

Intervju: Henri Österlund - Accendo

Stockholm (HedgeNordic) - Accendo Capital är en aktivistfond baserad i Luxemburg, som startade sin verksamhet i februari 2008. Bolaget har ett footprint i både Sverige och Finland, tack vare sin investerarbas men även sett till investeringarnas geografiska fördelning, liksom delar av teamets bakgrund.

Sedan starten har fonden stigit med +80% och har idag ett förvaltad kapital på närmare EUR 30 miljoner. Avkastningen hittills i år uppgår till +27% per 31 maj 2015.

Vi på HedgeNordic fick möjlighet att ställa lite frågor till dem och här följer vad de hade att säga:

HedgeNordic: Ni kallar er själva för en "aktivistfond" - hur definierar du en "aktivist" och vad skiljer er från andra engagerade ägare? Finns det inte många ägare som har åsikter kring bolagen, men som inte kallar sig aktivister för det?

Henri Österlund (bild): Det finns olika grader av engagemang vad gäller ägande av noterade bolag. En del investerare nöjer sig med att rösta på stämmorna, andra är delaktiga i valberedningar eller kanske träffar ledningen i samband med kvartalsrapportering. Vi kliver gärna in i styrelsen, där vi kavlar upp ärmarna och arbetar hårt för bolagen och alla aktieägare. Vi arbetar konstruktivt med styrelse, ledning och övriga ägare under en lång period, normalt sett under flera år. Vi är inte en "aktivistfond" i den amerikanska bemärkelsen, där vi skapar rubriker med s k "proxy battles" eller offentliga, skarpt kritiska brev till bolagsledningar. Aktivt engagemang i vår mening är att ha väl underbyggda åsikter om förbättringsområden och aktivt bidra till bolagets utveckling under en lång period för att skapa värde för alla ägare.

HedgeNordic: För att gräva lite djupare i frågan: hur definierar du själv fondens strategi - kan du beskriva er förvaltningsmetodik ytterligare, vad vill ni göra - egentligen?

Henri Österlund: Vi vill hitta bolag som är fundamentalt bra men av någon anledning underpresterar eller ännu inte har uppfyllt sin fulla potential. Det kan också röra sig om bolag där övriga marknaden inte har insett ett dolt värde, eller att signifikant värde kan skapas i framtiden med rätt styrning. Vi försöker hitta förbättringsområden i flera dimensioner, t ex ägarstyrning/governance, operativ ledning, finansiell styrning, incitament, strategi, mm. Vi vill då arbeta med bolagen för att maximera prestationsnivån i alla dessa dimensioner.

HedgeNordic: Vad är fondens placeringsunivers, mer konkret? Vad är era begränsningar?

Henri Österlund: Placeringsuniversum innefattar flera hundra noterade bolag i norra Europa, då menar vi i huvudsak Norden men även de tysktalande länderna, Baltikum, m fl. Bolagens marknadsvärde ska ligga ungefär mellan EUR 50 och 200 miljoner. Bolagen ska ha ett affärskoncept som kan försvaras i marknaden, det rör sig ofta om nischkompetens och marknadssegment som inte attraherar de största aktörerna. Det ska finnas ett positivt kassaflöde eller tydlig potential till det, samt en hanterbar skuldsättning.

HedgeNordic: Ni säger att ni söker bolag med teknologi som drivkraft. Hur definierar du det - kan det vara allt som har någon som helst teknologikoppling?

Henri Österlund: Från att ha börjat som generalister har vi med åren insett att teknologi har skapat tillväxt hos portföljbolagen och ett sätt att skilja sig från konkurrenter. Bolag präglade av teknologidynamik kräver att investerare sätter sig in i detaljerna för att förstå vad bolagen

egentligen gör och hur de kan tjäna pengar. Ibland är det inte helt transparent, varför man kan skapa sig en fördel gentemot andra investerare som kanske inte tar sig tiden att gräva djupt nog. Enligt vår definition kan teknologi finnas internt hos bolaget, t ex något de själva har utvecklat, eller att marknaden där de agerar påverkas av en teknologisk utveckling.

