

Riskkapitalets roll på kapitalmarknaden och implikationer av finansiering av indirekt ägande

Hej,

Jag heter Håkan Thorsell och är assistant professor på sektionen för redovisning och finansiering vid Handelshögskolan.

Min uppgift idag är att prata om riskkapitalets roll på kapitalmarknaden. Att prata om riskkapital på kapitalmarknaden är kanske en lite udda uppgift, eftersom allt kapital bär risk i någon mening. När man pratar om riskkapital brukar man dock tänka på en speciell del av kapitalmarknaden, som numera domineras av de så kallade riskkapitalbolagen. I någon mening är det en vidareutveckling av leveraged buy-outs från 80-talet.

[Slide 1]

Här har jag delat in ägandeformerna i fyra grupper. Detta för att tydliggöra vad mitt fokus ligger idag. Det är längst ner till höger. Privat indirekt ägande. Indirektägande omfattar fondsparande, pensionssparande och andra former av sparande där man inte har ett direkt inflytande i företagen man äger. Man kan tillägga att det indirekta ägandet där man saknar inflytande i bolagen är en anglosaxisk företeelse som vi importerat.

[Slide 2]

För att göra en mycket kort beskrivning av riskkapitalet så kan man dela in dem i två grupper. De som jobbar med nya företag kallas venture capitalists och de som jobbar med utköp kallas för buy-out/utköp. Venture capital har inte varit lika framgångsrika som riskkapitalister betraktat som utköpsfonderna. Det är också en mindre företeelse, så jag kommer fokusera på utköpsfonder. Utköpsverksamheten har dock varit mycket framgångsrika och jobbar nu med en uppsjö av andra

saker också. Jag har gett en referens till Phalippou för den som är intresserad att veta mer. I grund och botten så säger sig utköpsfonderna göra två saker; dels arbetar de med skötsel av företag (eller governance), dels lägger de upp "skatteeffektiva" sätt att äga.

Riskkapitalbolagen sätter upp fonder, och de är därför egentligen inte riskkapitalister utan fondförvaltare som andra fondförvaltare. Deras fonder är stängda och löper i allmänhet i tio år med en möjlighet att förlänga med två år. Anledningen till att de kan förlänga är för att det kan vara svårt att avyttra portföljbolagen vid någon specifik tid. Ersättningen till riskkapitalisterna är i allmänhet två procent av det kapital man får per år plus 20 procent av vinsten över åtta procents årlig avkastning. Om man räknar ihop det här och justerar för den skuldsättning som riskkapitalförvaltarna brukar ha, så hamnar Thorsell 2010 bortåt 2,8 procent av kapitalet per år i kostnad för förvaltningen. Om man jämför med ett slumpvis utvalt stort svenskt investmentbolag, så har de en förvaltningskostnad om 0,18 procent enligt senaste årsredovisningen.

Ersättningen till en riskkapitalfond är en fördelning av vinst mellan arbetskraft och kapital. Det är ett klassiskt problem som har hanterats på liknande sätt i alla tider. Lite vid sidan av dagens ämne, men enligt Brower 2005 så omnämndes det grekiska sjölånet i ett anförande av Demostenes år 340 före Kristus. Sjölånet hade en fast ersättning till arbetskraften, men eftersom risken vid sjöresor var så hög så var det en high yield bond. Senare, men senast under tidig medeltid, utvecklades "commendan" ur det grekiska sjölånet i norra Italien. Commendan är ett kontrakt där arbetskraften explicit fick en del av vinsten. Den normala uppdelningen var att arbetskraften fick $\frac{1}{4}$ och kapitalet $\frac{3}{4}$. Om man räknar enkelt på den normala avgiftsstrukturen i en riskkapitalfond hamnar man inte så långt ifrån denna fördelning. Tänk 2,8 procent ggr 10 år.

Tillbaka till ämnet. Vi vet en del om hur investeringarna riskkapitalisterna gör ser ut. Man har hög skuldsättningsgrad (66-68 procent i snitt) och man brukar hävda att man sköter företag och genomför operativa förbättringar. Det finns också visst stöd för det i litteraturen. Man är också anekdotiskt kända för att avveckla te.x. långsiktig forskningsverksamhet. [Dessutom vet vi att när

riskkapitalfonder köper från börsen är det lönsammare än köp från andra riskkapitalister från en kandidatuppsats som jag handledde för några år sedan...]

För att veta om riskkapitalverksamheten är en viktig företeelse, så behöver vi se om det är marginellt eller inte.

[Slide 3] Enligt siffror från Svenska Riskkapitalföreningen har svenska riskkapitalförvaltare fått 282 miljarder kronor sedan 2005. D.v.s. sådana pengar som förr eller senare skall investeras genom riskkapitalfonder. Dessa pengar är till 85 procent utländska. Svenska riskkapitalföreningen hävdar att man sköter verksamhet motsvarande 11 procent av Sverige BNP. Det är i vilket fall en ansenlig volym pengar och som vi kommer se senare en inte oansenligt i relation till svenskarnas sparande i indirekt form. [Man kan se att allokeringen av kapitalet följer marknadens humör ganska väl.] Det är också värt att notera att siffrorna är svenska riskkapitalföreningens egna. De är därför svårt att veta hur exakta de är.

