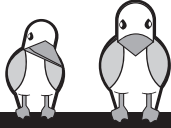


TUHKASTA  
ALFAA? (s. 13)

KÄÄNTYIKÖ  
PÖRSSI? (s. 15)

ÄT SKOGEN?  
(s. 26)



# SELIGSON & CO

## NELJÄNNESVUOSIKATSAUS 1 / 2009

VARAINHOIDON  
MARKKINAT (s. 4)



SELIGSON  
& CO

*Yksinkertainen on tehokasta.*

## SISÄLLYS

|                                       |    |
|---------------------------------------|----|
| PALKINTOSADETTA .....                 | 3  |
| VARAINHOIDON MARKKINAT.....           | 4  |
| TUHKAA ALFASTA? .....                 | 16 |
| AASIA –INDEKSIRAHASTO.....            | 17 |
| TUNNUSLUKUJEN MÄÄRITELMIÄ .....       | 25 |
| ÄT SKOGEN – ELLER INTE .....          | 26 |
| ILMAINEN LOUNAS? (SARJAKUVA) .....    | 27 |
| <b>AKTIIVISET RAHASTOT</b>            |    |
| Varainhoitorahasto Pharos .....       | 7  |
| Phoenix .....                         | 10 |
| Phoebus .....                         | 14 |
| Russian Prosperity.....               | 23 |
| <b>KORKORAHASTOT</b>                  |    |
| Rahamarkkinarahasto AAA.....          | 18 |
| Euro Obligaatio .....                 | 18 |
| Euro Corporate Bond .....             | 19 |
| <b>INDEKSI- JA KORIRAHASTOT</b>       |    |
| Suomi –indeksirahasto.....            | 19 |
| OMXH25 –indeksiosuusrahasto.....      | 20 |
| Eurooppa –indeksirahasto .....        | 20 |
| Japani –indeksirahasto.....           | 21 |
| Pohjois-Amerikka –indeksirahasto..... | 21 |
| Global Top 25 Brands .....            | 22 |
| Global Top 25 Pharmaceuticals .....   | 22 |

**Tämä katsaus** julkaistaan neljännesvuosittain. Rahastoistamme julkaistaan myös **Yksinkertaistettu rahastoeseite**, joka sisältää mm. tarkemmat kuvaukset rahastoista, kunkin sijoituspolitiikasta sekä tietoa rahastoyhtiöstä.

Yksinkertaistettu rahastoeseite muodostaa yhdessä julkaisun **Rahastojen säännöt** kanssa **Virallisen Rahastoeseitteen**. Suosittelemme perehtymistä rahastoeseiteisiin ennen sijoitus päätöksen tekemistä.

Rahastojen **osavuositarkastukset** (puolivuosittain) ja **vuosikertomukset** sisältävät mm. rahastojen tuloslaskelmat ja taseet.

Julkaisumme ovat saatavissa kotisivuiltamme [www.seligson.fi](http://www.seligson.fi) (paitsi osavuositarkastukset ja tilinpäätökset) sekä puhelimitse (09) 6817 8200 ja sähköpostilla [info@seligson.fi](mailto:info@seligson.fi) sekä Tapiolan-yhtiöiden konttoreiden kautta.

### Rapportering på svenska

Alla nyckeluppgifter finns och en del av rapporterna finns tillgängliga på svenska på vår webbplats, [www.seligson.fi](http://www.seligson.fi). Också *Förenklad fondprospekt* och *fondernas stadgar* finns på svenska både på vår webbplats och som trycktalster. Utskrifter kan erhållas per post på begäran, ring vänligen vår kundservice (tel. 09 – 6817 8200) eller skicka e-post till [info@seligson.fi](mailto:info@seligson.fi).

**Historiallinen tuotto ei ole tae tulevasta.**  
Rahastoihin sijoitetun varallisuuden arvo jo nousta tai laskea, eikä ole takeita siitä, että koko sijoitetun pääoman saa takaisin.

**Kustannuksilla on merkitystä.**  
Jo parin prosentin vuosikulut vähentävät merkittävästi pitkäaikaisen sijoituksen kokonaistuottoa.

**NOPEAMMIN SÄHKÖISESTI** Katsauksemme on luettavissa myös Internetin kautta ([www.seligson.fi](http://www.seligson.fi)) aina jo siinä vaiheessa, kun tiedostoa vielä viimeistellään painokuntoon. Jos et halua painettua versiota laisinkaan, ole ystävällinen ja ilmoita sähköpostilla osoitteeseen [info@seligson.fi](mailto:info@seligson.fi) – kiitos!

© Seligson & Co Rahastoyhtiö Oyj  
ja Seligson & Co Oyj, 2008  
Vastuullinen toimittaja: Ari Kaaro  
Kuvitus: Jan Fagermäs

## UUDET MERKINTÄ- JA LUNASTUSPÄIVÄT

Seligson & Co Rahastoyhtiön hallinnoimien sijoitusrahastojen merkintä- ja lunastuspäivärajat muuttuivat 31.3.2009. Uudet käytännöt alla olevassa taulukossa. Lisätietoja [www.seligson.fi](http://www.seligson.fi), [info@seligson.fi](mailto:info@seligson.fi) tai puhelimitse 09 – 6817 8200.

|   | OSAKERAHASTOT                    | Merkintäpäivä                 | Lunastuspäivä                                  | Taulukossa maksupäivä on se päivä, jolloin merkintämaksu on kirjautunut rahaston tilille. Merkintäpäivä on se päivä, jonka rahastoarvolla merkitään asiakkaan maksamia rahasto-osuuksia ja lunastuspäivä on se päivä, jonka rahastoarvolla suoritetaan vastaanotettu lunastustoimeksianto. |
|---|----------------------------------|-------------------------------|--|--|
|   | <b>Indeksi- ja korirahastot</b>  |                               |  |  |
|   | Suomi -indeksirahasto            | Maksupäivä + 1                | Toimeksiannon jättöpäivä + 1                   |  |
|   | Eurooppa -indeksirahasto         | Maksupäivä + 1                | Toimeksiannon jättöpäivä + 1                   |  |
|   | Aasia -indeksirahasto            | Maksupäivä + 2                | Toimeksiannon jättöpäivä + 2                   |  |
|   | Pohjois-Amerikka -indeksirahasto | Maksupäivä + 2                | Toimeksiannon jättöpäivä + 2                   |  |
|   | Global Top 25 Brands             | Maksupäivä + 2                | Toimeksiannon jättöpäivä + 2                   |  |
|   | Global Top 25 Pharmaceuticals    | Maksupäivä + 2                | Toimeksiannon jättöpäivä + 2                   |  |
|   | <b>Aktiiviset osakerahastot</b>  |                               |  |  |
|   | Phoebus                          | Maksupäivä + 1                | Toimeksiannon jättöpäivä + 1                   |  |
|   | Phoenix                          | Maksupäivä + 2                | Toimeksiannon jättöpäivä + 2                   |  |
|   | Pharos                           | Maksupäivä + 2                | Toimeksiannon jättöpäivä + 2                   |  |
|   | Russian Prosperity               | Maksupäivä + 1                | Toimeksiannon jättöpäivä + 1                   |  |
|   | <b>KORKORAHASTOT</b>             |                               |  |  |
|   | Rahamarkkinarahasto AAA          | Maksupäivä, jos ennen 14:30 * | Toimeksianto ennen 10:00 => sama pankkipäivä * | Pörssinoteeratun OMX Helsinki 25 Indeksiosuusrahaston (ETF) osuuksia ostetaan ja myydään arvopaperivälittäjien kautta.   |
| 2 | Euro Corporate Bond              | Maksupäivä + 1                | Toimeksiannon jättöpäivä + 1                   |  |
|   | Euro-obligaatio                  | Maksupäivä + 1                | Toimeksiannon jättöpäivä + 1                   |  |

\*) Jos taulukossa oleva aikaraja ei toteudu, siirtyy merkintä tai lunastus aina automaattisesti seuraavalle pankkipäivälle

# PALKINTOSADETTA – miksi ja mitä sitten?

Erityisesti ammattisijoittajia palveleva arviointiyhtiö *Lipper* jakoi maaliskuun lopulla pohjoismaiset rahastopalkintonsa. Seligson & Co:n hallinnoimat rahastot saivat peräti seitsemän palkintoa – enemmän kuin mikään muu rahastoyhtiö. Todennäköisesti kyseessä on Lipper-palkintojen historian paras ”rahastoyhtiön koko / palkintojen määrä” –suhde, kommentoitiin palkintojenjakotilaisuudessa.

Pohjoismaisia palkintoja voittivat seuraavat Seligson & Co:n hallinnoimat rahastot:

#### *Euro-obligaatio*

- paras euroalueen korkorahasto 10 vuoden jaksolla
- paras euroalueen korkorahasto 5 vuoden jaksolla
- paras euroalueen korkorahasto 3 vuoden jaksolla

#### *Euro Corporate Bond*

- paras yrityskorkorahasto (euro) 5 vuoden jaksolla
- paras yrityskorkorahasto (euro) 3 vuoden jaksolla

#### *Global Top 25 Brands*

- paras kansainvälinen osakerahasto 3 vuoden jaksolla

#### *Global Top 25 Pharmaceuticals*

- paras lääketieteellisyysrahasto 3 vuoden jaksolla

#### **Onneksi olkoon kaikille nämä rahastot sijoituskohteikseen valinneille!**

Miksi sitten juuri nämä rahastot menestyivät? Kysymykseen ei tällä kertaa voi vastata rahastomarkkinoinnin standardimuotoiluilla eli ylistäen analyyttikotöihin terävyyttä, salkunhoitajien kokemusta ja taitoa sekä yhtiön markkinatuntemuksen yliveraisuutta. Kaikki palkinnot menivät nimittäin passiivisille rahastoille, mikä on sangen erikoista.

Rahastopalkinnot ja muut tunnustukset (tähdet, kirjainluokitukset, tehokkuspisteet, vuoden salkunhoitaja –nimitykset, jne.) jaetaan aina tavalla tai toisella historiallisten tunnuslukuisten perusteella – muustahan meillä ei ole tietoa. Joskus ”parhaat” valitaan suoraan tietyn aikavälin tuottolukujen perusteella, joskus mukana on tarkastelujakson aikainen volatilitteetti (jonka muuten usein summamutikassa väitetään olevan sama asia kuin riski, mikä ei mitenkään yksiselitteisesti pidä paikkaansa), joskus mukana on monimutkaisempiäkin tarkastelutapoja. Samaa on kuitenkin aina se, että katsotaan taaksepäin, jo toteutuneeseen.

Passiivisen rahastosijoittamisen järki ei ole siinä, että passiivisten rahastojen – kuten esimerkiksi indeksirahastojen – voisi suurella todennäköisyydellä olettaa olevan nimenomaan rahastoluokkansa *kaikkein parhaita* esimerkiksi 10 tai 20 vuoden ajanjaksolla. Useimmissa isoissa rahastoluokissa on pohjoismaisillakin markkinoilla monia aktiivisella riskinotolla passiivisia strategioita parempaa tuottoa tavoittelevia toimijoita. On oletettavaa, että jokin näistä oikean osuman etsijoistä onnistuu riskinotossaan ja tuottaa siten passiivista paremman tuloksen. Sijoittajan on kuitenkin mahdotonta etukäteen, jo sijoittaessaan, tietää kuka tai ketkä.

Siksi sijoittamisen kustannusten minimointiin keskittyvä passiivinen strategia on pitkällä aikavälillä mitä todennäköisimmin *parhaiden joukossa*. Sen pidemmälle sijoittaja ei siis rationaalisesti pääse.

Eikä ehkä tarvitsekaan, sillä ”pitkällä aikavälillä parhaiden joukossa” on aivan eri asia kuin usein kuultu mielipide siitä, että indeksisijoittaja ns. tyytyisi keskinkertaiseen. Päinvastoin, passiivinen sijoittaja tekee rationaalisen valinnan: saavuttaakseen mahdollisimman suurella todennäköisyydellä hyvän tuloksen, hän minimoi riskin todella huonosta ja hyväksyy samalla sen, että on epätodennäköistä saavuttaa myöskään aivan parasta. Koska arvopaperimarkkina jo sinänsä tuottaa, valitsee passiivinen sijoittaja siis monista hyvistä vaihtoehdoista optimaalisen tuotto/riski –suhteen.

Rahastojemme Lipper-palkinnot osoittavat konkreettisesti, että listojen ykkösiä ei *todellakaan* tiedä etukäteen - sopivissa olosuhteissa jopa ”paras” on passiivisenkin sijoittajan ulottuvilla! Haettaessa mahdollisimman suurta todennäköisyyttä ”hyvään” ei siis mitään tarvitse sulkea pois.

Vuosi 2008 oli toki finanssimarkkinoilla hyvin poikkeuksellinen: riskit toteutuivat laajalla rintamalla. Sijoittajat pelästivät etenkin korkomarkkinoilla aiemmin harvoin huomiota saanutta riskin lajia: likviditeettiriskiä – eli kärjistettynä sitä, että myyntiin meneville sijoituskohteille ei löytyisikään ostajia lainkaan.

Seligson & Co:n palkintoja saaneet passiiviset korko- ja korirahastot mallintavat kohdemarkkinaansa muun muassa siten, että salkkuun pyritään löytämään mahdollisimman likvidejä instrumentteja. Normaaliaikoina tämä useimmiten vähentää jonkin verran arvopaperikaupankäynnin piilokustannuksia (osto- ja myyntihintojen erot ovat pieniä), mutta vuoden 2008 poikkeuksellisissa olosuhteissa vaikutus heijastui suoraan myös hintoihin ja oli dramaattinen.

Palkintosade ei takaa rahastojemme sijoittajille... niin, valittavasti yhtään mitään. Varmin merkitys pitkäjänteisen sijoittajan menestykselle on yhä ja edelleen omaan riskiprofiiliin sopivalla allokaatiolla, hyvällä hajautuksella ja sijoittamisen kustannusten hallinnalla. Tylsämpää kuin palkintogaalojen ilotulitukset, mutta pysyvää ja paikkansapitävää.

Voisimmekin ensi kesän piristämiseksi painattaa passiivisen sijoittajan t-paidan sloganilla ”*Sijoitan tylsästi, keskityn elämiseen!*”. Ei kovin hyvä? Älä voivottele passiivisesti, vaan keksi parempi ja lähetä se allekirjoitaneelle. Siitäkin voi olla tulossa pieni palkinto!



Ari Kaaro  
[ari.kaaro@seligson.fi](mailto:ari.kaaro@seligson.fi)

# VARAINHOIDON MARKKINAT - vertailu on vaikeaa

Rahoituskriisin käynnistämän arvopaperimarkkinoiden myllyryksen yhtenä seurauksena näyttää olevan varainhoitopalveluiden uudelleen arviointi. Moni harkitsee varainhoitajansa vaihtoa tai itse aiemmin hoidetun salkun ulkoistamista, mutta miten valita yhteistyökumppani? Varainhoidon markkinoilla tarjoajia on paljon, markkinointi kovaa ja vertailu vaikeaa.

Sanon tärkeimmän kantani heti kärkeen: monet yksityissijoittajat selviäisivät mainiosti ilman erillistä varainhoitopalvelua, jos ehtisivät perehtyä alan perustotuksiin, jaksaisivat harkiten tehdä oman sijoitus suunnitelman ja malttaisivat vieläpä noudata sitä.

