egentligen har väldigt mycket mer kapital än de är medvetna om. Det är bara det att politiken delegerat hanteringen av det åt staten.

För att illustrera olika samband i ekonomin och visa vad kapital egentligen är kommer jag att som röd tråd i skriften använda mig av en bonde och hans potatisåker. Det är naturligtvis en förenkling av en komplex verklighet, men det fungerar som ett konkret exempel på en process på finansiella marknader och i näringslivet som ofta kan te sig abstrakt och teoretisk.

Bonden lever i en enkel ekonomi och är inriktad på att producera potatis. Han producerar 100 ton potatis per år, och detta är det enda han producerar. Hela hans köpkraft är alltså samlad i dessa 100 ton potatis. Det går också att säga att 100 ton potatis är hans pengar. Han väljer att byta bort 89 ton potatis mot andra saker som kläder och andra typer av mat (eftersom det kan bli långtråkigt att bara äta potatis), medan han behåller 1 ton potatis för sin familj att äta under året och 10 ton för nästa års plantering av potatis. Om han inte behåller för att plantera får han ju ingen ny skörd – han måste investera 10 ton potatis för att kunna nå samma avkastning även nästa år. I detta fall räcker det med 10 ton för att uppnå en ny skörd på 100 ton nästa år, så med hjälp av sin avsättning bevarar han ett jämviktsläge. Han skulle också kunna tänka sig att spara 12 ton och utöka odlingsarealen med 20 procent. Då skulle produktionen öka till 120 ton, vilket skulle stärka köpkraften. I så fall skulle han alltså behöva avvara 2 ton av konsumtion detta år för att uppnå en högre produktion och konsumtionsstyrka nästa år.

Tyvärr har i många år synen att andras pengar är allas pengar dominerat i Sverige. I potatisexemplet skulle det innebära att staten kan konfiskera så mycket den behagar av bondens skörd på 100 ton potatis. Om bonden var tvungen att betala 50 ton potatis i skatt skulle det naturligtvis vara mycket svårare för honom att investera två extra ton för att utöka sin produktion. Idén om att andras pengar är allas pengar leder också till att respekten för andras investeringar och tillgångar blir låg, och att de flesta blir mycket måna om sina egna potatisar, precis som en riktig kapitalist bör vara. Det leder också till att bonden inte gärna vill redovisa sin skörd för staten, eftersom han på så sätt betalar mindre skatt. Enligt SCB utgörs cirka 5 procent av BNP av den dolda ekonomin.

2. Vad är investeringar?

Att investera är att avstå från att konsumera pengar för att låta dem arbeta åt något annat eller någon annan. Man kan exempelvis investera i fastigheter, aktier, fonder, pensionsförsäkringar eller obligationer, och låter då någon annan förvalta en del av ens egen produktion eller sparade konsumtion, som oftast är uttryckt i pengar. En investering är därför alltid positiv, oavsett vem som investerar: den syftar till att upprätthålla eller utöka en produktionskapacitet, vilket är grunden för allt välstånd. Avkastningen på investeringen står i proportion till den tagna risken, vilken i sin tur beror på marknadens bedömning.

Det förekommer ofta att människor kritiserar det kapitalistiska systemets grundförutsättning att man kan bli rik på att äga i stället för att arbeta själv. Per Almgren vid Nordiska Sparlån beskriver sin syn på pengar på följande sätt:

Det behövs egentligen bara ett par enkla förändringar. Den ena är att släppa föreställningen att man skall tjäna pengar på grund av sitt ägande. Räntan på pengarna skall bort eftersom den flyttar pengar från dem som har för litet till dem som redan har mycket.¹

Det är naturligtvis helt fel. Att investera är ju att ta en del av ens egen produktion som man jobbat ihop på något sätt och låta detta kapital jobba åt någon annan. Fördomen bygger på att det är skillnad mellan att tjäna pengar på pengar, och att tjäna pengar på ett hederligt hantverk, det vill säga riktig produktion. Men pengar är ju som jag redan konstaterat ett mått på produktion, så det finns egentligen ingen skillnad: all produktion kräver en arbetsinsats, och därför är skillnaden mellan kapital och arbete inte särskilt stor. Kapital är ju bara sparade potatisar som i sin tur är ett resultat av arbete. Kom ihåg att pengar i sig själva saknar värde.

Det finns egentligen ingen skillnad mellan pengar och andra varor och tjänster på en marknad. På en marknad för potatis bestäms priset av utbud och efterfrågan. Den som köper potatis för tio kronor kilot hade inte gjort det om hon eller han inte ansett att potatisarna var värda *mer* än tio kronor per kilo. Och säljaren hade inte varit beredd att sälja för tio kronor kilot om han eller hon inte ansett att de tio kronorna är värda mer än ett kilo potatis. Själva definitionen av

¹ Almgren, Per, Nordiska Sparlån, www.nordspar.se/vision.html, 2006-12-11

handel är just ett frivilligt utbyte av varor och tjänster. Följaktligen uppstår inte ett handelsutbyte om inte båda parter anser sig tjäna på det.

Marknaden för pengar, det vill säga finansmarknaden, fungerar på precis samma sätt. Du hade inte lånat ut dina pengar till en entreprenör som behöver kapital om du inte ansett att din potentiella avkastning är högre än värdet på det du i dag skulle kunna konsumera för pengarna. På samma sätt hade inte entreprenören lånat dina pengar till överenskommen ränta om han eller hon inte ansett att priset, det vill säga räntan, är *lägre* än den kostnad det hade inneburit att arbeta ihop dessa pengar. Entreprenören måste alltså låna för att göra stora investeringar innan hon eller han kan gå med vinst. Och långivaren, som är beredd att avstå från en del av sitt konsumtionsutrymme, kan få avkastning på sin investering i utbyte mot risken att låntagaren inte kan betala tillbaka.

Alla former av produktion, vare sig det handlar om produkter eller tjänster, förutsätter ett kapital som är fastlåst i verksamheten. Man kan säga att varje köp av en produktionsapparat kräver en investering. Storleken på investeringen står alltid i proportion till den förväntade avkastningen på investeringen och till förutsägbarheten i avkastningen, med andra ord risken. Ju högre risk, desto högre avkastningskrav. Men människor bedömer naturligtvis risker på olika sätt, och möjligheten att göra detta är en av hörnpelarna i en fri ekonomi. Variationen i bedömningarna leder till att en mångfald av investeringar i produkter och tjänster uppstår. Denna mångfald leder till att det uppstår konkurrens mellan olika koncept och produkter, vilket i sin tur ökar benägenheten till nya investeringar för att ytterligare stärka konkurrenskraften för de egna produkterna. Risktagande är med andra ord en väldigt viktig del av en ekonomi.

Självfallet leder många investeringar inte till någon avkastning – man kan då säga att den ursprungliga investeringen blir värdelös – men för att åstadkomma ekonomisk tillväxt är högt risktagande helt avgörande. Utan investeringar blir uthållig ekonomisk tillväxt omöjlig, vilket leder till att många får det sämre. Att skapa förutsättningar för rätt typ av kapitalister är här helt avgörande.

Bonden bestämmer sig för att investera 2 extra ton potatis för att öka produktionsarealen. Han sätter alltså totalt 12 ton i stället för 10 ton, vilket leder till en nettoökning av produktionen på 18 ton. Han skulle kunna sälja överskottet eller återinvestera det för att

åstadkomma ytterligare en ökning nästa år. Men han lever redan bra, och använder 10 ton av den nya produktionen till att investera i grannens nya konferenscenter, i vilket han får en ägarandel på 5 procent. Tack vare investeringen kan grannen färdigställa konferenscentret, anställa tre personer för att upprätthålla verksamheten och dessutom leverera en avkastning till bonden motsvarande 2 ton potatis per år. Det leder i sin tur till att bonden får en årlig avkastning på 20 procent av det investerade kapitalet. Och de tre nya personerna, som tidigare var arbetslösa, kan tack vare sin lön konsumera och investera, vilket leder till ytterligare ekonomisk tillväxt.

3. Vem är investeraren?

Den bästa investeraren är vad jag skulle kalla en ”riktig kapitalist”. Ordet kapitalist är annars ofta negativt laddat – medan entreprenörer höjs till skyarna. Många tänker när de hör ordet entreprenör på en person som vill starta en ny liten verksamhet, men om en entreprenör blir framgångsrik blir hon eller han genast en kapitalist. Man skulle alltså kunna säga att en kapitalist är en etablerad entreprenör som ackumulerat ett stort kapital. Men är det inte just det vi vill, att människor ska bli framgångsrika entreprenörer och på så sätt skapa nya jobb och en växande ekonomi? Möjligen investerar en kapitalist mer pengar och en entreprenör mer tid i ett projekt, men kom ihåg att pengar bara är sparad produktion eller innehållen konsumtion. Med andra ord investerar den som har mycket pengar sin sparade produktion, medan en entreprenör kanske investerar sin nuvarande produktion i form av sin tid. Det är ju egentligen ingen skillnad: precis som en entreprenör investerar en kapitalist sin tid och sina pengar i ett projekt hon eller han tror på. Jag antar att man känt sig tvungen att börja använda ett nytt ord för samma sak nu när de flesta verkar ha insett betydelsen av företagande.

En riktig kapitalist tar alla konsekvenser av sina egna beslut. Och eftersom en kapitalist har kontroll över sitt eget kapital är alla investeringsbeslut helt avgörande för den egna framtiden. För en riktig kapitalist kan det inte finnas annat än rent kommersiella avväganden, eftersom det hela tiden handlar om privata pengar. En riktig kapitalist tar inga icke-kommersiella hänsyn. Ingen vet bättre än kapitalisten själv vad som är en bra investering för denne. Det är ofta något man tror på och brinner för, som en idé, en produkt eller ett koncept. Och eftersom det man tror på ofta är något man känner väl, kan man ofta påverka utfallet själv. Bonden vet hur man tar hand om skog, IT-tjejen förstår programvarans möjligheter, kläddesignern förutser nästa års mode och finanskillen förstår hur dollarkursen kommer att utvecklas. Det är naturligtvis inte säkert att de har rätt, men om de investerar med sin kunskap som grund har de en stor chans att göra bra investeringar. Bara de själva kan ta de viktiga besluten.

De allra flesta människor vill inte att någon annan ska bestämma vad de ska använda sina pengar till. Inte vill väl du att någon annan ska bestämma hur du ska prioritera ditt boende eller dina resor eller om du ska ha pengar på banken eller köpa aktier? Bara du kan bestämma vad som viktigt för dig. Men ofta hör man åsikten att människor inte behöver äga stora summor pengar, eftersom de inte kan göra av med dem. Den välkände vänsterdebattören

Johan Ehrenberg hävdar exempelvis att ingen människa klarar av att ta ansvar för riktigt stora förmögenheter. Han menar att bara det gemensamma, det vill säga staten, klarar av att hantera den makt som stora kapitaltillgångar medför.²

Rent intellektuellt kan alla förstå att en sådan tanke är lätt att tänka för en person som egentligen inte sparar några pengar utan använder alla sina inkomster till konsumtion. Men någon måste ju spara de potatisar som behövs för nästa års sådd för att det ska kunna bli någon skörd alls. Någon måste investera eller ta av sin produktion eller innehållna konsumtion – och den lotten faller på den som har mycket. En sådan person använder sällan hela sitt överskott till att konsumera, eftersom det finns en gräns för hur mycket man orkar konsumera och för vad man behöver. Just därför är kommentaren ”mer än han behöver” helt irrelevant. En riktig kapitalist blir den som har möjlighet att upplåta sina extra potatisar till egna eller andras projekt för att skapa ökad produktion och välstånd. Och sådana personer är otroligt viktiga för en ekonomi.

Om tillräckligt många riktiga kapitalister investerar i sina hjärteprojekt kommer detta alltså att ge bra förutsättningar för en stark produktionstillväxt. En förutsättning för att sådana sunda investeringsbeslut ska kunna fattas är naturligtvis att riktiga kapitalister finns i verkligheten. Att hårt arbete – hög produktion av potatis och annat – ska löna sig är naturligtvis väldigt viktigt i sammanhanget.

Eftersom de flesta riktiga kapitalister investerar inom områden som intresserar dem, eller områden de anser sig tycka behärska, eller investerar i något nytt de tror på, skapas en mångfald där idéer och intressen kompletterar varandra. Självfallet leder detta också till många misslyckade investeringar, men det är helt nödvändigt i en öppen ekonomi. Motsatsen är en ren planekonomi där en central makt tar alla beslut. Problemet är då att man aldrig på förhand kan veta vilka investeringar som kommer att löna sig, och att allt kan slösas bort vid misslyckanden. I en öppen ekonomi däremot satsar en rad kapitalister på olika saker där några lyckas, andra inte, medan risken att alla samhällets resurser kastas bort är obefintlig.

Individens kontroll över sitt eget kapital och sina egna tillgångar har motarbetats under en längre tid av den socialdemokratiska staten i Sverige. Det har lett till att de riktiga

² Ehrenberg, Johan (2003), *Stackars oss!*, ETC Förlag

kapitalisterna blivit allt färre, eftersom hårt arbete ålagts beskattningar av sällan skådade mått. Det har också lett till ett bevarande av förmögenhetsstrukturerna, och till mindre utrymme för nya, pigga entreprenörer. I stället har den socialdemokratiska staten tagit hand om människors sparande i form av ett stort offentligt sparande, och även genom arbetsmarknadens parter. Det har gjort att människor oroas över att inte få tillbaka de resurser som staten sparat åt dem, att strukturer bevaras och att människors frihet och makt över sina liv ersatts av ett beroende av staten.

För att människor ska kunna bli kapitalister krävs att de kan ackumulera kapital. Men det extremt höga skattetrycket i Sverige i kombination med ett mycket litet antal högt betalda människor gör att hårt arbete inte lönar sig. Det innebär att det är svårt för en enskild individ att samla ihop stora ”potatishögar”, som ju möjliggör för enskilda människor att bli kapitalister och bedriva ett starkt entreprenörskap. Inte bara har vi en effektiv marginals katt på 58 procent som gäller redan från årsinkomster på 450 500 kronor (inkomstår 2005) – då har redan en arbetsgivaravgift, som i praktiken också är en inkomstskatt, på 32 procent dragits.

Följaktligen tjänar få människor riktigt bra med pengar i Sverige. En del försöker hitta sätt att tjäna pengar via kapitalvinster istället. Statens motmedel mot detta har varit att sätta dit de små entreprenörerna, de som annars kunde bli framtidens kapitalister, med hjälp av så kallade 3.12-regler.

Viljan att riskera en förlust av satsade medel är låg i ett land med ett skattesystem där man inte får behålla den större delen av vinsten. Handelns Utredningsinstitut (HUI) visade i en rapport 2003 att för minst 50 procent av de svenska hushållen fanns det i princip inget samband mellan inkomst och vilken förmögenhetsklass man hamnar i. För den svenska medelklassen har alltså förmögenhet och sparade tillgångar mycket lite med inkomsten att göra. Endast 14 procent av variationerna i förmögenhet mellan hushåll kan förklaras av vad människor tjänar. I USA uppgår samma siffra till 47 procent. Det är med andra ord väldigt svårt att ackumulera kapital i Sverige.

