

Del 13 i Jonas Bernhardssons serie om stora börsprofiler handlar om Kristoffer Stensrud, den framgångsrike grundaren av Skagen Fonder. Stensrud är en typiskt egensinnig människa, vilket bland annat syns i hans sätt att klä sig och på hans frisyr.

Norske aktiehippien slår index år efter år



Kristoffer Stensrud

Fonder som slår sitt jämförelseindex år efter år tillhör inte direkt normen i finansbranschen. De som slår index ena året brukar gå sämre nästa år, i ett slags evig pendelrörelse som akademiker och andra anhängare av effektiva marknadsteorin ofta ger ett nöjt och bekräftande leende åt. Men det finns undantag, förstås.

Norrmannen Kristoffer Stensrud har beskrivits som en excentrisk miljardär med smeknamnet aktiehippien på grund av sitt långa hår. Stensrud grundade fondbolaget Skagen Fonder 1993, och dess fonder har slagit sina jämförelseindex varje år ända sedan starten. (Fonderna jämför sig bara med återinvesterade index, det vill säga index där aktieutdelningen ingår.) Som en följd rankades Skagens Kon-Tiki förra året av Standard & Poor's som nummer 1 av 480 fonder i sin kategori. Betyget blev AAA, högsta möjliga, något som getts till endast 71 fonder i hela världen (varav Skagen Fonders samtliga tre aktiefonder). Stensrud utsågs även till Årets europeiska investeringsdirektör förra året.

Vad ligger bakom denna exem-

pellösa framgång? I grund och botten genomsyras Skagens tre aktiefonder av en enkel och tydlig investeringsfilosofi, med en uttalad fokus på värde. Men låt oss titta lite på bakgrunden först innan vi granskar hur han bär sig åt.

Jag fick tillfälle att träffa Kristoffer Stensrud i Skagen Fonders Göteborgskontor när det var kundträff med drinkmingel. Hästsvans, skrynklig kostym, ingen slips samt fotriktiga skor och en pappersbit i ansiktet efter en misslyckad rakning bekräftade mina aningar om att Stensrud inte rör sig i den vanliga finanssvängen.