Tämän artikkelin tarkoitus ei kuitenkaan ole kannustaa ”tee se itse” salkunhoitajaksi, vaan paneutua tarkemmin varainhoitopalveluiden kustannusrakenteeseen, koska sijoittamisen kustannusten hallinta on yksi tärkeimmistä pitkäjänteisen menestyksen tekijöistä. Varainhoidon kustannuksista on kuitenkin usein hankala saada selvää, esimerkiksi vertailu esitteiden ja kotisivujen perusteella onnistuu huonosti. Palkkiorakenteista ei aina ole edes mainintaa, harvoin vertailukelpoisia lukuja.

Yksilöllinen varainhoito lähtee siitä, että asiakkaan tilanne selvitetään perinpohjin ja sen perusteella laaditaan sijoitus suunnitelma, jota sitten toteutetaan huomioiden asiakkaan elämäntilanteessa tapahtuvat muutokset. Palvelu on henkilökohtaista ja aikaavievää ja siksi siitä ilman muuta syntyy kustannuksia, joita sitten peritään monissa eri muodoissa.

Toimiala on yrittänyt keksiä tähän henkilökohtaisen palvelun ongelmaan ratkaisuja pitkään. Tehokkaan paketoiminnan on kuitenkin aina persoonattomuus – asiakkaalle jää tunne, että esimerkiksi sijoitusrahastoa tai muuta paketoitua palvelua ”ei ole tehty juuri minun tarpeisiini” vaan jollekin standardoidulle joukolle. Laajalti kaupiteltujen ”mallisalkkujen” ongelma on sama ja päälle kertyy helposti vielä ylimääräisiä kuluja, kuten kohta näemme.

## Suorat kulut - sipulin kuori

Varainhoidon koko kustannusrakenne kerrostuu varsinaisen varainhoitopalkkion lisäksi monista muista osista kuin sipuli konsanaan. Usein varainhoidossa käytetään sijoitusrahastoja, joilla on omat kustannuksensa. Osa salkusta – tyypillisesti kotimaiset osakkeet – voidaan hoitaa suorana osakesalkkuna, joilloin kustannuksia lisäävät välityspalkkiot ja luovutusvoittojen verot.

Ylipäättään salkunhoitajan aktiivisuudella on yleensä merkittävä vaikutus kustannuksiin. Nyrkkisääntönä on: mitä enemmän liikettä, sitä enemmän kuluja. Varainhoitajan aktiivisuutta voidaan arvioida sijoitusvarallisuuden kiertonopeuden perusteella. Seuraavassa tarkastelussa ei kuitenkaan ole tarkoitus ottaa kantaa eri varainhoitotyöliien paremmuuteen vaan selvittää eri toimintamallien kustannusvaikutuksia.

## Esimerkki

Tarkastellaan varainhoidon kuluja yksinkertaisen melko tyypillisen esimerkin kautta (1). Seija Sijoittajalle on kertynyt 400 000 euron arvopaperisalkku, jonka hän on päättänyt antaa varainhoitajan hoidettavaksi. Pitkän pohdinnan jälkeen Seija päättää valita varainhoitajakseen Varainhoitoyhtiö Timantin.

Timantin salkunhoitaja esittää Seijalle, että varat jaettaisiin 50/50 suhteessa korkosijoitusten ja osakesijoitusten välillä. Korkosijoitukset päätetään hoitaa kolmen eri korkorahaston avulla ja kotimaiset osakkeet suorina sijoituksina Varainhoitoyhtiö Timantin mallisalkku Zirkonin mukaan. Ulkomaiset osakkeet hoidetaan osin ETF -rahastojen avulla ja osin tavalisten osakerahastojen kautta, lisämausteena Timantin suosittama hedgerahasto. Siinä turvaututaan hajautuksen varmistamiseksi rahastojenrahastoon, joka siis sijoittaa toisiin hedgerahastoihin

Varainhoidon palkkioksi Seija valitsee kahdesta tarjolla olevasta vaihtoehdosta kiinteän vuosimaksun ja mahdollisesta ylituotosta (=sovitun vertailuindeksin ylittävä tuotto) maksettavan palkkion yhdistelmän. Kokonaiskuvan salkusta ja sen kustannuksista saa seuraavan sivun taulukosta.

Yhtä paljon korkoihin ja osakkeisiin sijoittavan salkun tuotto-odotuksen (brutto) voidaan arvioida olevan 6-7 prosenttia vuodessa. Näin ollen Timantin esittämän ratkaisun suorat kustannukset (1,94 %) nakertavat siitä jo lähes kolmanneksen, joten sijoittajalle jäävän osuuden todellinen tuotto-odotus on 4-5 prosenttia vuodessa.

## Epäsuorat kulut – sipulin sisään

Vaikka taulukko näyttää jo monimutkaiselta, ei sekään vielä kerro koko totuutta. Kustannuksia kertyy myös muuta kautta. Käyn siksi läpi myös tärkeimpiä palkkiosipulin seuraavia kerroksia.

### Rahastojen kaupankäynti

Timanti ei raportoi rahastojensa kaupankäyntikuluja, joten olen käyttänyt estimaattina Seligson & Co Rahastoyhtiön vastaavien rahastojen vuoden 2008 realisoituneita kuluja (pl. hedgerahasto, koska S & Co:lla ei sellaista valikoimissaan ole). On oletettavaa, että nämä palkkiot eivät ainakaan liioittele, koska Seligson & Co pyrkii minimoimaan rahastojensa salkkujen kiertonopeuden ja kaupankäynnin kulut, eikä yhtiöllä ole omaa välityслиiketoimintaa. Joka tapauksessa näinkin laskien kuluja kertyy vuodessa 0,16% lisää ja kokonaiskulut ylittävät jo 2% rajan.

**SEIJA SIOITTAJAN SALKKU**

Sijoitettava pääoma 400 000 €

|          |      |         |
|----------|------|---------|
| Osakkeet | 50 % | 200 000 |
| Korot    | 50 % | 200 000 |

| Instrumentti                                     | paino %      | euroa          | palkkio%      | vuosikulut euroa |
|--|--------------|----------------|---------------|------------------|
| Timantti Zirkon mallisalkku (Suomi)              | 10 %         | 40 000         | *             | 0                |
| Timantti European Diamonds -rahasto              | 10 %         | 40 000         | 1,38 % **     | 552              |
| Timantti American Diamonds -rahasto              | 10 %         | 40 000         | 1,18 %        | 472              |
| Timantti Far East Diamonds -rahasto              | 5 %          | 20 000         | 2,10 %        | 420              |
| Timantti Emerging Diamonds -rahasto              | 5 %          | 20 000         | 2,33 %        | 466              |
| Toimiala ETF / Precious Metals                   | 5 %          | 20 000         | 0,35 %        | 70               |
| Timantti Multiplekseri Hedge -rahasto            | 5 %          | 20 000         | 2,80 % ***    | 560              |
| Timantti Valtion Joukkolainat                    | 25 %         | 100 000        | 0,48 %        | 480              |
| Timantti High Yield - korkeariskiset yritysainat | 15 %         | 60 000         | 0,96 %        | 576              |
| Timantti Kova K - lyhyen koron rahasto           | 10 %         | 40 000         | 0,39 %        | 156              |
| Sijoituskohteiden palkkiot yhteensä              |              |                | 0,94 %        | 3752             |
| Varainhoitajan palkkio                           |              |                | (1,00 %) **** | 4000             |
| <b>Kiinteät palkkiot yhteensä</b>                | <b>100 %</b> | <b>400 000</b> | <b>1,94 %</b> | <b>7752</b>      |

\* Kaupankäyntipalkkiot ja kiertonopeus sekä säilytyspalkkiot tarkemmin tekstissä. Zirkon on aktiivinen strategia, salkku vaihtuu keskimäärin kaksi kertaa vuodessa

\*\* Rahastojen hallinnointipalkkio sis. myös säilytyksen.

\*\*\*\* Kiinteä vuosimaksu. Lisäksi mahdollinen tuottosidonnainen palkkio

**Huom!**

Oheisessa taulukossa esitetty mallisalkku on siis todellakin täysin fiktiivinen, vaikka perustuukin käsitykseeni markkinoilla tällä hetkellä tyypillisistä ratkaisuista. Siinä ei kuitenkaan missään tapauksessa viitata mihinkään yksittäiseen olemassa olevaan varainhoitoyhtiöön, rahastotuotteeseen tai salkunhoitajaan eikä salkun muodostamisessa ole vahingoitettu eläimiä.

*Mallisalkut - Zirkon*

Mallisalkku Zirkon on aktiivinen osakestrategia, vuotuinen kiertonopeus on yli 2. Tämän perusteella voidaan arvioida, että kaupankäyntikulut rasittavat sitä 0,2-0,6 % vuodessa.

Suuri kaupankäyntiaktiiviteetti rasittaa salkkua vielä näiden kaupankäyntikulujen lisäksi toisella, vaikeammin havaittavalla kuluerialalla: osto- ja myyntinoteerausten välisellä erolla (*spread*). Tyypillisesti tämä erotus kasvaa mitä vähemmän kaupankohteena olevaa arvopaperia pörssissä vaihtuu.

Suoriin sijoituksiin saattaa liittyä säilytyspalkkiota, jotka vaihtelevat esim. markkinasta riippuen tyypillisesti välillä 0,02 % - 0,1 % lisättynä 5-50 euron tapahtumamaksulla. Timantin Zirkon eli kotimaisilla osakkeilla ollaan todennäköisesti hintahaitarin alemmassa päässä.

Suorassa osakesalkussa myös voitolla myytyjen arvopapereiden luovutusvoittoverot koituvat maksettavaksi ko. vuoden verotuksessa. Rahastoissa arvonnousu verotetaan vasta sitten, kun rahasto-osuuksia lunastetaan, mikä voi lisätä tuottojen korkoa korolle voimaa.

*ETF eli pörssinoteeratut rahastot*

Hallinnointipalkkioiltaan alhaiset ETF:t ovat yleensä kokonaiskustannuksiltaan perinteisiä aktiivisia rahastoja edullisempia. Silti myös niissä voi piillä kuluja, jotka eivät heti näy päälle. Pörssinoteeratuilla rahastoilla ei ole varsinaista merkintä- tai lunastuspalkkiota, mutta koska osuuksia ostetaan ja myydään pörssissä, joutuu niistä maksamaan välittäjälle normaalin välityspalkkion ja sekä osto- ja myyntihinnan

välisen eron eli *spreadin*, joka saattaa toisinaan olla useita kymmenyksiä.

Kannattaa myös huomata, että useimmilla ETF-rahastoilla on vain tuotto-osuuksia, joten niiden vuotuisesta tuotosta joutuu maksamaan veron sekä investoimaan tuottona maksetut varat uudelleen (uudella välityspalkkiolla ja *spreadillä*). (3)

*Hedgerahastot ja rahastojen rahastot*

Rahastojen rahastoista esitetään usein raporteissa vain ”kuori-rahaston” palkkiot, mutta ei sijoituskohteina toimivien rahastojen palkkioita. Rahastojen rahastojen tosin pitää raportoida myös TER-luku, joka paljastaa sijoituskohteina olevien rahastojen hallinnointipalkkiot, mutta ei siis esimerkiksi kohde-rahastojen kaupankäyntipalkkioita.

Useimmilla hedgerahastoilla on myös vertailukohtaan sidottu tuottopalkkio, joka on tyypillisesti 15-20 % vertailukohdan ylityksestä erilaisilla lisämausteilla (*high-water-marks* yms.).

*Tuottoon sidotut palkkiot ja vertailuindeksien määrittely*

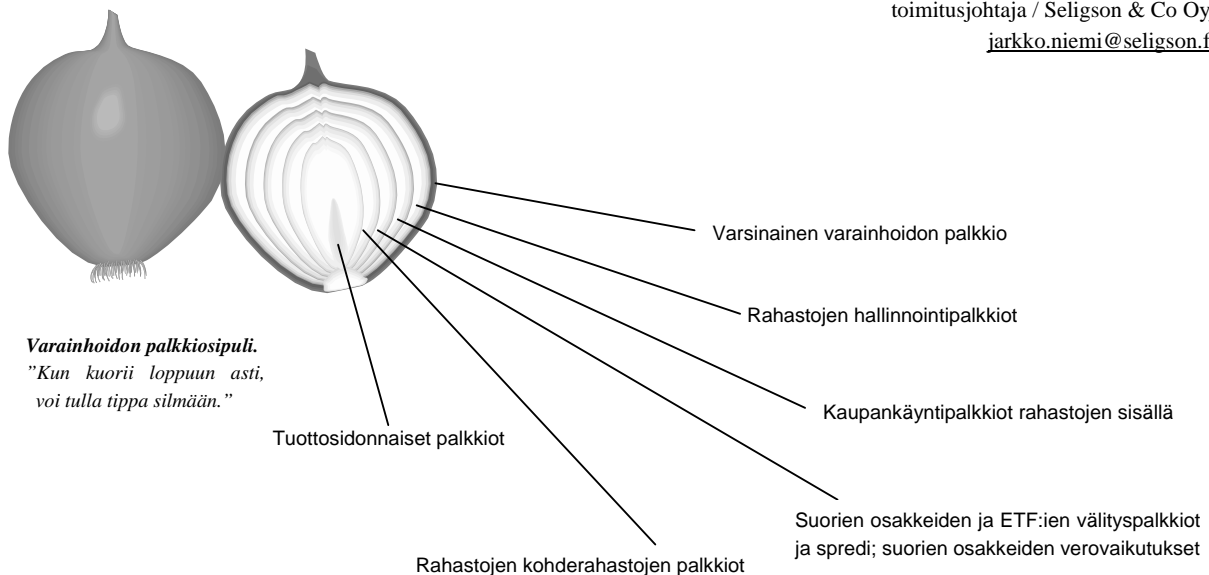
Viimeisenä kulueroksena tulevat varainhoidon ja joidenkin rahastojen primärit tuottoon sidotut palkkiot. Ne voidaan jakaa kahteen luokkaan: vertailuindeksiin tai jotenkin määriteltyn absoluuttiseen tuottoon (esim. 12 kk euribor tai 6 % vuosituottoa vastaava tuotto) perustuviin palkkiorakenteisiin. Ja *rakenteista* voidaan todella puhua: joillakin rahastoilla tuottosidonnainen palkkio määrittely vie niiden säännöistä enemmän tilaa kuin sijoituspolitiikka!

Timantin tapauksessa tuottosidonnainen palkkio on määriteltä yhdistelmänä 50 % 3 kk:n euribor-indeksiä ja 50 % maailmaosakeindeksiä, salkun 50/50 jakoa noudattaen. Ylittäessään vertailuindeksinsä tuoton vuositason, saa Timantti tästä ylituotosta 20 % osuuden, eli sellaisena vuonna jolloin salkun tuotto on ollut 2 % vertailukohtaa parempi, saa Timantti 0,4 % palkkion.

Ajatuksena yllä oleva on kohtuullinen. Taulukon mukaisen salkun tosiasiallinen riskiprofiili on kuitenkin toinen kuin sille määriteltä mittatikka. Ensinnäkin sen korkoriski sisältää valtaosin pitkää valtion riskiä ja yritysriskiä, joiden pitkän ajan tuotto-odotus on huomattavasti rahamarkkinoita korkeampaa. Toiseksi Timantin käyttämä maailmaindeksi *ei huomioi osinkoja* – eli sen mitaama vuotuinen tuotto on 2-4 % todellista alhaisempi.

Yleisemmin ajatellen kannattaa muistaa, että epäsymmetriset palkkiojärjestelmät saattavat houkuttaa salkunhoitajaa ottamaan tarpeettomia riskejä salkunhoidossa, koska ainoastaan vertailukohtaa paremmasta onnistumisesta palkitaan. Tämä siis pitää paikkansa oli vertailuindeksi todellinen osakeindeksi tai vaikkapa ”positiivinen tuotto”.