Det leder såväl till minskad social rörlighet som till att färre människor vågar starta företag. I USA är andelen av befolkningen som försöker starta företag 14 procent, medan den i Sverige uppgår till fyra procent. Det påverkar i sin tur förmögenhetsstrukturen i landet. Stefan Fölster

visar i skriften *Jämställdheten som försvann* att av de 100 rikaste svenskarna, inklusive gruppen utlandssvenskar, har enbart var femte själv byggt upp sin förmögenhet. Kontrasten är tydlig: i USA var på 1990-talet fyra av fem sin egen lyckas smed. Dessutom är majoriteten av de rika svenskarna arvtagare till personer som startade företag under åren då Sverige gjorde den stora klassresan, det vill säga perioden 1870 till 1960.

Allt detta visar hur höga skatter på arbete och vinster leder till att färre människor skapar framgångsrika företag som i sin tur skapar arbeten och ackumulerar kapital som kan återinvesteras i ekonomin. I början av 1990-talet ägde 20 procent av de rikaste svenskarna 70 procent av förmögenheten i landet, men i slutet av samma decennium hade denna andel ökat till 91 procent. Det är en betydligt högre koncentration än i USA, där motsvarande siffra är 82 procent. Och då bör man ha i åtanke att många av de allra rikaste utlandssvenskarna, till exempel familjen Rausing och Ingvar Kamprad, inte räknas med.

I dagens läge förlitar vi oss i hög utsträckning på ett fåtal multinationella svenska företag, varav inget har grundats efter 1970. Förutsättningarna för nyföretagande i Sverige är alltså mycket dåliga. Professor Pontus Braunerhjelm vid KTH har visat att två av tre amerikanska företag inte skulle överleva om de betalade svenska skatter.

Att låta duktiga människor ackumulera kapital är nödvändigt för att en ekonomi ska kunna förnya sig. Denna typ av kapital är särskilt viktig eftersom den enskilde kapitalisten alltid är den bästa investeraren. Nu är det ju så att svenskar ackumulerar kapital ändå, vissa genom att flytta pengar utomlands eller hitta på andra finurligheter – men andra genom att helt enkelt fuska för att uppnå sina egentligen ädla mål. Ett land där man behöver fuska för att kunna skapa är ett land som är orimligt och orättvist. Jag tror att för alla resonerande människor som tänker igenom den ekonomiska verklighet vi lever i blir det självklart att situationen i Sverige är helt ohållbar.

Förutom privata kapitalister finns också företags- och institutionskapitalister, vilket betyder att företag äger andra företag, i vissa fall som rena investmentbolag, i andra fall via vanliga bolag. Men det finns även andra organisationer som äger aktier – såsom kyrkan, fackföreningar, stiftelser och liknande – och som därmed förvaltar sina egna eller medlemmarnas pengar. De har egentligen ingen annan uppdragsgivare än sig själva. Självfallet styrs de ofta av specifika ändamål, men det är sällan medlemmarna kan få tillgång

till några pengar. I stället agerar de efter sina egna ideal, och även om de kanske inte agerar som en normal privat kapitalist kan de därför kallas riktiga kapitalister. De kanske agerar politiskt eller på något annat sätt icke-kommersiellt – vilket naturligtvis inte förvånar, alla vet vilka ideal kyrkan, fackföreningen eller nykterhetsrörelsen har – men allt som oftast dominerar även där avkastningskraven för att organisationen ska kunna fortleva. Det är upp till varje fri kapitalist att göra vad denne vill med sina pengar så länge det inte finns någon annan eventuell uppdragsgivare som är den egentliga kapitalisten. I allmänhet agerar denna typ av institutioner därför som goda kapitalister, och om de inte skulle göra det skulle de inte skada någon annan än sig själva.

Företag är oftast goda kapitalister med en vinstmaximerande syn på sina investeringar i andra företag. Det kan förekomma att andra hänsyn än rent kommersiella tas, speciellt i företag med svaga alternativt väldigt många små ägare. Detta är dock ägarens eget problem, eftersom ägaren alltid är ansvarig och den som drabbas av icke-kommersiella beslut. Ingen har anledning att invända mot att företag tar andra hänsyn än rent kapitalistiska om ägaren nu skulle vilja det. Ägaren är uppdragsgivare, och kan alltid avsätta styrelsen om hon eller han är missnöjd. Det är alltså upp till varje företag att bestämma hur dess pengar ska användas, så länge det inte finns en annan uppdragsgivare som är den egentliga kapitalisten.

Motsatsen till en riktig kapitalist är vad jag skulle kalla en förvaltningskapitalist. Det är alltså en person som förvaltar andras pengar. Det finns naturligtvis många olika sätt att göra detta på, och vissa är bättre än andra. Ju mer förvaltarens intressen är sammanflätade med investerarens, desto mer liknar förvaltare den riktiga kapitalisten. Detta uppnås som bäst när en uppdragsgivare själv tar kontakt med en uppdragstagare och en helt frivillig relation uppstår. Motsatsen däremot är förvaltning där det inte finns någon tydlig uppdragsgivare, utan det i grund botten handlar om någon form av kollektiv förvaltning. I löntagarfondsdebatten på 1980-talet användes ofta det eminenta ordet fondsocialism. I mina ögon är fondsocialism vanligt idag. Fondsocialism är lika dåligt som statligt ägande.

Kapitalets rörlighet har ökat markant under de senaste 20 åren, och kapitalmarknaderna har dessutom blivit allt mer omfattande. På 1950-talet präglades världshandeln av regleringar, vilket ledde till relativt liten handel och få kapitalflöden. Inom ramen för Bretton Woods-systemet hölls valutakurserna fast, och i Sverige styrde Riksbanken över kapitalflödena ut och

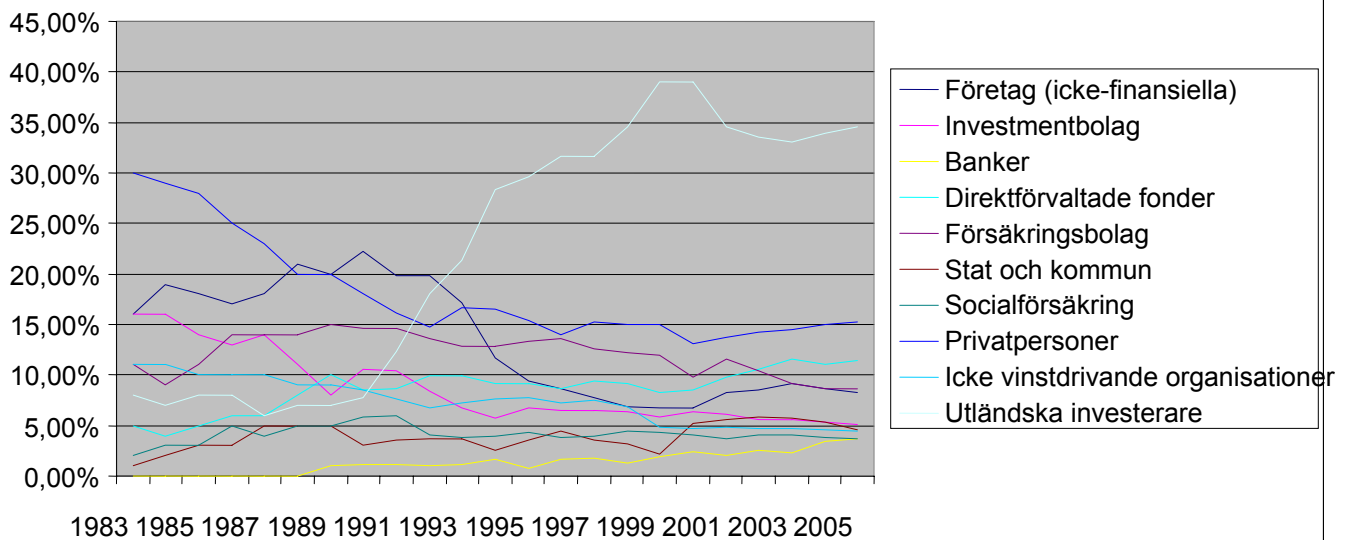
in från Sverige. Systemet bröt dock samman under 70-talet, delvis på grund av att allt fler länder, men kanske främst USA, hade en alltför hög inflation.

Delvis på grund av Bretton Woods-systemets kollaps började alltså kapitalflödena öka på 70-talet. En annan anledning var införandet av valutakonvertibilitet, som medförde tilltagande handel och därmed ökade kapitalflöden. Under 80-talet genomfördes ett antal avregleringar av kapitalmarknaderna, vilka fortsatte in på 90-talet. En av anledningarna till detta är att elektroniska handelssystem har reducerat transaktionskostnaderna markant i förhållande till aktiebrev och bankböcker. Stockholmsbörsen utgör inget undantag – sedan 1990 är aktiehandeln på börsen helt automatiserad. Omsättningen har ökat från 2–3 miljarder kronor per år under 1970-talet till ungefär 10 miljarder per dag i början av 2000-talet. År 2004 uppgick omsättningen på Stockholmsbörsen till 3 390 miljarder kronor, vilket var en ökning med nästan 1 000 miljarder från föregående år. Numera är bristen på kapital sällan en begränsande faktor för potentiella entreprenörer.

Dessutom har det utländska ägandet ökat markant³ – utlandet var i december 2005 den sektor som hade störst andel av det totala börsvärdet, 1,3 biljoner kronor (se bild nedan). USA var det land som stod för den största delen av det utländska ägandet, följt av Storbritannien. De utländska ägarna sektorfördelas inte i statistiken, men för USA och Storbritannien framgår att finansiella institutioner är det största aktörerna. Det speglar naturligtvis bara de alltmer internationaliserade marknaderna där aktiva val från stora internationella förvaltare är oberoende av nationsgränser.

³ Jörnmark & Ramberg (2003), *Globala förkastningar*, sid. 13. Studentlitteratur.

Ägande av samtliga noterade svenska aktier



Källa: SCB

Statistiken från SCB visar tydligt hur det ansiktslösa ägandet på Stockholmsbörsen ökar. Det ägande som har minskat minst är privatpersoners – med andra ord riktiga kapitalisters ägande – som gått från cirka 30 procent till cirka 15 procent av det totala börsvärdet. Att andelen aktieägare i befolkningen minskat sedan 2003 – vid utgången av december 2005 ägde 20,5 procent av befolkningen aktier noterade på svensk marknadsplats – kan bero på flera olika saker. Enligt den värdepappersfondstatistik SCB publicerar var hushållens nettosparande i rena aktiefonder under 2005 negativt. Fler tycks ha gått över till att spara enligt fond-i-fond (fonder som i sin tur investerar i andra fonder). De svenska hushållen blir alltså rikare för varje år, men deras direkta ägande av aktier går samtidigt ner. Då många svenskar äger aktier via utlandet kan siffrorna vara något missvisande, men de illustrerar likväl hur det ansiktslösa ägandet i Sverige ökat.

Dessutom har investmentbolagens ägande fallit från drygt 16 procent till drygt 5 procent av börsvärdet. Investmentbolag förvaltar i regel någons förmögenhet, och har normalt sett ganska tydliga band mellan uppdragsgivare och uppdragstagare. Den tredje tydliga trenden är naturligtvis det massivt ökande utländska ägandet.⁴

⁴ Sundqvist, Sven-Ivan, The internationalisation of asset ownership in Europe, Ägarna och makten (2002)

Vem är då uppdragsgivaren till det anonyma fondkapitalet? Jag skulle vilja införa begreppet ”kollektiva fonder” som benämning på dessa. I begreppet lägger jag inte bara de tydligt kollektiva strukturerna, utan också stora företags pensionsfonder där den enskilda pensionstagaren saknar inflytande över förvaltningen. Vissa kollektiva fonder är ju kontrollerade av staten, och det svenska folket är i någon bemärkelse deras uppdragsgivare. Men tyvärr förvaltar dessa fonder väldigt stora belopp utan att ha en tydlig relation till uppdragsgivaren, det svenska folket. När det gäller fonder uppsatta av arbetsmarknadens parter är uppdragsgivaren alla de kunder som på olika sätt är kollektivt inordnade under dessa paraplyer – det vill säga pensionärer, som är väldigt långt från verksamheten. Det är likadant när det gäller enskilda företags pensionsfonder: den enskilda anställda som då är uppdragsgivare sitter väldigt långt från uppdragstagaren.

Oavsett om dessa strukturer är olämpliga eller inte kan de kollektiva fonderna självfallet vara framgångsrika som förvaltare under många år, och göra de flesta pensionstagare nöjda. Dessutom saknar vi i Sverige en tradition av personligt ansvar för vår pension och vårt liv i stort, och därför är det alltid lätt att hitta argument som att när man försöker lägga över ansvar med premiepension och annat på individer, blir följden ett begränsat intresse. Detta förstärks naturligtvis av den marginella påverkan, alltså att det handlar om en relativt liten del av pensionen. Det enda sättet att få människor att ta ansvar är att tydliggöra att de måste ta hela ansvaret för sin pension och också indirekt vara mer ’aktiva’ ägare av sina tillgångar. Självfallet ska de som vill låta någon annan förvalta deras pengar, men alltid frivilligt. Då skulle människor reagera på ett helt annat sätt.

Problemet är egentligen inte att dessa fonder ibland begår misstag i förvaltningen. Problemet är snarare den otydliga kopplingen mellan uppdragsgivare och uppdragstagare, vilket kan leda till att andra hänsyn än att maximera pensionärernas pengar kan tas i förvaltningen.

Den nyligen avlidne nobelpristagaren i ekonomi Milton Friedman sammanfattade problemet genom att tala om fyra olika sätt att spendera pengar: du kan spendera dina egna pengar på dig själv, någon annans pengar på dig själv, dina egna pengar på någon annan, samt någon annans pengar på någon annan.⁵ I vilket av fallen är sannolikheten minst att alla involverade parter

⁵ Friedman, Milton, *Free to choose*, (1981)

blir nöjda? Det sista fallet (att du spenderar någon annans pengar på någon annan) innebär att kopplingen mellan uppdragsgivare och uppdragstagare är väldigt vag. Risken för missförstånd, försnillning eller allmän inkompetens ökar då betydligt.

Denna problematik finns alltså inom dagens pensionssystem. Fonderna investerar någon annans pengar, det vill säga medborgarnas, hos någon annan, det vill säga andra fonder och företag. På så vis anonymiseras investeringarna, och risken finns att fondförvaltarnas intressen skiljer sig från pensionsspararnas. Ansvar hos våra stora pensionsförvaltande organisationer är svårt att definiera och följa upp.

