

# Löntagarfonder: Kriterierna för placeringspolitiken\*

## Inledning

Vilken placeringspolitik som faktiskt förs i kapitalförvaltande företag och institutioner beror dels på vilka *formella* kriterier eller riktlinjer som styr valet av kapitalplaceringar, dels på hur dessa i *praktiken* tolkas, och vem som ytterst råder över kapitalmedlen. Den fundamentala innebörden i detta är att en viss, önskad placeringspolitik aldrig kan garanteras bli genomförd enbart genom att man specificerar vissa kriterier eller riktlinjer för verksamheten. Det gäller också att försäkra sig om att de som förvaltar kapitalet inte har sarskilda intressen att tillgodose, som i praktiken gör det omöjligt att följa de givna placeringskriterierna.

Dessa enkla grundsatsar tror jag gestaltar det som många, kanske framför allt ekonomer, ser som själva kärnan i frågan om löntagarfonder: hur skall man kunna vara säker på att kapitalresurser, som samlas upp i fonder, dominerade av fackliga intressen, verkligen blir föremål för en samhällsekonomiskt effektiv användning? Många och livliga har farhågorna varit att sådana fonder skulle innebära ett alltför svagt hävdande av kapitalavkastningskravet i allmänhet, och ett otillbörligt favoriserande av fackliga

intressen (och i förlängningen rent av leda oss bort ifrån marknadsekonomin). Det är mot den bakgrunden man skall se debatten om individuella andelar (individuell anknytning etc) och löntagarfonder. Ett huvudargument för sådana andelar är att de medverkar till att skapa en press på fondförvaltningen att verkligen eftersträva högsta möjliga avkastning på fondkapitlet. Förslagen om en breddning av intressentbasen i form av sk medborgarfonder har ett likartat syfte att minska risken för en formodad slagsida i placeringsverksamheten till förmån för fackliga intressen.

Hur fondkapitalet ägs – individuellt eller kollektivt – och vilka som äger det – löntagar- eller medborgarkollektivet – är alltså viktigt (många skulle säga avgörande) för vilken placeringspolitik som skulle komma att föras i ett tänkt system av fonder. Men det är inte den aspekten på placeringspolitiken som skall diskuteras i denna uppsats. Här skall i stället det principiellt intressanta frågan diskuteras *vilka kriterier eller riktlinjer som lämpligen bör vägleda fondförvaltningen i deras placeringsval*. Ett särskilt skäl att ta upp placeringskriterierna till behandling inom sekretariatet har varit att försöka rensa upp något i den ganska vildvuxna flora av förslag som under åren kommit fram i olika utkast till fondmodeller vad gäller utnyttjandet av fondkapitalet ("fonder för sysselsättning", "fonder för inflytande", "fonder för trygghet", "fonder för tillväxt" etc).

*Civ ekon ROLF EIDEM har varit expert i löntagarfundsutredningen. Hans tidigare forskning har främst gällt centralplanerade ekonomier och ekonomiska system.*

\*Författaren tackar kollegerna, särskilt Berndt Ohman, för värdefulla synpunkter.

En tredje aspekt på placeringspolitiken – vid sidan om kriterierna resp vem som tolkar kriterierna – är hur det inflytande skall utövas som följer med fondernas kapitalinnehav. Inte heller denna aspekt diskuteras här.

### Utgångspunkter

Den konkreta uppgiften för fonderna är alltså att bedriva placeringsverksamhet. Det förutsatts att fonderna finansieras i kontant form. Frågan är vilka riktlinjer som bör gälla för verksamheten.

Framställningen är organiserad i två huvudavsnitt. Först diskuteras det rimliga i att komplettera ett strikt avkastningskriterium med andra kriterier. Sedan ställs frågan om och hur avkastningskriteriet skulle modifieras av de speciella syften som i direktiven uppställts för fonderna.

### Ett strikt avkastningskriterium – eller ett utvidgat?

Den ekonomiska teorins utgångspunkt för analysen av företagets beteende (på kort sikt) i en marknadsekonomi är bla ett antagande om vinstmaximering. För företag eller institutioner på kapitalmarknaden skulle ett motsvarande antagande innebära att kapitalförvaltaren strävar efter att placera sina medel på ett sådant sätt att avkastningen (inkl värdestegringen på förvärvade tillgångar) blir så hög som möjligt.