Tuottosidonnaisen palkkion kanssa kannattaa ylipäättäänkin olla tarkkana. Vertailukohdan pitää olla relevantti ja ennen kaikkea riittävän pitkäjänteinen – vuosi on mielestäni ehdoton minimi. Jos vertailu suoritetaan esimerkiksi kolmen kuukauden välein ja vertailukohtana on esim. euribortuotto, niin pelkkä mukanaolo osakemarkkinoilla kerryttää merkittävät määrät tuottosidonnaista palkkiota salkunhoitajan taidoista riippumatta. Relevantti vertailukohta puolestaan vastaa mahdollisimman hyvin rahaston todellista sijoituspolitiikkaa eli on esim. sijoituskohteena olevia markkinoita kuvaava riittävän laaja osakeindeksi.



## Seija ja Seligson & Co

Jos jätämme pois vertailusta vaikeasti arvioitavat kuluerät (kaupankäynti ja rahastojen tuottosidonnaiset palkkiot) ja laadimme Timantin allokaatioehdotuksen mukaisen salkun kustannustehokkaasti Seligson & Co -rahastoilla, on taulukon vertailukelpoinen palkkiorakenne Timantti 1,94 % ja Seligson & Co 0,67 % p.a. (sisältyen varainhoitopalkkiot). Kun vertaamme tämän kulurakenteen vaikutusta 6% vuotuisella tuotto-odotuksella Seijan 400 000 alkusijoitukselle vaikkapa 15 vuoden sijoitushorisontilla, kertyy sijoittajalle Seligson & Co –ratkaisusta säästöä 145 235 euroa eli hieman reilut 36 % alkupääomasta. Tämän verran enemmän Timantin varainhoitajan on onnistuttava markkinoita paremmin, jotta Seijan itselleen saama tuotto olisi sama.

*Ovatko kustannukset sitten kaikki kaikessa?* Edellä kirjoittamastani huolimatta kysymykseen on helppo vastata: *eivät*. Varainhoito on palvelua, jonka ytimenä on auttaa asiakasta määrittelemään realistiset tavoitteet ja auttaa niiden toteutumisen varmistamisessa. Siinä tarvitaan kuuntelukykyä, ammattitaitoa, rehellisyyttä, pitkäjänteisyyttä ja molemminpuolista avoimuutta, joiden avulla saavutetaan ymmärrys asiakkaan todellisista tarpeista ja luottamus. Selkeät ja läpinäkyvät palkkiorakenteet ovat vain yksi osa tätä kokonaisuutta; osatekijä, eivät pääasia.

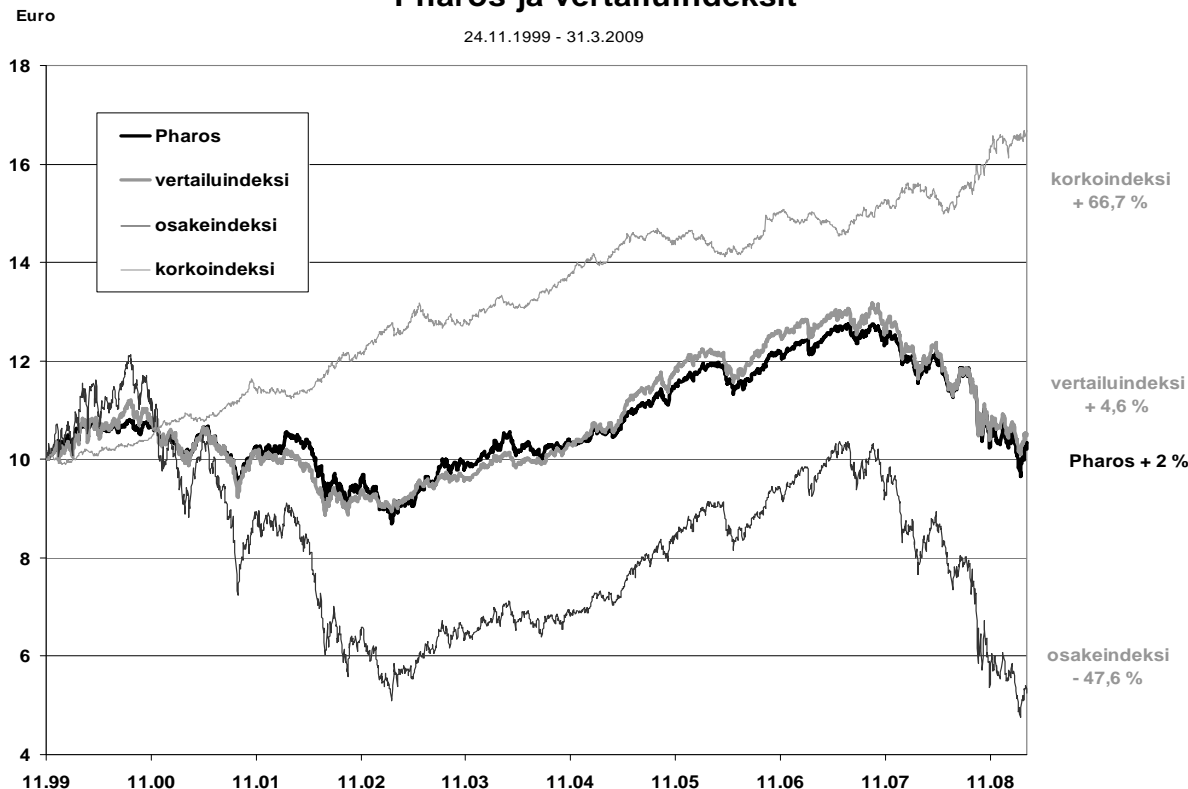
Kerron mielelläni tarkemmin Seligson & Co:n varainhoitoratkaisuista. Kannattaa myös huomata, että vaihtoehtona konsulttoivalle tai täysvaltakirjavarainhoidolle meillä on varainhoitorahasto Pharos, joka on helppo, luotettava ja läpinäkyvä ratkaisu monille sijoittajille.

Jarkko Niemi  
toimitusjohtaja / Seligson & Co Oyj  
[jarkko.niemi@seligson.fi](mailto:jarkko.niemi@seligson.fi)

VARAINHOITORAHASTO PHAROS  
31.3.2009

Varainhoitorahasto, joka sijoittaa osake- ja korkomarkkinoille.

## Pharos ja vertailuindeksit



### RAHASTON AVAINTIEDOT

|  |  |
|--|--|
| Aloituspäivä                                   | 24.11.1999   |
| Tyyppi   | Yhdistelmärahasto  |
| Rahaston koko (milj. euroa)                    | 5,1  |
| Vertailuindeksi                                | Korot: EFFAS Bond Indices EuroGovtAll (50 %)<br>Osakkeet / maailma: MSCI AC World NDR (35 %)<br>Osakkeet / Eurooppa: STOXX 50 NDR (15 %) |
| Hallinnointi- ja säilytyspalkkio               | 0,35 % + enintään 0,85 % p.a.*   |
| Tuottosidonnainen palkkio                      | on   |
| Merkintäpalkkio                                | ei   |
| Kaupankäyntipalkkio lunastettaessa (rahastoon) | 1 %, jos sijoitusaika alle 6 kk;<br>0,5 %, jos alle 12 kk;<br>muuten 0 %   |
| Salkunhoitaja                                  | Petri Rutanen  |

\* Peruspalkkio + kohderahastojen palkkiot

### TUOTTO- JA RISKI

|                      | Rahasto  |                | Vertailuindeksi |                |
|----------------------|----------|----------------|-----------------|----------------|
|                      | Tuotto   | Volatiliteetti | Tuotto          | Volatiliteetti |
| 3 kk                 | -1,36 %  | 11,78 %        | -2,17 %         | 9,05 %         |
| 1 v                  | -13,02 % | 11,41 %        | -11,53 %        | 11,98 %        |
| 3 v                  | -14,44 % | 7,68 %         | -13,91 %        | 8,51 %         |
| 5 v                  | -1,60 %  | 6,62 %         | 4,07 %          | 7,15 %         |
| Aloituspäivästä      | 2,04 %   | 7,17 %         | 4,65 %          | 7,84 %         |
| Aloituspäivästä p.a. | 0,22 %   |                | 0,49 %          |                |

### KULUT JA TUNNUSLUVUT / VIITTEET

\* Juoksevat kulut 31.3.2009, sisältää myös kohderahastojen palkkiot

\*\* Pharoksen kohdalla kiertonopeusluku ei sisällä kohderahastojen lukuja eikä määräajoin uusittavia sijoitustodistuksia, talletuksia tai rahamarkkinarahastosijoituksia. Em. rahamarkkinavälinekauppojen kanssa kiertonopeusluku on 122,1 %.

### KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.4.2008 – 31.3.2009

|   |   |
|---|---|
| Palkkiot yhteensä (TER)                   | 0,79% *   |
| Tuottosidonnainen palkkio (vuoden alusta) | 0,03 % / mahd. osassa kohderahastoja  |
| Kaupankäyntikulut                         | ei tiedossa, koska kohderahastoina myös muita kuin Seligson & Co -rahastoja |
| Kokonaiskulut (TKA)                       | ei tiedossa, koska kohderahastoina myös muita kuin Seligson & Co -rahastoja |
| Salkun kiertonopeus                       | 59,3 % **   |
| Välityspalkkiot lähipiirille              | 0,0 %   |
| Indekspoiikkeama (tracking error)         | 4,27 %  |
| Lähipiirin omistusosuus (31.3.2009)       | 4,10 %  |

| SUURIMMAT OMISTUKSET                 | Osuus rahastosta | Allokaatio  |
|--------------------------------------|------------------|---|
| S&Co Eurooppa -indeksirahasto        | 18,5 %           | Osakesijoitukset yhteensä 57,5 %                  |
| S&Co Pohjois-Amerikka indeksirahasto | 13,9 %           |   |
| S&Co Aasia                           | 5,3 %            |   |
| S&Co Phoebus                         | 4,0 %            | Korkosijoitukset yhteensä 42,5 % (duraatio 3,7 v) |
| CIF Asia&Pacific (ex Japan)          | 2,9 %            |   |
| S&Co Global Top 25 Brands            | 2,9 %            |   |
| S&Co Global Top 25 Pharmaceuticals   | 2,9 %            |   |
| CI Emerging Markets                  | 2,7 %            |   |
| Nasdaq 100 -indeksiosuus             | 2,4 %            |   |
| S&Co Russian Prosperity              | 2,0 %            |   |
| Pitkät korkosijoitukset              | 27,9 %           |   |
| Lyhyet korkosijoitukset              | 14,6 %           |   |

## SALKUNHOITAJALTA

Osakemarkkinoiden hermostuneisuus vain jatkui vuoden 2009 ensimmäisellä neljänneksellä. Juuri kun optimistit alkavat julistaa osakekurssien pohjien olevan jo takanapäin, löytävät pessimistit taas uusia aiheita synkkyteen. Koimme kvartaalin aikana 7 %:n nousupäiviä ja heti perään vastaavia laskuja. Vauhtia siis riittää, vaikka suunnasta ei näytä olevan selkoa.

Osakesijoitustemme vertailuindeksin lasku on vuoden alusta loiventunut -7,6 %:iin. Maaliskuu oli jo monilla osakemarkkinoilla jopa historiallisen vahva.

Hyvälaatuisten korkopapereiden tuotto oli edelleen hyvä. Euro-obligaatorahastomme arvo nousi vuosineljänneksen aikana 0,90 % ja rahamarkkinasijoituksemmekin tuottivat 0,84%. Korkotason laskun seurauksena vuosituotto-*odotus* on kuitenkin näissä pudonnut 2,8 ja 1,3% prosenttiin. Viime vuoden kaltaisia tuottoja nämä turvasatamat eivät siis lähiaikoina tarjoa.

Sijoituksemme Euro Corporate Bond -rahastoon alkoi jo palkita meitä siihen liittyvästä riskinotostamme. Kolmen kuukauden tuotto oli peräti 2,2 %. Tuleva vuosituotto-*odotus* on edelleen valtionobligaatioihin nähden houkutteleva 4,6 %. Niin sanottu korkoriski on Euro Corporate Bond -rahastossa myös alhaisempi kuin Euro-obligaatorahastossa, sillä sen duraatio on vain n. 4 vuotta (Euro-obligaatorahastossa n. 6 vuotta). Alhaisempi duraatio on hyväksi silloin, kun korot jossain vaiheessa kääntyvät taas nousuun.

Pharoksen arvo laski vuoden alusta -1,4 % vertailuindeksimme laskiessa -2,2 %. Rahaston aloituspäivästä olemme hävinneet vertailuindeksillemme vähemmän kuin kulujemme verran. Tuototomme pysyttelee jatkossakin mitä todennäköisimmin osake- ja korkomarkkinoiden välimaastossa ja kustannukset pidetään edelleen kurissa. Sijoituskohteena olevien rahastojen juoksevat kulut ovat nyt 0,44 % vuodessa. Lisättyinä Pharoksen omalla 0,35 % hallinnointipalkkiolla kokonaiskulumme ovat edelleen yhdistelmärahastojen ryhmässä markkinamme edullisimmat.

Osakesijoitustemme suurimmasta pudotuksesta vuosineljänneksen vastasi Eurooppa, alas peräti 13,3 %. Markkinat eivät siis tunnu uskovan eurooppalaisten lamantorjumistojen riittävyteen. Eurooppahan on vertailuindeksimme määrittämisen sijoituspolitiikkamme mukainen rahaston päämarkkina, mutta Euroopan osuus rahaston salkussa on kuitenkin ollut alipainossa vertailuindeksiin nähden jo pidemmän aikaa.

Parhaan tuoton osakesalkussamme tarjosi Venäjä (+17,1 %). Öljyn hinnan nousu syksyn pohjalukemista ja keskuspankin erävoitto valuuttakeinottelijoista auttoivat piristämään Venäjän osakemarkkinoita. Hyvänä kakkosena oli laajemmin

kehittyville markkinoille sijoittava CIF Emerging Markets -rahasto (+15,5 %).

Salkkumme korkosijoitukset ovat duraatioiltaan (3,7 v) vertailuindeksiämme (6 v) lyhyempiä. Olen kompensoinut yleiseen korkotasoon liittyvän riskin vähentymistä ottamalla lisää liikkeellelaskijariskiä. Sijoittajien lisääntynyt epäluulo lainarahoitusta hakevien kyvystä selvittää näinä epävarmoina aikoina velvoitteistaan on luonut houkuttelevia tilanteita meille hyvin salkkuna hajauttaville korkosijoittajalle.

### Salkkutapahtumia

Salkussa tapahtui jakson aikana tavallista enemmän muutoksia. Valtaosa niistä on salkunhoitajan tietoisesti aiheuttamia ja osa rahastojen yhdistymisen seurausta.

Tärkein rahaston tuottoon vaikuttava tekijä on osake- ja korkomarkkinasijoitustemme välinen painotus. Kuten olen aiemmin kertonut, jatkan maltillisesti osakkeiden ostoa jos ne edelleen laskevat. Alkuvuoden kurssipudotus tarjosi taas hyvän tilaisuuden. Osakepainomme oli noin 40 %:ssa vuoden 2007 lopussa eli kun osakekurssit olivat korkeimmillaan. Vuoden 2008 loppuun mennessä osakepainomme oli 48% ja nyt se on lähes 58%. Tämä on yli 50%:n normaalipainomme, mutta vielä reippaasti alle 70%:n maksimipainomme.