Percy Barnevik drev länge frågor om ägarstyrning och problemet med den tilltagande anonymiseringen i form av jättefonder:

Olyckligtvis har Sverige, i likhet med övriga OECD-världen, ett försvinnande litet antal privata ägare, som i kraft av sitt aktieäggande och sin kompetens utövar inflytande direkt eller via styrelsen. Det synliga ägandet och en koppling till den egna plånboken är en oslagbar kombination.⁶

Detta förstärks av att kollektiva fonder förvaltar stora belopp, tillsammans i vart fall 1000 miljarder kronor. Vissa fonder utgör så kallade buffertfonder, och det finns där inget utrymme för egna investeringar, något som i stället sker inom ramen för PPM-systemet. PPM-systemets samlade tillgångar uppgick år 2005 till 193 miljarder kronor. För omkring 70 procent av dessa tillgångar har människor aktivt valt att investera i vissa fonder.

Det gör organisationerna till relativt stora ägare i många storbolag, och de kan utöva ett stort inflytande. Den fråga man måste ställa sig är naturligtvis om detta inflytande alltid används för att maximera avkastningen för nuvarande och framtida pensionärer, eller om andra hänsyn tas. Jag utgår från att varje enskild uppdragsgivare, med andra ord den enskilde individen, väldigt sällan skulle vara beredd att ha en betydligt lägre pension i framtiden bara för att andra hänsyn än att maximera avkastningen tas. Att bara en bråkdel valt att placera sina pensionspengar i så kallade etiska fonder ger belägg för det. Tyvärr finns det ju aldrig heller facit för huruvida beslut fattats endast för att maximera uppdragsgivarnas pengar eller om

⁶ De Ridder, *Finansiell ekonomi*, Norstedts förlag (2003)

även andra hänsyn tagits. De ansvariga kommer naturligtvis alltid att hävda att de skyddar sina uppdragsgivares intressen när de kommenterar enskilda beslut. Men jag är övertygad om att flera andra hänsyn tas just därför att de styrande ofta är insyltade i den offentliga makten och står politiker och andra höga företrädare i Sverige nära. Det är med andra ord tydligt att det finns andra intressenter i sammanhanget än pensionsspararna. I en krönika på *Privata Affärers* hemsida berättar ekonomichefen på TV4-nyheterna om hur han försöker söka bland de valbara fonderna:

Det enda som går att specialsöka är ränte-, bland-, generations- och aktiefonder. Samt miljö/etisk. Hur kul är en sådan begränsning?

Krönikören skriver vidare om en statlig utredning som föreslår att PPM-delen läggs ner, alternativt att antalet valbara fonder minskas. De små inslag av valfrihet som trots allt existerar skulle alltså lämnas över i byråkraternas händer. Det skulle naturligtvis leda till en ytterligare anonymisering av pensionssparandet. Och om antalet valbara fonder skulle minska är det bara att gratulera storbankerna, som under en längre tid haft svårt med att slå börsindex med sina fonder, och följaktligen tappat marknadsandelar. Eftersom all erfarenhet visar att staten är benägen att lyssna på stora företags intressen av den enkla anledningen att de är mäktiga, finns det på sikt en risk att politikerna går storföretags ärenden på bekostnad av pensionsspararnas valfrihet. Den enda sunda kapitalförvaltningen, enligt min mening, är den som i alla lägen försöker maximera avkastningen i linje med den risknivå man väljer.

Ett av historiens mest kända exempel på missbruk av pensionsfonder är Robert Maxwells försvinnning av pensionspengar på 400 miljoner pund för att stödja sitt eget medieimperium. Han dog under mystiska omständigheter och hittades i vattnet bredvid sin lyxyacht utanför Kanarieöarna 1991. Strax därefter uppbådades hela skandalen om hur han stött sina bolag med hjälp av de anställdas pensionspengar.

Utan att dra paralleller till Maxwellkraschen förekommer det även i Sverige att företags pensionsfonder har stora innehav i egna eller närbesläktade bolag. Jag vill tydliggöra att jag inte tror att någon av de nämnda organisationerna i Sverige skulle ägna sig åt sådant missbruk. Men exemplet visar på möjligheten, och eftersom incitament definitivt fungerar är inte annat att förvänta sig i en dylik struktur. I varje enskilt fall bör pensionstagaren fråga sig om pengarna förvaltas i enlighet med hans eller hennes bästa intresse, eller om det handlar om

att skydda ett företags ägarstruktur från uppköp och andra intressen. Men eftersom få sitter vid köksbordet och funderar på hur deras pensionspengar inom kollektiva fonder förvaltas kan pengarna användas till alla möjliga ändamål som inte ligger i den enskilda pensionstagarens intressen. Jag vill påpeka att det naturligtvis finns många kompetenta tjänstemän inom pensionsorganisationerna och att de i många fall gör ett bra jobb. Jag har själv mycket bra erfarenhet av dem, de är proffs på förvaltning. Kritiken är inte riktad mot dem som jobbar där, utan mot de drivkrafter de styrs av. Den kritiken kan de nog till stor del instämma i.

Faktum är att organisationerna ofta drivs av för uppdragsgivaren specifika drivkrafter, speciellt när andra än de direkta förvaltarna lägger sig i, som till exempel politiskt tillsatta styrelser. Dessa drivkrafter handlar ofta om intern politik – har förvaltaren rätt drivkrafter för att maximera avkastningen, eller finns det andra intressen? Just kollektiva fonder är ett utmärkt exempel på en form av fondsocialism där kapitalet på samma sätt som när det styrs direkt av staten saknar ansikte och tydlig uppdragsgivare. Och om uppdragsgivare saknas optimeras aldrig resultaten i en rent kommersiell riktning, eftersom det är lätt att ta hänsyn till en massa andra faktorer.

Det är viktigt att påpeka att även kollektiva fonder ofta anlitar andra att förvalta pengar åt dem, såsom hedgefonder, riskkapitalfonder eller andra kapitalförvaltare. Fondförvaltare förvaltar med andra ord åt både privatpersoner och kollektiva fonder. Och fondförvaltare som förvaltar människors pengar på deras direkta uppdrag har en tydligare drivkraft än de kollektiva fonderna, eftersom de bedöms direkt av kunden – om kunden inte är nöjd kan denne alltid flytta sina pengar till en annan fond eller förvaltare. I allmänhet gäller för denna typ av förvaltning att kunden betalar in en summa dag ett, och att denna summa därefter förvaltas av fonden under en på förhand bestämd tid eller tills dess att kunden säljer sina andelar i fonden. Det finns ett massivt utbud av sådana produkter, som tyvärr ofta är väldigt svårt att överblicka för gemene man. Fonderna har ofta speciella inriktningar som handlar om geografisk, ränte- eller aktiebaserade instrument eller en blandning av dessa. Det finns också så kallade strukturerade produkter med olika komponenter för att uppnå en grundavkastning med en chans till högre avkastning.

De så kallade hedgefonderna söker absolut avkastning. De jämför sig inte med börsindex eller räntor, och har ofta ett avkastningsmål som är oberoende av omvärlden. De karakteriseras också av att de har relativt få regleringar – de begränsas i princip endast av de regleringar och

stadgar de själv sätter upp. Det ger en stor handlingsfrihet, och olika finansiella instrument används för att differentiera och sprida riskerna. Hedgefonder kan därför ägna sig åt fler investeringsstrategier än en vanlig fond. Ofta finns det bara utrymme för ett fåtal professionella investerare i en hedgefond.

I en del produkter binds pengarna upp hos förvaltaren under ett antal år. Det är då svårt för privatpersoner att överblicka kostnaderna för att anlita en fondförvaltare, vilket leder till att vissa förvaltare tar ut höga avgifter och att detta blir deras drivkraft snarare än att tjäna pengar åt sina uppdragsgivare. Typiska exempel är insättningsavgift och förvaltningsavgift. En insättningsavgift fungerar så att om uppdragsgivaren betalar 105 kronor den första dagen ger detta bara andelar i fonden till ett värde av 100 kronor. En förvaltningsavgift i sin tur är en årlig procentsats av kapitalet som kan variera mellan 1 och 3 procent. Alla former av sådana fasta avgifter kan skapa olämpliga incitament för förvaltaren och skilja uppdragstagarens drivkraft från uppdragsgivarens. Vinstdelningsavgifter däremot – de är typiska i hedgefonder, där ofta 20 procent av kapitalvinsterna går till förvaltarna – har den effekten att intressena flyter ihop för förvaltaren och den riktige kapitalisten, vilket är väldigt positivt för förvaltarens beteende. I allmänhet är sådana fonder en ganska bra typ av förvaltning eftersom det finns en tydlig uppdragsgivare. Det gör att de är betydligt bättre ägare och investerare än de ”kollektiva fonderna”. Alla relationer är frivilliga och kan brytas av uppdragsgivaren när det passar denne. Det ger ett sunt affärsklimat, och det leder till gemensamma intressen och till att förvaltaren oftast betar sig som en riktig kapitalist.

Utöver detta finns vad som i Sverige kallas riskkapital. Det finns i landet ett antal så kallade riskkapitalbolag, som precis som kollektiva fonder och direkt förvaltade fonder är förvaltare av andras pengar. Institutioner som till exempel kollektiva fonder och banker samt en del rika privatpersoner investerar i dessa fonder. Det sker i form av en garanti om att betala till fonden när denna gör en investering i ett bolag. Med andra ord: Pengarna betalas först när ett riskkapitalbolag investerar i ett bolag. Riskkapitalmodellen bygger också på att man under en längre tid (vanligen 10 år) avsäger sig rätten att påverka hur pengarna används av riskkapitalbolaget. Man lovar alltså att betala för varje investering utan att ha några som helst synpunkter på investeringen. Självfallet ligger ett komplicerat rättsligt avtal till grund för uppgörelsen, och bolaget kan bara investera inom vissa avgränsade ramar (som dock i allmänhet är ganska generösa). Vad som är positivt med riskkapital är att investerare och förvaltare har gemensamma intressen, eftersom förvaltaren får en rejäl del av de reavinster

som uppstår i förvaltningen, vanligen 20 procent. Det gör att riskkapitalister ofta faktiskt uppför sig som riktiga kapitalister. Det kanske är därför branschen vuxit så mycket; den har dragit till sig riktiga kapitalister eftersom det är så svårt att genom hårt arbete uppnå rikedom i Sverige.

Ordet riskkapital används ofta på ett förvirrande sätt på svenska, eftersom två olika former av kapital i allmänhet omfattas av denna benämning. Den ena, som jag tror de flesta tänker på när de hör ordet riskkapital, är engelskans ”venture capital”, som från och med nu i skriften benämns ”äventyrskapital”. Sådant kapital investeras i idéer eller väldigt unga företag, vilket innebär att investeraren tar en hög risk eftersom verksamheten i regel inte kan stå på egna ben. Den andra formen av riskkapital kallas på engelska ”private equity”, vilket är motsatsen till ”public equity”. ”Public equity” är aktier som är noterade på en fondbörs, medan ”private equity” förenklat betyder onoterade privatägda aktier. Från och med nu benämns detta i skriften ”uppköpskapital”. Det går ut på att någon investerar i befintliga verksamheter och försöker utveckla dessa genom att köpa hela eller delar av bolagen. Dessutom belånas bolagen ofta med stora banklån som en del av finansieringen, vilket är ett sätt att optimera kapitalstrukturen i ett befintligt bolag. Jag återkommer till detta i kapitel 5. Det viktiga att ta med sig här är att ordet riskkapital används förvirrande, och att minst två nya begrepp bättre förklarar vad det handlar om, äventyrskapital och uppköpskapital. Sådana kapital förvaltas oftast i fonder där investerare garanterar pengar.

Bonden har ett ton potatis över som han vill investera någonstans. Staten tar hälften i skatt eftersom han bor i Sverige. Dessa 0,5 ton ska gå till hans pension, säger staten, som sätter potatisarna i en pensionsfond. Bonden har ingen aning om vad som händer med potatisarna, som förvaltas av någon som tydligen anses veta bättre än bonden vad de ska användas till. De 0,5 ton som bonden har kvar vet han inte riktigt var han ska investera. Efter lite eftertanke väljer han att investera hälften direkt i aktier i ett noterat börsföretag och hälften i en blandfond som förvaltas av en välkänd bank. Efter två år har hans aktiepost gått upp med 50 procent, vilket han är nöjd med. Hans blandfond har också gått upp med 50 procent, men efter alla avgifter han betalat till banken har han bara fått 40 procent i uppgång. Bonden tvekar därför om värdet av förvaltningen, eftersom han i praktiken gett en massa potatis till bankens förvaltare. Vid sidan om har han investerat värdet av ett mindre antal potatisar i sonens dator och IT-utrustning i utbyte mot en del i sonens bolag där en ny programvara utvecklas. Det var en riktig chansning – man skulle kunna kalla det en äventyrsinvestering –

men det blev den absolut bästa av alla hans investeringar. Det lilla antalet potatisar han behövde producera för att göra investeringen förvandlades när allt var klart till en massa ton potatis när sonen sålde programvaran till ett amerikanskt företag.

4. Vad är fondsocialism?

I Sverige förvaltas väldiga belopp av statliga fonder och arbetsmarknadens parter för framtida pensioner.⁷ Vidare finns stora pensionsfonder i många företag. Sådana fonder har ibland betydande innehav i det egna bolaget eller i närstående bolag. Men har de det på grund av kommersiella avväganden eller för att det är ett enkelt sätt att kontrollera bolaget och stärka tjänstemannastyret? De opererar naturligtvis i uppdragsgivarnas intresse – alltså nuvarande och framtida pensionärer på företaget i fråga – men är det verkligen det enda som påverkar deras agerande?

I alla lägen där någons pengar (eller någons sparade produktion alternativt innehållna konsumtion) förvaltas av någon annan riskerar en intressekonflikt att uppstå. Detta sker eftersom det inte finns någon naturlig koppling mellan uppdragsgivaren och uppdragstagaren, vilket leder till att uppdragstagaren kan ta andra hänsyn än att maximera avkastningen åt uppdragsgivaren. I praktiken kan det handla om att utöka sin egen eller närståendes makt. Det kan också handla om att internt eller externt ta olika typer av politiska hänsyn. Medias påtryckningar har också betydelse – det är lättare att göra sådant som uppskattas i media än att göra sina uppdragsgivare till lags. I sin värsta form styrs fonderna av statlig, politisk inblandning i kombination med mediepåverkan. Det blir ofta fallet när fonderna ligger nära staten. Och i slutändan är det alltid uppdragsgivaren, den enskilda människan, som drabbas av att andra hänsyn än de rent kommersiella tas, genom att i slutändan få en potentiellt lägre pension, eller om man så vill mindre sparad produktion som leder till minskad konsumtionspotential under ålderdomen. Det är viktigt att komma ihåg att de som får och har minst drabbas värst. De som har mycket har ofta egna pensionslösningar helt utanför de offentliga pensionssystemen, och befinner sig ofta i en situation där det finns en tydlig koppling mellan uppdragsgivare och uppdragstagare. En sådan saknas alltså för de som har små resurser, och dessa betalar därför det högsta priset i form av lägre konsumtion under ålderdomen.

