

Hur kunde det gå så snett?

Han kritiserar girigheten, orimliga bonusar och handeln med finansiella instrument. Realtid.se publicerar här ett utdrag ur boken, kapitlet:
Det flyktiga ekonomiska värdet.

**I boken Stormvarning synar professor Sven-Erik Johansson finanskrisen. Han kritiserar girigheten, orimliga bonusar och handeln med finansiella instrument. Realtid.se publicerar här ett utdrag ur boken, kapitlet:
Det flyktiga ekonomiska värdet**

Sätta pris eller med andra ord bestämma det ekonomiska värdet på prestationer och tillgångar har alltid hört till det mest centrala i människors tillvaro. I den moderna världen kommer inte ens eremiten i skogen, som lever på jakt och fiske undan det ekonomiska värdet på vad han behöver. Han bryr sig sannolikt inte om det ekonomiska värdet på aktier, bostäder, möbler, konst, mobiltelefoner och andra saker som den moderna människan lägger sina pengar på. Men han möter det ekonomiska värdet när han måste byta ut sina slitna, gamla stövlar mot ett par hela och nya.

Sparsam som han är väntar han med inköpet tills det blir rea i traktens skobutik. Är hans timing bra kan han få uppleva, att priset på de stövlar som han behöver bara på någon månad har satts ned i flera omgångar och nu kostar endast några tiotal procent av det ursprungliga priset.

Det opålitliga ekonomiska värdet”Nu fick jag verkligen mycket värde för mina pengar”, tänker han när han lämnar affären efter att ha prutat ned priset med en extra hundralapp. Slug som han är har han förstått att de här stövlarna skulle butikägaren inte ha någon annan köpare till. Eremiten i skogen har med framgång praktiserat lagen om tillgång och efterfrågan och dess effekt på det ekonomiska värdet.

Eremiten i skogen befinner sig långt från kunskaps- och informationssamhällets sfär. Men om han lämnat sin skog och klivit in i den världen skulle han upplevt att den i grunden följer samma lag om tillgång och efterfrågan som hans stövelköp och att det ekonomiska värdet på tillgångar och prestationer är i högsta grad opålitligt. Vi kan anta, att han skulle skaka på huvudet, le litet overseende åt den mänskliga dumheten och skröpligheten och gå tillbaka till skogen om han fått en lektion i finansiell ingenjörskonst.

Det skulle ha blivit en lektion med en förvirrande blandning av å ena sidan hur man kan manipulera och missbruka de grundläggande ekonomiska lagarna och sambanden för att skapa ekonomiska värden för sig själv och sin närmaste krets, men å andra sidan hur man kan skapa och bygga ekonomiska värden som inte bara är långsiktigt hållbara utan är till glädje för en bred krets av människor.

”Är det här vad högutbildade ekonomer, ingenjörer och andra kloka samhällsmedborgare lyckats åstadkomma i ett samhälle, som klarar av att skicka folk till månen?” hade kanske eremiten undrat. ”Var glad du, att vi i stort lyckats bevara värdet på dina kronor under många år så du kunde köpa dina stövlar”, hade bankmannen, som höll lektionen, kanske försvarat sig själv och sin värld med.

Inflation eller deflation

Inflation eller deflation, stigande priser eller sjunkande priser? Av två onda ting väljer nationalekonomen liksom politikern och företagsledaren inflationen - åtminstone om den är måttlig och det inte handlar om galopperande inflation som raserar penningvärdet och det finansiella systemet. Mellanläget, ett helt stabilt penningvärde har man lärt sig, är en chimär.

Genom en kombination av finanspolitik, penningpolitik, självständiga riksbanker, valutaöverenskommelser, klara inflationsmål och tak för de enskilda staternas budgetunderskott och statsskuld har Sverige och västvärlden i övrigt lyckats hålla inflationen i schack. För Sveriges del en årlig inflation som pendlat runt 2-3 procent under senare år. Kraftig värdeuppgång för fastigheter, bostäder, aktier och andra tillgångar har därför endast till en mindre del berott på inflation och inflationsförväntningar. Värdena borde därför vara reella värden, baserade på tillgång och efterfrågan, affärsuppgörelser mellan säljare och köpare. Men vad vi har sett och ser är stora fluktuationer, upp- och nedgångar, i värdena på fastigheter, aktier och finansiella instrument, råvaror etc.

”Kan man aldrig lita på det ekonomiska värdet? Måste det vara så flyktigt? Det finns ju inte en chans att planera privatekonomin”, säger småspararen, som upplevt hur hans eller hennes placeringar och fonder rasat i värde. Att småspararen 2007 gjorde en rejäl realisationsvinst när familjen sålde villan men placerade en del av kapitalet i aktier i de trygga nationalklenoderna Volvo och Ericson, höjer inte humöret på småspararen.