Voi olla, että tulen joskus vielä potkimaan itseäni siitä, että en uskaltanut ottaa vielä enemmän etupainoa osakemarkkinoilla, mutta ei se olisi ensimmäinen kerta. Voi myös olla, että osakekurssit kääntyvät taas laskuun ja osoittautuu, että olisi ollut parempi olla alipainossa osakemarkkinoilla. En uskalla olla liian vahvasti jotain mieltä osakemarkkinoiden suunnasta – Pharoksen tarkoitus on olla maltillinen varainhoitorahasto. Meillä on joka tapauksessa parhaillaan rahaston historian korkeimpia osakepainoja, mitä perustelen sillä, että osakkeiden hinnat ovat alempana kuin kertaakaan rahaston kohta kymmenen vuoden historiassa.

Olen lisännyt osakesijoituksiamme kautta linjan eli lähes kaikkiin omistamiimme rahastoihin. Global Pharma ja Global Brands ovat kuitenkin poikkeuksia; ne ovat jääneet ilman lisäpanostuksia, koska säilyttivät voimaakkaan laskun aikana arvonsa muita paremmin. Tavoitteena on pitää salkun maantieteellinen- ja toimialajakauma suunnitelman mukaisena. Mitä enemmän teollisuudesta kantautuu kevään aikana synkkiä uutisia, sitä todennäköisemmin tulen lisäämään niiden rahastojen osuutta, joilla on suuri paino perusteellisuusosakkeissa. Suomi-rahastoakin voi taas jossain vaiheessa löytyä salkustamme.

Merkittävin muutos osakesijoituksissamme oli Japani indeksirahaston ja APS Far East -rahaston yhdistyminen Aasia-indeksirahastoksi. Tämä sopii Pharokselle mainiosti, sillä nyt meillä on alhaisten kulujen (0,45 %) passiivinen rahasto, jolla katetaan periaatteessa koko Aasian alue.



Uusi Seligson & Co Aasia toimii hyvin Aasian sijoitustemme ytimenä. Indeksien mukaisesti sen sijoitukset jakautuvat n. 65% Japaniin, n. 25% Australiaan ja n. 10% Aasian ”tiikerivaltioihin”, etupäässä Etelä Koreaan ja Taiwaniin. Koska rahastolla on suuri Japani -paino ja koska APS Far East -rahasto katosi sulautumisen myötä salkustamme, lisäksi samalla CIF Asia Pacific ex-Japan rahaston osuutta ja vastaavasti luovuin APS Japan Growth -rahastosta.

### **Turvasatamista merelle**

Olen reilun neljännesvuosisadan arvopaperimarkkinatyöurani aikana aina ollut ”osakemies”. Yrityksen osa-omistaminen tuntuu enemmän ”reaalitaloudelta” kuin esimerkiksi erilaiset johdannaisiin tai korkotason muutoksiin perustuvat strategiat. Pörssi-osakkeiden taustalla joskus irrationaalisilta vaikuttavien hintaliikkeiden taustalla on kuitenkin aina oikea yritys, jolla on oikea tuote tai palvelu, jota ihmiset valmistavat ja myyvät yhä parempiin tuloksiin pyrkien.

Myös turvasatamassamme korkomarkkinoilla on viime aikoina riittänyt jännitystä. Olen nykytilanteessa pikku hiljaa siirtynyt kohti yritysten lainapapereita. Niihin sijoittavan Euro Corporate Bond -rahaston osuus korkosalkustamme oli vuoden vaihteessa 15 % ja nyt jo 29 %. Eikä tässä vielä kaikki: alkuvuodesta olen ostanut myös Capital International Fundsin hallinnoimaa Global High Income Opportunities -rahastoa.

Sen tavoite on hakea lisätuottoa sijoittamalla lähinnä luotokelpoisuudeltaan keskinkertaisiin yrityslainoihin ja kehittyvien maiden valtioiden liikkeellelaskemiin lainoihin. Rahaston varat on hyvin hajautettu - tyypillisesti yli 150 eri liikkeellelaskijan arvopaperiin. Rahastossa jako valtioiden ja yritysten liikkeellelaskemiin lainoihin on tällä hetkellä n. 50/50. Rahaston duraatio on yleensä n. 4,5 vuotta.

Aktiivisena tutkimuspainotteisena rahastona se ei ole lähellekään yhtä edullinen kuin indeksirahastot. Kyseessä on kuitenkin Pharoksen salkussa rajoitettuun rooliin tuleva ns. satelliitti, jonka kaltaista ei löydy tuntemistamme rahaston sijoituskohteiksi sopivista indeksirahastoista.

Uskon, että Capital Internationalin poikkeuksellisen vahva analyysitoiminta voi tuoda aitoa lisäarvoa, kun pitää päättää Pharoksen joskus käyttämistä korkeamman riskin sijoituksista. Global High Income Opportunities -rahaston yrityslainojen juokseva tuotto on tällä hetkellä yli 10 % ja korkeimmillaan jopa 30%. Enemmistö lainoista on amerikkalaisilta yrityksiltä, mutta tällä hetkellä suurin yksittäinen yrityslaina (2%:n osuudella ko. rahastosta) on maailman suurimpiin öljy- ja kaasuyhtiöihin lukeutuvan Venäjän valtion pääosin kontrolloiman Gazpromin. Tämän vakavaraisen yhtiön lainan juokseva tuotto on yli 13%.

Yleensä pyrimme tekemään korkosijoituksemme suoraan markkinoille, mutta näillä korkeamman riskin korkomarkkinoilla hajautus on kaiken A ja O. Meidän ei olisi taloudellista eikä käytännössä edes mahdollista saavuttaa riittävää hajautusta suorilla sijoituksilla. Uusi rahastosijoituksemme edustaa noin 5 % Pharoksen koko salkusta ja 12% sen korkosuudesta. Yhdessä Euro Corporate Bondin 29 %:n kanssa meillä on nyt peräti 41% korkosalkusta sijoitettuna muihin kuin Suomen valtion liikkeellelaskemiin obligatioihin tai hyvälaatuisiin rahamarkkinavälineisiin. Osuus on poikkeuksellisen suuri, mutta korkomarkkinoiden tilannekin on poikkeuksellinen. Otamme lisää riskiä silloin kun siitä maksetaan riittävä korvaus. Tällä hetkellä korvaus mielestäni riittää.

### **Muutos palkkiorakenteessa**

Kaikkien Seligson & Co -rahastojen sääntöihin tuli vuoden alkuneljänneksen päättyessä joitain muutoksia, lähinnä teknisiä sellaisia. Pharoksen säännöissä tehtiin myös muutos tuotosidonnaisen palkkion määräytymiseen. Palkkio laskettiin aikaisemmin kalenterivuoden aikana saavutetusta ylituotosta vertailuindeksiin nähden ja perittiin vain, jos tuotto oli positiivinen.

Jatkossa tuotosidonnaiseen palkkioon edellytetään kolmen vuoden ylituottoa korkoa korolle periaatteen mukaisesti laskettuna, mutta se peritään vaikka rahaston tuotto olisi negatiivinenkin. Tarkempi kuvaus laskentatavasta on rahaston säännöissä.

Muutoksen pääasiallinen tarkoitus on kannustaa salkunhoitajaa pitkäjänteisyyteen. Liiallisen riskinoton epäonnistuneet tulokset pysyvät palkkiorakenteessa mukana kolme vuotta, eivätkä pyyhkiydy pois joka joulukuun lopussa. Laskentatapa on nyt sama kuin muissakin Seligson & Co:n täysin itse hallinnoimissa aktiivisissa rahastoissa.

Muistuttaisin vielä, että jos oma riskinottohalukkuus merkittävästi poikkeaa Pharoksen linjasta, voi tehdä kuten allekirjoittanut eli täydentää Pharosta muilla sijoituksilla oman aikajänteen ja tavoitteiden mukaan. Rahaston tarkempaa rakennetta, maantieteellistä jakoa ja toimialajakaumaa sekä tarkkaa kokonaiskustannusten jakoa voi seurata Pharoksen sijoitukset -esittelyssä [www -sivuillamme](http://www-sivuillamme).



Petri Rutanen, varainhoitajanne  
[petri.rutanen@seligson.fi](mailto:petri.rutanen@seligson.fi)

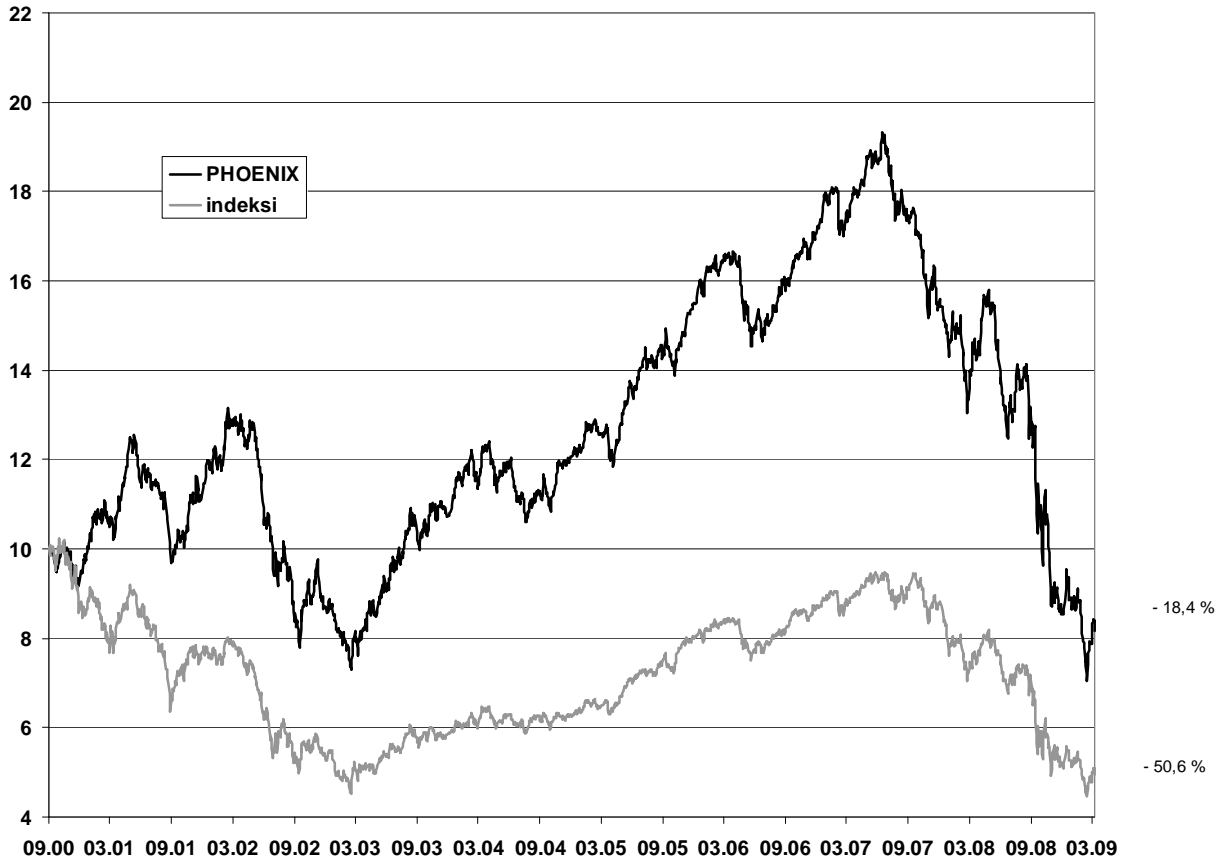


Osakerahasto, joka sijoittaa maailmanlaajuisesti erikoistilanteisiin.

## Phoenix ja vertailuindeksi

Euro

25.9.2000 - 31.3.2009



### RAHASTON AVAINTIEDOT

|                                  |                             |
|----------------------------------|-----------------------------|
| Aloituspäivä                     | 25.9.2000                   |
| Tyyppi                           | Kansainvälinen osakerahasto |
| Rahaston koko (milj. euroa)      | 5,0                         |
| Vertailuindeksi                  | MSCI All Country World NDR  |
| Hallinnointi- ja säilytyspalkkio | 1,1 % p.a.                  |
| Tuottosidonnainen palkkio        | on                          |
| Merkintäpalkkio                  | 2 %                         |
| Lunastuspalkkio                  | ei                          |
| Salkunhoitaja                    | Peter Seligson              |

### KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.4.2008 – 31.3.2009

|   |         |
|---|---------|
| Palkkiot yhteensä (TER)                   | 1,13 %  |
| Tuottosidonnainen palkkio (vuoden alusta) | 0,00 %  |
| Kaupankäyntikulut                         | 0,19 %  |
| Kokonaiskulut (TKA)                       | 1,32 %  |
| Salkun kiertonopeus                       | 72,65 % |
| Välityspalkkiot lähipiirille              | 0,0 %   |
| Indeksipoikkeama (tracking error)         | 12,93 % |
| Lähipiirin omistusosuus (31.3.2009)       | 12,6 %  |

### TUOTTO JA RISKI

|                      | Rahasto  |                | Vertailuindeksi |                |
|----------------------|----------|----------------|-----------------|----------------|
|                      | Tuotto   | Volatiliteetti | Tuotto          | Volatiliteetti |
| 3 kk                 | -5,66 %  | 31,59 %        | -5,13 %         | 28,12 %        |
| 1 v                  | -41,67 % | 31,34 %        | -32,93 %        | 32,08 %        |
| 3 v                  | -50,57 % | 21,22 %        | -41,12 %        | 21,52 %        |
| 5 v                  | -30,37 % | 18,03 %        | -20,92 %        | 17,87 %        |
| Aloituspäivästä      | -18,38 % | 18,58 %        | -50,65 %        | 19,21 %        |
| Aloituspäivästä p.a. | -2,36 %  |                | -7,96 %         |                |

### SUURIMMAT OMISTUKSET

| Yhtiö                     | Maa           | Osuus rahastosta |
|---------------------------|---------------|------------------|
| CHAODA MODERN AGRICULTURE | Kiina         | 5,4 %            |
| BOSTON SCIENTIFIC CORP    | Yhdysvallat   | 4,8 %            |
| AMGEN INC                 | Yhdysvallat   | 4,6 %            |
| PFIZER INC                | Yhdysvallat   | 4,6 %            |
| MYLAN INC                 | Yhdysvallat   | 4,6 %            |
| TATE & LYLE PLC           | Iso-Britannia | 4,4 %            |
| UBS AG-REG                | Sveitsi       | 4,4 %            |
| SANOMA OYJ                | Suomi         | 4,2 %            |
| BOLIDEN AB                | Ruotsi        | 3,8 %            |
| First Persian Equity Fund | Iran          | 3,7 %            |

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – [www.seligson.fi](http://www.seligson.fi)

## SALKUNHOITAJALTA

Rahaston arvo laski vuoden 2009 ensimmäisellä neljänneksellä 5,7 % ja vertailuindeksimme eli Morgan Stanley World Index 5,1 %. Vuoden kuluessa rahasto on laskenut 41,7 % ja indeksi 32,9 %. Viimeisimmän kolmen vuoden aikana laskua on tullut 50,6 % ja indeksille 41,1 %. Edelleen siis todella ikäviä lukuja.

Suurin osa alituotosta indeksiin nähden tuli vuoden 2008 viimeisen neljänneksen myyntipaniikissa. Phoenix kehittyi yleensä markkinakehitystä huonommin silloin kun markkinat laskevat voimakkaasti, koska erikoistilanneyhtiöt nähdään suurempina riskeinä. Vastaavasti rahaston arvonnousu on kurssien kohotessa keskimääräistä nopeampaa – oletan, että tämä nähdään jälleen, kun markkinat vihdoinkin kääntyvät.