Riskbeteendet hos tjänstemän som förvaltar pengar långt ifrån den egentliga uppdragsgivaren styrs inte alltid av viljan att tjäna pengar, utan i stället ofta av rädslan att misslyckas. Eftersom de inte alltid belönas tillräckligt för att tjäna pengar åt sina uppdragsgivare är de rädda för att

⁷ Förvaltad kapital vid slutet av år 2004, enligt årsredovisningarna.

göra något fel som kan skada deras karriär. Därför undviker de risken att stöta sig med sina artificiella arbetsgivare, som är andra tjänstemän, politiker och media, alltmedan deras uppdragsgivare egentligen borde vara deras arbetsgivare. Detta skulle kunna kallas negativt risktagande, eftersom det handlar om att hantera rädsla i stället för att leta efter möjligheter. Denna typ av riskbeteende är tyvärr vanlig, och leder ofta till att institutionella investerare av kollektiva fonder blir ägare.

Det bör i sammanhanget understrykas att alla fonder lider av den här problematiken, det vill säga att en tydlig koppling mellan uppdragsgivare och uppdragstagare saknas. Som en konsekvens av detta går många privata fonder dåligt.

När Fondbolagens förening firade sitt 25-årsjubileum 2004 diskuterades fondernas fördelar. Den då mest kände fondbolagschefen, Anders Lannebo, argumenterade som följer:

Fonder skapar en ägardemokrati som är väldigt bra och elegant. Även mycket små belopp slussas in på aktiemarknaden och på sikt går det få en högre avkastning än på banksparande.

Många småsparare uppfattar fonder som ett bekvämt och säkert sätt att spara pengar. Fonder innebär att riskerna sprids, och att tid sparas genom att någon annan förvaltar pengarna. Enligt Fondbolagens förening sparar omkring 95 procent av svenskarna i fonder. Det är onekligen en imponerande siffra. Men vid en närmare granskning visar det sig att majoriteten av fondspararna är helt passiva – endast 25 procent av fondspararna byter fonder under en treårsperiod. Omkring 59 procent sätter in pengar automatiskt varje månad. 55 procent sparar själva direkt i fonder, medan resten har antingen pensionsförsäkringar eller statligt sparande hos PPM.

Detta är problematiskt, i flera avseenden. Till att börja med får fonderna ett lägre tryck på sig att förvalta pengarna på ett bra sätt. Vidare kan fondförvaltarna ta ut höga avgifter utan att det verkar beröra människor nämnvärt – prissättningen på fonderna är i dag procentuell, vilket leder till oproportionerligt höga avgifter för den som sparar stora summor pengar i fonder. Avgiften är alltså procentuellt lika stor för en placering på 10 000 kronor som för en placering på en miljon. Det är väl knappast så att skillnaden i kostnader för fondspararen som detta medför motsvaras av skillnaden i förvaltningskostnader. Så höga kostnader kan helt enkelt inte stå i proportion till vare sig prestation eller arbetsinsats. Det bör i sammanhanget tilläggas

att förvaltningskostnaderna i dag torde ha minskat betydligt. Internetmäklarna tillhandahåller billig och enkel förvaltning där det finns goda möjligheter att sprida risk efter eget tycke.

Om avgifterna motiverades av fondbolagens kostnader borde de väl ändras oftare och dessutom skilja sig mer mellan fonderna. Men så är inte fallet – fondbolag som växer behåller nästan utan undantag sina avgifter. Det är också egendomligt att de olika fonderna tar ut i princip samma avgifter trots att deras aktiefonder är av helt olika typ och helt olika storlek. Borde det inte vara vanligare med ”mängdrabatt”, det vill säga att fondbolagen sänker sina avgifter för de kunder som sparar stora mängder pengar i fonder?

Under en längre tid har fondbolagen hävdat att avgifterna motiveras av kostnaderna för förvaltningen. Men i den gamla fondlagen är den grundläggande regeln för ett fondbolag tydlig. Den står redan på första sidan:

Fondbolaget och förvaringsinstitutet skall handla oberoende av varandra och uteslutande i andelsägarnas gemensamma intresse.

Lag (1990:1114) om värdepappersfonder, 1 §

Med denna lag i åtanke har fondbolagen under en längre tid hycklat genom att argumentera för att avgifterna gagnar andelsägarna. År 2004 tillkom dock följande mening i lagstiftningen:

Vid förvaltningen av en investeringsfond skall fondbolaget handla uteslutande i fondandelsägarnas gemensamma intresse.

Lag (2004:46) om investeringsfonder, 4 kap 2 §

Detta står betydligt längre ner i lagtexten. Det lilla tillägget ”vid förvaltningen” kan inte tolkas på annat sätt än att det nu är fritt fram för fondbolagen att maximera sin vinst. Förvaltaren kan med andra ord ta ut högre avgifter om det uppfattas som mer lönsamt.

På ett sätt är det bra att hymleriet försvunnit. Det blir då enklare för småsparare att förstå vilken sparandeform som gynnar dem mest. Men många fondbolag fortsätter att motivera avgifterna med att de står i proportion till förvaltningskostnaderna. De hävdar att avgiften inte spelar någon roll så länge fonderna går bra generellt, vilket i praktiken innebär att en allmän börsuppgång leder till högre avgifter (eftersom fondandelarna blir värda mer). Fondbolagen

tjänar alltså mer pengar om börsen går upp, och detta sker förstås på bekostnad av småspararna, som hade kunnat tjäna betydligt mer pengar genom att själva investera i aktier och därmed ta del av börsuppgången.

En annan miss småspararna gör är att sprida riskerna genom att investera i många olika fonder. Det resulterar oftast i dyrare avgifter. De betalar för en specialistförvaltning trots att fonderna i regel utvecklas ungefär som index. Därför är det i allmänhet bättre att köpa en enkel indexfond, som ofta kostar betydligt mindre än specialistfonderna.

Många av fonderna, inte minst de som storbankerna tillhandahåller, har lyckats väldigt dåligt, även i tider av allmän börsuppgång. Trots det sparar alltså väldigt många svenskar i fonder. Om risken med fonder jämförs med avkastningen är det ganska tydligt att denna sparandeform oftast inte är att föredra – höga avgifter och dålig avkastning är ingen bra kombination. Man bör i sammanhanget också fråga sig vem som egentligen skapar avkastningen. Det är ju faktiskt inte fondförvaltaren själv, utan naturligtvis de företag som förvaltaren investerar pengarna i. Och denna avkastning hade en privat placerare kunnat åstadkomma själv via en enklare riskspridning, utan att betala höga förvaltningsavgifter.

Det bör naturligtvis understrykas att det är upp till var och en hur aktivt man vill förvalta sina tillgångar. Vissa människor har varken tid eller lust att ägna kraft åt sina tillgångar, och då kan fonder vara ett klokt val. Men man får inte glömma att en sådan ägandeform ofta leder till en dålig koppling mellan den som investerar och den som får tillgång till kapitalet.

Att vara kapitalist och en bra ägare måste alltid innebära att man anser att allt är till salu om priset är det rätta. Den person eller institution som fått ”överbetalt” kan alltid hitta något nytt att investera i. En bra och öppen ekonomi är inte statisk och agerar inte för att bevara strukturer. Det finns ett gammalt uttryck som jag fick lära mig som trainee i England: ”Det enda som är beständigt är förändringen.” Att vara ägare och inte vilja sälja för att bevara gamla strukturer är alltid fel. Men nu är det tyvärr så att där förhållandet mellan uppdragsgivare och uppdragstagare är otydligt agerar ägare inte för att maximera värden, utan av andra politiska skäl som är svåra att förklara. Därför är institutionellt ägande genom kollektiva fonder ofta ineffektivt, och potentiellt farligt för de egentliga uppdragsgivarna. Det luktar vad man under 1980-talets löntagarfondsdebatt ofta kallade fondsocialism.

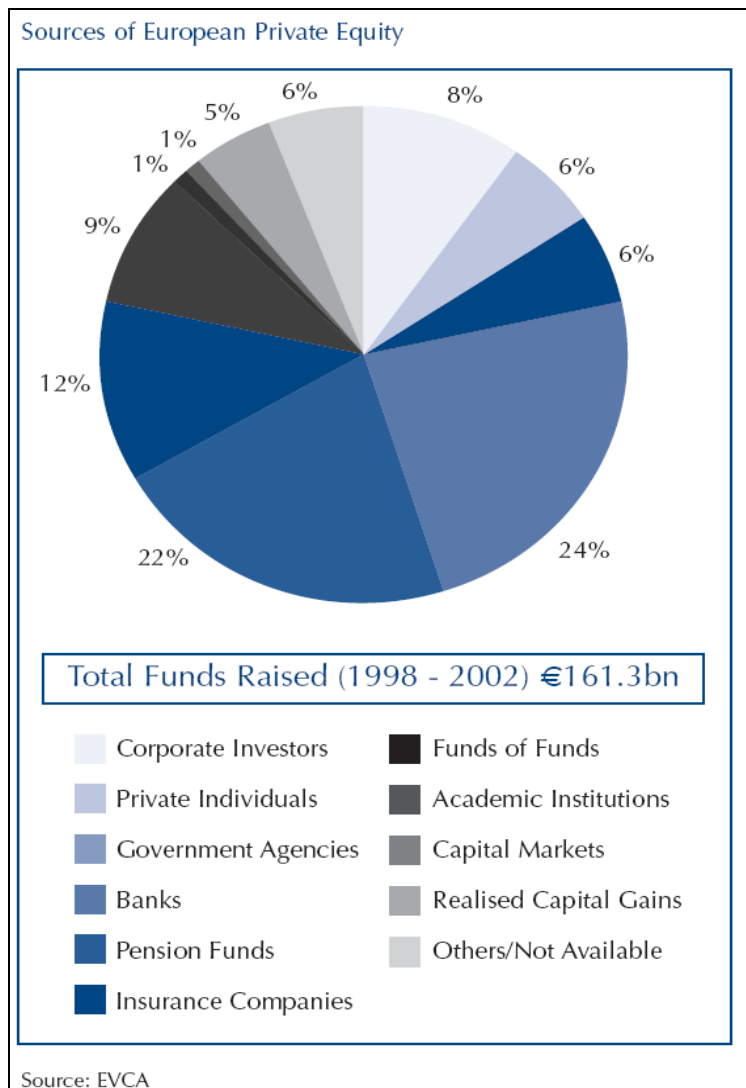
Bonden skulle vilja avsätta 0,5 ton potatis varje år ända fram till dagen han går i pension. Han funderar på ett antal olika projekt där han skulle kunna investera för framtiden. Han skulle kunna köpa aktier eller obligationer, men mest är han intresserad av att köpa skog. Staten bestämmer dock att alla potatisbönder ska avsätta 0,5 ton potatis i statlig pension från och med detta år, och därför har bonden inga potatisar kvar att använda för sin egen framtidsplan. Statens Potatisfond tar hand om förvaltningen av potatisen, och tillsätter som VD för fonden en gammal politiker som tidigare varit statssekreterare i kulturdepartementet. Eftersom denna politiker inte vet något om hur man förvaltar böndernas potatisar anställer han några kompetenta förvaltare. Men han är van vid att bestämma, och dessutom styrs han av sina gamla kollegor som har åsikter i ägarfrågor, så när en kontroversiell fråga dyker upp lägger han sig trots allt i förvaltningen, vilket leder till en lägre avkastning än de professionella förvaltarna hade kunnat uppnå. Bönderna ber flera gånger staten om att få styra sin egen pensionsfond så att den inriktas mer på skog och på så vis skapar en bättre profil för bönderna. De tycker dessutom att det vore bättre att gå samman själva och skapa sin egen institutionella förvaltning. Allt detta avslås av regeringen.

5. Äventyrskapital och uppköpskapital

Kapitalet utgår inte i första hand från enskilda placerare, utan från olika typer av institutionella placerare som överlåter åt andra att förvalta de enskildas kapital. Men dessa förvaltare kan i sin tur investera i äventyrs- och uppköpsfonder. Varför låter någon som blivit ombedd att förvalta någons kapital ytterligare någon annan förvalta detta kapital? Varför tar de en del av de enskildas kapital och ger det till vad de kallar specialinvesteringar, som de själva inte kommer åt?

Affärsmodellerna kring äventyrskapital och uppköpskapital är snarlika. En fond skapas kring ett antal duktiga investerare, som ibland kan vara uppbackade av institutioner som banker eller investmentbolag. Fonden går inte ut på att pengar investeras i samband med att den skapas, utan i stället garanteras ett visst belopp som sedan investeras när fonden hittar något att köpa. Om en investerare garanterar 100 kronor, hela fonden är på 1 000 kronor och ett visst bolag köps för 200 kronor innebär det att investeraren vid köpet betalar de 20 kronor som står i proportion till det belopp som garanterats och till hela fondens storlek. För att de som arbetar med fonden ska kunna driva sin verksamhet betalas från dem som garanterar investeringarna en förvaltningsavgift på mellan 1,25 och 1,75 procent per år av det garanterade beloppet. Fonden satsar vanligen på att hålla fast vid en investering i mellan tre och sju år för att sedan sälja investeringen vidare. Målet är naturligtvis att göra en vinst när bolaget säljs. Det är viktigt att påpeka att detta inte på något sätt sker per automatik och att många investeringar går fel – så är det alltid när man tar en hög risk. Det är lätt att tro att det alltid blir stora vinster, men så är inte fallet. Enligt statistik från European Venture Capital Association finns en tydlig skillnad mellan vad som i branschen kallas kvartiler; avkastningen från den högsta kvartilen är hög, medan avkastningen från den lägsta kvartilen kan vara väldigt låg. En investerare som investerar i fel fond kan med andra ord få en medioker avkastning.

Källor till privat kapital i Europa



Statistik från EVCA, den europeiska samarbetsorganisationen för riskkapital (vilket inkluderar både äventyrskapital och uppköpskapital).

Riskkapitalet spelar en relativt liten roll på den svenska kapitalmarknaden – endast en procent av finansieringen bakom nystartade bolag kommer från så kallat riskkapital. Men även om det goda exemplet USA har långt mycket mer riskvilligt kapital är Sverige faktiskt bäst i Europa – 0,23 procent av BNP utgörs av riskkapital, medan det europeiska genomsnittet är mindre än hälften så stort. Generellt är trenden positiv i Sverige. Under det andra kvartalet 2006 gjorde riskkapitalbolagen 217 investeringar, vilket är den högsta kvartalssiffran sedan mätningarna

började år 2001. Sedan den första mätningen 2001 har riskkapitalbolagen i genomsnitt gjort cirka 150 investeringar per kvartal.⁸

Gemensamt för alla former av riskkapitalbolag är att de investerar under en begränsad tidsperiod. De har olika placeringshorisont beroende på vilken investeringsstrategi de har, men omkring 75 procent av riskkapitalinvesteringarna sker i slutfasen av ett företags livscykel. Riskkapitalbranschen är i dag koncentrerad till ett fåtal aktörer, och ungefär hälften av de svenska löftena om kapital förvaltas av tre företag: EQT, Industrikapital och Nordic Capital. De första riskkapitalbolagen i Sverige etablerades i slutet av 1980-talet, och sedan dess har utvecklingen gått snabbt – i dag finns det omkring 120 bolag som tillsammans omsätter 220 miljarder kronor.