Verkligt värde – marknadsvärde eller?

Det är en klen tröst för småspararen, att han inte gjort en sämre bedömning av värdet på aktierna i Volvo och Ericson än flertalet finansanalytiker och många professionella kapitalplaceringar. De har i motsats till småspararen gjort mycket grundliga analyser av informationen i bolagens årsredovisningar och andra ekonomiska rapporter och kompletterat med ingående marknadsanalyser av lastbilsmarknaden och telekomindustrin. De har räknat fram och bedömt nyckeltal över bolagens soliditet, vinster, kassaflöden och direktavkastning för aktierna. Inte minst har de på olika vägar gjort bedömningar av hur bolagens försäljning och resultat kommer att utvecklas på kort och lång sikt. Med detta som grund har de bedömt marknadspriset på aktierna och kommit med rekommendationer om köp, sälj eller behåll.

”Men träffsäkerheten var inget att yvas över”, konstaterar småspararen som följt köprådet och fått uppleva en fallande aktiekurs. ”Det här strider ju mot sunt förnuft”, tänker han. ”Både Volvo och Ericson är starka företag med bra produkter och stora marknadsandelar. Även om det just nu blir tapp i försäljningen och resultatet så kommer bolagen att på längre sikt ta igen vad de tappat, och det med råge. Vad är det för något kortsiktigt tänkande som slår igenom på aktiekurserna? Ser inte de stora kapitalplaceringarna vilka enorma reella värden som finns i de här bolagen?” reflekterar han.

Det är ett sunt resonemang som småspararen för. Men börserna är en handelsplats, där prissättningen på aktier i de bolag som finns på börserna i hög grad styrs av psykologi, förväntningar och rykten och av agerandet hos de stora kapitalplaceringarna som pensionsfonder, varav många utländska, hedgefonder och andra stora aktörer på kapitalmarknaden. Deras agerande präglas i hög grad av kvartalskapitalism, det vill säga ett beteende som tenderar att bli överdrivet kortsiktigt.

Men i grunden handlar det trots allt om en professionell analys och bedömning av vad ett bolag kan åstadkomma långsiktigt i vinster och kassaflöden, som kan komma aktieägarna till godo och om att en placering av kapital i det här bolaget ger en bättre avkastning än att ha

pengarna på bank eller köpa obligationer.

Grundläggande för all värdering av företag, oavsett om de finns på börsen eller ej, är bedömning av värden i form av vinster eller kassaflöden och oavsett om det handlar om industriföretag eller tjänsteföretag. De metoder som används för att beräkna värdet på aktierna i ett företag måste ha som bas framtida vinster och kassaflöden och räntan på alternativa investeringar. Att placera pengar i aktier i ett bolag är en investering, oavsett vilken som placerar pengarna, och en investering vill man ju ha en så bra förräntning på som möjligt - om man inte ägnar sig åt filantropi.

Men hur bedömer man framtida vinster för ett företag i en värld av finanskris och lågkonjunktur? Hur säker kan man vara på att företaget kommer att ha sådana kassaflöden att man kan klara av sina åtaganden så att det överlever krisen? Det var bra för eremiten i skogen att det inte fanns någon efterfrågan på hans stövlar, men det var desto sämre för butiksägaren och i ett förlängt perspektiv för tillverkaren av stövlarna. Bli det ingen fart på Volvos och Ericsons försäljning blir det heller inga vinster och kassaflöden och då är småspararen och den stora pensionsfonden i samma situation. Deras aktier blir allt mindre värda. Inte ens löntagaren, som inte kommit på tanken att köpa aktier kommer undan. Den där pensionsfonden som förvaltar hans försäkringspengar har en hel del av sitt kapital placerat i aktier och blir det långsiktigt fallande börskurser så går det ut över värdet på löntagarens pensioner. ”Det är inte så dumt att äga lite skog. Får den bara lite luft och vatten så växer den av egen kraft”, reflekterar eremiten när han kommit hem till sin skog.

Börs i fritt fall

Börsutvecklingen 2008 var den sämsta i modern tid. Den var till och med sämre än under Krügerkraschen på 1930-talet. Många av börsens tidigare framgångsrika företag med hyllade entreprenörer i spetsen finns bland de, vars aktier rasade mest. Ett bra exempel på ett sådant företag är New Wave Group med Torsten Jansson som koncernchef och huvudägare. Värdet på New Waves aktier sjönk med över 90 procent under 2008.