Onko siis toivoa? Kirjoitin vuosi sitten, että en tiedä loppuko markkinoiden lasku 2009, 2010 vai 2011. En tietenkään tiedä nytäkään. Julkaistut makroluvut ovat kauhistuttavia ja puheet ”pahimmasta lamasta sitten 30-luvun” vaikuttavat osuvilta. Varmuuden saamme vasta jälkikäteen.

Nykyinen laskusuhdanne muistuttaa minusta kuitenkin edelleen eniten 70-lukua. Ennustetut bruttokansantuotteen pudotukset Euroopassa ja USA:ssa ovat samalla tasolla kuin silloin. Laskun rajuuskin on samankaltainen ja johtuu tälläkin kertaa pitkälti ylisuurien varastojen tyhjentämisestä. Myös vuonna 1975 liittyi laskusuhdanteeseen maailmantaloudellinen shokki; silloin öljy-, nyt finanssikriisi. Kumpaakin kriisiä edelsi voimakas nousukausi ja korkea inflaatio.

Hyytävän makrokuvan keskeltä voidaan kuitenkin erottaa myös kevään merkkejä. Kulutuskysyntä on pysynyt kohtuullisella tasolla ja sitä vahvistavat nyt korkojen ja verojen alentumiset. Esimerkiksi Iso-Britanniassa, jossa on yli 10 % Phoenixin sijoituksista, merkitsee korkotason lasku pelkääntään asuntolainojen kustannusten alenemista 36 miljardilla punnalla vuodessa. Tämä vastaa 3 prosenttia Iso-Britannian bruttokansantuotteesta, mikä antaa kuvan elvytyksen suuruudesta – ja kyseessä on siis vain yhden toimenpiteen vaikutukset.

Kysynnän vakautuminen näyttää alkaneen maaliskuun toisella viikolla. Taustalla saattaa olla se, että suuret irtisanomiset sekä USA:ssa että meillä Euroopassa tuntuisivat olevan vähenemässä. Työpaikkansa säilyttäneet voivat siten ainakin toistaiseksi huokaista helpotuksesta ja hellittää kukkaron nyörejä. Talouden suuren kuvan kannaltahan ei ole niinkään ratkaisevaa se, onko työttömyysaste 9, 10 vai 11 prosenttia, vaan ennen muuta se, miten työssäkäyvät 90 % suhtautuvat tulevaisuuteen ja siten rahavarojensa käyttöön.

Hyvä merkki on edelleen se, että useimpien talouden ja markkinoiden tarkkailijoiden lausunnot ovat edelleen negatiivisiä ja vain harvat uskovat viime viikkoina alkaneen suojasään jatkuvan. Suuret markkinagurut, kuten esimerkiksi George Soros, ovat viime päivinä suorastaan kilpalaulaneet toisiaan yhä syvemmälle pessimismin suohon – todennäköisesti ajatellen omia lyhyeksi myytyjä positiotoitaan...

Yksi usein kuultu argumentti on, että yritysten voittojen odotetaan olevan heikompia kuin on odotettu... Anteeksi kuinka? Kaikki toki tietänevät, että ensimmäinen neljännes oli useimmille yrityksille suorastaan katastrofaalinen. Mutta millähän tavalla odotukset voivatkaan olla itseään heikommalla - hieman logiikkaa, kiitos!

Osakekursseihin vaikuttaa pidemmällä aikavälillä ennen kaikkea se, miten yritykset onnistuvat sopeutumaan ja sopeutumisen vie aina oman aikansa. Jos työttömyyslukujen kasvusta eri maissa voi päätellä jotain, niin yritykset eivät ole laman edessä passiivituneet toimettomiksi. Kunhan varastoykli saadaan suotuisampaan vaiheeseen, tulevat useimmat yritykset kertomaan kelpo tuloksista pienemmästä bruttomyynnistä huolimatta. Matalasuhdanteen hyvä puolihan on siinä, että se saa yritykset tehostamaan toimintaansa. On hyvää pitää mielessä asioiden oikeat mittasuhteet: vaikka talous kutistuisi kymmenenkin prosenttia, päädyimme vasta vuoden 2006 tasolle – miten kurjasti maailmassa silloin menikään!

### Salkun muutokset

Vuoden ensimmäisen neljänneksen aikana myin rahastosta kaksi yhtiötä ja ostin yhden uuden osakkeen. Toinen myydyistä oli ruotsalainen Nilörn, jonka pääomistaja käytti alhaista kurssitasoa hyväkseen ja teki tarjouksen koko yhtiöstä. Ostaja teki todennäköisesti pitkällä tähtäimellä hyvät kaupat, me pienomistajat taas emme. Näin erikoistilannerahastossa aina silloin tällöin valitettavasti käy.

Uutuutena tuli mukaan State Street, yksi maailman johtavista arvopaperisäilytykseen ja –hallintoihin erikoistuneista pankeista, jonka osakkeet myytiin pahimmassa pankkipaniikissa 40:stä dollarista aina 15 dollarin tasolle.

Nykyinen markkinatilanne on yhtiön liiketoiminnalle vaikea, vaikka yhtiön johto uskookin tämän vuoden voittolukujen nousevan viiteen dollariin osakkeelta. Markkinat eivät kuitenkaan säikähtäneet varsinaisesti yhtiön operatiiviseen puoleen liittyvistä syistä – jo säikähdystä edeltänyt 8 \* tulos nimittäin kyllä diskonttasi jo aikamoisen suhdannekuopan – vaan ennen muuta yhtiön omistamiin lainapapereihin liittyvien tappioiden vuoksi.

State Street raportoi vuoden vaihteessa kaiken kaikkiaan yhdeksän miljardin dollarin realisoimattomat kurssitappiot, joiden tärkeimpänä aiheuttajana olivat leventyneet korkoerot. Markkinoiden huolen kyllä ymmärtääkin, kun ottaa huomioon että State Streetillä on 12,8 miljardin dollarin omat pääomat, joissa vain 5,6 miljardia yllä mainitusta yhdeksästä on laskettu tappioiksi (lopun 3,6 miljardia liittyvät 24 miljardin taseen ulkopuolisiin varoihin) ja että pankin taseessa on yhteensä 70 miljardilla dollarilla muiden pankkien lainapapereita. Yhtiön johto tosin väittää, että näihin liittyvä luottoriski on erittäin pieni. Jos uskoo presidentti Obaman suunnitelmien amerikkalaisen pankkijärjestelmän pystyvän pitämiseksi olevan riittäviä, niin he lienevät oikeassa. Aika näyttää.

Olen viime vuosina pikku hiljaa keskittänyt rahaston salkkua ja päässyt nyt suurin piirtein siihen, mitä vuosi sitten ilmoitin tavoitteeksi. Meillä on nyt 31 yhtiön osakkeita.

Miksi keskittäminen? Riskistä saa nyt paremman potentiaalisen korvauksen kuin vuosiin, eikä erikoistilannesijoittajakaan tarvitse enää tyytyä ostamaan osakkeita, jotka ovat vain vähän vähemmän ylihinnoiteltuja kuin muu markkina. Useimmat erikoistilanteet on nyt myyty niin alas, että myös teolliset ostajat lähtevät liikkeelle (vrt. Nilörn). Tästä saamme mitä todennäköisimmin lähikuukausina lisämakua.

### Kolmas kerta Rhodian sanoo

Olen kirjoittanut Rhodiasta jo kaksi kertaa viimeisimmän kuuden vuoden aikana. Nyt on vuorossa jo kolmas kerta, koska yhtiö toimii niin erinomaisena esimerkkinä siitä, mistä Phoenixin sijoituspolitiikassa on kysymys. Samalla se kuvastaa mainiosti markkinoiden tämänhetkisen hinnoittelun pohjatonta pitkäjänteisyyden puutetta.

Kun tein ensimmäisen yritysvierailuni Rhodiale kesällä 2004 (ks. katsaus 2 / 2004), oli yhtiön markkina-arvo 200 miljoonaa euroa ja kurssi laskenut muutamassa vuodessa 95 %. Yhtiöllä oli silloin 3,5 miljardin euron nettovelat ja vaikeuksia kannattavuuden suhteen. Vaikutuin kuitenkin yhtiön selkeästä suunnitelmasta toiminnan organisoimiseksi uudelleen. Tarkoitus oli myydä toiminnot, joissa yhtiö ei kuulunut markkinajohtajiin, karsia kuluja 300 miljoonaa euroa vuodessa ja nostaa EBITDA 13 %:iin liikevaihdosta vuoteen 2006 mennessä. Ostimme silloin Rhodiaa hintaan 1,1 euroa per osake, joka vastaa osakkeiden yhdistämisen jälkeen suurin piirtein tämänhetkistä arvoa 13 euroa / osake (*osakkeen arvo helmikuussa 2009 n. 2 € per osake*).

Huhtikuussa 2006 oli ensimmäisen seurannan hetki (katsaus 2 / 2006). Rhodia oli noudattanut suunnitelmaansa ja myynyt monia toimintoja, joiden yhteenlaskettu osuus liikevaihdosta oli noin miljardi euroa. Nettovelka oli laskenut 2,3 miljardiin ja EBITDA oli suunnitelmien mukaan saavuttamassa 13 %:in tason vuoden aikana. Yhtiö oli myös nostanut 600 miljoonan

euron kanteen entistä emiaan Aventista vastaan maksamattomista eläkkeistä ja laiminlyödyistä ympäristövastuista. Lisäksi Rhodia oli aloittanut Etelä-Koreassa ja Brasiliassa investointiohjelman hiilidioksidipäästöjen vähentämiseksi ja laski saavansa sen avulla 100 miljoonan euron lisätulot vuoteen 2013 mennessä. Osakekurssi oli kaksinkertaistanut 2 euroon (nykyosakkeella 24 euroa). Silloisen arvioni mukaan EBITDA saavuttaisi 15 %:in tason eli 750 miljoonaa euroa vuonna 2007 ja kurssi voisi vieläkin kaksinkertaistua, jos kaikki sujuisi suunnitelmien mukaan.

Kuukausi raporttini jälkeen Rhodian kurssi laski 35 prosenttia, mutta nousi taas (silloin jo nykyarvolla vertailukelpoiseen) 37,5 euroon keuhällä 2007 – lähes 300 % ylös ostohinnastamme, jolloin myin puolet omistamistamme osakkeista. Rhodia ylitti tavoitteensa vuodelle 2007 (EBITDA 758 euroa eli 15,9 % liikevaihdosta) ja markkinat odottivat yhtiön tekemän 4 euron osakekohtaisen tuloksen vuonna 2008. Markkina-arvo oli 3,8 miljardia euroa ja osake näytti siten edelleen edulliselta.

Kuinka toisin kävikään. Vuonna 2008 EBITDA laski 664 miljoonaa euroon, koska vuoden kaksi viimeistä kuukautta olivat todella heikot. Vahvojen markkina-asemiensa ansiosta yhtiön ei tarvinnut polkea hintoja, mutta asiakkaiden ostojen kokonaisvolyymit painuivat alas. Vuoden 2008 tilinpäätöksessä oli nettovelka laskenut jo 1,3 miljardiin euroon.

Kun päästiin helmikuuhun 2009 oli Rhodian markkina-arvo jälleen noin 200 miljoonaa euroa siitä huolimatta, että yhtiö on viidessä vuodessa pienentänyt nettovelkansa kolmanneksen, kaksinkertaistanut kannattavuutensa ja vahvistanut markkina-asemiaan merkittävästi.

Tämän vuoden ensimmäinen neljännes tulee varmasti olemaan hyvin heikko, kuten kaikilla syklisillä yhtiöillä. Volyymit ovat alhaisia, koska asiakkaat – ja myös yhtiö itse – tyhjentävät tällaisessa tilanteessa varastojaan. Uskon kuitenkin, että näemme Rhodian osakkeen nousevan helmikuusta tasoa 500 % korkeammalle joskus tulevan kahden vuoden aikana, enkä silti väitä tietäväni tulevaisuudesta enempää kuin mitä tosiasiat antavat perusteltua aihetta olettaa.

Palautettanne toivoen ja sitä arvostaen,



Peter Seligson, salkunhoitaja  
[peter.seligson@seligson.fi](mailto:peter.seligson@seligson.fi)

# TUHKASTA ALFAA

## - miksi Phoenix?

### Miksi sijoittaa erikoistilannerahastoon? Miksi indeksirahastoihin erikoistuneella yhtiöllä edes on sellainen?

Hyviä kysymyksiä - aloitetaan vastaus taruista. Nimi Phoenix juontuu alun perin egyptiläisistä mytologiasta: elinaikansa lopussa tavattoman kaunis feeniks-lintu rakentaa itselleen pesän kanelipuun oksista ja polttaa sen. Tuhkasta nousee uusi nuori feenikslintu, joka auttaa apua kipeimmin tarvitsevia.

Sijoitusalan taruista sitkeimpiä on taito tuottaa alfaa eli usko siihen, että jollain sijoittajilla on yliverlainen kyky ymmärtää yhtiöiden ja markkinoiden kehitystä ja vieläpä sitä, mitä muut markkinoiden toimijat näistä asioista miettivät – eli ovat valmiita yhtiöistä maksamaan.

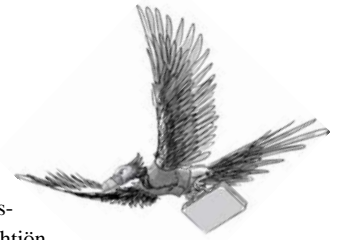
Phoenix etsii yhtiöitä, joiden kurssi on markkinoilla romahtanut jonkin selvästi hahmotettavissa olevan erikoistilanteen vuoksi. Salkunhoitajana en väitä omaavani niitä tietäjän lahjoja, joita tarvitaan absoluuttisen ylituoton hankkimiseen ja on perusteltua kyseenalaistaa, onko niitä kenelläkään. Sen sijaan pyrin luomaan Phoenixista rahaston, joka sijoituspolitiikkaansa ja rakenteensa vuoksi täydentää hyvin hajautettua indeksisalkkua.

Indeksirahastoja kohtaan esitetään usein kritiikkiä siitä, että indeksissä olisivat ylipainossa yhtiöt, joihin markkinat kohdistavat eniten odotuksia – ja nämä odotuksethan osoittautuvat aina joskus perusteettomiksi. Näin ajatellen indeksisijoittaja siis ostaa aina eniten juuri niitä yhtiöitä, joiden kurssi on liian korkea. Puuttumatta sen kummemmin tuon ajattelutavan paikkansapitävyyteen, haluan muistuttaa, että sama tapahtuisi silloin tietenkin myös varallisuutta realisoitaessa: indeksisijoittaja myisi tämän ajatuskulun mukaan juuri oikeissa suhteissa eli eniten sellaista, joka on ns. ylihinnoiteltua.

Phoenix etsii erikoistilanteita tavalla, jossa ainakin suuriin piirtein lähdetään MSCI World –indeksin mukaisesta maantieteellisestä ja sektorijaosta ja sijoituskohteina on usein samoja yhtiöitä kuin indeksissä. Phoenixin yhtiöt myydään, kun niiden kurssiromahdukseen johtanut erikoistilanne on ohi ja osakkeen hinnoittelu normalisoitunut. Rahasto ei siis välttämättä tuo indeksisijoittajalle suurta lisähajautusta yhtiövalikoiman suhteen, vaan nimenomaan hajauttamalla salkun sisältämien osakkeiden ostohetken hinnoittelua. Tekniseltä kuulostava ero, mutta käytännössä tärkeä.

