

Specialplaceringsfonden Phoebus

ANDELSÄGARENS MANUAL

Seligson & Co ACM Kapitalförvaltning Ab
Anders Oldenburg
31.1.2002

TILL ATT BÖRJA MED

Jag önskar alla andelsägare, eller prospektiva sådana, välkomna. Jag har skrivit den här manualen för er – så att ni skall förstå hur Phoebus försöker uppnå sina mål, och skall kunna utvärdera hur fonden lyckas.

Många av er noterar säkert att den här manualen är skriven i ”jag”- istället för den mer allmänna ”vi”-formen. Orsaken är mycket enkel: Jag ansvarar för Phoebus placeringsverksamhet, Phoebus strävar efter att följa en möjligast öppen informationspolitik, och jag vill inte flytta över mitt ansvar på någon fiktiv ”vi”-grupp (fast det ibland skulle vara lättare). Hur vi än lyckas får ni nöja er med mig.

Att sköta andra människors pengar är ett av de mest ansvarsfulla uppdrag jag kan tänka mig. Det är också ett av de mest krävande yrken som finns, därför att resultaten (speciellt för aktieplaceringar) pålitligt kan mätas först efter ett antal år, men många följer ändå med kursutvecklingen varje dag. Att följa varje liten svängning leder åtminstone inte till något gott resultat – det medför endast onödiga handelskostnader och trasiga nerver.

Därför är det allra viktigaste då man väljer någon att förvalta ens pengar att kunden och förvaltaren är på samma våglängd. Endast en sådan verksamhetsmodell som kunden själv litar på kan skapa förtroende mellan kunden och förvaltaren. Och endast djupt förtroende kan ge förvaltaren den arbetsro som en lång placeringshorisont kräver. Detsamma gäller fondplaceringar – därför denna manual.

PHOEBUS VERKSAMHETSPRINCIPER

1. Jag placerar långsiktigt. ”Om du inte tänker äga en aktie i 10 år skall du inte ens tro att du borde äga den i 10 minuter.”*

Då jag köper en aktie tänker jag alltid att jag köper en liten del av ett bolag. Ingen företagare vid sina sinnens fulla bruk skulle komma att tänka på att handla kontinuerligt med de bolag han äger. Inte heller Phoebus. Jag har inga illusioner att jag skulle kunna prognosticera kortsiktiga svängningar – de beror oftare på psykologiska faktorer än på vad som händer i bolaget. Det är dumt att sälja ett bra bolag bara för att kursen har stigit lite. Jag säljer våra aktier endast om priset blivit oresonligt högt.

* Warren Buffett

Den här ”trading-aversionen” kan ibland begränsa Phoebus utveckling. Jag försöker inte ens ”surffa” med aktiemarknadens modevågor, fast det kanske någon gång skulle kunna lyckas. Det är helt emot min karaktär att förlora pengar på en sådan aktie som jag inte på lång sikt tror på. Jag handlar inte heller aktivt med de aktier vi äger. Jag är helt övertygad om att det bästa för oss alla är att minimera handelskostnaderna.

2. Jag utvärderar våra placeringar enligt bolagets utveckling – inte aktiens kursutveckling. På lång sikt följer de varandra.

Jag söker välskötta bolag som är klara ledare på sina respektiva marknader. Jag bryr mig inte om ifall de är på mode eller inte. Oftast är det inte på mode – jag vill köpa dem till vettiga priser då andra placerare inte är intresserade av dem.

På kort sikt betyder det här att Phoebus kan utvecklas helt annorlunda än marknaden, och sannolikt ofta gör det. Speciellt då marknaden stiger kraftigt är det möjligt, och till och med sannolikt, att fonden går sämre än marknaden. Men jag tycker inte att det är relevant. Det som är relevant är att de företag vars aktier vi har placerat i inte klarar sig sämre än ekonomin i allmänhet, t.ex. mätt med resultatutvecklingen. Ifall de gör det har jag misslyckats.

3. Jag försöker nå en avkastning som är bättre än marknadens över en konjunkturcykel. Jag mäter placeringsverksamhetens resultat över 3-5 år.

Jag utvärderar alltså våra placeringar med företagets resultatutveckling, vilket kräver minst 3 års perioder för att vara vettigt. Jag vill att ni andelsägare utvärderar Phoebus placeringsverksamhet med samma tålamod.

På lång sikt försöker jag uppnå en avkastning som är högre än marknadens* avkastning. Jag bryr mig inte om enskilda modenycker – de uppstår och försvinner normalt över ungefär 3 år. Jag blir inte heller orolig om våra placeringar inte hänger med på en kraftigt stigande marknad, så länge de inte heller sjunker lika mycket då marknaden är dålig. I medeltal faller aktiekurserna vart fjärde år. Då man utvärderar Phoebus är det viktigt att se till att perioden inkluderar både stigande och sjunkande marknader.