HedgeNordic: Om vi vänder på frågan om vad ni kan tänka er att investera i – vad skulle ni absolut inte investera i för typ av bolag?

Henri Österlund: Pharma/läkemedel, fastigheter, investmentbolag.

HedgeNordic: När ni tittar på möjliga bolag att investera i, vad är det ni letar efter först och främst – vad brukar göra att ni får upp ögonen för ett case? Är det traditionella värderingsmått (så som P/E-tal, P/BV, etc.), eller andra parametrar som avgör?

Henri Österlund: Vi letar case där vi kan hjälpa bolaget att uppnå ett väsentligt högre marknadsvärde. Vi tittar på ägarstyrningen, strategin, den operativa ledningen, hur ekonomin styrs, var bolaget genererar kassaflöde och om de blöder någonstans. Vi kan upptäcka ett case genom att ordinarie värderingsmultiplar avviker kraftigt från likartade bolag, och med ytterligare analys finna något spännande där. Vi kan följa ett bolag under lång tid och plötsligt har marknaden satt fel pris på aktien (t ex Cision). Det kan vara många olika paramterar som signalerar ett potentiellt case. Normalt sett tittar vi på EV/EBIT, EV/EBITDA samt kassaflödesmultiplar. Men det är helhetsbilden som gör ett case lockande eller ej.

HedgeNordic: Ni anger att ni vill på sikt ha 5-6 kärninnehav om ca 15-30 mEUR. Hur avgör ni positionsstorleken och hur definieras tidpunkt för investering/exit? Brukar ni växa in i en position, eller köper ni den post ni vill ha från start i större block, som t.ex. i fallet Vitrolife, där ni investerade tillsammans med Bure?

Henri Österlund: Positionen i förhållande till fondens storlek bör vara betydelsefull. Ägarandelen i ett enskilt bolag bör vara sådan att vi kan ha ett inflytande. Det kan även vara så att vår ägarandel i kombination med andra likasinnade ägare räcker till ett inflytande. Under åren har vi köpt in oss via blocktransaktioner och via köp över marknaden under lång tid, det kan variera.

Exits kan ske via uppköp, handel via marknaden eller blocktransaktioner. Tidpunkten för såväl investering som exit hänger ihop med en analys av bolagets värdering i förhållande till utvecklingspotentialen, och vad är status av det arbete vi bedömer måste göras för att uppnå ett tillfredsställande marknadsvärde.

HedgeNordic: Vad skiljer er från andra liknande "aktivister"? Ni har ju konkurrenter, både i Sverige och självfallet internationellt, så vad gör ni som inte någon annan gör? Där finns t.ex. Christer Gardell & co., Origo, PSG, etc., som alla verkar ha samma scope – finns det någon skillnad mellan er och övriga, eller är ni likartade i er strategi?

Henri Österlund: Cevian investerar i betydligt större bolag än vad Accendo gör, och kanske av den anledningen syns de ofta i media. Accendo fokuserar på small- och microcap segmentet, och jobbar nära bolagen utan att figurera i media. Det finns ett antal investerare som också arbetar aktivt med mindre bolag, med en stor variation vad gäller struktur (fondbolag / investmentbolag / SIF), geografiskt fokus (Sverige / Norden / Europa) samt i vilken grad de är aktiva. Det som skiljer Accendo är track record sedan 2008 samt en sällsynt hög grad av engagemang.

Till skillnad från många andra aktiva investerare är Accendo strukturerad som en hedgefond, vilket innebär att fonden kan ta korta positioner och belåna portföljen. Dessa verktyg har nyttjats med

försiktighet och endast några få gånger, men med god resultat i termer av både risk och avkastning. Som en SIF kan fonden ha upp till 30% av NAV i ett enda innehav, vilket ger flexibilitet när man har en koncentrerad portfölj av s k "high conviction" investeringar. Accendos förvaltare / analytiker är alla investerade i fonden, vilket är positivt för andelsägarna och kan skilja sig från en del andra firmor. Det finns så många investeringsobjekt och så mycket värde att skapa bland noterade bolag så vi ser andra aktiva investerare som kollegor snarare än konkurrenter.

