



Bolagskultur – världens starkaste konkurrenskraft?

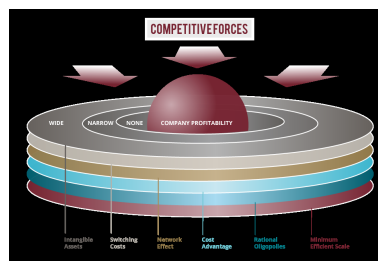
Henrik Andersson, förvaltare Didner & Gerge Globalfond

"Culture eats strategy for breakfast". Peter Drucker

"Berkshire spent the last five decades acquiring a group of wholly owned subsidiaries of bewildering variety but united by a set of distinctive core values. The result is a corporate culture unlike any other. And this is Berkshire's moat". Lawrence Cunningham

En av de vanligaste frågorna som kommer upp under möten med investerare i Globalfonden är: *"Det måste vara väldigt svårt att kunna bedöma huruvida ett bolag har en stark bolagskultur eller inte? Och hur kan man väga in något så subjektivt i ett investeringsbeslut?"* En så kallat bra fråga. Här är några av våra tankar kring ämnet och varför vi lägger stor möda på detta i bolagsanalysen.

Efter att ha ägnat större delen av de senaste femton åren att botanisera bland välskötta bolag med allt som oftast oerhört duktiga ledningar har vi många gånger fascinerats över hur vissa bolag mot kapitalismens alla odds lyckas bevara sin konkurrenskraft år ut och år in gentemot de fiender som attackerar från alla håll och kanter. Men något vi inte riktigt varit tillfreds med är de anledningar som vanligtvis hänförs till varför dessa "vallgravar" (*moat* på engelska) uppstår. De har ibland känts ihåliga och ofullständiga. "Lägre produktionskostnader", "immateriella tillgångar" (såsom ett varumärke), "skaleffekter", "byteskostnader" eller den s.k. "nätverkseffekten" är de mest använda. Även om det ibland klockrent förklarar en konkurrenskraft fullt ut – tänk nätverkseffekten för kreditkortsbolagen t.ex. – så hamnar diskussionen ofta på en sådan abstrakt nivå att enbart en managementkonsult kan älska den. Medan det är lätt att nicka i bifall när någon säger att "Unilever har verkligen skapat en stor vallgrav via sitt starka varumärke", så undrar man sedan varför exempelvis Sony misslyckats med att skapa extra konkurrenskraft via sitt varumärke? Och varför har inte UPS lyckats fullt ut trots sin skalfördel? Och varför har Airbus och Boeing – två leverantörer som på pappret tickar alla ovanstående boxar – sådan undermålig lönsamhet? O.s.v.



Istället har vi med åren anammat en annan angreppsvinkel i att försöka förklara vissa superföretags konkurrenskraft; **bolagskultur**. Om det kommer från att ha arbetat i många år på bolag med omvitnat stark bolagskultur, eller om det är via omfattande studier av Warren Buffetts Berkshire Hathaway, eller om vi färgats av vår tids stora företagskulturexperiment (Amazon) låter vi vara osagt. Som vi diskuterat i ett tidigare månadsbrev, förvaltning är väldigt personligt!

När det kommer till att hitta företag där själva bolagskulturen i sig är något som förbättrar möjligheten till högre lönsamhet under längre tid än konkurrenterna finns det ingen nått liten formel. Och det är just detta som skapar en aptitretande situation för oss bolagsfokuserade investerare. Bolagskultur är svårt att kvantifiera och därmed ointressant för många andra förvaltare. Men i letandet efter starka bolagskulturer ledsagas vi framförallt av Potter Stewart, legendarisk ledamot i USA:s Supreme Court 1958 - 1981. I ett mål som handlade om huruvida en publikation innehöll "sexuellt obscen" material dömde han nekande med motiveringen: "Jag kan idag inte definiera eller i övrigt motivera ... varför materialet i fråga inte kan klassas som pornografi, och kommer kanske aldrig på ett intellektuellt sett någonsin kunna göra det. ***Men jag vet vad det är när jag ser det***". Denna fras ("*I know it when I see it*") har förutom sin överlägsna smartness i att göra något svårt väldigt enkelt, faktiskt också blivit ett vedertaget juridiskt begrepp.

