

Vad kan vi lära av en sprucken bubbla?*

Hösten 1999 och våren 2000 upplevde börserna världen över en bubbla av klassiska proportioner. Det var IT-företagen, vars aktier for upp i skyn med raketfart, bara för att efter ett drygt halvår återvända till jorden och kraschlanda på någon procent av den nivå de uppnådde när de låg som högst. Under det att bubblan expanderade fick vi höra från experterna att detta var en ny sorts ekonomi och att nya regler gällde. Aktierna skulle inte värderas efter vinst och utdelning utan efter omsättning. Expansion var ett värde i sig även om den till en början medförde stora förluster. Verksamheten finansierades inte genom inkomster eller lånefinansiering utan till stor del genom tillskott av nytt kapital, helt adekvat benämnt riskkapital.

När företagen börsintroducerades kom småspararna in i bilden. Många var ivriga efter att få köpa de aktier som var till salu och kurserna drevs upp hela tiden. Massmedia spädde på med investeringstips och okritiska reportage. Fantastiska framgångshistorier berättades och det var ett antal entreprenörer som skapade stora förmögenheter – men det var ”papperspengar” som de förlorade om de inte hade möjlighet att sälja ut i tid medan kurserna ännu var höga.

Ett av de företag som var tidigast ute och fick en enorm mediauppmärksamhet och mycket stora pengar från investerare (1,2 miljarder kronor) hade grundats av tre svenskar och hette Boo.com. Två av grundarna var Ernst Malmsten och Kajsa

Leander, som haft en tidigare framgång med en nätbokhandel kallad Bokus.com, som de sålt med stor vinst till KF Media efter kort tid. Den tredje var Patrik Hedelin, som hade erfarenhet av de internationella finansskretsarna och dessutom utbildning i ekonomi och juridik. Affärsidén var att sälja exklusiva sportkläder på Internet.

Ingen av de tre hade dock erfarenhet av att leda ett företag. Det blev en svindlande berg- och dalbana – mycket stora pengar satsades och förbrukades i rasande takt. I maj 2000 var pengarna slut, försäljningen en stor besvikelse (ca 1 procent av den som förväntats och utlovats) och investerarna ovilliga att skjuta till mera pengar. Konkurs, alltså. Hela förloppet beskrivs av Gunnar Lindstedt i hans bok *Boo.com och IT-bubblan som sprack* (Lindstedt [2001]) och av Malmsten, Portanger och Drazin i en annan likaledes nyutkommen bok med titeln *boo hoo. A dot.com Story from Concept to Catastrophe* (Malmsten, Portanger & Drazin [2001]). Det är en bra idé att försöka förstå detta skeende och dessa två böcker är till god hjälp, även om de är vinklade åt olika håll. Lindstedt har stött sig till stor del på information från Hedelin och inte fått intervjua Malmsten och Leander. Malmsten tycks på sin sida var ute efter att skylla en del av misslyckandet på just Hedelin. Lindstedts bok är kortare och mera analyserande, medan Malmstens är lång och fylld av detaljer om möten med investerare och andra, detaljer som ibland är av mindre intresse, liksom Malmstens alkoholvanor som han återkommer till gång på gång.

De tre grundarna hade alltså ingen stör-

LENNART SJÖBERG är professor i psykologi, särskilt ekonomisk psykologi, vid Handelshögskolan i Stockholm. Han har forskat bl a om beslutsfattande och riskattityder. Aktuella intressen omfattar också emotionell intelligens och kreativitet.

* Ett tack till Patrik Hedelin för värdefulla kommentarer.

re erfarenhet av att leda företag och Malmsten, som blev VD, tycks inte ha klarat jobbet speciellt bra. Malmsten och Leander hade tidigare startat ett bokförlag som gått med brakförlust, satsat på "poesidagar", likaledes med stor förlust – men de hade haft tur med nätbokhandeln Bokus. De marknadsförde sig som "andra generationens Internet-entreprenörer" och 1998-99 var det få som kunde göra anspråk på den titeln. Inga investerare tycks ha gjort några djupare efterforskningar om grundarnas bakgrund och kompetens.