Företaget och Torsten Jansson fick stor uppmärksamhet i media, när New Wave gick in och övertog glasbruksindustrin Orrefors Kosta Boda och gjorde stora satsningar för att rädda de anrika glasbruken och den kronobergska glasindustrin. Det blev en investering som kostat mycket pengar, möda och svikna förhoppningar och som blivit en stor belastning både på resultatet och kassaflödet i New Wave. Än värre belastande är företagets extremt dyra köp av det amerikanska företaget Cutter&Buck, en investering i miljardklassen med hög lånefinansiering. Det största problemet för New Wave är att det är ett av de högst belånade börsföretagen i Sverige, vilket i ett läge av finanskris och marknadskris försatt företaget i ett mycket besvärligt läge.

Fiktiva pengar?

När Torsten Jansson vid en tidningsintervju fick frågan hur han reagerade på att hans aktieinnehav och härmed hans personliga förmögenhet bara på några månader mer än halverats i värde blev svaret: ”För mig är det där bara fiktiva pengar. Jag bryr mig faktiskt inte alls.”

Det här svaret från den mycket hedervärde och hårt arbetande entreprenören Torsten Jansson säger mycket om synen hos många entreprenörer på aktievärdet i deras företag, de företag som de utvecklats med stor framgång och sedan tagit till börsen. Problemet är emellertid, att ett bolag på börsen innebär att det är många andra än entreprenören, småsparare såväl som pensionsfonder och andra stora placerare, som satsat kapital i företaget. Och för dem handlar

det inte om fiktiva pengar. För dem innebär ett kursfall på 90 procent med all sannolikhet en rejäl kapitalförlust. Det är inga fiktiva pengar som de förlorat. Eller har de kanske inte förlorat sina pengar? De behöver ju inte sälja sina aktier utan kan vänta på bättre tider, när New Wave ridit ut stormen, visar höga vinster och aktiekursen stiger i rask takt.

Finansiell ingenjörskonst

En av hörnstenarna i redovisningsregler och redovisningspraxis har under decennier varit försiktighetsprincipen. Detta har bland annat yttrat sig i att företags tillgångar i balansräkningen ska redovisas till anskaffningskostnaden eller till det så kallade verkliga värdet om detta skulle vara lägre än anskaffningsvärdet. Uppskrivning av tillgångens värde, om det så kallade verkliga värdet skulle vara högre än anskaffningskostnaden har däremot i princip inte tillåtits. Avsteg mot försiktighetsprincipen har varit tabu. En viktig effekt av den här principen är att orealiserade värdestegringar inte kunnat läggas till resultatet eller det egna kapitalet och härmed inte heller kunnat resultera i ökade vinstutdelningar i bolagen. När det verkliga värdet rasat under anskaffningsvärdet har bolagen tvingats till nedskrivning som drabbat resultatet och det egna kapitalet och härmed påverkat möjligheterna till vinstutdelning.

Den här försiktighetsprincipen har oftast varit relativt enkel att tillämpa, även om beräkningen av verkligt värde, som i allt väsentligt ska handla om marknadsvärde, ibland gett revisorer och redovisningsfolk gråa hår. Styrelser och företagsledningar i framför allt börsbolagen har ofta haft en annorlunda syn på framtiden och tillgångars marknadsvärde än vad ekonomernas beräkningar visat. De har därför hårdnackat stretat emot nedskrivningar som skulle ha försämrat resultatet och omintetgjort önskade vinstutdelningar och resultatbonusar. I en tid av högkonjunktur och stadig tillväxt i ekonomin kan även revisorer och redovisningsfolk leva med att optimismen får övertaget. Men värdeberäkningar och värdebedömningar i en värld med lågkonjunktur och allt snabbare fall i efterfrågan på de flesta tillgångsslag innebär en helt annan verklighet för vad som är realistiska marknadsvärden.

Riktigt besvärligt kan det bli i större börsbolag som är koncerner med en snårskog av förvärvade bolag, som ofta köpts till priser som legat skyhögt över de förvärvade bolagens redovisade egna kapital, betalats med nyemitterade aktier och som skapat mycket höga goodwillvärden och värden på immateriella tillgångar i koncernens balansräkning. Dessa värden ska varje år kunna försvaras för att förhindra oönskade nedskrivningar som slår mot resultatet och härmed innebär minskade möjligheter till vinstutdelning och resultatbonusar. Vill det sig riktigt illa kan nedskrivningsbehovet bli så stort att det egna kapitalet uttraderas och bolaget bara kan räddas genom att aktieägarna skjuter till nytt kapital. Finanskris och en lågkonjunktur som man inte ser något slut på är inget bra klimat för sådana kapitalinjektioner genom nyemission av aktier.

För några år sedan beslöt normsättarna och regelmakarna inom redovisningsområdet, givetvis med bas i regelverkens förlovade land USA men med global genomslagskraft, om införande av en ny internationell redovisningsstandard, International Financial Reporting Standard, IFRS, med tillämpning på framför allt börsbolagen. En effekt av den nya redovisningsstandarden är att fastighetsbeståndet i fastighetsbolagen inte längre ska värderas och redovisas till anskaffningsvärdet utan till marknadsvärdet.