Den stora skillnaden mellan riskkapitalägda bolag och andra bolag är att de riskkapitalägda har typiskt sett väsentligt mycket högre skuldsättningsgrad. Det har presenterats olika skäl till den höga skuldsättningsgraden. 1) Skatteoptimering är ett skäl som angetts och det är välkänt att man jobbar med bank- och ägarlån, ofta i flera omgångar, dvs kedjor med bolag som finansierar varandra. Räntesnurror kallas det i pressen. Ett annat skäl 2) som angetts är att det minskar handlingsutrymmet för företagets ledning att göra dåliga affärer. Man måste helt enkelt få fram kassaflöde för räntebetalningarna och kan därför inte spendera pengar på projekt med tvivelaktigt värde. Tänk dyrt huvudkontor. Ett tredje skäl 3) och kanske de skäl som jag tror mest på är att förvaltaren får en högre förväntad avgift av en högre skuldsättningsgrad i objekten. En högre risk medför att man får fler hög avkastningar och fler låga avkastningar. Förvaltaren betalar inget för de låga men får en högre avgift för de höga utfallen.

Vad gäller avkastningen från investeringar så har man egentligen inte visat att den skulle avvika från en indexposition med motsvarande skuldsättning även om bilden är mer nyanserad än så. Förenklat kan man säga att man kunde lika gärna ha lånat pengar och köpt ett brett aktieindex. Mina egna ovetenskapliga undersökningar tyder på samma sak. Riskkapitalavkastningar från publika källor (noterade riskkapitalfonder och bolag som arbetar med riskkapitalmetodik) visar en mycket hög och exakt korrelation med breda publika index. Någonstans är det inte orimligt att det är så. Om man lånar pengar och köper bolag som lika gärna kunde varit börsnoterade. Varför skulle avkastningen avvika från en belånad aktieportfölj?

Hwang et al	Close to S&P 500
Gro & Gottschalg	Positive significant alpha
Jones & Rhodes-Kropf	No excess return, small alpha
Kaplan & Schoar	Slightly less than S&P 500
Phallipou & Gottschalg	Significant underperformance

Riskkapitalisterna sköter bolag åt investerarna. Det är en väsentlig effektivisering mot att varje aktieägare själv skulle jobba med att övervaka och sköta bolagen. Naturligtvis kommer ett nytt övervakningsproblem in. Vem ser till att förvaltaren sköter sitt uppdrag? Man kan inte gärna utvärdera på historisk avkastning, eftersom det tar tio år innan en fond har stängs. Det är svårt att veta vad som är bra och inte, men det man vet är att bra förvaltare tenderar att fortsätta vara bra och vise versa. Riskkapitalmodellen bygger på att alternativet är en publik modell utan starka huvudägare. Då tillför man något, en huvudägare. Det finns inte så många sådana noterade bolag i Sverige, åtminstone inte längre. Ur detta perspektiv är det svårt att förstå den framgång som riskkapitalisterna haft i Sverige.

Vad har då hänt med den publika marknaden som är alternativet till riskkapitalmarknaden?

[Slide 4]

Man kan nästan dagligen läsa om den publika marknadens problem. Jag har här gjort några axplock av vad man kan läsa, men allt är inte rätt. En hel del berör också mindre bolag snarare än de större.

- Bolag noteras inte längre i samma utsträckning och entreprenörer jag pratat med säger att de är mer sugna på riskkapitalägare. Det är enklare att driva vidare företaget och man får bättre betalt än vid en notering på någon av de mindre listorna. Det naturliga flödet av små bolag till börserna har stoppat. Det verkar också på statistiken som det är kris när antalet bolag minskat från 300 till 250 på kort tid, men man skall komma ihåg att det ökade kraftigt i samband med it-hausen också. Dessutom finns småbörserna numera. Aktietorget har 149 bolag!
- Det är dyrt att notera sitt bolag (upp till 10 procent på pengarna) och kanske ännu dyrare att sedan bedriva verksamheten i den publika miljön.
- Börsen sägs ha haft dålig avkastning under en lång tid. Tittar vi 10 år tillbaka så är avkastningen 6,7 procent. Det ger en riskpremie om cirka 4,5 procent vilket stämmer väl med PWC:s riskpremiestudie.
- Trots den möjligen vällovliga men ökade regulativa bördan, så finns det problem med ordning och reda på marknaden.
 - Vi har haft insideraffärer med hög profil, de senaste 11,5 åren har Finansinspektionen lämnat 1 687 fall av misstänkta insiderbrott (det finns några olika typer) till Ekobrottsmyndigheten. Av dessa har 17 fall lett till het eller delvis fällande domar enligt Chefesåklagare Martin Tidén. Eftersom fallen varit på nivån att de kommit till Finansinspektionen och de valt att gå vidare med dem, så kan man nog konstatera att den skärpning av lagen som gjordes 2005 blev tämligen tandlös.
 - Högfrekvenshandeln gör det i princip omöjligt för medelstora investerare att handla på ett vettigt sätt. Jag anser att man bör hantera högfrekvenshandeln som en privat

förlängning av orderboken. Som sådan borde högfrekvenshandlarna tvingas offentliggöra sin programkod. Annars är det inte möjligt för andra investerare att förstå hur handeln på börsen går till.