Och kompetensen var det alltså inte så väl beställt med. Vissa av episoderna som Lindstedt beskriver verkar närmast farsartade, som när man med någon dags varsel skickade en nyanställd och i dylika ting helt oerfaren person till Spanien för att "rulla upp" verksamheten i Sydeuropa. Malmsten infann sig senare i Madrid för att delta i anställningsintervjuer men tröttnade efter några timmar för att i stället ägna sig åt något roligare. Något senare lades hela Spanienprojektet plötsligt i malpåse. Intriger mellan de tre grundarna drog snabbt igång efter en inledande smekmånad och Hedelin, som tycks ha haft de bästa insikterna i hur ekonomin skulle skötas och dessutom med framgång skötte kontakterna med investerarna, blev utmanövrerad. Inget av detta gagnade boo.com.

Malmstens bild av det hela är förstås annorlunda. Han menar att Hedelin inte skötte det han skulle som finanschef och arbetande styrelseordförande och att han hanterade banker och investerare på ett osmidigt sätt. Inte desto mindre var finansieringen sommaren 1999 (tredje rundan) mycket lätt att genomföra, troligen på grund av en enorm och positiv uppmärksamhet från media, som började våren 1999 med en stort uppslagen, och okritisk, artikel i *Financial Times*. I ett svep, och utan att något nytt hänt eller ett enda klädesplagg sålts, höjdes värderingen av företaget till miljardnivån. Investerarna stod i kö även på en sådan nivå, och bland

dem fanns några av de mest kända bankerna och andra prestigegivande namn. Men mitt i denna sagolika framgång gnisslade samarbetet mellan Hedelin och Malmsten/Leander alltmera.

Det fanns en annan och troligen viktigare faktor som låg boo.com i fatet och det var den tekniska. De hade mycket höga ambitioner att skapa en sajt på nätet som skulle kunna visa varorna (sportkläder) på ett bra sätt, och ge den presumtive kunden en idé om hur de tedde sig vid användning i tredimensionella bilder. Inget enkelt uppdrag alls, och den tekniska utvecklingen blev mycket dyrare än planerat och ständigt försenad. När sajten väl lanserades fick den mycket kritik. En tidning beskrev den som "en suddig version av helvetet", och det omdömet har blivit klassiskt. Sajten lanserades innan den var färdig, och detta berodde givetvis på ett upplevt tryck från investerarna. Mac-användare kunde inte använda "beställa varor", och inte heller gick det att göra i Italien, av någon anledning (man kom tydligen in på sidan men beställningar gick fatalt nog inte fram). Det tog 4 minuter (!) att ladda ner hemsidan, och hur många har tålmod att vänta på dylikt? Antalet besök på hemsidan blev mycket mindre än väntat och av dem som besökte hemsidan var det till att börja med mindre än 2 procent som handlade något.

Många hade anmält sitt intresse för att få information om när det skulle gå att handla på sajten, men få av dem gjorde det när den väl fungerade, i december 1999. Rea-erbjudanden i januari 2000 hjälpte upp situationen något men fortfarande var man långt från den omsättning som var nödvändig för att täcka kostnaderna, för att nu inte tala om att uppnå en vinst.

Men vi måste se upp med frestelsen att komma med efterhandsförklaringar. I efterhand är det som hänt oss ofta självklart. Vi kan nämligen mycket lätt formulera förklaringar, om vi har lite fantasi, och skulle vi eventuellt inte ha det så

kommer andra till hjälp. boo.com:s nedgång och fall våren 2000 är en sådan "självklarhet". Vem kan idag tro att det går att sälja exklusiva och dyra sportkläder på Internet? Självklart är kunderna en liten krets förmögna och kräsna personer som inte handlar på nätet utan som gör det i boutiques och de kräver att först få prova kläderna. Det låter väl bra som argument?

Men var det så självklart, egentligen, och visar boo.com:s fall att så var fallet? Kunde boo.com:s idé ha varit livskraftig under andra omständigheter, med en mera kompetent ledning och med mindre djärva svängar i spenderbyxorna?

Kanske, kanske inte. När boo.com etablerades och blåste igång 1999 trodde nästan alla att Internet skulle revolutionera det mesta, inklusive detaljhandeln. Det fanns lysande föredömen som nätbokhandeln Amazon.com, som värderades av investerarna till svindlande belopp, trots att den inte tjänat ett öre i nettovinst. Många andra exempel kunde anges. Dessutom låg man på toppen av en exceptionell allmän värdestegring av aktier som av många ansågs vara ohållbar och snart stod inför en kraftig kursjustering nedåt (Shiller [2000]). För investerarna var det oerhört frestande att hänga med i galoppen eftersom enorma värdestegringar hade åstadkommit i ett flertal exempel, och det på mycket kort tid. Leander och Malmsten hade själva presterat ett av exemplen med den svenska nätbokhandeln Bokus.com som på mindre än ett år hade 10-dubblats i värde innan de sålde den till KF Media (som snart skulle sälja den vidare, återigen med mycket stor vinst).