I sin stravan efter högsta möjliga avkastning måste en kapitalplacerares alltid ta hänsyn till den risk det innebär att placera pengar i aktier och lån när framtiden är oviss. Ju större risker en placerares är beredd att ta, desto högre kan avkastningen bli. Men den möjligheten måste alltid vägas mot risken att utfallet på grund av oförutsedda händelser i stället blir dåligt.

Hur ett kapitalmarknadsföretag inför en given uppsättning placeringsalternativ ska balansera avkastningsönskemål

mot riskhänsyn beror dels på hur villigt just detta företag är att ta risker, dels på vilket riskinnehåll företagets sk portfölj av tidigare gjorda placeringar för tillfället bedöms ha. Ju lägre placerares bedömer riskinnehållet i sin portfölj, desto mer beredd torde han vara att låta riskhänsyn stå tillbaka för avkastningsintresset. Skulle riskinnehållet i portföljen i stället bedomas som alltför stort i förhållande till placerares riskbenägenhet skulle detta aktualisera avyttringar av särskilt riskfyllda placeringar och omplaceringar i mindre riskfyllda värdepapper.

Det placeringskriterium, som på detta sätt innebar att ett kapitalmarknadsföretag eftersträvar högsta möjliga avkastning på sina placeringar, kommer i det följande att kallas ett "strikt avkastningsinriktat placeringskriterium". Benämningen "strikt" markerar endast att placerares inte tar några andra hänsyn än rent avkastningsmässiga (inkl riskhänsyn). Däremot kan man inte tolka termen "strikt" så, att två olika kapitalmarknadsföretag, om de ställdes inför en och samma uppsättning av placeringsalternativ, skulle välja samma placering. Om de har olika riskbenägenhet eller olika placeringsportföljer eller gör olika bedömningar av de föreliggande placeringsalternativen kommer de sannolikt att välja olika placeringar, trots att de formellt arbetar utifrån samma avkastningskriterium. Förekomsten av ett "strikt" avkastningskriterium betyder alltså inte att alla placerares i praktiken alltid handlar exakt lika.

I en ekonomi av Sveriges typ sker allokeringen av finansiellt kapital – riskkapital och lånekapital – via en marknad, där ränta och amorteringsvillkor, riskpremie och säkerhetskrav ytterst bestäms genom samspelet mellan företagens förmåga att förränta insatt kapital och marknadens avkastningskrav. Under förutsättning att konkurrens råder på alla marknader (i den meningen att ingen

köpare eller säljare är tillräckligt stor för att med egna åtgärder påverka marknadspriset) kan man visa att om kapitalmarknadens aktörer placerar sina pengar utifrån ett strikt avkastningskriterium, så är detta förenligt med största möjliga totalproduktion och inkomster, dvs med effektivitet i produktionen. Den uppenbara slutsatsen skulle vara att även fonderna borde arbeta med ett strikt avkastningskriterium.

Som bekant är denna konkurrensförsättning i praktiken inte för handen. Konkurrensbegränsningar och monopoliseringstendenser på varumarknaden motiverar statliga ingripanden. Förekomsten av vissa starka, formella eller informella, "intressegrupper" på dagens svenska kapitalmarknad utgör också en avvikelse från modellens förutsättningar. Vidare har marknadsekonomierna haft svårt att åstadkomma ett högt och jämnt kapacitetsutnyttjande (dvs full sysselsättning) och stabila priser, vilket även motiverat offentliga åtgärder av olika slag. Slutligen har marknadsekonomin haft en benägenhet att leda till betydande ojämnheter i fördelningen av bla förmögenhets- och inte minst aktieinnehav mellan människor.

Mot den bakgrunden har man på vissa håll – särskilt inom löntagargruppningarna – ifrågasatt ett strikt avkastningskriterium som önskvärd norm för fondernas placeringspolitik. I stället har man velat komplettera ett sådant kriterium med andra – dock hela tiden med krav på "god" avkastning. Rimligheten i dessa önskemål måste bedömas med hänsyn till hur de skulle komma att påverka effektiviteten i kapitalallokeringen.

Vi har valt att diskutera föreställningarna om behovet av kompletterande placeringskriterier utifrån några önskemål som framförts i fonddebatten. De går ut på att fonderna i sin placeringspolitik borde beakta risktagande, långsiktighet

och sysselsättningseffekter på ett särskilt sätt.

