



MÅNADSBREV DECEMBER 2018

Henrik Andersson
Didner & Gerge Global

Lärdomar från performance-loppet bakre hälft (de senaste kilometrarna)

"The time to reflect on your investing methods is when you are the most successful, not when you are making the most mistakes"

Sir John Templeton

"Never let a good crisis go to waste" är ett uttryck som åldrats väl sedan (troligtvis) Winston Churchill yttrade dem efter andra världskriget. Användningsområdena varierar, men framför allt handlar det om att ta tillfället i akt i samband med tuffare tider att genomdriva länge behövda och lämpliga förbättringsåtgärder. En välmående befolkning är en förändringsobenägen befolkning. Samma synsätt kan även tillämpas på kapitalförvaltning, vilket i ljuset av det mindre goda förvaltningsresultat som Didner & Gerge presterat senaste året är ett lämpligt ämne för detta månadsbrev.

Målsättningen med samtliga fem fonder hos Didner & Gerge är lika enkel som den är utmanande: fonderna ska över tiden prestera så pass goda förvaltningsresultat att de tydligt slår sina index och konkurrenter och därmed ses som ledande inom respektive fondkategori. Vill vi till exempel tillhöra de bästa tjugo procenten innebär det i praktiken att i snitt prestera 3-4 procent bättre än jämförelseindex per år, efter avgifter (källa: Morningstar). Det skiljer sig lite åt mellan fondernas respektive kategori (Sverigefonder eller Globalfonder, exempelvis), men på ett ungefär. Ett sekundärt mål – men också viktigt – är att bygga upp en tydlighet vad "varumärket" Didner & Gerges fonder står för och i vilken typ av bolag fondernas investeringstygnd ligger.

Detta är något våra fonder lyckats väl med historiskt, inte minst Aktiefonden sedan starten 1994. Anledningarna till detta är flera, både sådana som är lite mer enkla men även mer komplexa och skilda mellan de olika fonderna. Som människor fångas vi lätt av just "de enkla förklaringarna" för att hjälpa våra ständigt surrande hjärnor på traven i att förklara världen. Men världen generellt och aktieförvaltning specifikt är ofta inte så enkel. Företagande drivs ju i komplexa och dynamiska system där en förändring leder till många andra, ungefär som i naturen. Och sedan på toppen av det äger vi en andel av dessa företag (aktier) som är föremål för kraftiga överdrifter i synen på dessa företag – både uppåt och nedåt. Det leder oss in på tre sanningar kring förvaltningsresultat som är oerhört viktiga att komma ihåg i både goda och sämre tider:

- 1) **Aktier varierar betydligt mer än den underliggande verksamheten.** Över längre tidsperioder har börsföretags vinster i snitt växt med sex procent per år. Delägandet i dessa företag ("aktier") har dock haft en årlig svängning ("standardavvikelse") på femton procent, d.v.s. 3x mer. Och denna siffra döljer dessutom mycket mer dramatik då det handlar om genomsnittet för tiotusentals företag som i många fall tar ut varandra. Snittet för de tio största bolagen på USA-börsen har en årlig skillnad på över 40 procent mellan högsta och lägsta kurs(!). *Givetvis förändras inte dessa företags underliggande värde med så mycket varje år, utan det är helt enkelt människors girighet och rädsla som leder till överdrifter.*
- 2) **Att vara aktiv förvaltare handlar om att välja ett fåtal affärsidéer och företagsledare vi tror på.** En genomarbetad metodik, erfarenhet, uthållighet och hårt arbete ger oss goda möjligheter att lyckas i dessa bedömningar för de flesta av våra investeringar. *Men inte i alla.* De bästa förvaltarna genom tiderna får rätt i 6-7 investeringar av 10, men vissa år domineras av de där 3-4 som blir fel. Många känner till Warren Buffetts epitet som världens bästa investerare och kan rabbla hans framgångsrika placeringar i Coca-Cola, American Express, Gillette och Geico. Men få är lika inlästa på misstagen i Tesco, Dexter Shoes, Energy Future Holdings, Conoco Phillips, Lubrizol m.fl. Dessa och många andra är Buffett's "4 av 10 fel", men de drunknar i de "6 av 10 rätt" över tiden. *För att göra goda resultat över tiden måste man göra något som är olikt genomsnittet – då blir vissa perioder per definition även sämre än detta snitt.*
- 3) **Aktiv förvaltning handlar också mycket om att välja bort.** "4 av 10 fel" definieras dock av sådant du äger, men i många fall görs betydligt större misstag i att *inte* äga en del bolag som över tiden

utvecklas väl. *Buffett har sagt att den sammanlagda förlusten av misstagen ovan är mindre än den missade värdeuppgång han inte fått genom att avstå köpa Google aktier år 2011.*

Förvaltning av kapital är en process av ständigt lärande och att utmana förutfattade meningar. Så med det sagt, här är våra lärdomar vi lägger i ryggsäcken inför framtiden:

Tid är en avgörande faktor för att avgöra vem som har ”rätt” eller ”fel”.

