

Intervju med Ola Wessel Aas - förvaltare av Taiga Fund

Stockholm (HedgeFonder.nu) - Taiga är en norskförvaltnad long/short aktiehedgefond, med juridisk hemvist på Irland. Taigas portfölj har sin huvudexponering i 8-10 investeringar. Denna koncentrerade portfölj har ett starkt nordiskt fokus och ett värde-orienterat synsätt. Förvaltaren har ett aktivt förhållningssätt till ägande i de långa positionerna för att nå inflytande utan att betala en premium för kontrollposter. De 10 största innehaven står vanligtvis för över 70% av aktieexponering. Fonden förvaltas av Ola Wessel-Aas och Andreas Petteröe.

2011 var det första helåret som Taiga visade negativt resultat när de precis föll ner under nollan med -0,6%. Den årliga genomsnittliga avkastningen för fonden är respektabla 18,45%. Vi hade möjligheten att intervjua en av förvaltarna av fonden, Ola Wessel-Aas (bilden), och här följer vad han hade att säga:

HedgeFonder.nu: Kan du berätta om din investeringsprocess? Hur sker urvalet av bolag du vill investera i och hur avgör du när investeringen skall ske och storlek på position?

Ola Wessel-Aas: Investeringsprocessen är bottom-up. Idéer genereras genom: kvantitativ screening, förslag från mäklare, genom att följa det generella finans-/macro-/sektormässiga nyhetsflödet, och viktigast av allt träffa bolagsledningarna i individuella möten eller på presentationer. Fundamental analys är baserad på företags-, sektor- och finansiell analys, värdering, performanceanalys, konkurrensanalys och analys av riskfaktorer och faktorer som driver efterfrågan. Due Diligence genomförs genom att prata med aktieanalytiker, mäklare och andra källor (experter inom verksamhetsområdet) om det finns tillgängligt, med god insikt i företaget/sektorn, och viktigt också genom uppföljningssamtal med management och IR på företagen (generell, omsättning, framtidsutsikter, mål, etc.). Portföljförvaltarna fattar sedan beslutet att göra en investering genom att lämna ett uppdrag till en mäklare eller genom att själv utföra det via en elektronisk handelsplattform. En grundposition byggs upp gradvis i takt med fördjupad insikt och ökad övertygelse. Positionsstorleken baseras på graden av övertygelse, risk-/avkastningsperspektivet och på det förväntade bidraget till den övergripande risken i portföljen.

HedgeFonder.nu: Vad gör att du väljer att stänga en position? Har ni uppsatta stop loss-nivåer eller fastlagda målkurser? Kan du ge ett konkret exempel på när ni lämnat en förlustbringande position och varför?

Ola Wessel-Aas: Det finns ingen stop loss eller målkurser. Vi utvärderar kontinuerligt våra positioner och tar i beaktande all ny information. Vi stänger en position när en aktie når sitt fair value eller när ett företag misslyckas med att möta våra förväntningar. Vi lämnade ett kärninnehav i februari 2009 efter mer än nio månaders innehav med 20% förlust, efter att ha dragit slutsatsen att ledningen inte hade förmåga att sänka kostnaderna som en lämpligt respons på de klart vikande marknadsförutsättningarna. Vi gjorde detta trots det faktum att företaget hade annonserat att de låg i förhandlingar om att sälja företaget med en substantiell premium jämfört med marknadspriset. Kort efter att vi hade lämnat aktien avbröts försäljningsprocessen och aktien tog återigen stryk. Slutet på historien är att försäljningen avslutades slutgiltigt efter ytterligare två år (av smärta och lidande...) med en knapp premium över vårt uppnådda pris.

HedgeFonder.nu: Fungerar idégenereringen på samma sätt när det gäller de korta positionerna? Letar ni aktivt efter möjligheter att gå kort?

Ola Wessel-Aas: Processen med att identifiera korta positioner är likartad med den för långa innehav, men med ett mycket större fokus på likviditet. Vi är mer aktivt medvetna om närliggande katalysatorer för kursrörelser i aktien (så som tillkännagivanden av resultat och finansiering) och innehavsperioden är typiskt sett mycket kortare än på den långa sidan. Vi letar aktivt efter korta positioner, men med en koncentrerad portfölj av långa innehav i small cap-aktier är korrelationen för fondens avkastning till aktiemarknaden som helhet begränsad och vi anser att genom att kontinuerligt bibehålla en kort portfölj kommer fondens avkastning mest troligt på lång sikt bli urvattnad. Våra korta positioner är endast i enskilda aktier och syftar till att bidra till avkastningen snarare än att skydda aktieexponeringen som sådan.