### ● Risktagande

Vad först galler önskemålet att fonderna skall beakta risktagandet i sina placeringar på ett särskilt sätt, så kan man tänka sig att detta kommer till uttryck i ett kompletterande kriterium "högt risktagande". En motivering som framförs varför varje enskild fond borde bära större risker än gängse institutioner på kapitalmarknaden, är att förlustriskerna i deras placeringsverksamhet i stor utsträckning balanseras av det ekonomiska utfallet i fondsystemet som helhet – en riskutjämning. Fondernas krav på riskersättning (riskpremie) skulle därför kunna sättas lägre än de krav som ställs av andra kapitalmarknadsorganisationer. Fonderna skulle därigenom få en placeringsportfölj med ett större riskinnehåll än vad en strikt anpassning av placeringarna till riskbenägenheten hos fondernas huvudmän skulle ha motiverat.

### ● Långsiktighet

Ju längre in i framtiden konsekvenserna av ett investeringsprojekt sträcker sig, desto svårare är de att förutse. Desto större blir följaktligen det risktagande som projektet innebär. Önskemålet att fonderna på särskilt sätt borde beakta långsiktigheten i sina placeringar genom att tillämpa en relativt låg diskonteringsränta – dvs räkna ned framtida avkastning relativt långsamt – sammanfaller därför delvis med önskemålet om högt risktagande. Genom att införa ett kompletterande kriterium "långsiktighet" skulle fonderna få en placeringsportfölj, där långsiktiga placeringar fick större plats än vad som hade varit motiverat utifrån ett strikt avkastningsinriktat placeringskriterium.

### ● Sysselsättningseffekter

Ett tredje önskemål beträffande fondernas placeringsinriktning har varit att de

på särskilt sätt skall beakta konsekvenserna för sysselsättningen i sina placeringsval. Detta önskemål skulle måhända kunna översättas i kompletterande avkastningskriterier såsom "sysselsättningsbevarande placeringsval" och ett annat, förslagsvis benämnt, "sysselsättningssskapande placeringsval". Fonderna skulle genom att arbeta utifrån sådana kriterier tex kunna tänkas bli ett led i strävandena efter regional balans i sysselsättningen.

Utifrån dessa kriterier skulle fonderna vid sidan av den strikt avkastningsmässiga bedomningen av varje placeringsobjekt tilldela sysselsättningseffekterna särskild vikt. Fonderna skulle därigenom få en placeringsportfölj med en annan, större sysselsättningseffekt än vad ett strikt avkastningsinriktat placeringsval skulle ge upphov till.

Gemensamt för alla dessa kompletterande kriterier för fondernas placeringsinriktning är att de innebär att fonderna tilldelas uppgifter, som har karaktären av korrigeringar av den resursfördelning, som den "rena" marknadslösningen, dvs ett strikt avkastningsinriktat, placeringskriterium, skulle ha resulterat i. Korrigeringar av denna innebörd har alltid varit en uppgift för statsmakterna. Frågan om önskvärdheten i att också fonderna tilldelas korrigeringar uppgifter är därför i stor utsträckning en fråga om vad som i olika avseenden kan anses vara en lämplig *arbetsfördelning* mellan statsmakterna och andra självständiga icke-stalliga organisationer.

Den fundamentala innebörden i att medborgarna i olika sammanhang via statsmakten griper in i och korrigerar förutsättningarna för eller utfallet av den "rena" marknadslösningen är att man eftersträvar en högre samhällslig välfärd än vad denna lösning representerar. Kostnaderna för att administrera den komplicerade sammanvägning av olika intressen det har är fråga om, och för att

genomföra beslutade åtgärder, bärs av alla medborgare via skattesystemet. "Intäkterna" av sådana offentliga ingripanden faller på ett oöverblickbart sätt ut i form av bla förändringar i produktion samt inkomst- och standardfördelning. Det ligger i sakens natur att kostnader och intäkter av detta slag inte på något enkelt sätt kan kopplas samman. Men alla korrigeringar av marknadslösningen måste likväl alltid avvagas inbördes. Därför är det *politiskt* lämpligt att *alla* ingripanden i resursfördelningen som har karaktären av löpande korrigeringar av marknadslösningen sker i *ett* sammanhang och har en huvudman – statsmakterna. Mot denna bakgrund ter det sig mindre lämpligt att statsmakterna ålägger fonderna att arbeta med kompletterande kriterier i placeringspolitiken av de slag som presenterats ovan.<sup>1</sup>