Phoenix erottuu erikoistilanneajattelunsa myötä myös toisesta Seligson & Co:n itse hallinnoimasta aktiivisesta osakerahastosta eli kollegani Anders Oldenburgin hallinnoimasta Phoebuksesta. Phoebus hakee hyvin johdettuja yhtiöitä, jotka ovat omalla alallaan selkeitä markkinajohtajia – ja aikoo pitää ne lähtökohtaisesti lähes ikuisesti. Phoebus kiinnittää myös

selvästi enemmän huomiota yhtiöiden liiketoiminnan kuin osakekurssin kehitykseen. Myös Phoenixille yhtiön on oltava hyvä, mutta oston edellytyksenä on kurssin romahduttanut erikoistilanne ja kurssin normalisoiduttua osakkeet myydään eli käytännössä vaihdetaan uusiin erikoistilanteisiin.



Hyvä esimerkki rahastojen eroista on edellä katsauksessa käsittelemäni uusi sijoituskohteemme State Street. Phoebus sijoitti yhtiöön jo rahaston aloittaessa vuonna 2001 ja on sijoituspolitiikkansa mukaisesti pitänyt yhtiön salkussaan (vaikkakin positiota välillä pienentäen) aina siitä lähtien. Tilapäiset ongelmat eivät säikäytä myöskään Andersia, joka on internet-sivuiltamme löytyvässä blogissaan (4/2009) kirjoittanut että ”hyvät yhtiöt kuitenkin yleensä selvittävät ongelmansa, joskin se saattaa joskus kestää 3-4 vuotta.” Phoenixin salkunhoitajana ajattelen samoin, mutta teen ostopäätökset erikoistilanteissa olettaen tilanteen ja kurssin normalisoitumisen vievän juuri tuon Andersin mainitseman ajan.

Phoebuksen sijoittaja saa takuun siitä, että salkunhoito on todella aidosti pitkäjänteistä. Erityisen laadukkaat yhtiöt sopivatkin mainiosti juuri erityisen pitkäjänteisiksi sijoituskohteiksi.

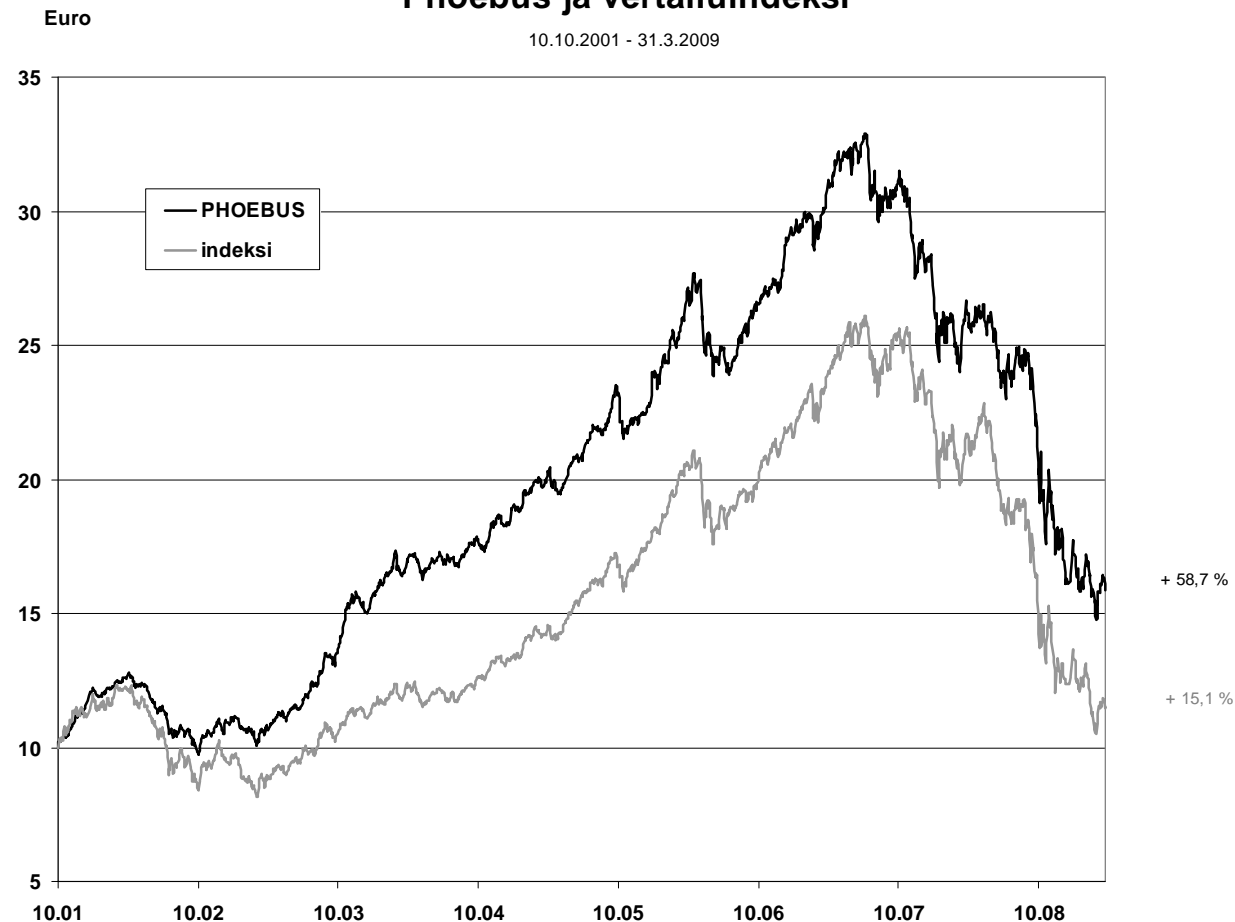
Lisäämällä Phoenixin indeksirahastoista koostuvaan ydin-salkkuun voi puolestaan painottaa ostovaiheessa niitä osakkeita, joita markkinat mitä todennäköisimmin oikeasti kammovat, siis aliarvostavat. Toisaalta Phoenix ei odota, että yhtiöihin kohdistuvien odotusten tulisi nousta ns. yliarvostustasolle, vaan normaalisti hinnoitellut osakkeet vaihdetaan uusiin erikoistilanteisiin. Näin Phoenixin tavoitteena on tuottaa sijoittajan kokonaissalkulle edes jonkin verran tarunomaista alfaa mahdollisimman rationaalisella tavalla.

Hyvässä tarinankerronnassa alussa avattu ympyrä suljetaan lopuksi. Siksi en malta olla huomauttamatta, että tuhkan hyötykäyttö lisääntyy koko ajan. Esimerkiksi rakennusteollisuudessa on huomattu, että tuhkan lisääminen perusmenttiin kannattaa; yksi tekniikan hyödyntäjistä on ollut Phoenixin salkussa menestyksekkäästi vierailut egyptiläinen rakennusjätti Orascom. Tuhkan avulla voi tehdä sementin tuotannosta ympäristöystävällisempää ilman että laatu kärsii tai kustannukset kohoavat – ennemmin päin vastoin. Jos olisi kyse sijoitusalaista, tätä kutsuttaisiin jo takuulla alfaksi!

Peter Seligson, salkunhoitaja  
[peter.seligson@seligson.fi](mailto:peter.seligson@seligson.fi)

Osakerahasto, joka tekee pitkän tähtäimen sijoituksia pääosin Suomen osakemarkkinoille.

## Phoebus ja vertailuindeksi



### RAHASTON AVAINTIEDOT

|  |   |
|--|---|
| Aloituspäivä   | 10.10.2001  |
| Tyyppi   | Osakerahasto                                      |
| Rahaston koko (milj. euroa)                              | 8,6   |
| Vertailuindeksi  | 75% OMX Helsinki Cap GI,<br>25% MSCI AC World NDR |
| Hallinnointi- ja säilytyspalkkio                         | 0,75 % p.a.                                       |
| Tuottosidonnainen palkkio                                | on  |
| Merkintäpalkkio  | 2 %   |
| Kaupankäyntipalkkio lunastettaessa (maksetaan rahastoon) | 1 %, jos sijoitusaika alle 12 kk;<br>muuten 0 %   |
| Salkunhoitaja  | Anders Oldenburg                                  |

### TUOTTO JA RISKI

|                      | Rahasto  |                | Vertailuindeksi |                |
|----------------------|----------|----------------|-----------------|----------------|
|                      | Tuotto   | Volatiliteetti | Tuotto          | Volatiliteetti |
| 3 kk                 | -3,50 %  | 27,89 %        | -9,14 %         | 27,78 %        |
| 1 v                  | -38,75 % | 27,28 %        | -45,00 %        | 28,61 %        |
| 3 v                  | -39,32 % | 19,82 %        | -43,75 %        | 21,05 %        |
| 5 v                  | -4,10 %  | 16,38 %        | -4,71 %         | 17,26 %        |
| Aloituspäivästä      | 58,69 %  | 14,89 %        | 15,12 %         | 16,90 %        |
| Aloituspäivästä p.a. | 6,37 %   |                | 1,90 %          |                |

### KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.4.2008 – 31.3.2009

|   |         |
|---|---------|
| Palkkiot yhteensä (TER)                   | 0,88 %  |
| Tuottosidonnainen palkkio (vuoden alusta) | 0,11 %  |
| Kaupankäyntikulut                         | 0,05 %  |
| Kokonaiskulut (TKA)                       | 0,92 %  |
| Salkun kiertonopeus                       | 3,70 %  |
| Välityspalkkiot lähipiirille              | 0,0 %   |
| Indeksipoikkeama (tracking error)         | 15,50 % |
| Lähipiirin omistusosuus (31.3.2009)       | 18,35 % |

### SUURIMMAT OMISTUKSET

| Yhtiö                       | Maa         | Osuus rahastosta |
|-----------------------------|-------------|------------------|
| VACON OYJ                   | Suomi       | 8,5 %            |
| AIR LIQUIDE                 | Ranska      | 7,4 %            |
| LASSILA & TIKANOJA OYJ      | Suomi       | 6,8 %            |
| HENNES & MAURITZ AB-B SHS   | Ruotsi      | 6,1 %            |
| SVENSKA HANDELSBANKEN-A SHS | Ruotsi      | 6,1 %            |
| FASTENAL CO                 | Yhdysvallat | 5,6 %            |
| VAISALA OYJ-A SHS           | Suomi       | 4,9 %            |
| TULIKIVI OYJ-A SHS          | Suomi       | 4,8 %            |
| AUTOMATIC DATA PROCESSING   | Yhdysvallat | 4,6 %            |
| PROGRESSIVE CORP            | Yhdysvallat | 4,5 %            |

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – [www.seligson.fi](http://www.seligson.fi)

## SALKUNHOITAJALTA

Kurssilaskun jyrkkyys loiveni alkuvuonna, kuten uskalsin jo viime katsauksessamme hieman ounastella. Phoebuksen vertailuindeksi laski vuoden ensimmäisellä neljänneksellä silti edelleen -9,1 %. Phoebus pärjäsikin markkinoita paremmin laskien -3,5 %.

Rahaston alusta vertailuindeksimme on noussut 15,1 % ja Phoebus 58,7 %.

Pyryn pitkällä aikavälillä markkinoita parempaan tuottoon, mutta ei ole mitään takeita, että siinä onnistuisin. Päinvastoin, kertoimet ovat meitä vastaan, lähinnä rahaston hallinnointipalkkiosta johtuen.

### Ostot ja myynnit

Kävin neljänneksen aikana kauppaa lähes kolmella miljoonalla eurolla (josta 2,4 m€ oli myyjä). Todellinen aktiiviteetti oli kuitenkin pieni – yksittäinen lunastus selittää 1,8 m€ myynneistä ja Handelsbankenin osakesarjan vaihto (katso blogi 05/09 internet-sivuillamme) loput.

Varsinaisia muutoksia salkussa syntyi vain siitä, että en myynyt osakkeita tasasuhteessa hankkiessani rahaa edellä mainitun lunastuksen maksua varten. Luovuin kokonaan ruotsalaisesta Niscayahista, joka oli pienin sijoituksemme. Seuraavien yhtiöiden osakkeita en myynyt lainkaan: Nokian Renkaat, Seco Tools, Harley-Davidson, State Street ja HHLA. Näiden osuus salkusta siis nousi. Voidaankin sanoa, että päätin epäsuorasti ”ostaa” niitä lisää rahaston jäljelle jääville osuudenomistajille.

### Kääntykö pörssi?

Maaliskuun 9. päivän pohjasta Phoebus on tätä kirjoittaessani noussut melkein 19 % ja on tänä vuonna jo lähes 7 % plussalla. Uskaltaisimmeko tulkita tämän merkiksi siitä, että käänne on tapahtunut ja markkina-ajoittajien pitäisi siirtyä reippaasti pörssiin? Vai onko kyse vain varaslähdöstä?

Lainaan Warren Buffettin tekstiä Berkshire Hathawayn vuoden 2008 vuosikertomuksesta (vapaasti suomennettuna):

*”Viimeisimmän 44 vuoden aikana pörssi on noussut kolme vuotta neljästä. Veikkaisin, että pörssi nousee suunnilleen yhtä usein seuraavan 44 vuoden aikana. Yhtiökumppanini Charlie Munger tai minä emme kuitenkaan pysty etukäteen arvaamaan, mitkä ovat plussa- tai miinusvuosia. (Tavanomaisen kulmikkaaseen tapamme emme usko kenekään muunkaan pystyvän siihen). Olemme varmoja, että talous tulee olemaan surkea koko vuoden 2009 – todennäköisesti kauemmin – mutta se ei kerro meille nouseeko vai laskeeko pörssi.”*

Sama pätee Suomeen. Pörssiyhtiöille vuosi 2009 tulee varmuudella olemaan erittäin vaikea. Yhtiöistämme Nokian Renkaat ja Tamfelt ovat jo kertoneet alkuvuoden jäävän tappiolliseksi. Tieto ja Tulikivi ovat kertoneet laajoista säästötoimenpiteistä, jotka kielivät huonoista tuloksista. Stockmannin myynti laski tammi-helmikuussa reilusti. Lassila, Vaisala, Vacon ja Exel eivät ole vielä kertoneet tulostietoja, mutta positiivisia yllätyksiä tuskin on luvassa.

Kuvaavaa suhdannekäänteen rajuudelle on, että salkkuyhtiömme Seco Toolsin kilpailija, amerikkalainen Kennametal, kertoi tilaustensa laskeneen -25% jouluihelmikuussa. Kun muistamme, että Kennametalin kääntöterät ovat kulutus-tavaroita, joita kuluu kunhan vain maailman tehtaat pyörivät, ymmärrämme muutoksen rajuuden.

Jos talous edelleen laskee 2010, kuten useimmat ekonomistit tänään ennustavat, ensi vuoden tuloksista saattaa tulla vieläkin huonompia. Huonot tulokset tulevat melkoisella varmuudella näkymään kevään 2010 ja 2011 osinkojen rajuna laskuna.

Eikö näin ollen ole selvää, että nyt nähty vahva pörssinousu on vain varaslähtö?

Ei ole. Se, että yhtiöiden tulokset laskevat ei kerro pörssikurssien tulevasta kehityksestä mitään. Osakkeen arvo muodostuu sen kaikista tulevista osingoista (ja osinkoihin rinnastettavista eristä, kuten omien osakkeiden takaisin-ostoista) diskontattuna nykyhetkeen. Lähivuodet ovat luonnollisesti vain pieni murto-osa ajasta tästä ikuisuuteen, joten lähivuosisien osinko-odotukset ovat vain pieni murto-osa yhtiöiden arvosta.