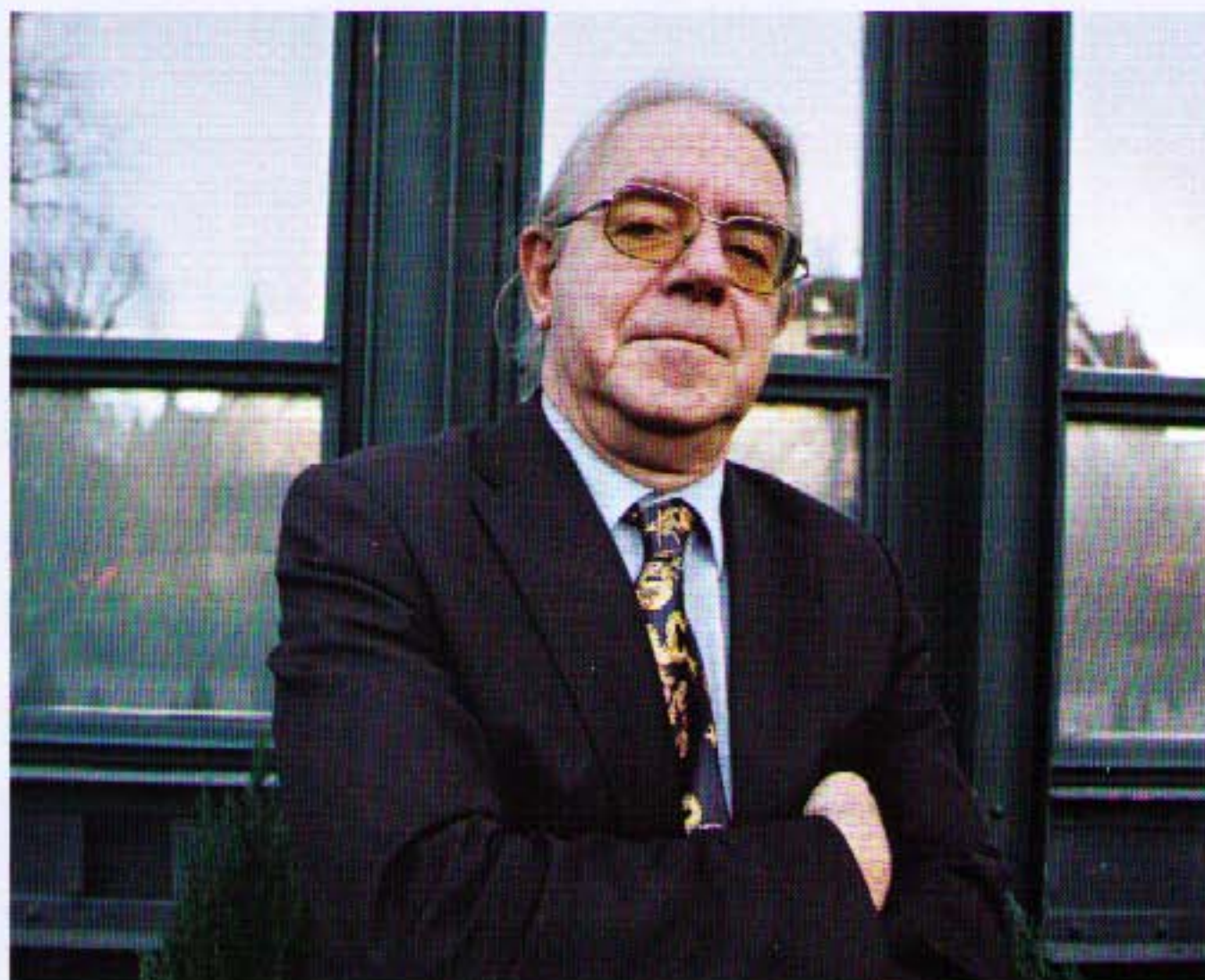
Han var dock mycket vänlig och bemötade sig om att jag skulle förstå hans norska. Jag fick intryck av en humoristisk, intelligent och underfundig man som helst går sina egna vägar och inte bryr sig så mycket om vad det övriga finansetablissemanget anser. "Man ska inte bry sig om vad andra gör utan välja sin egen väg", berättade han. Med andra ord: Han är en typiskt egensinnig människa ("contrarian" på finansengelska), något han delar med Warren Buffett (se Aktiespararen nummer 10, 2004). Dessutom ser karl'n till och med ut som Buffett!

Kristoffer Johan Cappelen Stensrud föddes den 11 oktober 1953 i Trondheim. Föräldrarna Per och Anne-Sophie drev Britannia Ho-

tel – "ett av stans mer respektabla hotell" – där Kristoffer brukade vikariera i dess krog på somrarna. Han minns aktiediskussioner med familjen redan under 1960-talet men var annars mest intresserad av naturvetenskap, särskilt geologi och meteorologi. Det stora intresset för aktier och börsen kom 1969–1970, då Norge hade sin första högkonjunktur sedan första världskriget. Typiska "teman" då var rederier och de första oljefynden – en tid med vilda spekulationer och stora kurssvängningar, enligt Stensrud.

Efter avslutade studier vid Handelshögskolan i Köpenhamn tog Stensrud sin civilekonomexamen 1978 och var med och startade Børsinformasjon APS i Köpenhamn, det första oberoende analysinstitutet i Norden, där han var chefanalytiker 1980–1983. Därefter arbetade han som förvaltare hos Børsinformation Ltd i London 1983–1985 som Nordens första globala fondförvaltare. Sedan var han analytiker och utlandsansvarig vid Stafonds i Stavanger, Norge, mellan 1985 och 1990, därefter analyschef hos Carnegie-Jensen i Köpenhamn 1990–1991 och sedan tillbaka till Stavanger igen och start av Skagen Fonder 1993. Stensrud bor i Stavanger med sin fru, som han träffade 1978, och paret har fyra barn.