HedgeFonder.nu: Även om ni kan göra investeringar över hela Europa, gör ni typiskt sett investeringar på den nordiska marknaden. Vad är det som är så attraktivt med den nordiska aktiemarkanden?

Ola Wessel-Aas: Det är på den nordiska marknaden vi har vår erfarenhet och vårt kontaktnät och känner oss komfortabla med såväl regelverk kring rapportering som bolagens skötsel. Aktiemarknaden är tämligen djup och vi är nöjda med transparensen bland kapitalmarknaderna generellt. Vi upplever generellt att investerare på våra marknader tenderar att överbetala för tillväxt i typiskt cykliska brancher (shipping, olja & gas, kapitalvaror), medan vi hittar många möjligheter utanför detta område där den upplevt lägre tillväxten resulterar i attraktiva värderingar och utmärkta investeringsmöjligheter.

HedgeFonder.nu: Använder ni några andra instrument förutom direktinvesteringar i aktier?

Ola Wessel-Aas: Nej.

HedgeFonder.nu: Kan ni berätta lite mer om den norska hedgefondmarknaden generellt? Det är fortfarande tämligen restriktivt när det gäller hedgefonder. Är det också anledningen till att ni valde att marknadsföra er under irländskt paraply?

Ola Wessel-Aas: Utländska fonder har varit etablerade i Norge sedan lång tid tillbaka även om regelverket kring marknadsföring har varit allt annat än glasklar. Efter att tillsynsmyndigheten introducerade möjligheten att registrera "Spesialfond" under 2010, vilket öppnade upp möjligheten att marknadsföra gentemot professionella investerare i Norge, är reglerna tydligare men fortfarande restriktiva. Vår irländska struktur härstammar från tiden före då en norsk motsvarighet var möjlig, men vi har nu också Norsk Spesialfondstatus ovanpå detta. Vi tror att internationella investerare känner sig mer komfortabla med en irländsk struktur genom att man känner igen sig i infrastrukturen och tjänsteleverantörer, liksom erfarenhet av skyddsmekanismerna för investerare. Den norska fondregistreringen är enligt vår åsikt nödvändig eftersom vi är verksamma här och generellt är bundna av de lokala myndigheternas krav i egenskap av förvaltare under alla omständigheter. Vi tror inte att utländska fonder utan en norsk verksamhet, eller åtminstone en mycket stark koppling, kommer att ansöka om lokal registrering eftersom vi förväntar oss att de flesta aktörerna kommer att förlita sig på mer effektiva gränsöverskridande EU/EEA-regler i närtid.

HedgeFonder.nu: Ni offentliggör era största innehav i er månadsrapport. En sak som sticker ut är att ni regelbundet väljer att inte avslöja vissa positioner. Vad kan vara anledningen, generellt sett, till att öppet redovisa nio men hålla inne med en position?

Ola Wessel-Aas: De icke redovisade positionerna är normalt i aktier där vi fortfarande håller på att bygga upp positionen och vill undvika konkurrens. De öppet redovisade positionerna är generellt på en nivå där vi definierar dem som "kärninnehav", där vi har förklarat skälen för investeringen i ett kvartalsbrev och är beredda att behålla dem över tid. Dessutom avslöjar vi aldrig våra korta positioner i vårt marknadsföringsmaterial. Alla affärer är tillgängliga för investerarna i efterhand i rapporter två gånger per år från fondbolaget på Irland.

HedgeFonder.nu: 2011 var ett väldigt utmanande år för en aktieförvaltare med övervikt mot långa innehav men Taiga klarade sig anmärkningsvärt bra i en relativ jämförelse med så väl bredare aktieindex som Long/short-index. Är ni totalt sett nöjda med ert resultat?