Osakekurssien muutoksiin vaikuttavat itse asiassa eniten sijoittajien tuotto-vaatimusten muutokset eli vaihtelu siinä riskipreemiossa, jota käytetään diskontatessa tulevia osinkoja osakkeen nykyarvoksi. Riskipremio on psykologinen ilmiö, eikä sen ”objektiivisesti oikeaa” tasoa ole olemassa. Kurssien ennustaminen vaatisi siksi sijoittajien joukkopsykologian – pelon ja ahneuden tasapainon - ennustamista. Siihen ei moni pysty.

Tiedän varmuudella, että minä en 20 vuoden sijoituskokemuksella siihen pysty. Mutta tiedän myös, että pelon voitto ahneudesta on nostanut riskipremiota ja siten osakemarkkinoiden pitkän aikavälin tuotto-odotusta, joka lienee jo kaksinumeroinen. Osakkeiden omistaminen on siis mielekkäämpää kuin pitkään aikaan.

Yllä sanottu pitää toki paikkansa vain sillä edellytyksellä, että yhtiömme pysyvät pystyssä taantumana yli. Kaikki pörssi-yhtiöt tuskin pysyvät, emmekä voi hyötyä tulevasta

käänteestä, jos pankki on käänteen koittaessa jo vienyt omistukseemme.

Phoebuksen yhtiöt ovat enimmäkseen hyvin hoidettuja, vähävelkaisia markkinajohtajia. Myös hieman velkaantuneempien yhtiöidemme taseen hallinta on toistaiseksi ollut hyvää. Vaikka rahasto ei ole kovin hajautettu olemme siis hyvässä asemassa kun pörssi kääntyy. Mutta milloin se kääntyy - kääntyikö se ehkä jo 9. maaliskuuta - sitä en valitettavasti osaa kertoa.

## PHOEBUS-YHTIÖISTÄ



Esittelin Tulikiven viimeksi kolme vuotta sitten eli katsauksessamme 1/2006. Kirjoitin silloin, että sijoituksemme riski on kasvanut selvästi Kermansaven hankinnan ja erityisesti rivakasti nousseen arvostuksen takia.

Kumpikin huoleni oli paikallaan. Kermansaven integrointi on kestänyt, eikä yritysosto ymmärtäkseni ole vielä tuonut toivottua synergiahyötyä. Yritysostoissa tämä on pikemmin sääntö kuin poikkeus. Tulikiven osakkeen yliarvostus purkautui jopa voimakkaammin kuin uskoin ja kurssi (0,70 €) on tänään 79% alle silloisen tason.

Kerroin viimeksi vähentäneeni omistusta ja vähentäväni sitä edelleen. Omistimme enimmillään 883 200 osaketta, tänään 585 690 osaketta, eli omistukseemme on pudonnut 34 %. Mutta tämä ei ole relevanttia, vaan omistus on suhteutettava rahaston kokoon. Enimmillään meillä oli 1,18 Tulikiven osaketta per Phoebus-osuus, kolme vuotta sitten 1,12 ja viime vuoden lopussa 0,91. Päätökseni myydä vain vähän Tulikiveä alkuvuoden lunastuksesta huolimatta on tänä vuonna kasvat-  
tanut omistukseemme 1,08 osakkeeseen per rahasto-osuus.

Olisin ehkä voinut uskoa hieman enemmän omiin huoliini. Toisaalta Tulikivessä on kolmessa vuodessa myös tapahtunut paljon positiivista ja pidän yhtiötä kurssin romahduksesta huolimatta (ja osin juuri romahduksen takia) omistamisen arvoisena.

Tärkeintä ehkä on, että Suomen jakeluverkosto alkaa nyt olla kunnossa. Jakelutien muutos ketjukaupasta erikoiskauppoihin ja -pisteisiin on mietityttänyt monia Phoebuksen asiakkaita. Itse uskon edelleen vahvasti siihen, että erikoistunut myyjä voi palvella asiakasta kertaluokkaa paremmin kuin ulkopuolinen ketjumyyjä, ja sen pitäisi johtaa sekä parempaan asiakasuskollisuuteen että parempiin katteisiin pidemmällä aikavälillä.

Edistystä on tapahtunut myös tuotepuolella. Tulikivi toi viime vuonna markkinoille Nammi-uunin, joka yhdistää vuolukivi-uunin hyvät lämmitysominaisuudet ja keramiikka-uunin rajattomat mahdollisuudet varioida ulkonäköä. Lisäksi yhtiö on panostanut puhtaampaan polttoteknologiaan, ja on saanut koko mallistolleen jo nyt ensi vuoden alusta EU:ssa

pakolliseksi tulevan CE-merkinnän. Uusi pyörrepesä vähentää häkäpäästöjä 85%.

Taantuma iskee luonnollisesti voimakkaasti rakennusalaan, eikä säästä myöskään Tulikiveä. Yhtiö on kuitenkin reagoinut nopeasti ja parissa vuodessa vähentänyt 28% henkilöstöstään. Ikävää, mutta pakko tehdä, ja hyvä tehdä nopeasti.

Yhtiössä viehättääkin juuri Tulikiven joustavuus, yhdistettynä erittäin alhaiseen arvostukseen. Tulikiven markkina-arvo on 26 m€ jonka lisäksi yhtiöllä on 15 m€ velkaa, eli bruttoarvo on 41m€ tämä on hieman alle sidotun pääoman ja vain 60 % liikevaihdosta. Yhtiölle, joka normaalissa markkinatilanteessa tekee 10 % liikevoittoa ja 20 % tuottoa sidotulle pääomalle arvostus on poikkeuksellisen alhainen.

Markkinatilanne ei toki tule olemaan normaali useampaan vuoteen. Tulikiven riski sijoituksena on silti pienentynyt oleellisesti kolmen vuoden takaisesta tilanteesta kurssin laskettua. Myös riski yrityksenä on pienentynyt Kermansaven integroinnin alkaessa olla takanapäin.



Esitellessäni viimeksi Automatic Data Processing -yhtiömme katsauksessa 3/2006 kerroin, että sen osakekurssi tulee ennen-

min tai myöhemmin seuraamaan yhtiön liiketoiminnan positiivista kehitystä; en vain tiedä milloin. Vielä niin ei ole tapahtunut.

ADP on kylläkin tehnyt parhaansa. Silloisesta osakekurssista (47,52 dollaria) olemme kahdessa ja puolessa vuodessa saaneet takaisin osinkoina 7,52 dollaria eli 16 %, mukaan lukien osakkaille jaetun Broadridge-tytäryhtiön osakkeet. Kurssi on kuitenkin tänään 26 % alempi (35,24 dollaria), joten kokonaistuotomme osinkoineen on ollut -12 %.

Samaan aikaan yhtiö on kasvattanut liikevaihtoaan 32 % (josta 25 % orgaanisesti) ja nettotulostaan 42 %. Lisäksi yhtiö on – minusta fiksusti – käyttänyt ylimääräisiä varojaan omien osakkeidensa ostamiseen niin, että osakemäärä on laskenut 13 %. Tulos per osake on tämän ansiosta jaksolla noussut kokonaiset 63 %.

Mitä tärkeintä, ADP ei ole rahoittanut omien osakkeidensa ostoja velalla, vaan yhtiöllä on edelleen 1,4 miljardin dollarin nettokassa, joka vastaa 8 % yhtiön markkina-arvosta.

Kaikki tämä tietenkin tarkoittaa, että arvostus on laskenut dramaattisesti. Vuoden 2006 tilivuoden (1.7.-30.6.) P/E-luku (ilman Broadridgeä) oli 29x kun kalenterivuodelle 2008 laskettu P/E-luku on alle 15x. P/E-luvun käyttö on tässä tapauksessa järkevää, koska ADP on velaton yhtiö. Osinkotuotto on yli tuplaantunut 3,7 %:iin.



Onko ADP sitten muuttunut niin paljon huonommaksi, että se selittäisi alentuneen arvostuksen?

En usko. Yhtiö on edelleen maailman suurimpia ulkoistetun henkilöstönhallinnan tarjoajia. Alun perin tämä tarkoitti palkanlaskentaa, joka USA:ssa on noin 27 miljardin dollarin busines, josta reilu neljännes on ulkoistettua. ADP:n osuus ulkoistetuista markkinoista on yli puolet.

Tämän 3,4 miljardin toiminnon lisäksi ADP myy (suurille) asiakkailleen muita henkilöstönhallinnan palveluita 1,9 miljardilla ja tarjoaa (pienille) asiakkailleen henkilöstönhallinnan kokonaisvaltaista ulkoistusta noin 1,2 miljardilla. Yhteensä lisäpalvelut, jotka kasvavat 3-4 kertaa palkanlaskentaa nopeammin, edustavat jo lähes puolet ADP:n HR-liiketoiminnasta USA:ssa.

Näen yhtiössä kolme vahvuutta. Ensinnäkin, yli 90% asiakkaista pysyy vuodesta toiseen, joka tekee liiketoiminnasta hyvin ennakoitavan. Toiseksi, lisäpalvelujen tarve kasvaa edelleen, työnantajia rasittavien uusien säännösten yhä yleistyessä. Ja kolmanneksi, ADP:llä on merkittävä kasvupotentiaali ulkomailla – vain vajaat 18% sen HR-toiminnasta on tänään USA:n ulkopuolella. ADP näkee markkinapotentiaalin yli 140 miljardia dollaria.

Yhtiö ei tietenkään ole taantumalle immuuni. Työttömyyden kasvaessa ADP:n palvelujen tarve vähenee, joskaan ei dramaattisesti. Toinen riski liittyy asiakasvarojen sijoittamiseen, jonka ADP toistaiseksi on hoitanut ilman arvostustappioita. Toiminnan alhaista suhdanneherkkyyttä kuvastaa hyvin se, että yhtiö uskoo tänäkin vuonna parantavansa tulostaan 10%, vaikka kasvu heikkenee.

Olen siksi valmis toistamaan vanhan ennusteen: ADP:n osakekurssi tulee ennemmin tai myöhemmin seuraamaan yhtiön liiketoiminnan positiivista kehitystä. En vain tiedä milloin.



Anders Oldenburg, salkunhoitaja  
[anders.oldenburg@seligson.fi](mailto:anders.oldenburg@seligson.fi)

## Kestävän kehityksen AASIA –INDEKSIRAHASTO

APS Far East ja Japani-indeksirahasto yhdistyivät 31.3.2009 ja niistä syntyi *Aasia –indeksirahasto*. Käytännössä muutos toteutui niin, että Japani –indeksirahasto muutti nimeään ja lavensi sijoitusalueitaan ja APS Far East sulautui siihen.

Aasia –indeksirahasto seuraa Dow Jonesin Aasian ja Tyynenmeren alueen kestävän kehityksen indeksiä (*Dow Jones Sustainability Asia Pacific*). Ainakin tällä hetkellä indeksin markkina-arvosta noin kaksi kolmasosaa on japanilaisissa osakkeissa, loput australialaisissa ja muiden lähinnä ns. kehittyneempien Aasian maiden osakkeissa.

Seligson & Co:n kestävän kehityksen indeksirahastoja on siis jo kolme: Eurooppa, Pohjois-Amerikka ja Aasia. Niiden kaikkien taustalla ovat Dow Jonesin *sustainability* –indeksit. Tarkempia tietoja Aasia -rahastosta löytyy joko rahastoositteistämme, internet-sivuiltamme tai niitä voi pyytää asiakaspalvelustamme [info@seligson.fi](mailto:info@seligson.fi) tai 09 – 6817 8200.

### APS - hyvin palveltu vuosikymmen

Aktiivinen Aasia –rahasto APS Far East ehti olla Seligson & Co Rahastoyhtiön valikoimissa melkein 10 vuotta. Viimeisimmän kahden vuoden aikana rahaston koko kuitekin pieneeni yli 90% ja lähenteli jo sijoitusrahastolain minimin mukais-ta rajaa.

Rahaston maaliskuussa päättyneeseen vuoteen laskettu kulusuhde (TER) oli 2,37%, missä tuottosidonnaisen palkkion osuus 0,90%. Kaupankäynnin sisältämät kokonaiskulut (TKA) olivat 3,22%.

APS Far Eastin tuotto rahaston vertailuindeksiin nähden vaihteli rahaston elinaikana suurestikin, mutta loppuluvut näyttävät sekä viimeisen vuoden että koko rahaston historian osalta positiivisilta:

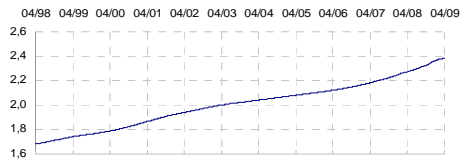
|                      | Rahasto  |                | Vertailuindeksi |                |
|----------------------|----------|----------------|-----------------|----------------|
|                      | Tuotto   | Volatiliteetti | Tuotto          | Volatiliteetti |
| 3 kk                 | 13,73 %  | 29,40 %        | 7,32 %          | 42,22 %        |
| 1 v                  | -25,58 % | 32,66 %        | -33,02 %        | 45,15 %        |
| 3 v                  | -40,79 % | 23,94 %        | -23,86 %        | 32,60 %        |
| 5 v                  | -29,66 % | 20,88 %        | 8,49 %          | 33,93 %        |
| Aloituspäivästä      | 4,82 %   | 21,94 %        | -13,05 %        | 30,09 %        |
| Aloituspäivästä p.a. | 0,49 %   |                | -1,43 %         |                |

Seligson & Co Varainhoito edustaa jatkossakin APS Asset Managementin muita tuotteita. Lisätietoja mm. **Petri Pohjanoksalta** ([petri.pohjanoksa@seligson.fi](mailto:petri.pohjanoksa@seligson.fi) / 09 – 6817 8207).

**RAHAMARKKINARAHASTO AAA**

31.3.2009

**ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)**

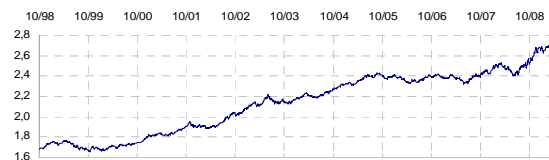


Rahamarkkinarahasto, joka sijoittaa eurooppalaisiin lyhytaikaisiin korkoinstrumentteihin.

**EURO-OBLIGAATIOINDEKSIRAHASTO**

31.3.2009

**ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)**



Obligaatioindeksirahasto, joka seuraa euroalueen valtioiden liikkeelle laskemien lainojen indeksiä.