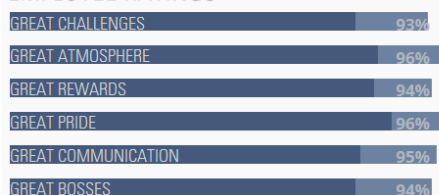
Och det är med detta i bakhuvudet vi bedömer bolagskulturer, och huruvida de har det där lilla extra som kan ge dem ett försprång gentemot konkurrensen under omotiverat lång tid. Berkshire Hathaway är ett av världens framgångsrikaste företagsbyggen någonsin. Men den enda gemensamma nämnaren genom åren är den kultur som Buffett skapat inom företaget; de principer, attityder, tankesätt och människor som finns. Berkshire anno 2017 är helt olikt det Berkshire som existerade 1998, vilket sin tur var väsenskiilt från Berkshire på 80-talet etc. etc. Det enda som förblivit detsamma är Buffett (och Munger) som ledare och deras principer. Och för att förstå dem krävdes "bara" en genomläsning av några partnerskapsbrev, årsredovisningar och en intervju i Fortune – allt publikt material. ***I know it when I see it***. Idag ser vi liknande mönster i Globalfondens innehav såsom Markel, Ashmore, Brookfield, Mandom, Fairfax, Centene, Deere, Aflac – ja i stora delar av fondens olika investeringar. Man behöver "bara" läsa Markels årsredovisningar, lyssna på presentationer av Centenes VD, notera hur aktiva och drivande ägarna är i Fairfax, observera hur



belöningssystemen i Ashmore är rättvisa, rimliga och långsiktiga. Och framförallt, se hur Aflac behandlar sina anställda. ***I know it when I see it.***



EMPLOYEE RATINGS



Herb Kelleher, grundare av Southwest Airlines, har sagt: *"The business of business is people. Yesterday, today and forever. All airlines have airplanes but our care for employees cannot be replicated"*. Där i ligger en stor sanning. Till skillnad från en teknologisk utveckling, en ny produkt eller en marknadsföringskampanj kommer fokus på dina anställda aldrig bli omodernt.

En god bolagskultur startar från toppen. Vi har upplevt ytterst få (om något) fall där bolaget styrs av en girig och opålitlig ledning men där bolagskulturen blomstrar. Även om det i många fall är lättare att identifiera negativa exempel (genom ekonomisk brottslighet, vansinniga förvärv, monstruösa bonusprogram etc.) än vilka som de facto är av yttersta kaliber så är det på intet sätt omöjligt. Tom Gayner i Markel, Bruce Flatt i Brookfield och Michael Neidorff i Centene lever och andas bolagskulturen i allt de säger. De tänker långsiktigt kring hur de använder bolagets kapital, visar anställda stor tillit inom en decentraliserad organisationsstruktur, skapar en vi-känsla kring bolagets målsättningar och ger anställda stort utrymme att göra misstag. *"I was so successful because I missed so many shots"* (Michael Jordan).

Som investerare med målsättningen att vara (stolt!) delägare på lång sikt i några få företags fantastiska affärsmodeller, kan vi bara konstatera att ibland är det dock så att den onda vinner över den goda (ingen nämnd ingen glömd...). Men målet för Globalfonden är att skapa en fördel över en lång, lång investeringscykel. Det blir inte rätt i varje enskild investering. Investerande handlar om sannolikhetsbedömningar, inte exakta utkomster. Genom att göra bolagskultur nästan lika viktigt som sifferanalysen i investeringsbesluten anser vi att sannolikheten för att kunna leverera konkurrenskraftig avkastning över tiden ökar markant. Siffror tilltalar den rationella sidan i oss, och det känns objektivt. Men de flesta tenderar att överskatta sin förmåga att förutse finansiella resultat. Däremot är många av oss egentligen goda människokännare – en egenskap som enligt oss används alldeles för lite inom förvaltningsskrået. Men berätta inte det för någon! Finns det något vi gillar är det faktorer som är viktiga, rimligt förutsägbara och ignorerade. ***We know it when we see it!***