Men de tre C:na, då? Alltså Caviar, Concorde och Champagne. Var det inte ett orealistiskt och lättsinnigt slöseri som visade att dessa människor inget begrep om hur man ska handskas med pengar? Nja, dels var det kanske inte så mycket rent extravagant slöseri det var frågan om (t ex bara några få resor med Concorde och enligt uppgift reste man aldrig första

klass flyg), dels var det kanske en bra idé att skaffa sig en mediabild av att vara just extravagant och "cool". Det var ju just det som de blivande kunderna var, eller ville bli, fanns det anledning att tro. Mediastrategin tycks ha varit att skapa en bild av lyx och framgång. Lönerna låg en bra bit över de vanliga för branschen. Det var klart att boo.com var en jättesatsning på att på mycket kort tid skapa ett lockande varumärke, och kanske lyckades de också.

Märkligt är att bara ganska lama försök tycks ha gjorts att minska utgifterna när det var tydligt att försäljningen inte snabbt skulle uppnå den volym som var nödvändig. (Enligt Malmsten minskades personalen med 25 procent). I stället inriktade man sig på att försöka få fram mera riskkapital, och det som hägrade var en börsintroduktion på Nasdaq som troligen skull ha medfört en kraftig värdestegring på aktierna och gjort de tre grundarna (och ett antal investerare) mycket förmögna. En värdering i storleksordningen 1 miljard dollar föreföll fullt möjlig. Enligt Lindstedt var Hedelin inte heller intresserad av att arbeta med boo.com efter en sådan börsintroduktion, utan ville helt enkelt med hjälp av företaget skapa en privatförmögenhet och sedan dra sig ur. Det är oklart om Malmsten och Leander hade liknande planer men osannolikt är det inte. De kanske hoppades upprepa bravaden med Bokus, men nu på en mycket högre nivå. Det är inget fel i en sådan strategi, men onekligen är det betänkligt om de som leder ett företag bara sitter och väntar på en chans att hoppa av med en stor privat vinst i fickan. Långsiktighet och seriös affärsmässighet kan knappast gynnas av en sådan ledning. Här finns troligen förklaringen till att inga allvarliga försök gjordes att få kontroll på utgifterna. Det fanns tydligen många anställda som inte hade meningsfulla uppgifter våren 2000 och det är t o m troligt att det var just stora utgifter man ville ha som argument för att öka riskkapitalisternas intresse. Detta kan verka bisarrt men

den värderingsstrategi som förhärskade under IT-bubblans storhetstid sa att snabb expansion, stora utgifter och små inkomster inte var något att vara rädd för – det var tvärtom dessa företag som i en ganska snar framtid skulle bli ytterst lönsamma.

Boo var inte ett unikt fall utan ett av många, men kanske det mest dramatiska och något före i utvecklingen relativt andra IT-bubblor. Medias roll är intressant i sammanhanget. Det verkligt stora genombrötet fick boo efter en artikel i *Financial Times* våren 1999. Tidigare hade många investerare varit svårflörtade och många hade sagt nej, efter analyser som idag framstår som ytterst klarsynta. Men fördämningarna brast efter mediauppvaktningen våren och sommaren 1999. Ekonomijournalister tycks ha en strategi som skiljer sig på en viktig punkt från andra journalisters. Media brukar ju normalt rapportera ”dåliga” nyheter – risker och katastrofer av allehanda slag. Men i ekonomijournalistiken är det tydligen minst lika lockande att rapportera askungesagor om hur ett företag plötsligt står inför enorma framgångar. Det är naturligt att det är på det sättet. För läsekretsen är det säkert viktiga nyheter, inte minst för dem som letar efter investeringsobjekt. Ingen har väl glömt de svenska kvällstidningarnas investeringstips under IT-bubblans tid. Det var säkert säljande information till alla som var ute efter snabba klipp. Och givetvis bidrar media i ett dylikt skeende till att skapa den verklighet som de påstår finns – för en tid.