När en vinst uppkommer får de som jobbar med investeringar i fonden vanligtvis 20 procent av vinsten medan investerarna får 80 procent. Denna vinstdelning ska dock i slutändan gälla hela fonden, och förluster får i vissa affärer en total inverkan på hur hela fondens vinst delas. Beskrivningen av affärsmodellen är övergripande, och självklart regleras allt in i minsta detalj i långa rättsliga avtal. Men trots skillnader från fall till fall är detta de allmänna dragen.

Äventyrskapital innebär ett mycket högt risktagande. Ofta handlar det helt enkelt om att investera i någons idé eller att expandera en liten verksamhet. Det kan röra sig om en ny uppfinning eller ett nytt sätt att komma in på en marknad. Detta är väldigt viktigt för nyföretagande och för utvecklandet av nya verksamheter, och branschen är extremt cyklisk – den växte exempelvis väldigt snabbt i samband med IT-ryran vid slutet av 90-talet, då många inför de nya möjligheterna blev hysteriska och ville in och investera i olika projekt. Man måste utgå från att många investeringar kommer att misslyckas, men detta ska kompenseras av några riktigt bra investeringar som ser till att hela fonden får en bra avkastning.

Den cykliska tendensen för äventyrskapital leder till att det ofta kan råda brist på riskvilligt kapital för många projekt. Det gäller speciellt branscher som inte anses vara heta för tillfället. Det är naturligtvis lite trist, eftersom företagande så pass mycket handlar om hårt arbete, och inte alltid om att ha trendiga idéer. Äventyrskapital och andra förvaltade pengar tenderar alltid att bli mer trendkänsliga än den riktiga kapitalisten, som bara är ansvarig inför sig själv. Det

⁸ NUTEK, www.nutek.se, 2006-12-10

är inget som staten kan avhjälpa genom någon fond eller liknande, utan det handlar om bra affärsmöjligheter för den som vill plocka upp stafettpipen. Riktiga entreprenörer arbetar ofta inom nischområden, och därför underlättar det om det finns riktiga kapitalister som är intresserade av sådana områden.

För att äventyrskapital ska vara effektivt krävs professionella människor som har erfarenhet av att utvärdera olika typer av investeringar och som kan göra korrekta riskbedömningar. I vissa situationer kan personer som kanske inte riktigt besitter sådan kompetens halka in i branschen. Äventyrskapitalisten motiveras ju som tidigare nämnts av samma saker som den egentliga kapitalägaren, eftersom hon eller han vid försäljning får en del av den eventuella kapitalvinsten. En äventyrskapitalist agerar därför oftast som en riktig kapitalist – hon eller han gör investeringar för att maximera sina värden, och har egentligen inga andra intressen. Och eftersom en äventyrskapitalist handlar på rent kommersiella grunder bör denne kunna agera som en bra ägare av olika bolag.

De flesta äventyrskapitalfonder är relativt små, eftersom en första investering i en idé eller en liten verksamhet ofta är relativt begränsad. Det leder till att också den årliga avgiften blir ganska liten, vilket förhindrar att de som sköter fonden motiveras av stora årliga avgifter snarare än att tjäna pengar på sina investeringar.

Bonden har blivit ganska rik på senare år. Han har köpt tio närliggande gårdar och har ganska mycket potatis över, närmare 150 ton, som han skulle vilja investera någonstans. Han bestämmer sig för att investera i en äventyrsfond som bara är till för stora placerare, och som kräver att man har tillgångar på 100 ton potatis. Eftersom fonden planerar att investera över en femårsperiod behöver bonden inte skicka all potatis på en gång, utan ska tillhandahålla ungefär 20 ton per år. Han gillar konceptet. Dessutom ligger äventyrsfonden honom varmt om hjärtat eftersom den ska investera i verksamheter som tar fram nya och bättre genmodifierade grödor. Under årens lopp investeras alla hans 100 ton i fem olika verksamheter runt om i världen. Fyra av dessa bolag går i konkurs, men det femte bolaget där bonden investerat 20 ton potatis lyckas alldeles utmärkt. Hans 20 ton potatis blir 200 ton potatis när verksamheten säljs, vilket betyder att han alltså fördubblar sin totala insats trots att fyra av fem verksamheter gått i konkurs.

Den större delen av vad som i Sverige kallas riskkapital utgörs dock av uppköpskapital. Av de riskkapitalinvesteringar på 16 miljarder kronor som gjordes i Sverige under det andra kvartalet 2005 var 14 miljarder uppköpskapital.⁹ Det ger en bra bild av uppköpskapitalets totala dominans inom riskkapitalbranschen, i synnerhet som de flesta när de hör ordet riskkapital säkert tänker på äventyrskapital. Ordet riskkapital passar därför dåligt för denna typ av verksamhet, eftersom det i uppköpskapitalbranschen handlar om en betydligt mer begränsad risk än i äventyrskapitalbranschen.

Uppköpskapital köper upp befintliga bolag i alla typer av branscher. Utgångspunkten är i allmänhet att den fond som köper bolaget i fråga anser att den kan få ut mer värden ur verksamheten än de nuvarande ägarna. Värden i bolag kan som bekant skapas på olika sätt; målet brukar ofta vara ökning av försäljning och höjning av vinstmarginaler. En försäljningsökning kan ske genom att man förbättrar produkterna och tjänsterna och gör dem mer konkurrenskraftiga, eller att man förstärker försäljnings- och marknadsorganisationerna. En sådan ökning kan då också leda till bättre marginaler om inte kostnaderna växer i samma takt. Ett annat sätt att höja marginalerna kan vara att minska kostnaderna. Vad ett uppköpsbolag kan göra för att effektivisera verksamheten är ofta att bidra med ett fokuserat ägande, i synnerhet då ett bolag av olika skäl tidigare haft ofokuserade ägare, eller kanske ett mycket spritt institutionellt ägande. Bristen på fokus kan exempelvis ha berott på att bolaget ärvts i flera generationer, och själva verksamheten därför blivit lidande. Vad som driver ekonomin framåt är ju ständiga förbättringar, och för att uppnå världsklass måste man ständigt sträva efter att ligga före sina konkurrenter. Det finns inget alternativ till ständiga förbättringar. Och ju mer effektivt man kan göra ett bolag, desto större chans har verksamheten att överleva på längre sikt. Därför är det ofta väldigt naivt att protestera mot ”nedskärningar” – när ett bolag tar till sådana åtgärder är de nästan alltid nödvändiga för konkurrenskraften. Naturligtvis kan enskilda individer som drabbas känna sig kränkta och ha svårt att förstå besluten, men det hindrar inte att de måste fattas. Slutligen bör det påpekas att även om en uppköpsfond tror sig kunna effektivisera en verksamhet, löper den naturligtvis risken att inte lyckas. En sådan risk – som jag skulle kalla operationell risk – tas även av äventyrsfonder och alla andra typer av investerare. Operationell risk finns ständigt i alla bolag.

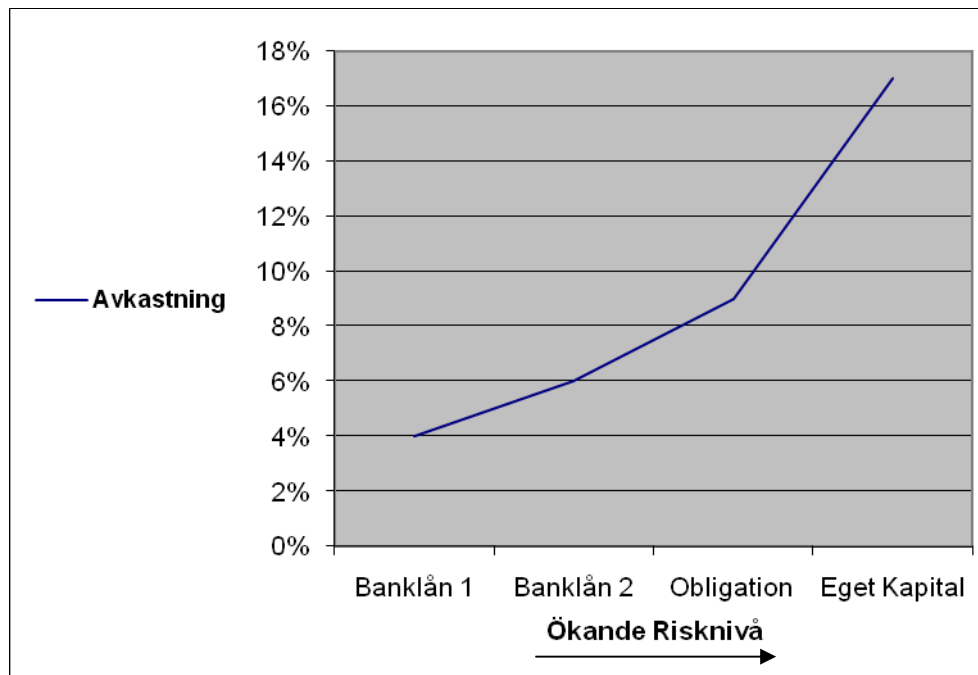
⁹ Svenska riskkapitalföreningens rapport *Riskkapitalbolagens aktiviteter andra kvartalet 2005*

Uppköpsfonder använder sig även av andra metoder för att maximera avkastningen i sina bolag. Den vanligaste är kanske att belåna bolagen och på sätt minska den egna insatsen vid bolagsköpet. Detta är vanligtvis omöjligt för äventyrskapital, eftersom risken är för hög och det inte finns något att belåna emot, men att belåna befintliga verksamheter och använda befintliga och framtida kassaflöden för att betala räntor och amorteringar är lättare. Bankers vilja att belåna brukar variera med de allmänna konjunkturtrenderna, och ju mer banker är villiga att belåna, desto högre priser kan uppköpsbolagen betala för sina objekt.

Högkonjunktur i lånemarknaden kan därför driva upp priserna på bolag ganska mycket. Hur kan man då maximera avkastningen genom att använda stora banklån för att köpa upp bolag till höga priser? Låt mig använda ett enkelt exempel.

Ett bolag kostar en miljon kronor att köpa. Fyra år senare säljs samma bolag vidare för 1,5 miljoner, och den som köpte bolaget har med andra ord tjänat 500 000 kronor på fyra år. Det innebär en årlig avkastning på det insatta kapitalet på 10,7 procent, vilket är det brukliga sättet att mäta årlig avkastning inom branschen. Tänk nu att köpesumman på en miljon i stället betalats genom 600 000 i banklån och 400 000 i eget kapital. Från försäljningssumman på 1,5 miljoner dras då räntor på 100 000 av för fyraårsperioden, och efter att banklånen amorterats återstår 800 000. Då har man bara tjänat 400 000 – men på en insats som från början bara var 400 000 istället för en miljon, vilket innebär en årlig avkastning på 18,9 procent. Detta trick att använda sig av en optimerad kapitalstruktur i denna typ av transaktioner kan vara komplex. Naturligtvis är det så att ju lägre risk man tar, desto lägre är avkastningen. Om man i exemplet bara fått 700 000 för bolaget efter fyra år hade banken fått tillbaka sina 600 000 medan investerarna fått nöja sig med 100 000. Banken får ju alltid tillbaka sina pengar först. Utan att gå in på detaljer kan man se en tendens mot det nedan illustrerade.

Förhållande mellan avkastning och risk



När en uppköpsfond köper ett bolag finansieras det alltså ofta med olika typer av banklån, men även med efterställda lån såsom olika typer av obligationer och eget kapital. Tendensen är en allt finare sönderdelning av kapitalstrukturen för att varje kapitaltyp ska få rätt balans mellan risk och avkastning. Det ger en fördel gentemot till exempel noterade bolag, som ofta har en ineffektiv kapitalstruktur med för mycket eget kapital, vilket minskar avkastningen på det egna kapitalet. Ibland kan man höra från bolagsrepresentanter att det är oseriöst att göra stora belåningar – men hur kan det vara oseriöst att använda sig av det billigaste kapitalet på marknaden? De flesta privatpersoner gör det när de köper hus – tänk hur svårt det skulle vara för de flesta att köpa huset med egna pengar. De egna pengarna är dyrare och svåra att spara ihop, medan banklån är en enklare lösning.

Vissa stora börsbolag har som sagt alldeles för mycket eget kapital, vilket kan visa sig ofördelaktigt. Låt oss ta ett enkelt exempel. Ett företags kapitalstruktur består av 80 procent industri och 20 procent kassamedel, det vill säga pengar som blivit över i företaget. Bolaget är till 100 procent finansierat av eget kapital, och aktieägarna kräver en femtonprocentig avkastning. Industrin i bolaget marknadsvärderas till 800 miljoner kronor. Företagets kassamedel blir därmed 200 miljoner kronor stort, och detta förräntas med tre procent årligen. Med detta upplägg blir avkastningen $(800 \times 0,14) + (200 \times 0,3) = 172$ miljoner kronor.

Avkastningen blir därmed lägre för aktieägarna än om företaget lämnat ut det fria kassaflödet till aktieägarna. För mycket kapital kan med andra ord leda till att aktieägarnas intressen inte tillvaratas.

Uppköpsfonderna finansierar nästan alltid endast det egna kapitalet, vilket kan leda till hög avkastning genom den hävstång som uppstår. Det är viktigt att komma ihåg att denna hävstång också innehåller ett stort mått av finansiell risk. En uppköpsfond tar därför både en operationell och en finansiell risk.

Eftersom uppköpsfonderna kan bli väldigt stora kan de också få in stora avgifter från investerare, som tidigare nämnts mellan 1,25 och 1,75 procent av fondens storlek. Det finns därför en fara att dessa avgifter blir en alltför stor motivationsfaktor för fonderna. Det är viktigt att vinsterna som kan genereras av avgifterna inte tar överhanden i risktänkandet – då kan man börja tala om negativt i stället för positivt risktagande. Detta förhållande behandlas utförligare i nästa kapitel.

Bonden har blivit ännu rikare efter sin lyckade investering i en äventyrsfond. Han har nu 200 ton potatis som han inte riktigt vet vad han ska göra av. Eftersom han känner att han börjar bli gammal vill han inte ta den ganska höga risken det skulle innebära att investera i en ny äventyrsfond. Däremot har han fått nys om en uppköpsfond som gjort bra ifrån sig tidigare. Minimibeloppet i denna fond är 200 ton potatis, så bonden bestämmer sig helt enkelt för att investera sitt överskott där. Beloppet inbetalas även här över en femårsperiod, alltså ungefär 40 ton per år. Fonden gör fem investeringar: de två första på 20 ton var, nästa två på 50 ton var och den sista på 60 ton. Dessutom måste bonden investera ytterligare 20 ton, eftersom den första av fondens investeringar kräver mer pengar till följd av att man överbelånar bolaget (den finansiella risken var för stor). Totalt investerar bonden alltså 220 ton, 20 ton mer än han tänkt sig. Den första investeringen, nu alltså på 40 ton, blir en flopp, och när bolaget säljs får bonden tillbaka endast 10 ton. Den andra investeringen går jämnt upp, och bonden får tillbaka de 20 ton han investerat. De två 50-tonsinvesteringarna däremot ger två gånger pengarna, så där får bonden tillbaka 200 ton, medan den sista investeringen på 60 ton ger 1,5 gånger pengarna – alltså 90 ton tillbaka. I slutändan får bonden alltså 320 ton tillbaka, vilket är 1,6 gånger pengarna. Detta efter en mycket varierad investeringsportfölj med olika utfall för investeringarna. Den första affären innehöll en alldeles för hög finansiell risk, vilket skadade hela portföljen. Det var en risk bonden aldrig riktigt förstod, och

dessutom ogillar han att belåna sig personligen. Trots den ganska goda avkastningen på 1,6 gånger pengarna hade bonden hoppats på mer, men å andra sidan förstår han att den totala risken han tog var betydligt lägre än i äventyrsfonden.

