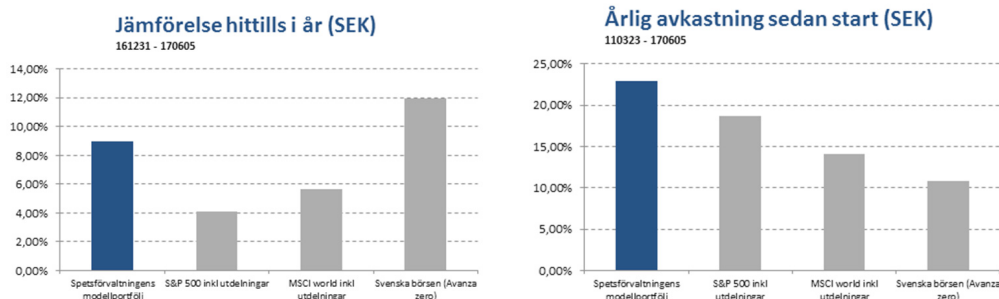




Stockholm 2017-06-28



DET FINNS MYCKET ATT LÄRA AV EXPERTERNA

”Jag är den enda eleven, alla andra är mina lärare”

Jag har på senaste tiden blivit kontaktad av flera välkända och prestigefyllda universitet i USA som hittat till vår förvaltning. Det är bland annat MIT Investment Management Co, Yale Investments Office och University of Notre Dame Investment Office, nedan kallade ”Experterna”. Universiteten är experter på att välja ut förvaltare till sina stiftelser. En intressant lärdom från dessa samtal är hur olika deras frågor är jämfört med de frågor jag får från icke professionella kunder i Sverige. Våra rådgivare träffar många icke professionella potentiella kunder som t.ex. entreprenörer som byggt upp en förmögenhet, kunder som ärvt sitt kapital, idrottsstjärnor etc. etc. Skillnaden mellan de frågor de professionella aktörerna ställer och de frågor dessa icke professionella ställer borde inte vara stor eftersom de alla vill samma sak - hitta den bästa förvaltaren. Ändå är skillnaden påtaglig. Jag går nedan igenom några av skillnaderna som kanske är värda att begrunda.

TRACKRECORD

- Icke-professionella: Kortsiktig trackrecord är det första de frågar efter. Trackrecord är den främsta orsaken till att en förvaltare väljs eller säljs.
- Experterna: Ställer frågor om det som skapar trackrecord. Hur ser investeringsprocessen ut? Vilka misstag har du gjort och vad har du lärt dig av dem? Hur fattas köpbeslut? Experterna förstår vikten av att vara långsiktig och förstår att alla duktiga förvaltare ibland underpresterar ett par år.

UTVÄRDERING AV FÖRVALTNINGEN

- Icke-professionella: Det finns faktiskt de som utvärderar redan efter ett år. Under år 2015 var det till och med en kund som lämnade oss efter ett års förvaltning. Ett år! Det krävs minst fem år för att ett bolags underliggande utveckling ska återspeglas i börskursen. Före dess påverkas börskurserna av markandenspsykologi vilken i sin tur är omöjlig att förutspå
- Experterna: Följer upp om vi följer vår investeringsprocess. De utvärderar sina förvaltare först när börsen utvecklats från topp till topp eller från botten till botten. Det brukar ta 4-8 år.



AKTIV FÖRVALTNING

- Icke-professionella: Finns många kunder som tror att "aktiv" förvaltning innebär att köpa och sälja så ofta som möjligt. Det finns kunder hos oss som använt detta som ett mått på effektivitet och velat flytta kapitalet för att aktiviteterna varit för få. När vi sedan träffats och gått igenom anledningen och jämfört utfallen så har de tackat och stannat kvar. Det är ett förtroende som vi uppskattat och också tackar för! En del tror att jag har sex skärmar framför mig och är vaken dygnet runt för att hänga med i vad som händer i USA och Asien. Det är inte så avkastning skapas för kunden (däremot skulle det vara en superidé för ett kapitalförvaltningsbolag som kan tjäna pengar på courtaget).
- Experterna: De vill ha låg aktivitet. Universiteten ser gärna inaktiva perioder när inget gjorts på grund av avsaknaden av köpvärda aktier. De uppskattar att jag tar köp- och säljbeslut utanför börsens öppettider för att slippa påverkas av onödigt brus. De gillar också att jag inte alls har sex dataskärmar på mitt kontor men har installerat ett gåband (Det skulle jag inte våga berätta för våra svenska kunder). Jag tänker bättre när jag går!