En bubbla kännetecknas av snabba värdestegringar till mycket höga nivåer och sedan ett lika snabbt fall till nära noll. Om det finns realvärden kan det sedan ske en långsam stegring upp till dessa, men det tar lång tid att återställa förtroendet efter det att en bubbla spruckit. Ryktesspridningen är en viktig komponent och där spelar givetvis media en avgörande roll. Det börjar gå rykten om människor som snabbt tjänat ihop förmögenheter på aktier i bubbelföretag och allt

flera vill hoppa på tåget. IT-bubblan är intressant genom att det rörde sig om ny teknik, vilket ofta varit fallet i tidigare bubblor, t ex vid järnvägarnas etablering för drygt 100 år sedan. Ny teknik sägs regelmässigt vara skälet till att osannolika aktiekurser inte alls kommer att krascha utan att de kommer att stå sig eller öka ännu mera, gamla regler ska inte längre gälla. Men samtidigt har de flesta ett gnagande tvivel på att kursnivåerna verkligen ska hålla och t o m fortsätta att stiga. Det finns ju faktiskt inget realt ekonomiskt värde bakom dem. De är värda något bara för att många är villiga att betala de kurser som gäller, inte av något annat skäl. Ungefär som begagnade frimärken, som kan vara värda mycket pengar och det enbart för att det finns någon som är villig att betala. Kraschen kan komma mycket snabbt och dramatiskt just därför att så många har en labil och tvekan inställning.

Och när kraschen kommer förlorar många sina pengar. Men det är inte hela sanningen. En bubbla innebär en omfördelning av förmögenheter eftersom somliga tjänar genom att stiga av tåget i tid. I fallet boo.com var detta veterligen inte något som grundarna lyckades med (utom möjligen i någon utsträckning Hedelin). Det svåra är givetvis att veta när man ska stiga av. *Man kan i själva verket inte veta det.* Varje ny dag kan medföra nya kursstegringar, och vem vill vara utan dem? En justering nedåt av kursen en dag kan ju vara en tillfällig svacka, det känns onekligen lugnande att se den på det sättet. Och experterna hjälper till. När kurserna började svaja våren 2000 var det en närmast enstämmig kör av experter som uppmanade småspararna att ha ”is i magen”. De var rädda för panik, naturligtvis. Men de gav inget bra råd. De understödde den spelbenägenhet som många har, och som medför att man inte vill sluta när man gjort förluster. Man fortsätter att spela för att åtminstone täcka sina förluster (vilket givetvis för det mesta bara leder

till ännu större förluster). Många satt alltså kvar med "is i magen" och ett och ett halvt år senare är den isen det enda de har kvar om de låg ute med mycket pengar i företag som Framfab och Icon Medialab. Dessa och åtskilliga andra svenska IT-företag tycks nu närma sig samma öde som drabbade boo.com för något år sedan.

Lindstedts och Malmstens böcker beskriver ett fascinerande skeende, ett illusionernas spel, där stora förmögenheter hägrade med stöd i en speciell tidsanda och värderingsstrategier som plötsligt vuxit fram från ingenting och blivit allmänt anammade. Utan vissa stora investerares villighet att satsa jättesummor på vad som visade sig vara rena luftslott hade det hela aldrig utvecklats så dramatiskt. Dessa investerare hade stor kompetens och erfarenhet och de hade tillgång till den bästa expertisen i världen för att underbygga sina beslut. Icke desto mindre gick det som det gick. Därav kan man lära att de professionella beslutfattarna är lika hjälplösa som alla andra mot de psykologiska faktorer som driver vårt tänkande (Wärneryd [2001], Shefrin [1999] och Sjöberg [2002]), och att den dröm om rationalitet som många när är just – en dröm. Nästa bubbla väntar bakom hörnet.

Referenser

- Lindstedt, G, [2001], *Boo.com och IT-bubblan som sprack*, Bokförlaget DN, Stockholm.
- Malmsten, E, Portanger, E & Drazin, C, [2001], *Boo hoo. A dot.com Story from Concept to Catastrophe*, Random House, London.
- Shefrin, H, [1999], *Beyond Greed and Fear: Understanding Behavioral Finance and the Psychology of Investing*, Oxford University Press, New York.
- Shiller, R, [2000], *Irrational Exuberance*, Princeton University Press, Princeton NJ.
- Sjöberg, L, [2002], "Frestelser minerar börsens psykologiska landskap", *Svenska Dagbladet*, 9 januari 2002.
- Wärneryd, K-E, [2001], *Stockmarket Psychology*, Edward Elgar, London.