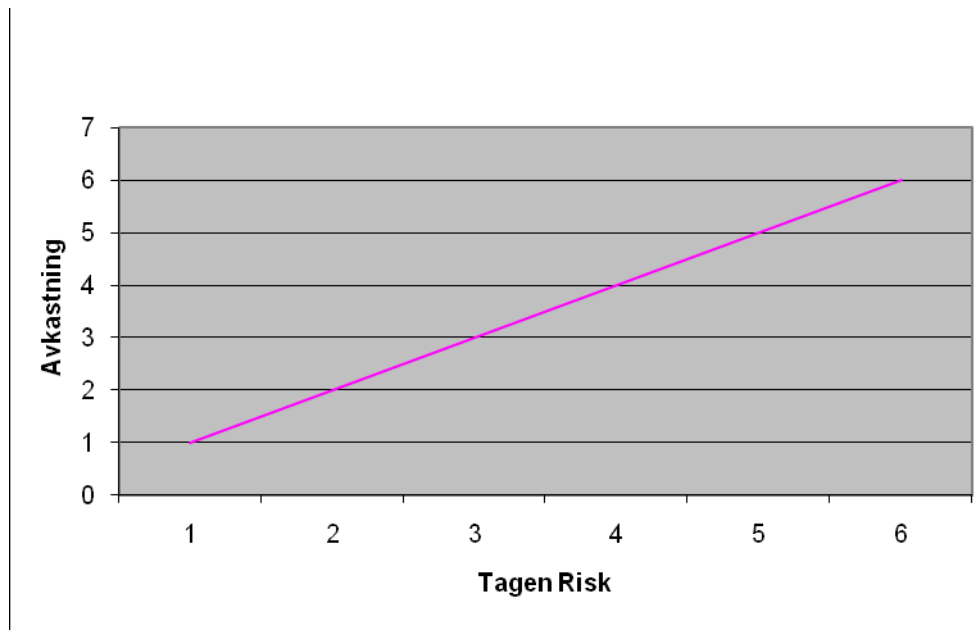
Med institutionellt kapital är det som nämnts ofta stora avstånd mellan uppdragsgivare och uppdragstagare, vilket ofta leder till att uppdragsgivarens intressen inte tillvaratas, utan att andra intressen får större utrymme. När det gäller äventyrs- och uppköpskapital är relationen avsevärt mycket tydligare. Uppdragsgivarens och uppdragstagarens intresse blir i detta fall detsamma: att maximera nyttan, alltså att maximera antalet tjänade kronor eller färdiga potatisar från åkern. Man kan därför säga att dessa typer av ägare agerar som riktiga kapitalister, alltså individer, företag eller organisationer som investerar sina egna pengar. Incitamenten är ju desamma: ju bättre affärer, desto mer pengar till de inblandade parterna. Och eftersom de riktiga kapitalisterna blir allt färre, och olika former av institutionellt ägande blir allt vanligare, spelar uppköpskapital en viktig roll som ersättare för den traditionella individuella kapitalisten.

Vissa kritiserar uppköpskapital och de individer och företag som ligger bakom dem eftersom de är kortsiktiga till sin natur – de stannar oftast som ägare bara mellan tre och sju år. Man kan naturligtvis inte utesluta att företag missköts för att kortsiktiga vinster ska uppnås. Men som en gyllene regel kan man säga att det aldrig kan gå för fort när man utvecklar ett företag för att uppnå större vinster, marginaler eller andra fördelar. Det kan helt enkelt aldrig vara dåligt för ett företag att tjäna mer pengar. Det är ju detta som leder till att aktieägarna får en sund avkastning på sitt kapital. Visst kan det vara så att om någon lyckas effektivisera ett företag väldigt mycket under en kort tid och vinsterna på så sätt höjs kan det bli svårare att på kort sikt effektivisera ännu mer. Men man skulle lika gärna kunna vända på argumentet och säga att effektiviseringen kunnat ske därför att de tidigare ägarna misskött bolaget och inte maximerat vinsterna. Självfallet kan vissa företag underinvestera för att hålla kostnaderna nere en tid, men problemet är att detta ofta ganska omgående yttrar sig i produktions- eller kvalitetsproblem. Dessutom sker stora genomlysningar av alla verksamheter nuförtiden, speciellt när företag köps och säljs. Att en potentiell köpare helt skulle missa att ett företag tjänat pengar på att under en längre tid ha hållit tillbaka nödvändiga investeringar måste bedömas som orealistiskt.

När allt kommer omkring är alltså de bästa ägarna av företag – om man bortser från den riktiga kapitalisten som investerar med egna pengar – olika former av riskkapital: äventyrs- och uppköpskapital.

6. Risktagande i teorin

Förhållande mellan avkastning och tagen risk

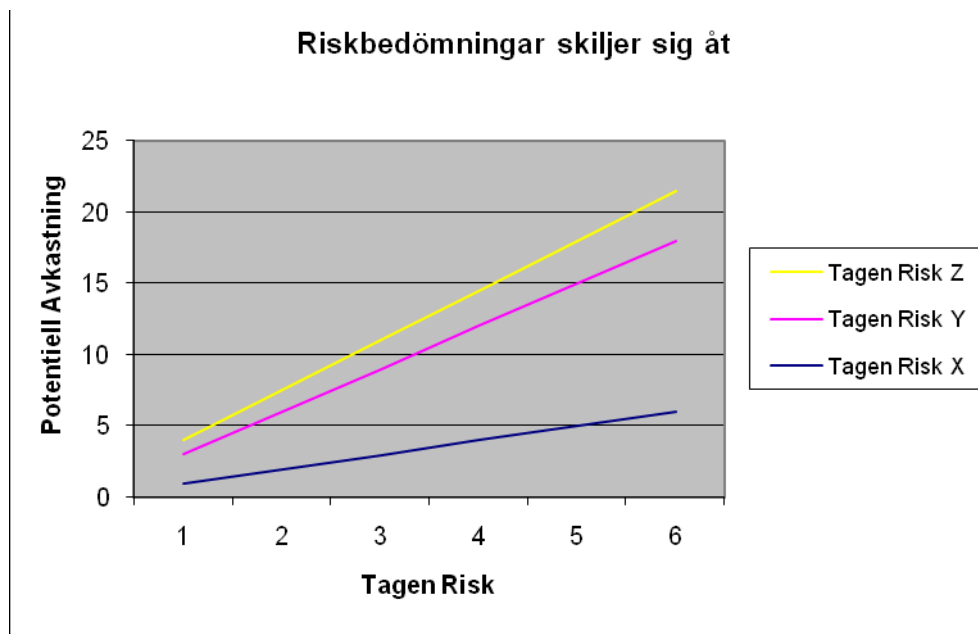


Figuren ovan visar det teoretiska samband som gäller inom all riskteori. Sambandet är ganska självklart: om man spelar på stryktipset för 100 000 kronor har man större chans att vinna än om man spelar för 100 kronor, eftersom man kan göra många fler garderingar. Men samtidigt riskerar man i båda fallen att inte vinna alls: vid 100 kronors insats riskerar man lite, men vid 100 000 kronors insats riskerar man mycket. Att förlora 100 000 kronor är för de flesta en stor förlust. På samma sätt fungerar investeringar med hög risk: man kan förlora mycket, men man har samtidigt möjligheten till hög avkastning. Här spelar sannolikhetslära en stor roll.

Visserligen kan den som spelar för 100 kronor på stryktipset faktiskt vinna en miljon kronor medan den som spelar för 100 000 kronor förlorar hela insatsen, men att något sådant skulle hända är inte särskilt troligt. I teorin gäller att om man upprepar ett händelseförlopp tillräckligt många gånger är ett visst utfall sannolikt, även om undantag förekommer.

Vad som komplicerar bilden är att risktagning är relativ och styrd av subjektiva bedömningar. Vad en person anser vara en hög risk kan en annan bedöma som en relativt låg risk. Den som spelar för 100 000 kronor kan tycka att det är ett relativt litet belopp, och ser därför inte en särskilt hög risk, medan den som spelar för 100 kronor använder sin sista hundralapp och därför tar en betydligt större risk. Grafen nedan illustrerar hur synen på risktagande kan variera.

Variation i riskbedömningar



Information är också en viktig dimension vid riskbedömningar. Risk bedöms helt enkelt olika beroende på den information som finns tillgänglig. Ju mer information det finns, desto mindre blir den potentiella risken eftersom man kan utesluta olika scenarier. Ett informationsövertag ger därför en enorm makt i samband med riskbedömningar vid till exempel investeringsbeslut.

Utöver faktorer som satsat kapital i förhållande till tillgångar samt mängden information kan variationen i riskbedömningar vid investeringar också handla om så kallade synergier, vilket innebär att någon som investerar i ett bolag redan har ett liknande bolag, och därför har en fördel. Dessutom kan planerna med investeringen spela en roll. Det finns många andra variabler, men det viktiga är att en person som bedömer en investering som riskabel och en annan som bedömer samma investering som ganska riskfri kan båda ha rätt utifrån sina egna förutsättningar.

Fri konkurrens bygger på att risker bedöms på olika sätt. Om alla bedömde risker på samma sätt eller om det fanns ett officiellt sätt att se på saker och ting skulle ekonomin bli väldigt enformig. Risktagande och investeringar går alltid hand i hand. Och riskbedömning är alltid viktigast för den riktiga kapitalisten, eftersom denne satsar sina egna pengar och står och faller med sina investeringar. Det är alltid lättare att riskera någon annans pengar – då blir riskbedömning inte lika avgörande. Dessutom har den riktiga kapitalisten kunskap och information om sin egen bransch, vilket underlättar riskbedömningen.

När investerare bedömer risk används ofta termerna operationell risk och finansiell risk. Operationell risk är affärsrisk, alltså risken att förlora kunder, att nya konkurrenter dyker upp, att råvarupriserna stiger och liknande. Allt som har med själva företaget att göra kallas operationell risk. Finansiell risk däremot handlar om finansieringen av en verksamhet: ju mer eget kapital som används, desto lägre anses den finansiella risken vara, medan olika typer av belåning leder till ökad finansiell risk. Det är egentligen samma sak som med bolån: ju högre lån man tar på ett hus, desto högre är risken att man inte kan betala räntor och amorteringar om något oförutsett händer. Finansiell risk kan sägas vara tveeggad: med sådant risktagande minskar kontrollen över ett bolag, eller över en fastighet som en privatperson köper, men samtidigt är kostnaden för banklån betydligt lägre än den förväntade avkastningen på eget kapital. Det kan med andra ord vara mycket lönsamt att ta hög finansiell risk om det lyckas, eftersom den egna insatsen är lägre. Som med all risk kan hög risk potentiellt ge hög avkastning.

Bonden vet att varje år han sätter potatis i åkern riskerar han att förlora allt; hela skörden kan frysa. Det skulle inte bara innebära att han inte får någon skörd, utan också att hans investering i 10 ton sättpotatis går förlorad – han skulle ju ha kunnat sälja potatisen i stället. Eftersom han är intresserad av meteorologi går han alltid igenom alla långtidsprognoser för sommaren, och tror sig ha unik information om hur vädret kommer att arta sig. Detta år bestämmer han sig för att inte sätta någon potatis utan i stället odla vete, som tål frost bättre. Tack vare sin kunskap och information gör han rätt val: hälften av grannarnas potatisskörd fryser inne medan veteskörden blir utmärkt. Nästa år kommer han efter sin väderanalys fram till att det troligen är ett utmärkt potatisår, och sätter 20 ton i stället för 10 ton som i vanliga fall. Tyvärr är hans analys inte lika korrekt denna gång, och skörden blir bara av vanlig storlek trots att han satte dubbelt så mycket potatis. Han går tillbaka och jämför sin meteorologistudie med utfallet, och upptäcker att han missat två variabler i sin analys. Detta rättar han till för kommande år.

Rent statistiskt brukar risken med en investering definieras som variansen, det vill säga spridningen kring det förväntade värdet, eller medelvärdet. Ordet risk har för många en negativ klang, men den egentliga definitionen har egentligen med osäkerhet att göra, alltså avvikelser (såväl positiva som negativa) i förhållande till det förväntade värdet av någonting.

Rishtagande är ett intressant område; det finns många olika matematiska beräkningar för hur stor risken är att olika scenarier inträffar, och för vad som kan hända om x eller y inträffar. Men det är inte den teoretiska delen av rishtagande jag ska beskriva, utan hur olika människor tar risk. Jag har tidigare nämnt negativt och positivt rishtagande. Det är viktiga begrepp när det gäller ekonomisk tillväxt och motivationen bakom olika typer av investeringar. De leder också tillbaka till frågan om vem som egentligen är bäst lämpad att förvalta kapital.

Låt oss börja med de grundläggande psykologiska orsakerna till att människor investerar åt sig själva eller åt andra. Egentligen finns inga andra skäl än att öka det egna välbefinnandet vid ett senare tillfälle: man investerar nu för att få tillbaka mer senare. Så agerar de flesta privatpersoner och andra kapitalister: med en positiv baktanke. Detta är positivt rishtagande.

När bonden ökade mängden planterade potatisar från 10 ton till 12 gjorde han det givetvis för att få tillgång till mer potatis året efter – 120 ton i stället för 100 ton vid normalt skördeutfall. Men samtidigt tog han naturligtvis en risk – han skulle ju lika gärna ha kunnat köpa något annat för sina två extra ton potatis. Risken fanns att skörden skulle bli dålig och att han inte alls skulle få de 120 ton han räknat med utan bara 90 ton – då hade det varit ett dåligt år att öka antalet planterade potatisar. En annan risk han löpte var att alla bönder samtidigt kunde öka sin plantering med 20 procent medan efterfrågan var stabil – då skulle bytesvärdet för potatisen ha sjunkit, och bonden skulle egentligen inte ha fått ut något extra av sin investering utan bara behållit sina tillgångar. Bonden tog alltså en positiv risk, eftersom han motiverades av viljan att få en större skörd.

Vad jag menar med positivt rishtagande är alltså att det sker utan andra avsikter än att tjäna pengar. Positivt rishtagande är bra för en ekonomi eftersom det driver fram en värdetillväxt av ett lands totala produktion. Det bästa exemplet på en positiv risktagare i verkligheten är den vanliga entreprenören eller kapitalisten. En sådan person investerar sitt eget kapital för att uppnå ett ännu större kapital, och gör det genom att använda sin kunskap och sin information i olika affärer eller idéer om investeringar. Samma beteende finns hos privatpersonen som köper 100 Ericsson- eller Volvoaktier på börsen i hopp om att de ska stiga i värde.