INVESTERINGSTEAM

- Icke-professionella: Uppskattar oftast istället ett team som tillsammans bestämmer vad som skall köpas och säljas. Gärna också ett extra analysteam som servar det första teamet men kanske är det på grund av att vi svenskar formats i consensus-skolan.
- Experterna: De vet att kommittébeslut leder till sämre avkastning och ser fördelen med att ha en ansvarig förvaltare. För universiteten är det en fördel med en ansvarig förvaltare. (Jag nämnde för Shelby Davis – se foto nedan –, son till Shelby Cullom Davis, att jag tycker hans son Chris Davis ger ett superintelligent intryck när jag lyssnar på honom men att Chris trackrecord inte är lika imponerande. Då la Shelby armen om mig och sa: "Du har helt rätt. Det beror på att de fattar alla beslut i grupp. Jag har sagt till honom att sluta med det.") Jag rekommenderar boken om de tre generationerna Davis, The Davis Dynasty. En fantastisk bra beskrivning om hur de alla tre lyckats bli topprankade förvaltare. Shelby Cullom Davis skapade 23,2% årlig avkastning vilket t.o.m. är bättre än Warren Buffetts trackrecord!

5 ÅRS PLACERING

- Icke-professionella: Det finns potentiella kunder som tackat nej till förvaltningen för att det är en femårsförvaltning.
- Experterna: Universiteten uppskattar att strukturen för förvaltningen är byggd så att jag som förvaltare kan agera långsiktigt. Strukturen är en av deras viktigaste frågeställningar. De vill inte investera med en förvaltare som är tvungen att sälja aktier vid fel tillfälle för att han får ett utflöde av kapital.

SPETS INVESTERINGSFILOSOFI

När de som är bäst i världen på att ranka kapitalförvaltare anser att förvaltarens investeringsfilosofi är det viktigaste så finns det anledning för även icke-professionella aktörer att lägga det på minnet. Därför vill jag förklara Spetsförvaltningens investeringsfilosofi. I skolan har jag, och säkert många med mig, lärt mig att det är enklare att komma ihåg ett koncept genom att skapa en akronym. Akronymen jag använder för Spetsinvesteringsfilosofi är "CAMP Bargain". Det blir mycket text så den som vill får gärna lyssna istället på en intervju jag gjorde för Latticework i november 2016 om samma sak.

[LYSSNA HÄR](#)



CAMP BARGAIN

COMPETITIVE ADVANTAGE – BESTÅENDE KONKURRENSFÖRDEL

Jag attraheras av bolag som har bestående konkurrensfördelar vilka gör det möjligt för dem att ge sina aktieägare en hög avkastning på investerat kapital. En annan anledning till att denna typ av bolag attraherar mig är att de har en vallgrav runt sig som minskar konkurrensen eller t.o.m. raderar ut konkurrenterna ur ekvationen. De superkrafter som dessa bolag har tar sig olika former. Ibland är det i form av nätverkseffekt, som för bolagen Amazon och Blocket t.ex. Dit går köparna för att det finns flest säljare och dit går säljarna för att det finns flest köpare. Ibland tar sig superkraften formen av en prisfördel, som för bolagen Costco, Amazon och Ryanair t.ex. Varumärken, som t.ex. varumärkesprodukterna vilka ingår i Pepsi, Procter & Gamble eller Nestlé. Ibland kommer superkraften i form av flaskhalseffekt, vilket är fallet hos American Tower och SBA Communications.