Ola Wessel-Aas: Vi kan inte förvänta oss att fonden står isolerad från de svaga marknadsförutsättningarna vi såg under den senare halvan av 2011 och är därför tämligen nöjda med ett oförändrat resultat för året. Det var ett viktigt år i termer av att bekräfta de underliggande riskerna i portföljen där den aggregerade aktieexponeringen kan vara vilseledande. Det är summan av riskerna från individuella positioner som är viktig och det faktum att portföljen hade väldigt liten cyklisk risk såväl som negativ finansiell hävstång övergripande var tydligt positivt när vi gick in i augusti 2011. Alla huvudsakliga egenskaper i vår strategi bidrog till resultatet: långa innehav överavkastade väsentligt, korta positioner bidrog meningsfullt (3%) och det faktum att vi hade 30% likviditet i början av augusti gav oss en buffert så väl som flexibiliteten att manövrera tämligen väl under hösten. Viktigast av allt, vi fick möjligheten att investera på attraktiva värderingsnivåer under de senaste månaderna och är nu väl positionerade för en normalisering av marknadsförutsättningarna, vilket mycket väl redan kan ha inletts.

HedgeFonder.nu: Ni har "ett aktivt förhållningssätt till ägande" i era innehav. Vad menar ni med det?

Ola Wessel-Aas: Det aktiva ägandet relaterar till vår vilja att engagera oss i våra portföljbolag och andra aktieägare för att utkristalisera värde och bidra i processen att skapa ett ännu bättre investeringscase för investerare på aktiebörsen. Vi kommer generellt inte att investera i företag där aktivism är nödvändig för att skapa avkastning för investerarna och har funnit att exponering av våra agendor utanför företagen och dess aktieägare inte är lämpligt för

att uppnå våra målsättningar. För oss är aktivt ägande lika mycket ett riskhanteringsverktyg (som övervakning och att vara en vakthund) eftersom det är avkastningshöjande medan värdeinvestering är den primära drivande faktorn för avkastning.

HedgeFonder.nu: Er portfölj är tämligen koncentrerad, de tio största innehaven står ofta för 70% av det förvaltade kapitalet eller mer. Varför väljer ni att ha en så stark koncentration, vad ser ni som fördelar och risker?

Ola Wessel-Aas: Taiga är en "bästa idé-fond" där vi endast gör investeringar med stark övertygelse både på den långa och korta sidan. Tröskeln är hög och vi tror att om vi försökte hitta fler än 10 bra idéer på den långa sidan kommer vissa av dem inte att vara så bra. Vi fokuserar på nedsidesrisken i varje position, eftersom vi i en koncentrerad portfölj av small cap-bolag måste vara väldigt vaksamma på att inte ha något enskilt innehav som potentiellt kan se sitt aktiekapital utraderas. Risk management är inbäddat i aktieurvalsprocessen. Genom att titta djupt in i varje investeringscase mäter vi risken i termer av finansiell hävstång, cyklikalitet, strukturella tillväxtfaktorer, operationell hävstång och visibilitet i resultatet. Vi investerar enbart när risk/reward väger starkt till vår fördel. Även om portföljen är relativt koncentrerad i termer av antal aktier är risken diversifierad över olika sektorer och är generellt inte korrelerad till aktiemarknaden generellt. Med denna inriktning kommer investerarna kunna delta signifikant i uppsidan av goda investeringsidéer och ger fonden den högavkastande profil som vi söker och har uppnått hittills. Volatiliteten har varit under 13% sedan start vilket är lägre än de flesta relevanta marknadsindex och kombinerat med låg korrelation och genomsnittligt höga tiotalet procent i avkastning styrker de unika kvaliteterna som en sann alternativ aktieinvestering.

Hedgefonder.nu: Är en diversifiering i portföljen mot fler innehav trolig när kapitalet under förvaltning stiger substantiellt?

Ola Wessel-Aas: Fonden kommer alltid att vara koncentrerad eftersom detta är ett viktigt element i vår investeringsfilosofi. Den är begränsad till 250m EUR eftersom fonden alltid kommer att vara fokuserad på small caps i Norden, där investeringsuniverset kommer att vara begränsat. Vi kommer att växa gradvis från nuvarande 62m EUR för att säkerställa att vi alltid har flexibiliteten att skapa en optimal portföljkomposition vid var tidpunkt och en tillfällig stängning vid 100m EUR är därför en möjlighet. Med ett större kapital under förvaltning är det möjligt för fonden att ha en agenda för ett mer trovärdigt aktivt ägande i bolag med något större marknadsvärde än historiskt, men något större ägande i våra microcapaktier är generellt inte ett problem och vi kommer troligen fortsätta finna investeringsmöjligheter här även när vi når den gränsen.

HedgeFonder.nu: Har du någon lärdom från marknaden du kan dela med oss?

Ola Wessel-Aas : Cash är bättre än en dålig investering.