Ibland lånar en entreprenör olika typer av kapital för förverkliga sina idéer. Det brukar kallas riskkapital, men jag skulle som sagt vilja omdefiniera det som antingen äventyrskapital eller uppköpskapital. När entreprenören använder äventyrskapital är det för att han saknar de

pengar som krävs för att förverkliga sina idéer. Bedömningar av tid och liknande kan skilja sig hos entreprenören och äventyrskapitalbolaget, men deras motivation är densamma.

När en entreprenör finansieras av ett uppköpsbolag sker det oftast på initiativ av uppköpsbolaget snarare än entreprenören själv. Därför är denna typ av entreprenör ofta mer lik en tjänsteman, även om det kan variera från fall till fall. I de flesta fall sker även här ett positivt risktagande där alla är ute efter att tjäna pengar, men även negativt risktagande kan förekomma, något jag återkommer till.

När det handlar om direktförvaltad privat kapital där det finns en stark länk mellan uppdragsgivare och uppdragstagare liknar intressena den riktiga entreprenörens. Här är det dessutom viktigt att förvaltaren motiveras av att göra bra investeringar snarare än att ta ut en massa avgifter som egentligen inte kräver någon prestation. Ju större uppdragstagarens insikt om uppdragsgivarens intressen är, desto mindre är risken för avgiftsmissbruk.

Uppdragsgivaren är alltid den riktiga kapitalisten i dessa sammanhang, och det är viktigt att förvaltaren kommer ihåg vems pengar det rör sig om.

När det gäller det institutionella kapitalet som förvaltas åt andra är avståndet långt mellan uppdragsgivare och uppdragstagare. Många inom sådana organisationer gör affärer med positivt risktagande som grundtanke, men det är verkligen upp till tjänstemännen själva hur de arbetar. Det finns många duktiga tjänstemän, men en del personer är inte tillsatta för att de kan förvalta utan av andra skäl, och då blir det inte förvaltning utan intern eller extern politik. Då ökar också risken att andra faktorer än att tjäna pengar kommer in bilden.

Motsatsen till positivt risktagande är alltså negativt risktagande, som innebär att någon som har i uppgift att ta risker (oftast åt någon annan, alltså en uppdragstagare) är mer rädd för att något ska gå fel än intresserad av framgång genom risktagande. Rädslan att förlora är alltså större än viljan att vinna. Negativt risktagande drivs av fel orsaker, och leder ofta till att en person fattar sina beslut för att slippa se dum ut snarare än för att tjäna pengar.

Negativt risktagande inom finansvärlden finns framför allt hos uppdragstagare som inte delar motivationen att tjäna pengar med uppdragsgivaren, utan i stället drivs av andra faktorer. Det kan vara att inte förlora pengar eller att inte verka korkad i någon annans ögon (till exempel i media eller inför chefen), men det kan också bero på en dold agenda hos en artificiell

uppdragsgivare vid sidan om den egentliga uppdragsgivaren. Negativt risktagande leder ofta till att den egentliga uppdragsgivaren får mindre tillbaka än vad som varit fallet med positivt risktagande.

Bonden investerade två extra ton potatis för att utöka produktionen från 100 till 120 ton, men han gjorde det också för att alla andra gör det, och för att han därför är rädd för att halka efter. Dessutom har grannar och släkt tjuvat om att han ska byta potatissort inför nästa säsong eftersom den nya sorten anses vara finare. Han vet att den egentligen inte passar myllan på hans gård, och att den kan dra till sig skadedjur som potentiellt skulle kunna skada hans övriga odlingar, men eftersom han inte vill framstå som en idiot i andras ögon byter han sort. Han gillar att vara omtyckt och är ordförande i den lokala bygdeföreningen. Dessutom har han just sålt sin mark och ska flytta till en större gård i närheten före nästa års skörd, så egentligen odlar han åt en efterträdare han saknar relation till. Den personliga ekonomiska risken han tar för att byta potatissort är därför liten, och samtidigt äventyrar han inte sin status i samhället.

Negativt risktagande kan alltså uppstå när förvaltare av olika skäl tjänar pengar på fel saker eller har andra motiv än uppdragsgivaren. Och eftersom många fonder är så stora att de tjänar en hel del på avgifter kan motivationsfaktorn vara att förvalta så mycket som möjligt och samtidigt undvika att drabbas av negativ information som kan uppröra de egentliga investerarna. Risker tas därför av fel skäl, vanligen internt eller externt politiska. Det kan också leda till att fonder med ett brittiskt uttryck ”slänger bra pengar efter dåliga” för att dölja tidigare misstag. Det innebär att man investerar mer och mer i ett misslyckat projekt för att man är rädd att förlora de pengar man investerade i början och som nu saknar värde. Rädslan för kritik i media eller hos politiskt känsliga institutionella investerare kan till och med få förvaltare att göra uppenbart dåliga investeringar. Dessutom har fonder som förvaltar andras pengar och tar ut avgifter för det press på sig att göra affärer, så de kan inte vänta hur länge som helst innan investerarna börja undra. Då kan negativt risktagande leda till att de köper för dyrt, väljer fel bolag och investerar vid fel tillfälle.

Den sunda entreprenören eller riktiga kapitalisten styrs vanligtvis inte av negativt risktagande eftersom det kan leda till ofördelaktiga ekonomiska konsekvenser, och eftersom status och andras åsikt inte är lika viktigt som att tjäna pengar. Självfallet kan negativt risktagande förekomma när en entreprenör har stora tillgångar, och därför kan ta andra hänsyn när det

gäller vissa mindre delar av tillgångarna. Få entreprenörer skulle däremot riskera att förlora stora summor av sina egna pengar utifrån andra orsaker än rent ekonomiska.

Även när det gäller äventyrskapital är negativt risktagande ovanligt, eftersom viljan att tjäna pengar är helt dominerade i denna bransch. Visst kan det hända att någon ”slänger bra pengar efter dåliga” för att inte förlora en ursprunglig investering som gått fel, eller för att inte förlora ett internt anseende efter en dålig investering. Men i allmänhet är risken för sådant beteende relativt liten när det handlar om äventyrskapital.

Också när det gäller uppköpskapital är risken begränsad att negativt risktagande kommer in i bilden. Motivationen att tjäna pengar på bra affärer är även här huvudsaken, och ett undvikande av risker passar inte riktigt ihop med affärsidén. Sannolikheten för negativt risktagande är dock större när det gäller uppköpskapital än för den riktiga kapitalisten, eftersom det är ganska ovanligt att uppköpsbolag låter sina innehav gå i konkurs och därför något oftare ”slänger bra pengar efter dåliga”. Den främsta orsaken kan vara att uppköpskapitalister är rädda för hur banker ska reagera om de låter innehavet gå i konkurs.

När det gäller direktförvaltad kapital är risken för negativt risktagande i regel relativt begränsad. Skälet är naturligtvis den nära relationen mellan uppdragsgivare och uppdragstagare. Det kan givetvis förekomma att en uppdragstagare handlar utifrån ett negativt perspektiv för att misstag inte ska komma fram, och precis som för uppköpskapital kan viljan att upprätthålla stora avgiftsbetalningar konkurrera ut strävan att maximera nyttan, men sådant beteende tillhör inte normen.

Inom institutionellt kapital, där det saknas en tydlig koppling mellan uppdragstagare och uppdragsgivare, förekommer ganska ofta negativt risktagande. Kulturen i dessa typer av institutioner är som gjord för att andra hänsyn än den vinstmaximerade kan tas. Och eftersom de negativa konsekvenserna av ett misslyckande ofta är mycket högre än de positiva effekterna av en framgång, skapas en försiktighet som kan leda till negativt risktagande. Som alltid vill jag påpeka att institutionerna i fråga har många duktiga tjänstemän och att många av dessa handlar professionellt och tar korrekta risker – men dåliga drivkrafter finns.

7. Finansiella marknader

Handel på finansiella marknader är en fråga om att göra korrekta värderingar. Som de flesta känner till brukar den som bjuder högst få köpa, oavsett om det handlar om en bil, ett hus eller något annat. Samma sak gäller inom handeln av finansiella instrument.

Vilket är det rätta värdet på en potatis? Hur många gurkor bör man betala för en potatis? Svaren på dessa frågor beror på en rad faktorer som kan vara svåra att överblicka. Priset på en potatis kan till att börja med bero på angelägenheten att köpa – om man har 100 000 gurkor men ingen potatis kan en enda potatis vara värd ganska många gurkor. För det andra kan priset bero på kvaliteten och storleken av en speciell potatis. För det tredje kan det bero på omgivningens uppfattning om en potatis värde. För det fjärde kan det bero på utbudet – hur många potatisar är för tillfället till salu i regionen, och hur många i närliggande regioner? När det gäller andra regioner kommer naturligtvis transportkostnader in i bilden – dessa kan driva fram billigare produktion för att potatisen ska bli konkurrenskraftig. Därutöver kan många andra faktorer spela in i värderingen av en potatis.

På ovan beskrivna sätt fungerar all handel med både varor och tjänster, men det gäller alltså också handel med finansiella instrument, som är handel i andelar av en fysisk tillgång, till exempel ett företag. Handeln kan ske med hjälp av olika typer av instrument, varav de två huvudtyperna är aktier och obligationer; aktier är andelar av ägandet i ett bolag, medan obligationer är andelar av ett lån, antingen till ett företag eller till en institution som exempelvis staten. Dessutom finns en stor handel i andelar av råvaror, valutor och pengar (räntemarknaden). Valutahandeln skiljer sig lite från de andra formerna, eftersom det handlar om att värdera olika valutor mot varandra, men även där kretsar det kring tillgång och efterfrågan av en viss valuta i förhållande till andra.

Utöver sådan handel i direkttillgångar finns också handel i olika typer av finansiella instrument som skapats kring en fysisk tillgång som aktier eller en råvara med ett reellt underliggande värde. Detta område är relativt komplext. Det handlar ofta om att olika parter på marknaderna har olika uppfattning om hur värdet av ett specifikt instrument kommer att se ut i framtiden, eller att man vill försäkra sig om framtida leveranser av olika valutor och råvaror. Man kan kalla det handel med olika kontrakt för att köpa och sälja något i framtiden.

Det kan liknas vid hur en privatperson hamstrar bensin i tron om att priset kommer att gå upp inom kort, eller hur samma person bokar en resa sex månader i förväg för att försäkra sig om en plats innan biljetterna tar slut. Det kan då visa sig att personen i fråga betalat ett ganska högt pris, eftersom biljettpriserna strax innan avresedagen sjunker drastiskt till följd av att destinationen inte visar sig vara så populär som personen i exemplet trodde från början. Och på samma sätt som ett sådant biljettköp bygger på en prognos om en framtida händelse finns instrument för att hantera liknande situationer på de finansiella marknaderna.

Handel med aktier är alltså ren handel av andelar i företag. Man talar ofta om ett bolags börsvärde, som är värdet av alla bolagets aktier som är noterade på börsen. Om ett bolag har 10 miljoner utestående akter och varje aktie har ett värde på 100 kronor är börsvärdet en miljard kronor. Aktiehandel är i grund och botten en fråga om hur människor gör olika bedömningar av den framtida intjäningsförmågan hos ett specifikt bolag. Den som tror att ett bolag kommer att tjäna mycket pengar i framtiden är beredd att köpa relativt dyra aktier i övertygelsen om att köpet kommer att ge en bra avkastning. En bra jämförelse är en bonde som köper skog utifrån hur mycket råvara som finns i skogen i dag, men också utifrån hur mycket den växer varje år.

Handel med obligationer däremot är handel med andelar av lån till olika företag eller institutioner. Om en institution eller ett företag behöver låna en miljard kronor, kan lånet exempelvis delas in i 10 000 andelar, vilket innebär att varje andel eller obligation har värdet 100 000 kronor. Innan försäljningen av obligationerna börjar sätts en ränta utifrån den risk lånet anses ha. Om det är ett statslån är räntan vanligtvis låg eftersom risken bedöms vara mer eller mindre obefintlig, medan räntan ofta är hög när det gäller ett företag med väldigt hög skuldsättning. Räntan bestäms nästan alltid av den kreditvärdighet som olika kreditinstitut ger ett bolag eller en institution. När kreditvärdigheten är bestämd och räntan fastställd kan så obligationsandelarna säljas till olika placerare på marknaden. Och när sedan alla andelar sålts till olika placerare fortsätter handeln med obligationerna. Om risken bedöms ha förändrats till det bättre sjunker räntan, och obligationens värde stiger. Om obligationerna i exemplet som såldes för 100 000 kronor hade en ränta på 7 procent, och därefter anses ha fått bättre kreditvärde, kan obligationen exempelvis nu kosta 101 000 kronor att köpa, vilket leder till att den effektiva räntan på obligationen sjunker till 6,9 procent. Det bör tilläggas att räntan inte bara styrs av nya kreditbedömningar, utan också av marknadsräntan i kombination med den

allmänna riskaptiten på marknaden. Räntan på dessa instrument följer med andra ord med i de allmänna räntesvängningar som påverkar alla företag och hushåll.

Handel med råvaror styrs av tillgång och efterfrågan i kombination med uppskattningar av den framtida prisutvecklingen. Inom råvaruhandeln rör det sig ofta om framtida leveranser, varför det handlar om kontrakt och om att säkra leveranser vid ett framtida datum. Handeln präglas av de stora flaskhalsar som ofta finns inom både utvinning och förädling av råvaror. Om efterfrågan ökar kraftigt tar det ofta flera år att öka produktionskapaciteten, medan en kraftig minskning i efterfrågan i kombination med stabil produktionskapacitet leder till stora produktionsöverskott. Behovet av en råvara kan också förändras plötsligt om den ersätts av en annan. Som exempel kan nämnas att mängden koppar i världen en gång i tiden var på väg att ta slut till följd av utbyggnaden av telefontät runt om i världen. Priset på koppar gick därför upp, och producenterna av telefontät började se sig om efter andra alternativ. I dag används uteslutande fiberoptik i telefonlinjerna, en teknik som är betydligt bättre och billigare, och vars resurser är nästintill outtömliga. Som en konsekvens sjönk priset på koppar under en längre tid.

En form av finansiell handel som ofta uppfattas som meningslös eller rentav skadlig är vad som brukar kallas spekulation. Även vänsterorienterade människor kan i dag erkänna att handel skapar välstånd, men väldigt många är fortfarande kritiska till finansiell spekulation. Som exempel kan följande citat ur vänsterpartiets tillväxtprogram användas:

Allt mer av kapitalflöden globalt är resultat av finansiell spekulation och inte handel.¹⁰

Ordet spekulation är väldigt negativt laddat, och många anser att regleringar är nödvändiga för att hindra spekulatören på finansmarknaderna. Det är förmodligen den främsta orsaken till att en intensiv debatt kring Tobinskatten (en liten skatt på globala finansiella transaktioner) blossade upp för några år sedan.

Men vad är egentligen spekulation? Enkelt uttryckt kan det definieras som att köpa någonting och sedan sälja det till ett högre pris och därmed tjäna pengar. Är detta skadligt för en ekonomi?