Den amerikanska placeraren, professorn och författaren Ben Graham har sagt att aktimarknaden på kort sikt är en röstmaskin, men på lång sikt en våg (som väger bolagens värde). Phoebus försöker utvärdera den långsiktiga potentialen i varje placering. Vi deltar inte i den dagliga popularitetsröstningen.

Fonden har ett avkastningsrelaterat förvaltningsarvode (från år 2004), som baserar sig på medelavkastningen över en treårsperiod. Det här är inget sammanträffande – jag tycker att man skall granska fonden (liksom alla aktiefonder) över minst en treårsperiod, så att man inte förväxlar tur och lyckad placeringsverksamhet.

* Phoebus jämförelseindex är 75% HEX-portföljindex och 25% MSCI AC World Free –index (båda givetvis korrigerade för dividender).

4. Jag undviker risk. Det är viktigare att bevara kapitalet än att få maximal avkastning. Jag gillar bolag som växer med begränsad risk.

Spänning kan behövas i livet, men i placeringsverksamheten bör man eftersträva avkastning istället för spänning. Jag undviker medvetet risk, och uppskattar sådana företag som leds försiktigt.

Ibland hör man talas om ”för starka balansräkningar”. Jag känner inte till sådana. Visst finns det dåliga bolag, som inte växer i takt med ekonomin, och ackumulerar pengar i brist på produktiva investeringar. Sådana passar inte i Phoebus (ofta gör de till slut något dumt företagsköp som förbrukar pengarna). Däremot är ett sådant bolag som växer snabbare än ekonomin men medvetet upprätthåller en stark balansräkning aldrig något problem för mig. Jag söker inte ”hävstång” genom att köpa skuldsatta bolag – en hög skuldsättning kan på kort sikt förbättra avkastningen på det egna kapitalet men begränsar nästan alltid på lång sikt bolagets utveckling och tillväxt.

Utan att ta risker kan man inte uppnå en högre avkastning än den riskfria räntan. Phoebus är en aktiefond, som placerar huvudsakligen i aktier. Om ni får fast mig med pengar i kassan (för en aktiefondförvaltare är det samma sak som med byxorna nere) beror det endast på att jag inte har hittat lämpliga placeringsobjekt. Våra aktier är ofta illikvida, och jag tänker inte köpa dem med våld om jag inte kan göra det till vettiga priser. Jag väntar hellre. Tålmod är en dygd.

5. Jag försöker kommunicera öppet. Jag vill att andelsägarna förstår varför jag köper de aktier vi äger, och tar gärna emot både frågor och kritik.

Jag kräver exceptionellt öppen kommunikation, absolut ärlighet och självständigt tänkande av ledningen för våra placeringsobjekt, och kan inte gärna kräva mindre av mig själv. Ingen fråga är för betydelselös eller ”för dum” att ställas till mig.

Av praktiska skäl är det enklast att vi kommunicerar per e-mail. Ni kan skicka frågor eller kommentarer direkt till mig till adressen anders.oldenburg@seligson.fi Visst kan ni också ringa, men fördelen med e-mail är att jag alltid är anträffbar (med bara en liten fördröjning) – däremot kan det vara svårt att alltid hinna till telefonluren.

E-mail fastnar också bäst i minnet. Jag kommer att försöka samla de bästa kommentarerna på våra websidor, så att alla intresserade kan läsa dem. Jag är speciellt tacksam för alla sådana förslag som hjälper oss att förbättra vår kundservice.

Vi strävar efter att publicera möjligast mycket material också på svenska. Jag hoppas ni har tålmod med oss i de fall vi inte hinner producera all text på två språk samtidigt. Trots mina tidvisa brister i produktivitet är vi nog helt tvåspråkiga.

6. Vi sitter i samma båt. En betydande del av min egen förmögenhet är placerad i Phoebus. Om vi misslyckas lider jag mest själv.

Jag upplever att det är ett enormt ansvar att sköta andra människors pengar, och jag vet att alla mina kollegor på Seligson & Co tänker lika. Jag försöker undvika dumma beslut som ansvarskänslan kan leda till – som att ta för små eller för stora risker – genom att själv placera i Phoebus. En stor del av min förmögenhet är i den här fonden (tvärt emot våra råd; se punkt 7), och jag sköter Phoebus som jag skulle sköta min egen portfölj.

Jag vill att vi alltid har samma intresse. Jag betalar samma avgifter som övriga andelsägare. Däremot äger jag ju en del av Seligson & Co så jag har en indirekt nytta av Phoebus som inte ni har. Men med den här strukturen kommer vi ganska nära optimum, som är ett "partnership" istället för ett producent-kund –förhållande.