Prem Watsa är en av vår tids allra skickligaste placerare. Han har ökat bokvärdet för sitt bolag Fairfax Insurance med 24 procent årligen sedan 1985, en i sanning anmärkningsvärd prestation. Under finanskrisen 2008-09 avvärjde han inte bara all de minor som fanns där utan profiterade tvärtom kraftigt på den, mestadels genom stora blankningar av optionskontrakt på en mängd olika skräpobligationer. Men de senaste fem-sex åren har han och Fairfax fattat många (som det ser ut nu!) felbeslut. Så här sa han i en intervju: *”Jag vill betona att vi hade fel i många år innan finanskrisen. Många av våra optionskontrakt och ’hedgar’ kostade pengar och skadade avkastningen rejält. Och det är en av de största anledningarna kring varför så få investerare lyckas över tiden – det är för svårt och pinsamt att se ut att ha fel så länge som det ibland krävs”.* Det här handlar alltså om en global toppinvesterare som om ”bandet hade stoppats” ett-två år tidigare skulle ha sett fullständigt misslyckad ut en gång och nu skulle göra det igen. Som aktieägare i Fairfax hoppas vi att bandet inte stoppas nu utan att tiden än en gång får avgöra rätt eller fel...Men den här obekvämheten, att även om du vet att något fungerar på 5-10 års sikt så vill du inte se dum ut på 1-3 års sikt, är den enskilt viktigaste förklaringen till att det går att skapa goda resultat för vissa investerare. *De bästa 25 procenten av fonder (över 10 år) tillbringar enligt en studie halva tiden (d.v.s. 5 år) i undre halvan, varav 2 år bland de 25 procent sämsta fonderna.*

Definiera och utnyttja din kärnkompetens

Självklart har det stor betydelse vilken placeringshorisonten är (som exemplet ovan illustrerar). Men till syvende och sist är det avgörande vilken *övertygelse* om investeringen du själv har. I tider av mindre ”manöverutrymme” så gäller det därför att minska antalet övertygelser till den mängd man känner sig bekväm med vad som än händer. Och då måste du göra jobbet själv, man kan inte hyra någon annans övertygelse. I perioder av motgång blir det lätt att inte ha tillräckligt stark tro på samtliga positioner, vilket leder till att den sista delen i förvaltningsprocessen – när innehav köps/säljs – fungerar dåligt. Många är undersökningarna som visar att man så att säga dubblar sina misstag genom att sälja och köpa i precis fel tid. Och det gäller både för direkta aktieägare (d.v.s. sälja de aktier som gått sämst ett tag och köpa de som klarat sig bättre) och för fondägare (d.v.s. att köpa fonder som avkastat bra senaste året och sälja de som gått dåligt). Detta ”avkastningsgap” är faktiskt betydligt större än den underavkastning som ”aktiva förvaltare” sägs generera i snitt relativt indexfonder (vilket faktiskt mestadels uppstår p.g.a. olika avgifter, men det är ett ämne för ett annat månadsbrev)! *Sannolikt minskas den här typen av misstag om man arbetar inom sin komfortzon vad gäller typ av bolag och/eller sektor, vilket vi nu poängterar än mer i förvaltningen av fonderna.*

Ha ett ständigt lärande

Detta kan exemplifieras på många sätt men handlar i grund och botten om att inga sanningar inom företagande varar för evigt. Ett av de stora skiftena i att investera i ”kvalitetsbolag” (identifiera välskötta bolag med långsiktig konkurrensfördel) har varit skiftet från en total dominans av konsument- och läkemedelsföretag under perioden 2002-2014 till en nu ännu större dominans av teknologiföretag idag. För 15 år sen kunde du inte ”gå fel” att investera i Nestle, nu kan du inte ”gå fel” om du köper Alphabet (Google). Detta innebär inte att urvalet av de riktigt bra kvalitetsbolagen som sådant ökat – våra relativa krav är densamma – utan att kravet på bredden av kunskap för att bedöma affärsmodeller blivit större. För tio år sedan innebar ytterligare ett konsumentföretag på analyslistan ingen större osäkerhet vad gällde den rena bolagsanalysen. Nu däremot uppstår många frågor när företag som Nexon (japansk spelutvecklare) och Sbanken (norsk internetbank) visar upp dylik historik. *Därför bör man som investerare ständigt ifrågasätta sina övertygelser i syfte att utvidga den cirkel man definierar som sin kärnkompetens/konkurrensfördel.*

Dokumentera dina investeringsbeslut

Möjligtvis är detta den mest bortglömda gemensamma nämnaren bland framgångsrika placerare (tillsammans med ofta stora kassapositioner). Det bidrar till fokuserat tänkande och motverkar hastiga beslut ”i affekt”. Ett skrivet ord säger mer än tusen sagda ord. Vi arbetar ständigt med att dokumentera mer, effektivare och bättre.

Givetvis är det viktigt att skriva ned tydligt varför man beslutar sig för att exempelvis investera i bolaget XY vid investeringsstillfället, men det är minst lika viktigt att ständigt fylla på med relevant kunskap under investeringsresans gång (se föregående punkt!).

Ägna din tid åt att läsa bra böcker istället för att uppdatera börskurser

Jul- och nyår är en utmärkt period för långläsning av bra böcker. Här följer några rekommendationer från oss

Böcker som berör många av punkterna ovan:

“What Works On Wall Street” av James P. O’Shaughnessy

<https://www.adlibris.com/se/bok/what-works-on-wall-street-the-classic-guide-to-the-best-performing-investment-strategies-of-all-time-9780071625760>

“Wait” av Frank Partnoy

<https://www.adlibris.com/se/bok/wait-the-art-and-science-of-delay-9781610392471>

Behavioral Investing av James Montier

<https://www.adlibris.com/se/bok/behavioural-investing-9780470516706>

Fantastiska företagshistorier:

”Made in America” av Sam Walton och John Huey

<https://www.adlibris.com/se/bok/sam-walton-made-in-america-my-story-9780553562835>

”Bad Blood” av John Carreyrue

<https://www.adlibris.com/se/bok/bad-blood-secrets-and-lies-in-a-silicon-valley-startup-9781524731656>

”The Everything Store” av Brad Stone

<https://www.adlibris.com/se/bok/the-everything-store-jeff-bezos-and-the-age-of-amazon-9780552167833>