Det är en regel som vid ständiga värdestegringar är förträfflig och gör både företagsledningarna och aktieägarna lyckliga. Men som, när finanskrisen och lågkonjunkturen

slår till och marknadsvärdet sjunker, kan få svåra konsekvenser, eftersom tillgångarnas värde måste skrivas ned och det härmed uppstår förluster som slår hårt mot resultatet och det egna kapitalet. Om styrelsen och företagsledningen tidigare utnyttjat marknadsvärderingen för att bevilja sig själva goda bonusar och aktieägarna höga utdelningar kan situationen bli riktigt besvärlig, särskilt om man har hög skuldsättning.

Bankerna och andra kreditgivare har ringa förståelse för att ett bolags egna kapital kommer i obalans i förhållande till företagets skulder. Finansiell ingenjörskonst, som gett hög förräntning på det egna kapitalet som en följd av hög belåning, applåderas av både aktiemarknaden och bankerna i goda tider, men applåderna tystnar och det är stor risk för ridåfall när det visar sig att ingenjörerna varit alltför konstnärliga. Det är många börsbolag, som får det svettigt under de närmaste åren när marknadsvärdena viker. Varken företagets revisorer eller bankernas analytiker och kreditbedömare tror – förhoppningsvis inte – på under och då väntar rejäla nedskrivningar som slår hårt mot bolagens resultat och härmed mot det egna kapitalet.

Risken blir överhängande att kreditgivarna yrkar på återbetalning av en del av lånen för att det ska bli bättre balans mellan skulder och eget kapital i bolagen. Då gäller det att ha en god kassa, men det är den som tryter efterhand som lågkonjunkturen förvärras. Och man varken vill eller kan sälja av en del av sina värdefullaste tillgångar, när marknaden viker; och den viker rejält om det blir stort utbud. Inget trevligt scenario precis. Utom för de investerare som har gott om pengar och hög kreditvärdighet. Tid för fyndköp. ”Den enes nöd, den andres bröd”.

Riskkapitalbolagen – pojkarna med guldbyxorna – i kris

Det har under många år varit goda tider, faktiskt mycket goda tider, för riskkapitalbolagen. Både ledning och ägare i riskkapitalföretagen har gjort grova vinster på företag som man köpt för 'dyra pengar' och efter några år sålt vidare eller satt på börsen till bra mycket högre pris. Det har varit en mycket lönsam affärsmodell med belåning av investeringarna kring 70 procent eller högre. Bankerna har varit mer än villiga att bidra med lånekapital och i huvudsak litat på riskkapitalbolagens ledning och deras affärsnäsa.

Men finanskris, lågkonjunktur och den sämsta börsen sedan Krügerkraschen är inget bra affärsklimat för högbelånade företagsförvärv, varken för riskkapitalbolag eller banker. De svenska bankerna sitter nu med lån på uppskattningsvis 100 miljarder kronor till riskkapitalbolagen, som kommer att gräva djupa hål i bankernas balansräkningar, när riskkapitalbolagen inte klarar av att betala sina lån och åtaganden.

Det blir tuffa tag i förhandlingarna, när man tar strid om vilken part, riskkapitalbolagen eller banken, som ska ta smällen för misslyckade investeringar. Det blir med all sannolikhet många bolag som är i farozonen, framför allt industribolag, som riskkapitalbolagen köpt till reapris.

Under bank- och fastighetskrisen i början av 1990-talet bildade staten särskilda bolag, varav det mest kända är Securum, för att ta hand om dåvarande Nordbankens problemkrediter, värda runt 50 miljarder kronor, sanera företagen och vänta ut krisen för att sedan kunna bli av med engagemangen utan alltför stora förluster. Metoden var i de flesta fall effektiv och räddade mycket pengar åt staten, bankerna och deras aktieägare och kunder, och man undvek den kapitalförstörelse som skulle ha blivit följderna utan räddningsaktionerna. Blir 2009 och 2010 de år, när staten på nytt måste sopa upp efter högkonjunkturrens hyllade guldgossar?

Copyright: Sven-Erik Johansson och Artéa förlag

http://www.realtid.se/ArticlePages/200907/23/20090723175645_Realtid370/20090723175645_Realtid370.dbp.asp

Sven-Erik Johansson var senast professor vid Internationella Handelshögskolan i Jönköping, vilken han fortfarande är knuten till.

Han är auktoriserad revisor och drev Revisionsföretaget Tönnerviksgruppen fram till 1992.

Då fusionerades hans bolag med Ernst & Young där han var delägare fram till år 2000.

Han har tidigare gett ut bland annat Köpa och sälja företag – Strategi, värdering och genomförande (2002