Ett annat argument mot en sådan delegering till fonderna av vissa offentliga arbetsuppgifter är att det rent *praktiskt* är förenat med betydande svårigheter att utforma anvisningar för en placeringsverksamhet med sådana kompletterande kriterier – vare sig anvisningarna utformas av staten eller av fonderna själva. En förutsättning för att fonderna ska kunna bedöma tex de slutliga sysselsättningseffekterna i ekonomin av sina placeringsval måste vara att en kompetens byggs upp på detta område i varje fond – en kompetens som redan borde finnas i de statliga organ som i dag har ansvaret för sysselsättningen i landet. Här finns uppenbarligen en risk dels för

<sup>1</sup> Ett sådant ålaggande – i form av direktiv och föreskrifter – är emellertid endast aktuellt vid offentligrättsliga fonder. Privaträttsliga fonder – kollektivt eller individuellt ägda – har liksom andra företag normalt inga statliga direktiv för sin verksamhet utan har att verka inom de allmänna villkor och lagar som finns i samhället; detta regelsystem är dock olika ingående och detaljerat för olika verksamheter. Om staten vill ålagga fonderna speciella uppgifter synes dessa därför lampligen bora utformas som offentligrättsliga fonder.

dubbelarbete, dels för betydande brist på likformighet mellan fonderna, vilket måste upplevas som godtycke av dem som berörs av fondernas verksamhet. Samma principiella problem gäller en delegering av placeringsbeslut utifrån de kompletterande kriterierna "högt risktagande" och "långsiktighet".

Svårigheterna att formulera entydiga och praktiskt lättolkade anvisningar för sådana kompletterande kriterier för fonderna och kostnaderna för att bygga upp och vidmakthålla en kompetens i fonderna på dessa områden aktualiserar också frågan hur fondernas verksamhet ska kunna övervakas. Att i *efterhand* få fram dels i vilken utsträckning fonderna i sina placeringsval tagit särskild hänsyn till sysselsättningseffekterna, dels vilka dessa effekter faktiskt blivit är en krävande uppgift, som ställer stora krav på organisationen av fonderna. Och risken är stor att fondernas placeringsval inte blir effektiva om inte verksamheten övervakas på ett tillfredsställande sätt. Detta problem faller dock, som redan nämnts, utanför uppsatsens ram.

Inordningen av fondernas placeringspolitik i en arbetsfördelning med statsmakterna som huvudman skulle uppenbarligen — med de kompletterande kriterier som här aktualiserats — leda till att fonderna fick lägre avkastning på sina placeringar än andra kapitalmarknadsföretag. Det reser besvärliga frågor om hur långt fonderna bör gå (i lägre avkastning) för att beakta dessa kompletterande kriterier, hur storleken av fondernas förbigångna intäkter ska beräknas samt vem som ska bära dessa kostnader — medborgarna via statsmakten eller löntagarna via en lägre avkastning på fondmedlen.

Flera invändningar kan alltså riktas mot önskemålen att fonderna vid sidan om sin strävan efter högsta möjliga avkastning bör arbeta med kompletterande kriterier i sina placeringsval. Skulle det

från samhällsekonomisk synpunkt likväl anses önskvärt att så sker måste frågan naturligtvis ställas varför i så fall bara fonder — och inte *andra kapitalmarknadsföretag* (helt eller delvis privatägda) — har anledning att medverka i en sådan arbetsfördelning med statsmakterna.

Den sammanfattande slutsatsen av denna kortfattade diskussion av möjligheten att komplettera ett rent avkastningsinriktat placeringskriterium med vissa andra kriterier såsom högt risktagande, långsiktighet och sysselsättnings-effekter är att det *knappast* finns några *effektivitetsargument* för en sådan arbetsordning. Därtill kommer att den framstår som *politiskt olämplig*.

Det bör dock understrykas att svårigheterna att gå utanför ett strikt avkastningskriterium i form av en fullt genomförd arbetsfördelning med statsmakterna inte innebär att fonderna i praktiken alltid uppträder likformigt. Fonder av olika storlek och med olika huvudmän med skiftande riskbenägenhet, kompetens och erfarenheter kommer med största sannolikhet att i betydande utsträckning träffa *olika* placeringsval — även om alla säger sig eftersträva enbart högsta möjliga avkastning på sina placeringar. Inom ramen för en "*strävan* efter högsta möjliga avkastning" finns en icke oväsentlig handlingsfrihet i placeringsvalet i fonderna — hur strängt de än övervakas. Men det är inget argument för att överge ett strikt avkastningskriterium.