Värde flyttas från gamla affärsmodeller till nyare affärsmodeller när de senare är bättre på att förstå hur kundernas behov förändras. Det är viktigt att inte bara bygga bra produkter och processer, utan att också bygga bättre affärsmodeller som gör det möjligt att leverera mervärde och få betalt för det. Denna disciplin av att ta ansvar för resultaträkningen innebär att våra portföljbolag måste besvara nedanstående tre frågor bättre än konkurrenterna.

- Var kommer våra portföljbolag kunna generera intäkter i framtiden utan att bli stoppade av konkurrenterna?
- Hur ändras kundernas preferenser?
- Hur kan våra portföljbolag i framtiden bygga en affärsmodell som fångar upp och skyddar sin intjäning? Bolagen behöver en karta över varifrån vinsten ska komma och var den inte finns. Var kommer de att tjäna sin vinst? Varför tjänar de pengar? Var måste de investera i framtiden för att säkerställa sin framtida vinst?

De företag som har en bestående konkurrensfördel har ofta nedanstående kännetecken:

- 1) Har en hög avkastning på det egna kapitalet
- 2) Vinsterna kommer i form av kassaflöde, inte genom redovisningsprinciper
- 3) Har möjlighet att höja priserna
- 4) Kräver inget geni som VD
- 5) Har rimligt förutsägbara vinster
- 6) Är inte naturliga måltavlor för regleringar
- 7) Kräver små underhållsinvesteringar i verksamheten

Dessa portföljbolag ger oss ett bättre skydd i sämre tider och överavkastning i goda tider. Det innebär också att jag som förvaltare behöver lägga mindre tid på att oroa mig för deras verksamheter och specifika företagsproblem. Tiden kan jag istället lägga på att försöka hitta nya bolag med bestående konkurrensfördelar.

ALIGNED MANAGERS – LEDARE MED LINJERADE INTRESSEN

Jag vill att ledarna i portföljbolagen ska vara duktiga företagsledare men de ska också agera som förtroendemän när de förvaltar vårt kapital. De ska agera med integritet och ha en dokumenterad historia av att ha agerat i alla aktieägares bästa intresse. Ledarteamet ska agera som om alla andra aktieägare vore deras partners, trots att de inte ens känner oss. De ska vara engagerade aktieägare som agerar på ett ärligt, "fair" och aktieägarvänligt



sätt. Vi utvärderar ledaren efter hans förmåga att leverera de ekonomiska resultaten han åstadkommer på företagsnivå att återspeglas även i utvecklingen per aktie.

I Sverige hade vi ledningsteamet på Skandia som gav sig själva de löner och förmåner som de tyckte sig förtjäna. Det är ett effektivt sätt att råna ett företag utan att riskera fängelse. Jag har aldrig förstått varför kriminella rånar banker. Det är ju mycket enklare att gå ihop ett gäng kompisar och ta över ett börsnoterat företag med svaga ägare. Det är anledningen till att jag aldrig vill investera i denna typ av bolag. Jag vill att det ledningen tjänar på sina innehav i aktier ska vara mer än vad de får i lön, så att de bryr sig mer om bolaget än om sina löner.

"M" IS FOR MARGIN OF SAFETY – DET MÅSTE FINNAS EN KAPITALDISCIPLIN NÄR ÖVERSKOTTET INVESTERAS

Dröm-Vd:n i ett bolag jag köper har inte bara intressen som är linjerade med mina, utan är dessutom riktig duktig på att spendera överskottet från verksamheten på bästa sätt. Det finns många sätt att spendera överskottet på. Det vanligaste är att göra en utdelning. Jag tror att många ledare gör utdelningar bara för att alla andra gör utdelningar, utan att fundera på om det är det smartaste beslutet. För de flesta av de bolag vi äger gäller att en investering i att utveckla företaget är det smartaste en ledare kan göra. Det näst bästa våra företagsledare kan göra är att köpa andra bolag, om de kan skapa en hög avkastning på investeringen.