"Man ska inte bry sig om vad andra gör utan välja sin egen väg."



Valet av Stavanger som plats för huvudkontoret påminner om andra stora investerares behov av att hålla avstånd till finansbruset.

Kristoffer Stensruds första privata investering började med att han fick ärva en aktieportfölj på 40 000 kronor hösten 1973. Han sålde omedelbart det som var alltför riskfyllt, så trots att börsen rasade med 75 procent fram till vintern 1974–1975 klarade han sig bra. Han investerade då i Borregaard (skog och konsumentprodukter), Hafslund (elkraft, investeringar) till ungefär en tiondel av substansvärdet. Kristoffer Stensrud med familj är i dag värd mellan 1,5 och 1,8 miljarder norska kronor. Huvuddelen är investerad i Skagen Fonder.

Stensruds investeringsfilosofi är strikt värdebaserad, det vill säga han skiljer mellan en investeringspris och dess värde. Detta innebär att han oförtröttligt letar efter felprissättningar på marknaden, något som enligt Stensrud ofta uppstår vid indexförvaltning. Med andra ord, marknaden är verkligen inte effektiv i hans ögon. Dessutom investerar han globalt, något han delar med Sir John Templeton (se Aktiespararen nummer 9, 2007) en av världens första globala värdeinvestorer. Indexförvaltare har han inte mycket till övers för, inte heller aktiva för-

valtare som aldrig slår index. "En förvaltare som utger sig för att vara aktiv och tar betalt därefter har inget existensberättigande om han eller hon över tiden inte lyckas slå index", anser Stensrud.

Hans investeringsfilosofi kan sammanfattas på följande enkla sätt: undervärderat, under- eller felanalyserat samt impopulärt. Bolag som av olika anledningar inte är i fokus eller är i fokus men inte populära får ofta en lägre värdering. Och det är i de hörnen Stensrud letar efter sina bolag. Hittar han något intressant ställer han sig några frågor: Varför har bolaget låga nyckeltal? Har marknaden missförstått affärsidén? Ofta letar han dessutom efter bolag som är noterade på fel marknader och därmed missförstådda och felanalyserade, något som kan kallas för geografiskt arbitrage.

Till skillnad från förbisedda och underanalyserade företag tenderar grundligt analyserade och populära företag att vara övervärderade, vilket ger en motsvarande större risk när aktien senare "inte längre är på modet". Även här ser man drag av Warren Buffett, Benjamin Graham (Aktiespararen nummer 9, 2005) och Sir John Templeton.

Utgångspunkten är att alla branscher erbjuder någon intres-

– Jag får perspektiv på börsen genom att sitta i Stavanger i stället för på Stureplan, säger Kristoffer Stensrud.

"Värden skapas inte av länder eller branscher utan av personer och företag."

sant investering. I botten ligger ett strikt avkastningskrav på minst 20 procent per år, vilket primärt ska uppnås genom företagets värdeskapande på vad Stensrud betalar för det egna kapitalet. Global och branschmässig spridning minskar risken. Avkastningskravet på 20 procent innebär att Stensrud letar efter företag med p/e-tal på 5, företag som växer mer än 20 procent eller företag som är felvärderade och står inför en uppvärdering.

Skagens tre fonder har alla haft en årlig medelavkastning på över 20 procent sedan start.

– Min huvudsakliga inställning är att värdeskapande sker i företagets verksamhet, förklarar Stensrud.

Detta i kombination med "Mister Markets" felprissättningar och avvikelser i tidshorisont från vår egen skapar felprissättningar. Fokus ligger på verksamhetens värdeskapande; värderingen ska komma som en naturlig konsekvens av detta. Med andra ord: Även välskötta och lönsamma företag missförstås av marknaden emellanåt, och då uppstår ett gap mellan pris och värde. (Uttrycket "Mister Market" kommer från Benjamin Graham.)

Det gäller att man följer enskilda bolag noggrant och samtidigt har distans till marknaden som helhet. På min fråga hur man får perspektiv på börsen blir svaret korthuggat: "Genom att sitta i Stavanger i stället för på Stureplan."