¹⁰ Vänsterpartiet, www.vansterpartiet.se/PUB_Ekonomi/216,20408.cs, 2006-12-13.

Till att börja med bör det understrykas att all prisbildning bygger på någon form av prognoser om framtiden, och priser på såväl aktier som varor fluktuerar eftersom de bestäms av utbud och efterfrågan, som i sin tur förändras. Ett visst inslag av spekulation finns med andra ord alltid i de prismekanismer som råder på en marknad. All ekonomisk verksamhet är i någon mening spekulativ. Även produktion av varor är en i hög grad spekulativ verksamhet – ett företag köper in varor och tjänster för att omvandla dessa till en produkt som de hoppas kan säljas till ett högre pris än kostnaden för själva produktionen, och eftersom detta inbegriper en rad osäkerheter kan det betraktas som en form av spekulation.

Spekulanten tar alltid en risk. Den som köper någonting i syfte att sälja det till ett högre pris riskerar förstås att förlora pengar om priset går ner. Om alla aktörer på en marknad vet att priset kommer att gå upp går priset upp som en konsekvens av detta. Riskfria vinster på spekulation – arbitrage – förekommer ytterst sällan, och när de dyker upp försvinner de lika snabbt igen. Spekulation bör därför uppfattas som en överföring av risk från en person till en annan. Vissa risker är oönskade, inte minst bland producenter av varor och tjänster. Ett företag vars produktion i hög utsträckning exporteras kan på marginalen i praktiken bli beroende av hur dollarkursen utvecklas snarare än hur konsumenterna uppfattar dess produkter. Och handel med exempelvis valutaterminer, som innebär att en aktör alltid tillåts handla till en viss kurs oavsett svängningar, innebär att en risk överförs till en spekulant som är beredd att ta risken i utbyte mot en eventuell vinst.

Bonden måste planera sin skörd utifrån hur mycket han kan sälja. Om delar av hans skörd inte säljs förlorar han stora summor pengar. Han är i princip säker på att kunna sälja 1 000 kilo potatis för 10 kronor per kilo, men producerar ytterligare 200 kilo som han riskerar att inte kunna sälja. Grannbonden tror dock att det går att sälja dessa 200 kilo, och är beredd att riskera en förlust på affären. Han köper de 200 kilona potatis för 8 kronor per kilo i hopp om att kunna sälja dem för 10 kronor per kilo och därmed göra en vinst. Vår bonde behöver på så sätt inte ta någon risk, men säljer samtidigt en del av sin skörd till ett lägre pris än normalt. Om grannbonden inte hade varit beredd att ta risken hade vår bonde förmodligen inte producerat de 200 extra kilona. Grannbondens spekulation och omfördelningen av risken leder alltså till ökad produktion.

Valutahandel är den kanske mest svårbedömda marknaden eftersom så många faktorer påverkar värdet på valutor. I grund och botten styrs valutors värde precis som allt annat av efterfrågan och tillgång, men en rad faktorer påverkar denna efterfrågan och tillgång. Precis som med fysiska tillgångar som råvaror och aktier förekommer en stor handel i kontrakt för framtiden i valutor. Många vill exempelvis ”säkra” sina framtida kassaflöden genom att låsa fast en valutakurs över en längre tid. Dessa typer av kontrakt har många tekniska utformningar.

Valutor styrs av efterfrågan på varor och tjänster mellan valutaområden. Om Sverige köper olja för tio miljarder från Norge samtidigt som Norge köper andra varor och tjänster från Sverige för fem miljarder skapar detta en obalans i efterfrågan mellan valutorna. Handelsbalansen kan med andra ord påverka efterfrågan och tillgång på valutor. Om väldigt många svenskar samtidigt jobbade i Norge och skickade hem över en miljard kronor om året till Sverige skulle detta ha en balanserande effekt. Om ett norskt företag dessutom köper ett svenskt för två miljarder skapar detta ytterligare en balanserande effekt gentemot det ursprungliga handelsunderskottet. Handelsbalansen i kombination med övriga valutaströmmar mellan valutaområden påverkar med andra ord valutamarknaden.

Ett annat exempel på hur utbud och efterfrågan påverkar valutakurserna är hur dollarkursen gick upp under slutet av 90-talet. IT-boomen medförde att stora mängder kapital flödade in i USA, vilket ledde till att efterfrågan på dollarn ökade och dess värde gick upp.

Valutahandeln påverkas en hel del av räntesvängningar, och därmed också förhållandet mellan räntorna i olika valutaområden. Om räntan är åtta procent i Norge och två procent i Sverige kan det vara intressant att ha sina pengar i Norge, där avkastningen är fyra gånger så hög. Detta skapar ett säljtryck på svenska kronor och ett köptryck på norska kronor, vilket kan leda till att den norska kronan stiger mot den svenska. Men valutakurser styrs också av förväntade ränteutvecklingar. Låt oss anta att analytiker tror att den svenska räntan från ovannämnda nivå kommer att stiga till fyra procent, och att den norska kommer att sjunka till samma siffra inom sex månader – då är det inte lika lockande att flytta sina pengar till Norge.

Slutligen är det mycket psykologi på valutamarknaden, eftersom olika aktörers negativa eller positiva bedömningar av framtidsutsikterna för ett valutaområde kan få en stark effekt på

värderingen av valutan. Värderingar handlar ju inte om vad något är värt i dag, utan vad man tror att det kommer att vara värt i framtiden.

Många föraktar handeln på de finansiella marknaderna. Följande citat kan tjäna som illustration:

Valutamarknaden har ingen koppling till den verkliga ekonomin. Av 128 miljarder som flyttades under en månad 1992 var bara 4 miljarder sådana som flyttades för verkliga köp av varor/tjänster andra än valutor.¹¹

Denna typ av kritik förekommer ofta. Men egentligen är det inte så konstigt att valutahandeln är så stor. Ett enkelt exempel kan illustrera detta: Lisa ska åka till London och växlar därför till sig brittiska pund för 3 000 kronor. På sin resa handlar hon för motsvarande 2 500 kronor, och när hon kommer hem har hon kvar pund till ett värde av 500 kronor. Det internationella varuflödet som skapats är alltså värt 2 500 kronor. Men genom att växla pengarna på banken har Lisa gjort en valutatransaktion på 3 000 kronor, och när de återstående 500 kronorna växlas tillbaka görs en ytterligare valutatransaktion på 500 kronor – valutatransaktionerna har alltså redan här överstigit varutransaktionerna. Men för att kunna sälja pund måste banken ha en depå med utländska pengar, och eftersom dessa kan förlora i värde handlar banken med olika finansiella instrument för att löpa en mindre risk – vilket skapar ytterligare valutatransaktioner.

Denna typ av vardagliga transaktioner kritiserar sällan. Däremot blir kritiken betydligt mer omfattande när de riktigt stora valutatransaktionerna nämns. Men det är egentligen samma fenomen som ovan, om än i en högre utsträckning. När storföretag med verksamhet i hela världen agerar enligt samma logik är det inte konstigt att storleken på valutatransaktionerna blir så omfattande.

De som kritiserar de stora valutatransaktionerna har i regel inte förstått den fria prissättningen, som naturligtvis är en hörnsten i en marknadsekonomi. I grunden måste man tillåta att efterfrågan och utbud når en jämvikt i prissättningen. Om detta inte sker uppstår alltid obalanser som förr eller senare rättas till ändå.

¹¹ Johan Ehrenberg, "Pengar, makt och alla vi andra", (1994)

I Sverige finns fortfarande ett antal marknader där obalans råder, som exempelvis hyresmarkanden och sjukvården. I båda fallen leder obalansen till långa köer, och eventuellt till en parallell vit eller svart marknad. När det gäller hyreslägenheter skapas en svarthandel med hyreskontrakt och en automatisk marknadsprissättning genom ombildningar till bostadsrätter. Den som inte vill bryta mot lagen och inte kan köpa har därför svårt att få en bostad i storstadsregionerna utan att stå i kö en längre tid. Också inom sjukvården bildas köer till följd av bristen på marknadsincitament hos producenterna av vård, vilket leder till att de som har råd och kan gå förbi systemet och skaffar sig privata sjukförsäkringar eller söker vård utomlands. Att tillåta denna typ av obalanser som skapar svarta marknader och kryphålsmekanismer kan knappast beskrivas som annat än totalt vansinne. Den som tycker att ett sådant system är bra tror inte på eller förstår inte i mina ögon vad en marknadsekonomi innebär. Åsikten att det ändå finns något bra med planekonomi lurar i bakgrunden. Det är lätt att tycka till om enskilda saker i en marknad utan att först förstå att allt handlar om utbud och efterfrågan.

Acceptansen för regleringar och utslag av planekonomi leder till en ovilja gentemot mer abstrakta marknader som de finansiella marknaderna. Men de finansiella marknaderna har ju alltid rätt. Marknaden prissätter i alla lägen all den information som finns inom ett visst område, utifrån föreliggande utbud och efterfrågan. Om förutsättningarna ändras påverkas prissättningen omedelbart, och detta sker varje minut, dygnet runt, året runt på de finansiella marknaderna. Att handla med till exempel en aktie innebär att man tar en risk, eftersom man utgår från att aktien är värd mer än man betalar för den. Varje människa och institution måste alltid få bestämma själva vad de är beredda att betala för saker och ting. Detta sker ju annars varje dag. Jag har svårt att föreställa mig att någon skulle kunna tänka sig att sälja sin bil till den som bjöd minst bara för att hindra den fria marknaden för begagnande bilar. Och marknaden för begagnande bilar fungerar på samma sätt som de finansiella marknaderna: utbud och efterfrågan tillsammans med tillgänglig information avgör priset.

Konsekvenserna av ett hindrande av den fria prissättningen på finansiella marknader är välkända i Sverige sedan det misslyckade försvaret av den svenska kronan 1992.

Skadeverkningarna av den då förda politiken var ohyggliga. Under valutaoron hösten 1992 devalverade flera länder sina valutor, bland annat Finland och Italien, men i Sverige slog politiker och ekonomer fast att vi nu var ett hårdvalutaland, och i ett sådant land devalverar

man inte. När pundet föll i september 1992 borde detta ha varit en mycket stark varningssignal att släppa kronan fri – om inte pundet klarade valutastormen talade väldigt lite för att kronan skulle klara den. Men regering, opposition och riksbank höll envist fast vid försvaret av kronan, vilket ledde till att räntan drevs upp till 525 procent samtidigt som statsskulden ökade med hundratals miljarder. Slutligen gav man upp, och kronan sjönk som en sten på de finansiella marknaderna.

Den svenska kronan var helt enkelt övervärderad, och det fanns inget sätt att undgå en korrigerande förändring förr eller senare. Varje försök att undvika detta ledde endast till att skadorna blev större. Det är i alla lägen naivt att försöka hindra marknadskrafterna – den fria prissättningen är själva förutsättningen för vad vi kallar marknadsekonomi.

Bonden vill sälja sin potatisproduktion, som med åren blivit omfattande. Han producerar hela 100 000 ton potatis ett normalt år, vilket gör att han har den största potatisodlingen i hela Sverige. Så som bönder traditionellt gör när de säljer saker planerar han att bjuda ut sin potatis via auktion, och eftersom han vill sälja ut delar av produktionen i olika skeden anordnar han flera auktioner. Ett år innan skörd äger den första auktionen rum, där han säljer en tredjedel av sin förväntade produktion till en chipstillverkare, som vill försäkra sig om en del av bondens produktion och därför köper ett kontrakt för leverans 12 månader senare till ett pris som ligger lägre än årets pris, eftersom skörden varit god detta år och därför förväntas vara god även nästa år. Bonden har därigenom sålt 33 000 ton potatis utan att ha satt en enda potatis i jorden. Han är lite missnöjd eftersom han bara får 90 procent av priset för årets skörd, men det är ändå garanterade pengar inför nästa år. Fyra månader före skörden ordnas nästa auktion, där ytterligare en tredjedel säljs. Eftersom det varit en lång och kall vinter, och många tror att planteringen och skörden kommer att bli försenad och mindre än förra året, säljs denna tredjedel för 120 procent av förra årets pris. Bonden är mycket nöjd med detta. Mer än två tredjedelar vågar inte bonden sälja, eftersom han är osäker på utfallet av skörden och vill ha en säkerhetsmarginal. Under sommaren sker en handel med de produktionsrätter bonden sålt eftersom förväntningarna på skörden förändras med vädret. Som minst handlas de till 95 procent av förra årets pris, och som mest till 140 procent. Olika handlare köper och säljer för att säkra sina behov, men det finns också andra aktörer som köper för att de tror sig kunna förutsäga skördeutfallet och vill tjäna pengar på sin information. När bonden väl skördar får han bara 90 procent av förra årets skörd, vilket leder till att han får 110 procent av förra årets pris för den återstående tredjedelen.

Därigenom får han drygt 95 procent av det föregående årets inkomster, trots att skörden bara blev 90 procent av förra årets. Genom handel lyckades bonden säkra sina inkomster, och samtidigt förlorade eller tjänade olika handlare pengar på det förväntade utfallet.

8. Avslutande kommentarer

Kapital har en mycket viktig roll i samhället och ekonomin. Karl Marx konstaterade att arbete och kapital är nödvändiga för att bygga välstånd är minst lika korrekt idag. Utan kapital skulle många idéer inte kunna utvecklas, och än färre skulle kunna leda till företagande, produktion, nya jobb och välstånd.

Precis som vanligt arbete utförs mot ersättning måste kapital ha sin avkastning – annars finns inga incitament att investera eller ta risker. Och investeringar som inte ger avkastning är felaktiga investeringar; produkterna efterfrågas då uppenbarligen inte tillräckligt mycket av konsumenterna.

Marknader som ser till att kapital kan möta idéer och företagare är avgörande för att detta ska fungera. På de finansiella marknaderna finns olika institut och aktörer med olika roller och funktioner. Banker, börsen, fonder och privata kapitalister agerar för att främja sitt egenintresse att nå avkastning. Men de kan bara göra detta med hjälp av bra investeringar.

Kapitalister är en sorts entreprenörer i sin bransch – som är avgörande för alla andra branscher. De tar risker i varierande grad, vilket är en nödvändig del av utvecklingen. Och eftersom ingen på förhand och med säkerhet kan veta vad som kommer att lyckas är det viktigt att det finns gott om kapital och kapitalister för att möjligheten ska finnas att försöka, misslyckas och försöka igen.

Kapitalister och finansvärlden omgärdas tyvärr av en mängd myter och fördomar. Så har det varit länge – alltsedan den katolska kyrkans förbud mot fri prissättning och vanlig handel för 500 år sedan. Fördomarna är beklagliga eftersom de tyder på en oförståelse för denna viktiga bransch och en brist på uppskattning för många viktiga insatser.

Det största problemet är dock att fördomar kan leda till en skadlig politik med omfattande regleringar, skatter och andra ingrepp. De finansiella marknaderna, entreprenörskapet och kapitalet i allmänhet lider tyvärr av alltför många sådana belastningar. Sverige skulle behöva betydligt färre statliga ingrepp i denna sektor – för att främja investeringar, entreprenörskap, tillväxt, nya jobb och välstånd.