Det tredje bästa alternativet för våra företagsledare är att återköpa aktier i det egna bolaget under förutsättning att aktien är prisvärd. Utdelning är med andra ord det sista jag vill att mina företagsledare ska ge mig. Det ska vara ett alternativ bara om det inte finns några andra alternativ. Jag blir besviken som ägare, om mina bolag ger mig utdelning eftersom de bolag jag väljer ut oftast kan skapa en högre avkastning i verksamheten än jag själv kan åstadkomma om jag placerar utdelningen. I den jämförelsen ligger jag från start 30 % sämre till eftersom jag måste betala skatt på utdelningen.

Den ideala VD:n i ett portföljbolag är en värdeskapare och en värdeinvestorare: en värdeskapare genom att han effektiviserar affärsmodellen i bolaget och bygger fler bestående konkurrensfördelar, och en värdeinvestorare genom att han investerar överskottet som rörelsen genererar. Världens bästa VD genom tiderna, enligt min åsikt? Henry Singleton, som var VD på Teledyne. Idag levande är det han som sitter i vårt portföljbolag Berkshire Hathaway, Warren Buffett. I framtiden kommer jag med stor sannolikhet att kröna Jeff Bezos, som sitter som VD i Amazon, till världens bästa VD.

POTENTIAL

Jag letar efter bolag som, tack vare sina egenskaper och sina ledarteam skicklighet, har möjlighet att återinvestera överskottet som verksamheten genererar på ett sätt som fortsätter skapa en hög avkastning på det egna kapitalet. När vi hittar ett bolag som kan återinvestera kapitalet har vi hittat ett snöbollsbolag som växer sig större och större ju mer vi återinvesterar, likt en snöboll som rullar nerför skidbacken.

Vad skulle du helst äga? Restaurang Mathias Dahlgren eller den första McDonald's-restaurangen? Jag äger hellre den första McDonald's-restaurangen eftersom jag kan använda överskottet till att investera i restaurang 2,3,4--37 000. Det är svårt att upprepa succén med Mathias Dahlgren på samma sätt som med McDonald's.



BARGAIN

Inte ens när jag hittat ett bolag med bestående konkurrensfördelar, ledare med samma intresse som vi och en återinvesteringsmodell på plats så är jag helt nöjd. Jag vill också köpa in mig i bolaget till en låg värdering. Om vi köper till en låg värdering får vi ett skydd mot osäkra ekonomiska cykler som vi omöjligt kan förutse. Dessutom får vi genom ett lågt ingångspris i ett växande bolag med hög avkastning ett perfekt utgångsläge för det berömda "Shelby Davis Double Play". Genom Shelby Davis Double Play får vi möjlighet att dubblera avkastningen tack vare a) tillväxten hos det underliggande värdet i företaget och b) ökningen av vinstmultipeln som köpare på börserna betalar för bolaget.

De smartaste och bäste investerarna av kapital i världen betonar vikten av en förvaltning som har en tänkande och tydlig investeringsfilosofi. Till skillnad från hur de professionella investerarna tänker går de stora flödena av kapital från mindre professionella investerare till ETF- och Indexfonder. Är det intressant eller sorgligt att index fattar köpbeslut som går tvärtemot hur professionella investerare agerar och går så kraftigt emot sunt förnuft? Jag har skrivit om det i tidigare investerarbrev. I nästa investerarbrev kommer jag slå håll på argumentet att indexfonder är billiga och stark ifrågasätta om köpare av indexfonder vet vad de köper eller bara känner tryggheten i flocken ...



Shelby Davis is the founder of investment management firm Davis Selected Advisers,[1] which as of 2008 manages about \$100 billion in several funds. Davis served as a Vice President of the Bruins and his name is engraved on the Stanley Cup. Davis began his career at The Bank of New York where he rose to be the Head of the Research Department and was named the youngest Vice President since Alexander Hamilton. He is a graduate of Princeton University and currently serves as a trustee of the university. Books about The Davis family: The Davis Dynasty - Fifty Years of Successful Investing on Wall Street.