Stensruds investeringsstil kan också beskrivas som noggrant urval av enskilda akter ("stockpicking"), något han delar med bland andra Peter Lynch (se Aktiespararen nummer 4, 2005). Så trots goda makrokunskaper och en stor allmänbildning innebär det att han arbetar från botten, alltså tittar på enskilda bolag, oavsett bransch eller land ("bottom-up").

– Värden skapas inte av länder eller branscher utan av personer och företag, förklarar han. Så om centralbanken sänker eller höjer räntan någon kvarts procentenhet spelar inte så stor roll.

Stensrud låter sig inte frestas av att satsa på osäkra placeringar som han inte förstår sig på. Företagen ska vara konkurrenskraftiga, ha en grundläggande tillväxtpotential eller en unik resursbas. Stensrud fäster heller ingen betydelse

vid rykten och modelflugor. Han är inte heller någon stor anhängare av teknisk analys. Men samtidigt har han en öppen inställning och kan snegla på olika modeller för att identifiera när en omvärdering är på gång eller över (dubbelbottnar och dubbeltoppar).

Trots den värdebaserade investeringsfilosofin är uthålligheten ändå ganska begränsad. Grundinställningen hos Stensrud är att en investering ska värderas upp till sitt rätta värde inom två år med hjälp av något i omvärlden som aktiverar en omvärdering. Men han sitter även på innehav upp till fem år, ibland längre. Annars är det försäljning som gäller när företaget är fullvärderat. Om företaget ändrar inriktning eller till exempel sänker sitt lönsamhetsmål kan han ändra uppfattning, likaså om rörelsen utvecklas sämre än tidigare.

– I några enstaka fall har vi även missuppfattat affärsidén eller strategin, berättar han. Normalt är vi mer intresserade av företaget som en levande, värdeskapande enhet, och vi fäster mindre betydelse vid det allmänna affärsklimatet och makrofaktorer. Stor fokus läggs på risken för förluster, som måste vara ytterst liten och i så fall förekomma bara under en begränsad period.

Vissa favoriter har han, såsom transport, bryggeri, företag med stora substansrabatter eller dolda värden, konglomeratrabatter och familjedominerade företag som ofta har längre tidshorisonter än options- och direktörsstyrda börsbubblor. Missade investeringar är många, bland dem Apple, erkänner Stensrud villigt.

Bolag med många säljrekommendationer tittar han gärna närmare på. Ett sådant bolag var brittiska livsmedelskedjan Sainsbury, som Skagen investerade i 2004. Alla analytiker rekommenderade konkurrenten Tesco, men Kristoffer Stensrud valde Sainsbury som satt på ett stort fastighetsbestånd och var helt skuldfritt samt dessutom hade ett bra kassaflöde. Investeringen fördubblades i värde på ett år ...

På frågan om vad som gjort honom till en bra analytiker kan han inte låta bli att svara: "En svår barndom och en god utbildning." Men när han utvecklar sin syn på investeringar blir det snabbt up-

penbart att de präglas av sunt förnuft och enkelhet.

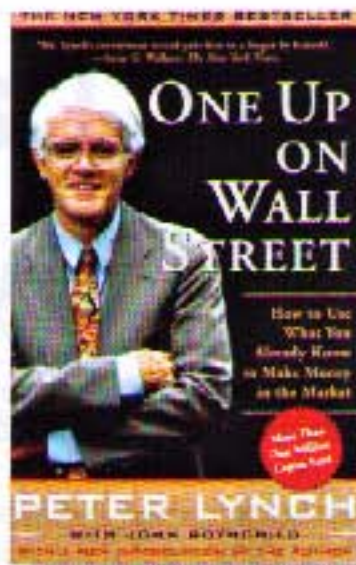
– De enkla idéerna är oftast de bästa, säger Stensrud och drar sig inte för att säga att han helt enkelt "investerar i bra och billiga företag". En investerare kan glömma nyckeltal som innehåller bokstäver från det grekiska alfabetet (även det ett eko från Buffett) samt andra alltför komplicerade nyckeltal som är handelshögskolelärdom och inte bygger på sunt förnuft.