### Avkastningskriteriet och fondernas syften

Utredningen har haft att beakta fyra syften med fonderna, varav tre tas upp här; de skall medverka i näringslivets kapitalförsörjning, göra löntagarna delaktiga i företagets förmögenhetstillväxt samt stärka företagsdemokratien.<sup>2</sup> I detta av-

<sup>2</sup> Det fjärde syftet är att komplettera den solidariska lönepolitiken.

snitt diskuteras vilka kompletterande kriterier som skulle kunna formuleras utifrån dessa syften och vilka problem de kan tänkas medföra.

*Val av sektorer.* Med en helt strikt tillämpning av ett avkastningskriterium skulle fonderna placera sina medel var som helst i ekonomin, i fastigheter, värdeföremål etc. Enligt det uttalade syftet ska emellertid placeringarna avse *näringslivet*. En sådan avgränsning kan i princip uppfattas som en avvikelse från ett strikt avkastningskriterium. Att kontrollera "efterlevnaden" av en sådan avgränsning borde dock inte innebära några svårigheter.

Bedömningen av efterlevnaden av ett sådant avkastningskriterium torde inte kompliceras nämnvärt om fondernas placeringar – i en strävan att återställa balansen i utrikeshandeln – avgränsades ytterligare till att gälla den konkurrensutsatta delen av industrisektorn. Möjligen skulle avgränsningen av utlandskonkurrerande företag kunna vålla vissa problem. Men väljer man en sådan snävare avgränsning utgör det självfallet en än större avvikelse från ett strikt avkastningskriterium.

Hur stor del av fonderna som används till sådana prioriterade placeringar och hur länge denna speciella avgränsning ska gälla bör fortlopande omprövas, med sikte på att, när balanssituationen så medger, återgå till en placeringspolitik med hela näringslivet som placeringssektor.

Syftet att göra löntagarna *delaktiga* i företagets *förmögenhetstillväxt* motiverar inget särskilt kompletterande kriterium vad gäller valet av placeringssektor. Genom sin strävan efter högsta möjliga avkastning tenderar fonderna samtidigt att göra löntagarna som grupp maximalt delaktiga i företagets förmögenhetstillväxt.

Syftet att *stärka företagsdemokratien* skulle däremot kunna tänkas motivera

ett kompletterande kriterium som gick ut på att fonderna borde välja sina placeringar på ett sådant sätt att "inflytan-deeffekten per krona" blev så stor som möjligt. Det skulle kunna motivera att placeringarna i högre grad styrdes till företag med många anställda och med en koncentrerad ägarstruktur, en placeringsinriktning som torde rymmas rätt väl inom den sektorsavgränsning (den konkurrensutsatta industrisektorn) som gjorts ovan. Andra företag som löntagarna kan ha anledning att intressera sig för vore tex företag med dålig arbetsmiljö eller andra problem.

Ett sådant kompletterande placeringskriterium skulle kunna komma i konflikt med kriteriet högsta möjliga avkastning. Styrkan i denna målkonflikt mellan avkastningsintresset och demokratisyftet blir självklart beroende av hur starkt man driver demokratiseringskraven. Över tiden tenderar målkonflikten att mildras efter hand som placeringarna i olika företag utjämnas.

*Val av placeringsform.* Fonderna kan medverka i industrins kapitalförsörjning genom placeringar i form av aktier eller lån. Aktier ger till skillnad från lån del i ägandet och därmed del i vinsten, medan lån betalas med i förväg fastställd ränta. Aktier har ett större riskinnehåll än lån men ger samtidigt på ett helt annat sätt än lån rätt till inflytande över företagets mål och verksamhet. Mellanformer mellan aktier och lån är konvertibla skuldebrev och skuldebrev förenade med optionsrätt till nyteckning.

Vid aktieplaceringar väljer fonderna mellan olika företag på aktiemarknaden, som utgör en del av kapitalmarknaden. Aktiemarknaden omfattar i princip de 130 registrerade börsföretagen med ca en halv miljon sysselsatta. Långt fler människor är emellertid sysselsatta i små och medelstora företag, som inte är representerade på börsen.