- Till detta har vi det dåliga namn som aktiemäklarskandalerna orsakat, även om det på det stora hela är ett randproblem. Det finns inte heller så många större fondkommissionärer kvar som kan skapa problem.

På kapitalmarknaden, precis som på andra marknader, gör man bara affärer om man har förtroende för den man handlar med och marknaden som helhet. Många av de regulativa problem som jag nämnt här avser man att möta med ny reglering. Kanske blir det bättre, men det tenderar man att tro varje gång det skall komma ny reglering.

Sammanfattningsvis kan man säga att den publika marknaden fungerar ganska bra trots de ”regulativa gap” som finns. Det är alltså inte nödvändigtvis den publika marknadens svaghet som öppnat för riskkapitalisterna.

Nu kan man kanske fundera på om det har någon betydelse om man investerar direkt eller indirekt. För de flesta investerare så har det förstås ingen betydelse. Små och medelstora investerare låter huvudägare sköta bolagen och litar på att det görs, eller säljer sina aktier. Här kan man säga att Industrivärden t.ex. gör en god gärning, eller om man formulerar sig mer krasst inte får hem all frukt av sitt arbete med portföljbolagen. Även diversifiering nämns ibland som ett skäl till att man skall spara i fonder, men med dagens handelsmöjligheter och låga kostnader ser jag det mest som ett anakronistiskt skämt. Det finns kostnader för indirekt ägande i direkta termer, d.v.s. som investerare får man betala en avgift. Jag har letat fram två siffror, som skall ge en uppfattning om kostnaderna där den ena gäller för vanlig aktieförvaltning i USA (1,11 procent) och den andra för utköpsfonder (2,8 procent). Sammantaget blir det en avvägning av kostnader och nytta av att investera direkt eller indirekt för investerarna (och lagstiftaren som gillar kollektivt sparande). Mot bakgrund av vad jag tidigare berättat om avkastning och kostnader för riskkapital så kan man undra om/hur det kan vara

en framgångsrik modell. Speciellt med tanke på att vi i Sverige har en hyfsat framgångsrik modell med starka huvudägare. Men det har det, om vi tittar på [slide 8] så kan man se att hushållens sparande och definitivt nettonysparande sker i indirekt form. Vi kan se att dels sker inget nysparande just i direkt form, utan den direkta formen minskar i relativ betydelse. Om vi dessutom sätter kapitalresningen hos riskkapitalfonderna (282 miljarder) i relation till ökningen av det indirekta sparandet, så blir det 26,9 procent. Nu är det förstås äpplen och päron av flera skäl. [avkastningen är med i det indirekta sparandet, det är utländskt sparande i båda kategorierna och pålitligheten i siffrorna nog är begränsad för riskkapitalvolymerna.] Vi kan dock dra slutsatsen att riskkapitalet, som jag definierat det, på kort tid fått en mycket stor plats på den svenska kapitalmarknaden.

[Framtiden för riskkapitalet? Vi får se, men de nya reglerna för försäkringsbolagens soliditet kommer göra det svårare/dyrare för dem att inneha riskkapitaltillgångar. Dessutom jobbar EU med att införa regler för alternativa placeringar där riskkapitalfonderna ingår. I princip går Eus föreslagna regler ut på att skapa mer lika villkor för de nu oreglerade riskkapitalisterna som andra förvaltare har.

Samtidigt har riskkapitalet fått ett bra rykte om sig att leverera avkastning, vilket är lite obegripligt om man tittar på de studier som gjorts. Förra veckan vill tex utredaren av AP-fonderna öppna för att en större del av tillgångarna skall kunna placeras i "onoterade tillgångar". Och pekar också ut PE-fonder som högavkastande. Det stämmer iofs men även en belånad aktieportfölj hade varit högavkastande i uppgång.]

[Slide 9] Sammanfattningsvis kan man säga att det publika systemet utmanas och det direkta ägandet minskar, hushållens sparande kanaliseras i stort in i indirekta sparformer och att riskkapitalbranschen på kort tid tagit plats som en viktig faktor på den svenska kapitalmarknaden. För att spekulera, så skulle jag vara förvånad om det är där morgondagens industri kommer fram. Där tror jag mer på enträget arbete inom de befintliga industriföretagen. Där sker det mesta av forskning, utveckling och kommersialisering av resultaten. Jag är dock inte experten på detta här; vad säger du Anders?