Han ger ett exempel: "Vad VD skriver är inte så viktigt att läsa. Men vad styrelsen tycker ger ofta bra information. Den ljuger vanligtvis inte."

Flit, sunt förnuft och arbete är alltså grunden – och så mycket läsning. "De flesta snackar för mycket och läser för lite." Gå upp tidigt på morgonen och arbeta länge, lyder Stensruds framgångsrecept. Han reser inte mycket utan sitter mest och lusläser rapporter och årsredovisningar. Fondförvaltandet är hans liv, och han ogillar till och med att ta semester eftersom man under sommaren kan hitta de verkliga guldkornen då andra analytiker har semester. Kristoffer Stensrud ser sitt arbete med investeringar som en intellektuell utmaning. "Blandningen av oförutsägbarhet och gamla mönster gör att varje dag är ny, samtidigt som man blir lite klokare för varje dag."

Kristoffer Stensrud har läst och inspirerats av andra stora investerare. Han hittade tidigt Adam Smith (pseudonym för George Goodman) som ledde honom vidare till Warren Buffett, Peter Lynch och Anthony Bolton (brittisk fondförvaltare som levererat en avkastning på över 20 procent per år sedan 1979).

Arbetet tar en stor del av hans tid, och Stensrud vill hålla på med det tills "man får bära mig ut från kontoret". Andra intressen är segling och litteratur. Bland författare han gärna läser finns Graham Greene och tidiga John Le Carré. Han beskrivs av en av sina medarbetare som "nyfiken och tävlingsinriktad". En annan beskriver honom som "vänlig och ödmjuk, kanske lite butter ibland, en man med enkla vanor". Stensrud kör en begagnad Volvo, bor i ett ganska enkelt hus och gillar inte extravaganser, även om han uppskattar mat och dryck. Han



Lästips

► **One Up on Wall Street** av Peter Lynch.

► **Investing with Anthony Bolton: The Anatomy of a Stock Market Winner** av Jonathan Davis och Anthony Bolton.

► **The Intelligent Investor** av Benjamin Graham.

► **The Money Game** av Adam Smith (George Goodman).

läser kopiöst mycket och har omvittnat djupa kunskaper i ekonomisk historia, litteratur, geologi, geografi och politik. Trots att han är etablerad i dag skyr han ofta etablissemanget. Hästsvansen ses fortfarande med ett ogillande av hans fru, men han har numera rakat av sig skägget och lagt undan de runda, blå glasögonen.

När Kristoffer Stensrud blickar ut över världen från fyren i Stavanger ser han ingen låg-

konjunktur. Han tror snarare att vi är "mitt i cykeln". Frihandel, demokrati och marknadsekonomi i allt fler länder borgar för en fortsatt stark konjunktur, även om USA saktar ned. Världskonjunkturen är den bästa på 50-60 år – aldrig tidigare har så många människor haft det så bra som nu. Slutet av 2007 präglades av att tillväxten ifrågasattes, något som bottnar i begränsningar inom miljö, naturresurser och en finansmarknad som inte är tillräckligt genomlyst.

De flesta av kriserna är dock hanterbara, tycker Stensrud, men just nu genomlider vi en period då detta inte verkar vara uppenbart för de flesta investerare. "Trots att vi befinner oss i den starkaste konjunkturuppgången på över 50 år värdesätts framtida vinster i börsholagen uppseendeväckande lågt", förklarar han. Så även om han "förbehåller sig rätten att ändra uppfattning" är han som värdeinvestor inte mer än vanligt orolig över världsutvecklingen.

På min avslutande fråga om vilka tre företag han tror på mest framöver blir det korthuggna svaret följaktligen: "De tre största posterna i Skagen Kon-tiki."



JONAS BERNHARDSSON

skriver om investeringar och aktiesparande samt arbetar med chefsutbildningar i ekonomi. Hans senaste bok heter Ekonomi för chefer. Du når honom på www.investeraren.se.