7. Phoebus är inte en helhetslösning. En vettig placerare använder fonden som en liten del av en i övrigt väl diversifierad (index)aktieportfölj.

Kostnader har betydelse. Placeringsfonder klarar sig i medeltal inte lika bra som sina jämförelseindex, därför att de har höga kostnader och de *före kostnader* i medeltal klarar sig ungefär som den marknad på vilken de placerar. Det här är tydligt bevisat, både i Finland och på övriga marknader. En vettig placerare använder sig därför främst av indexfonder.

Av det här skall man inte dra den (i och för sig logiska) slutsatsen att jag inte skulle vara en vettig placerare. Däremot följer det att Phoebus och/eller andra aktivt förvaldade fonder kan vara vettiga placeringar endast ifall de har en klart definierad placeringsfilosofi, som avviker signifikant från index och utnyttjar någon ineffektivitet som förekommer på marknaden.

Phoebus försöker utnyttja marknadens brist på långsiktighet. Allt fler placerare agerar som lämlar i de aktier som är på mode. Detta är på sätt och vis logiskt, då fonderna konkurrerar om samma placerare, som ofta baserar sitt placeringsbeslut på (kortsiktig) historisk avkastning. Men det lämnar många mycket bra – men ofashionabla – bolag utan uppmärksamhet. Phoebus placerar just i dessa.

Det är ofta(st) fråga om små bolag, som de stora fondernas förvaltare inte är intresserade av. Av detta skäl är Phoebus "stiltrisk" (small-cap) betydande. Dessutom kommer Phoebus diversifiering normalt att vara dålig, för att 1) det finns ganska få riktigt bra men vettigt värderade bolag och 2) jag placerar bara i sådana bolag vars affärsverksamhet jag begriper, och min fattningsförmåga är beklagligt begränsad.

Phoebus sprider alltså inte sina placeringar speciellt effektivt, och bör därför inte användas som en helhetslösning för investerarens alla aktieplaceringar, utan snarare som en liten del av en i övrigt väldiversifierad portfölj.

8. Phoebus passar inte för alla.

En intelligent läsare frågar sig (senast) i detta skede: Varför skulle jag inte placera endast i indexfonder? Det är en mycket bra fråga, som många har sökt ett bra (akademiskt) svar på under de senaste 25 åren – utan att lyckas.

Själv placerar jag i Phoebus bara för att jag tycker att ren indexering är tråkig. Jag tror att Phoebus passar åt sådana placerare som liksom jag själv tycker att bolag är olika, och att välskötta bolag sannolikt är de bästa placeringarna på lång sikt.

Men det finns åtminstone två grupper av placerare för vilka Phoebus inte passar:

a) Helt rationella placerare, som endast vill ha maximal avkastning. Jag är ganska övertygad om att rent indexplacering är det bästa för den här gruppen. Dess avkastning (i förhållande till marknaden, dock inte i absoluta tal) är helt säker, och det är ingen idé att ta "förvaltarrisk" – inte ens gällande mig – om man inte bryr sig om de enskilda placeringarna eller placeringsfilosofin.

b) Mycket kortsiktiga placerare, som dagligen eller veckovis utvärderar sina placeringar. Phoebus "trading-aversion" och lata inställning till marknadens trender rimmar sannolikt inte med dessa placerares världsuppfattning. Även för den här gruppen är en indexfond det bästa alternativet som portföljens stabila kärna, kombinerad med egen aktiv aktiehandel (med en liten del av portföljen).

Avsikten med den här manualen är att presentera Phoebus placeringsstil möjligast öppet. Jag kan inte ändra på min filosofi enligt rådande marknadsförhållanden, enligt vad andelsägarna vill eller på något annat sätt. Därför är det viktigt att förstå min stil före man placerar. Däremot kan jag inverka på vem som väljer att bli andelsägare i Phoebus, och den här manualen är mitt sätt att försöka göra just det.

TILL SIST

Jag kan inte lova att Phoebus* klarar av att överträffa marknadens avkastning ens på lång sikt. En duktig vadslagare inser snabbt att oddsen är emot oss (den största orsaken är fondens förvaltningsavgift). Jag kan däremot lova – och lovar – att jag själv lider minst lika mycket som ni, ifall vi misslyckas. Jag lovar också att vi står inför en intressant resa, vars händelser jag försöker dela med er så öppet som jag kan.

Anders Oldenburg
Seligson & Co ACM Kapitalförvaltning Ab
verkställande direktör

* I det här skedet är det tid att berätta vad namnet betyder. Phoebus är den grekiska guden Apollos andra namn som solens och ljusets gud. I sin egenskap av visdomens gud var Apollo också Oraklet i Delfis informationskälla. Anspråkslöst, eller hur?