Utifrån ett strikt avkastningskriterium

borde fonderna köpa de aktier, som förväntas ge högst avkastning – utan hänsyn till om de är utgivna av börsföretag eller mindre eller medelstora företag. Men jämförelsen haltar, eftersom aktier i mindre och medelstora företag kan vara svårare både att bedoma och förvärva än börsbolagsaktier.

Ett sätt för fonderna att undvika att diskriminera ickebörsföretag skulle kunna vara att man utnyttjade redan existerande sk *mellanhandsinstitut* för att förmedla riskkapital till mindre och medelstora företag. Här finns redan kompetens för placeringsbedömningar av det slag som aktualiseras inför placeringar i små och medelstora företag. En fråga av intresse i detta sammanhang är också om fonderna skall placera medel i aktier i mellanhandsinstituten.

Vid direkt långgivning väljer fonderna i princip mellan olika investeringsprojekt, som företagen presenterar, även om långivningen ibland gäller finansiering av företagets verksamhet i dess helhet. I praktiken torde det emellertid knappast bli aktuellt för fonderna att – annat än i undantagsfall när det gäller verkligt stora investeringsprojekt – på egen hand göra kreditberedningar och direkt medverka i lånefinansiering av företagens verksamhet. Det skulle förutsätta att man i fonderna bygger upp en kreditberedningskapacitet av det slag som redan finns i banker och mellanhandsinstitut.

Mot den bakgrunden synes det rimligt att tänka sig att också en betydande del av fondernas långgivning – särskilt i fråga om mindre och medelstora företag – slussas till företagen via olika *mellanhandsinstitut*. Via revers- och obligationslån till sådana institut skulle fondernas långgivning till företagen få en mer indirekt karaktär.

Fondernas avvägningar mellan placeringar i aktier och lån förutsätts här ske utifrån ett strikt avkastningskriterium, som modifierats med hänsyn till valet av

placeringssektor (konkurrensutsatta delen av industrisektorn). Frågan är emellertid hur de syften som angivits för fonderna kan tänkas påverka valet av placeringsform och vilka kompletterande kriterier för placeringspolitiken det kan aktualisera.

Fondernas syfte att medverka i näringslivets *kapitalförsörjning* motiverar i princip inte något kompletterande kriterium vad gäller valet av placeringsformer. Om fonderna arbetar med det modifierade avkastningskriterium som nyss nämnts kommer placeringarnas fördelning på aktier och lån – direkt resp via mellanhandsinstitut – att fortlöpande bestämmas genom fondernas avvägningar mellan avkastningsönskemålen och riskerna. Genom nyplaceringar och omplaceringar gäller det att kombinera ihop en portfölj av aktier och lån, som så nära som möjligt ansluter till avkastningskrav och riskbenägenhet hos fondernas uppdragsgivare.

Syftet att ge löntagarna *del i företagets förmögenhetsstillväxt* motiverar inget särskilt kompletterande kriterium vad gäller valet av placeringsform. Genom att sträva efter högsta möjliga avkastning och välja placeringsform utifrån detta kriterium kan fonderna sägas nå detta syfte.

Syftet att med fondernas hjälp *förstärka företagsdemokratien* skulle emellertid kunna motivera ett kompletterande kriterium, som gick ut på att fonderna borde använda en relativt stor del av sina medel till aktieplaceringar. Skälet är naturligtvis att aktier ger inflytande i företagen på ett helt annat sätt än lån. Här skulle en målkonflikt kunna uppenbara sig mellan avkastningsintresset och demokratiseringssyftet.

### Sammanfattning

Utgångspunkten för vår kortfattade diskussion av tänkbara kriterier och riktlinjer för placeringspolitiken i ett system

av löntagarfonder har varit en strikt avkastningsinriktning, som motiverats av effektivitetshänsyn. Kompletterande kriterier såsom "högt risktagande", "långsiktighet" och "sysselsättning" har i princip avvisats på grund av alla komplikationer de drar med sig utan någon påvisbar, motsvarande höjning av effektiviteten i kapitalallokeringen.

Fondernas speciella syften kommer i flera fall i konflikt med ett strikt avkastningskrav; det gäller tex syftet att avgränsa placeringarna till näringslivet och syftet att förstärka företagsdemokratien. Men här är det mindre fråga om praktiska svårigheter och mer en fråga om vad som är rimliga avvägningar mellan olika politiska mål.