HedgeNordic: Vad skiljer er från en traditionell Private Equity-firma – är det endast att ni inte köper ut bolaget, utan tar ett aktivt deläggande i ett noterat bolag, eller finns det någon annan konkret skillnad?

Henri Österlund: Accendo ser gärna att innehavens balansräkningar är sunda och ändamålsenliga, men till skillnad från PE bolag används inte skuldsättning som en hävstång för att öka avkastning på eget kapital, vilket samtidigt ökar finansiell risk. PE bolag tenderar att ha kontrollpositioner i bolag. Accendo äger minoritetsposter, vilket innebär att om vi ska genomföra förändringar så krävs starka underbyggande argument och en bred förankring. Att vi har lyckats påverka bolag i en betydelsefull grad utifrån minoritetsägande tyder på att vi kommer med vettiga förslag och lyckas bygga stöd hos andra stakeholders.

HedgeNordic: När ni går in i ett bolag – vad är det första ni vill göra? Finns det någon "Accendo-manual" som ni följer för att realisera era mål när ni tar er an en ny investering?

Henri Österlund: Vi brukar först titta på vilka som styr och leder ett bolag, vilka andra ägare finns, vilka verktyg finns för att skapa värde och vilka saknas, vilka ekonomiska incitament har ledningen och styrelsen och hur förhåller de sig till ägarnas incitament. Vi söker normalt direkt inflytande, vilket kan ta tid att åstadkomma. Väl där försöker vi se till att bolagsledningen och styrelsen har bra verktyg för värdeskapande, och att alla jobbar för ägarnas bästa. Det kan röra sig om att få ledningen att riskera eget kapital i bolagets aktier, eller effektivisera balansräkningen genom att köpa tillbaka aktier. Det kan visa sig att verktygen för finansiella prognos eller rapporteringen till styrelsen behöver stärkas. Ibland har bolag inte tillräckligt bra insyn i var de genererar vinst och var de förlorar pengar. Ofta maskeras dåligt presterande segment eller produkter av det som går bra. Vanligtvis behövs kompletterande kompetens i styrelsen och ledningsgruppen, t ex om bolaget ska kunna växa i ett nytt område. Strategin måste vara rätt för bolaget, mätbar och kopplad till verksamheten. Vi försöker säkra att de som styr bolagen är även insatta i de dagliga utmaningarna, det hjälper att få en snabb och öppen rapportering av problem uppåt i organisationen.

HedgeNordic: När man tittar på den historiska avkastningen så är det tämligen ojämnt fördelad mellan åren. Ni har t.ex. negativ avkastning under tre av de sju hela år som ni varit verksamma – och de positiva åren ser vid en första anblick ut att avkastningsmässigt skapas under tämligen få månader med stora uppgångar. Även om standardavvikelsen på årsbasis inte ser så farlig ut, verkar slagen på månadsbasis vara desto större – får man räkna med det i en fond av er karaktär? Eller är det en felaktig slutsats att dra?

Henri Österlund: Vi har en koncentrerad portfölj varför man logiskt kan förvänta sig en högre månatlig volatilitet än marknadsportföljen. Pressreleaser, M&A, prognosjusteringar, mm har en tydligare påverkan på fondens avkastning än vad de skulle i en fond med 30 eller 100 innehav. Fondens andelsägare är samtliga professionella investerare med diversifierade portföljer. Många har byggt och sålt egna bolag, och förstår vårt koncept och den långsiktighet som krävs i arbetet. Sedan start har fondens avkastning haft en standardavvikelse om ca 14-15% på årsbasis, mot ca 20-21% för nordiska småbolag över samma period. Men visst kan man hitta perioder då rörelserna har varit kraftiga, tursamt nog de flesta åt det positiva. Det tar tid att förändra och förbättra, och aktiekursen lyfter inte förrän resultatet av arbetet är känt i marknaden. Så har varit fallet med Okmetic, till

exempel, där Accendo har varit huvudägare sedan 2008.

HedgeNordic: Förutom de 5-6 kärninnehaven, så har ni mer perifera investeringar i portföljen. Vad är syftet med dessa – är det mer opportunistiska investeringar, av mer kortsiktig karaktär, är de till för att diversifiera er portfölj, eller vad avgör en investering inom den kategorin? Kan du exemplifiera med några aktuella eller historiska innehav.

Henri Österlund: Mindre positioner kan vara sådana som är på väg att byggas upp eller avyttras. Det kan vara så att parametrarna har ändrats under resans gång och vi avvaktar ny information eller händelser för att ta nästa steg. Vi har till exempel ett mindre innehav, Gurit, där vi ser stor potential, men i dagsläget saknas kapital för att utveckla det till en större investering.

HedgeNordic: Hur ser ni på möjligheterna att hitta nya värdeskapande case framöver för er? Har det stora tåget gått värderingsmässigt, eller hittar ni nya uppslag hela tiden? Har möjligheterna förändrats under de år ni varit verksamma?

Henri Österlund: Marknaden är i ständig rörelse varför det kommer alltid finnas intressanta investeringsmöjligheter. Med sju år bakom oss har vi en bra överblick över vilka bolag som är potentiella investeringsobjekt. När vi följer bolag bildar vi en uppfattning om vilka omständigheter som skulle göra caset attraktivt som investering. Det som har ändrats på senare tid är en ökad förståelse för hur ägarstyrning, bra eller dåligt, kan påverka utfallet för aktieägare. Även om indexfonder får stora flöden så ökar medvetenheten om att bra ägarstyrning är avgörande för bolag. En ökad medvetenhet förenklar vårt arbete. Man behöver inte sälja in "bra ägarstyrning" som ett främmande koncept. Folk läser om SCA och de förstår att det är viktigt.

HedgeNordic: En mer generell marknadsfråga: hur ser ni på värderingen på börserna just nu – är de en bubbla vi ser skapas av centralbankerna? Vad ser ni i er kristallkula – hur kommer det att sluta för marknaden, när alla stimulanser ska betalas tillbaka?

Henri Österlund: Vi är extremt fokuserade på några få bolag och försöker få dem att prestera till max. Vi kan varken förutse eller påverka de stora rörelserna i ekonomin. Även experter som bedömer sådant har ofta fel. Det vi kan påverka är utfallet i enskilda bolag, naturligtvis med hänsyn tagen till omvärlden. Vårt mål är att portföljbolagen ska leverera. Det gäller att ha kunden i fokus, hålla motivationen hög och ta ansvar.

HedgeNordic: Till sist – har ni några visdomsord eller erfarenheter från marknaden att dela med er av?

Svar: Investerare tittar mycket på värderingsmultiplar och alla möjliga exokista kurvor och data. Det intressanta är att kurvorna är ett resultat av mänskligt beteende och beslutsfattande. Folk som du och jag sitter i bolagsledning och styrelserummen och fattar beslut som finansieras oftast med andras pengar. Ägna mer tid åt att förstå vilka dessa personer är och huruvida du litar på dem att sköta arbetet på ett bra sätt. Ägna tid åt att förstå styrelsen och hur de bidrar. Hur kommer de att hantera dina pengar?

(Not: Fondens avgift är 1,5% + 20% performance fee över Euribor. Minsta första insättning i Class A-andelar är EUR 250.000 med möjliga insättningar och uttag var fjärde månad. En ny andelsklass lanseras under 2015 med minsta första insättning EUR 3 miljoner och avgifter 1,0% + 20% performance fee över MSCI Europe Small Cap Index.)