**RAHASTON AVAINTIEDOT**

|                                  |                               |
|----------------------------------|-------------------------------|
| Aloituspäivä                     | 1.4.1998                      |
| Tyyppi                           | Lyhyet korot, euro-alue       |
| Rahaston koko (milj. euroa)      | 299,7                         |
| Vertailuindeksi                  | 3 kk rahamarkkinaindeksi      |
| Hallinnointi- ja säilytyspalkkio | 0,18 % p.a.                   |
| Tuottosidonnainen palkkio        | ei                            |
| Merkintäpalkkio                  | ei                            |
| Lunastuspalkkio                  | ei                            |
| Salkunhoitaja                    | Jani Holmberg / Jaana Timonen |

**RAHASTON AVAINTIEDOT**

|  |   |
|--|---|
| Aloituspäivä   | 14.10.1998                              |
| Tyyppi   | Pitkät korot, euro-alue                 |
| Rahaston koko (milj. euroa)                              | 58,7                                    |
| Vertailuindeksi  | EFFAS Bond Indices Euro Govt All > 1Yr  |
| Hallinnointi- ja säilytyspalkkio                         | 0,28 % p.a.                             |
| Tuottosidonnainen palkkio                                | ei                                      |
| Merkintäpalkkio  | ei                                      |
| Kaupankäyntipalkkio lunastettaessa (maksetaan rahastoon) | 0 % (0,2 %, jos sijoitusaika alle 3 kk) |
| Salkunhoitaja  | Jani Holmberg / Jaana Timonen           |

**TUOTTO JA RISKI**

|                      | Rahasto |                | Vertailuindeksi* |                |
|----------------------|---------|----------------|------------------|----------------|
|                      | Tuotto  | Volatiliteetti | Tuotto           | Volatiliteetti |
| 3 kk                 | 0,84 %  | 0,16 %         | 0,85 %           | 0,19 %         |
| 1 v                  | 4,86 %  | 0,16 %         | 4,96 %           | 0,19 %         |
| 3 v                  | 12,34 % | 0,15 %         | 13,00 %          | 0,18 %         |
| 5 v                  | 16,71 % | 0,14 %         | 17,90 %          | 0,15 %         |
| 10 v                 | 36,95 % | 0,15 %         | 40,26 %          | 0,17 %         |
| Aloituspäivästä      | 41,70 % | 0,15 %         | 45,38 %          | 0,17 %         |
| Aloituspäivästä p.a. | 3,22 %  |                | 3,46 %           |                |

**TUOTTO JA RISKI**

|                      | Rahasto |                | Vertailuindeksi |                |
|----------------------|---------|----------------|-----------------|----------------|
|                      | Tuotto  | Volatiliteetti | Tuotto          | Volatiliteetti |
| 3 kk                 | 0,90 %  | 5,63 %         | 0,88 %          | 5,43 %         |
| 1 v                  | 8,42 %  | 5,79 %         | 7,78 %          | 5,30 %         |
| 3 v                  | 14,89 % | 4,43 %         | 14,13 %         | 4,06 %         |
| 5 v                  | 21,60 % | 3,86 %         | 23,12 %         | 3,65 %         |
| 10 v                 | 55,50 % | 3,78 %         | 58,80 %         | 3,65 %         |
| Aloituspäivästä      | 60,87 % | 3,74 %         | 64,51 %         | 3,83 %         |
| Aloituspäivästä p.a. | 4,65 %  |                | 4,85 %          |                |

\* Sijoitustutkimuksen mukaan, ks. neljännesvuosikatsaus 1/2008, s. 19-20

**KULUT JA TUNNUSLUVUT**

1.4.2008 – 31.3.2009

|                                     |                    |
|-------------------------------------|--------------------|
| Palkkiot yhteensä (TER)             | 0,18 %             |
| Tuottosidonnainen palkkio           | -                  |
| Kaupankäyntikulut                   | 0,01 %             |
| Kokonaiskulut (TKA)                 | 0,20 %             |
| Salkun kiertonopeus                 | 29,87 %            |
| Lainaluokitukset (rating)           | AAA / AA / A 100 % |
| Salkun korkoriski (duraatio)        | 0,25               |
| Välityspalkkiot lähipiirille        | 0,00 %             |
| Indeksi-poikkeama (tracking error)  | 0,09 %             |
| Lähipiirin omistusosuus (31.3.2009) | 0,28 %             |

**KULUT JA TUNNUSLUVUT**

1.4.2008 – 31.3.2009

|                                     |                    |
|-------------------------------------|--------------------|
| Palkkiot yhteensä (TER)             | 0,28 %             |
| Tuottosidonnainen palkkio           | -                  |
| Kaupankäyntikulut                   | 0,02 %             |
| Kokonaiskulut (TKA)                 | 0,30 %             |
| Salkun kiertonopeus                 | -59,04 %           |
| Lainaluokitukset (rating)           | AAA / AA / A 100 % |
| Salkun korkoriski (duraatio)        | 5,94               |
| Välityspalkkiot lähipiirille        | 0,0 %              |
| Indeksi-poikkeama (tracking error)  | 3,29 %             |
| Lähipiirin omistusosuus (31.3.2009) | 0,01 %             |

**SUURIMMAT OMISTUKSET**

|  | Maa   | Osuus rahastosta |
|--|-------|------------------|
| Määräaikainen talletus Tapiola 18.06.2009      | Suomi | 4,3 %            |
| Sijoitustodistus Pohjola Pankki Oyj 29.07.2009 | Suomi | 4,3 %            |
| Sijoitustodistus Nordea 20.07.2009             | Suomi | 4,0 %            |
| Sijoitustodistus Aktia 10.06.2009              | Suomi | 3,7 %            |
| Sijoitustodistus SHB 25.09.2009                | Suomi | 3,6 %            |
| Sijoitustodistus Nordea 02.11.2009             | Suomi | 3,6 %            |
| Määräaikainen talletus Aktia 02.07.2009        | Suomi | 3,4 %            |
| Sijoitustodistus Sampo 27.8.2009               | Suomi | 3,3 %            |
| Määräaikainen talletus Tapiola 27.04.2009      | Suomi | 3,0 %            |
| Sijoitustodistus SHB 08.05.2009                | Suomi | 3,0 %            |

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – [www.seligson.fi](http://www.seligson.fi)

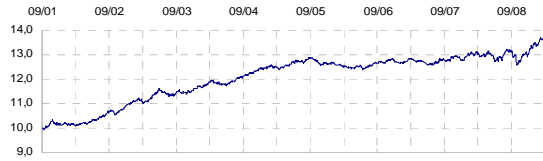
**SUURIMMAT OMISTUKSET**

|   | Maa        | Osuus rahastosta |
|---|------------|------------------|
| Saksan valtion obligaatio 3,50% 04.01.2016    | Saksa      | 10,8 %           |
| Ranskan valtion obligaatio 3,50% 25.04.2015   | Ranska     | 8,8 %            |
| Italian valtion obligaatio 4,25% 01.08.2014   | Italia     | 8,0 %            |
| Ranskan valtion obligaatio 4,25% 25.04.2019   | Ranska     | 7,2 %            |
| Saksan valtion obligaatio 6,25% 04.01.2024    | Saksa      | 6,5 %            |
| Hollannin valtion obligaatio 3,75% 15.07.2014 | Alankomaat | 6,2 %            |
| Itävallan valtion obligaatio 3,90% 15.07.2020 | Itävalta   | 5,8 %            |
| Saksan valtion obligaatio 4,0% 04.01.2018     | Saksa      | 5,5 %            |
| Espanjan valtion obligaatio 5,0% 30.07.2012   | Espanja    | 4,6 %            |
| Suomen valtion obligaatio 3,875% 15.09.2017   | Suomi      | 4,4 %            |

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – [www.seligson.fi](http://www.seligson.fi)

**EURO CORPORATE BOND**  
31.3.2009

**ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)**



Obligaatioindeksirahasto, joka seuraa yritysten liikkeelle laskemien euromääräisten lainojen indeksia.

**RAHASTON AVAINTIEDOT**

|  |  |
|--|--|
| Aloituspäivä   | 14.9.2001  |
| Tyyppi   | Pitkät korot, euro-alue                          |
| Rahaston koko (milj. euroa)                              | 28,0   |
| Vertailuindeksi  | Merrill Lynch EMU Corporates Non-Financial Index |
| Hallinnointi- ja säilytyspalkkio                         | 0,33 % p.a.                                      |
| Tuottosidonnainen palkkio                                | ei   |
| Merkintä-/lunastuspalkkio (maksetaan rahastoyhtiölle)    | ei   |
| Kaupankäyntipalkkio lunastettaessa (maksetaan rahastoon) | 0 % (0,2 %, jos sijoitusaika alle 3 kk)          |
| Salkunhoitaja  | Jani Holmberg / Jaana Timonen                    |

**TUOTTO JA RISKI**

|                      | Rahasto |                | Vertailuindeksi |                |
|----------------------|---------|----------------|-----------------|----------------|
|                      | Tuotto  | Volatiliteetti | Tuotto          | Volatiliteetti |
| 3 kk                 | 2,18 %  | 4,45 %         | 4,00 %          | 3,81 %         |
| 1 v                  | 5,60 %  | 4,92 %         | 3,99 %          | 4,22 %         |
| 3 v                  | 9,50 %  | 3,69 %         | 8,20 %          | 3,19 %         |
| 5 v                  | 14,72 % | 3,25 %         | 15,97 %         | 2,91 %         |
| Aloituspäivästä      | 36,68 % | 3,28 %         | 41,16 %         | 3,15 %         |
| Aloituspäivästä p.a. | 4,23 %  |                | 4,67 %          |                |

**KULUT JA TUNNUSLUVUT**

1.4.2008 – 31.3.2009

|                                     |                                   |
|-------------------------------------|-----------------------------------|
| Palkkiot yhteensä (TER)             | 0,34 %                            |
| Tuottosidonnainen palkkio           | -                                 |
| Kaupankäyntikulut                   | 0,09 %                            |
| Kokonaiskulut (TKA)                 | 0,43 %                            |
| Salkun kiertonopeus                 | -3,35 %                           |
| Lainaluokitukset (rating)           | AAA 2 %, AA 8 %, A 56 %, BBB 34 % |
| Salkun korkoriski (duraatio)        | 4,26                              |
| Välityspalkkiot lähipiirille        | 0,0 %                             |
| Indeksipoikkeama (tracking error)   | 2,31 %                            |
| Lähipiirin omistusosuus (31.3.2009) | 0,01 %                            |

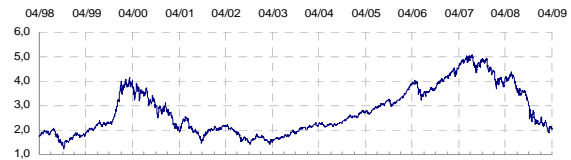
**SUURIMMAT OMISTUKSET**

|  | Maa           | Osuus rahastosta |
|--|---------------|------------------|
| E.ON INTL FINANCE BV 5,75% 07.05.2020    | Saksa         | 2,6 %            |
| VODAFONE GROUP PLC 5,125% 10.04.2015     | Iso-Britannia | 2,6 %            |
| FRANCE TELECOM 4,75% 21.02.2017          | Ranska        | 2,5 %            |
| DEUTSCHE TELEKOM INT FIN 4,0% 19.01.2015 | Saksa         | 2,4 %            |
| BMW FINANCE NV 4,25% 22.01.2014          | Saksa         | 2,3 %            |
| GDF SUEZ 6,25% 24.01.2014                | Ranska        | 2,0 %            |
| VATTENFALL TREASURY AB 6,75% 31.01.2019  | Ruotsi        | 1,9 %            |
| BAYER AG 6,0% 10.04.2012                 | Saksa         | 1,9 %            |
| SIEMENS FINANCE 5,75% 04.07.2011         | Saksa         | 1,9 %            |
| BELGELEC FINANCE SA 5,125% 24.06.2015    | Ranska        | 1,9 %            |

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – [www.seligson.fi](http://www.seligson.fi)

**SUOMI -INDEKSIRAHASTO**  
31.3.2009

**ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)**



Suomalaisiin osakkeisiin sijoittava indeksirahasto.

**RAHASTON AVAINTIEDOT**

|   |  |
|---|--|
| Aloituspäivä  | 1.4.1998   |
| Tyyppi  | Osakerahasto, Suomi  |
| Rahaston koko (milj. euroa)                           | 16,3   |
| Vertailuindeksi                                       | OMX Helsinki Benchmark Cap_GI  |
| Hallinnointi- ja säilytyspalkkio                      | 0,45 % p.a.  |
| Tuottosidonnainen palkkio                             | ei   |
| Merkintä-/lunastuspalkkio (maksetaan rahastoyhtiölle) | ei   |
| Kaupankäyntipalkkio (maksetaan rahastoon)             | 0,1 % merkittäessä ja lunastettaessa (0,5 % lunastettaessa, jos sijoitusaika < 6 kk) |
| Salkunhoitaja   | Jani Holmberg / Jaana Timonen  |

**TUOTTO JA RISKI**

|                      | Rahasto  |                | Vertailuindeksi* |                |
|----------------------|----------|----------------|------------------|----------------|
|                      | Tuotto   | Volatiliteetti | Tuotto           | Volatiliteetti |
| 3 kk                 | -11,89 % | 34,21 %        | -11,54 %         | 34,24 %        |
| 1 v                  | -49,58 % | 33,80 %        | -49,00 %         | 33,74 %        |
| 3 v                  | -48,06 % | 25,90 %        | -46,70 %         | 25,82 %        |
| 5 v                  | -8,20 %  | 21,40 %        | -9,32 %          | 21,34 %        |
| 10 v                 | 10,59 %  | 25,40 %        | -6,28 %          | 25,62 %        |
| Aloituspäivästä      | 19,48 %  | 25,97 %        | 0,95 %           | 26,25 %        |
| Aloituspäivästä p.a. | 1,63 %   |                | 0,09 %           |                |

\* Hintaindeksi 30.6.2005 asti, 1.7.2005 alk. Helsinki Benchmark Cap –tuottoindeksi.

**KULUT JA TUNNUSLUVUT**

1.4.2008 – 31.3.2009

|                                     |         |
|-------------------------------------|---------|
| Palkkiot yhteensä (TER)             | 0,46 %  |
| Tuottosidonnainen palkkio           | -       |
| Kaupankäyntikulut                   | 0,10 %  |
| Kokonaiskulut (TKA)                 | 0,55 %  |
| Salkun kiertonopeus                 | 24,87 % |
| Välityspalkkiot lähipiirille        | 0,0 %   |
| Indeksipoikkeama (tracking error)   | 0,47 %  |
| Lähipiirin omistusosuus (31.3.2009) | 0,16 %  |

**SUURIMMAT OMISTUKSET**

|                      | Maa    | Osuus rahastosta |
|----------------------|--------|------------------|
| Yhtiö                |        |                  |
| SAMPO OYJ-A SHS      | Suomi  | 8,6 %            |
| FORTUM OYJ           | Suomi  | 8,5 %            |
| NOKIA OYJ            | Suomi  | 8,0 %            |
| KONE OYJ-B           | Suomi  | 5,2 %            |
| TELIASONERA AB       | Ruotsi | 4,6 %            |
| ELISA OYJ            | Suomi  | 4,0 %            |
| NORDEA BANK AB - FDR | Ruotsi | 3,7 %            |
| SANOMA OYJ           | Suomi  | 3,5 %            |
| ORION OYJ            | Suomi  | 3,4 %            |
| METSO OYJ            | Suomi  | 2,5 %            |

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – [www.seligson.fi](http://www.seligson.fi)

OMXH25 -INDEKSIOUUSRAHASTO

31.3.2009

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



OMXH25 -indeksiosuusrahasto seuraa OMXH25 -osakeindeksiä. Indeksiosuus on noteerattu arvopaperi, jolla voi käydä kauppaa arvopaperivälittäjän kautta Helsingin pörsissä.

RAHASTON AVAINTIEDOT

|                                  |                                      |
|----------------------------------|--------------------------------------|
| Aloituspäivä                     | 8.2.2002                             |
| Tyyppi                           | Osakerahasto, Suomi                  |
| Rahaston koko (milj. euroa)      | 92,3                                 |
| Vertailuindeksi                  | OMX Helsinki 25 -osakeindeksi        |
| Hallinnointi- ja säilytyspalkkio | 0,11 - 0,18 % (rahaston koon mukaan) |
| Tuottosidonnainen palkkio        | ei                                   |
| Merkintäpalkkio                  | - / osakevälityspalkkio              |
| Lunastuspalkkio                  | - / osakevälityspalkkio              |
| Salkunhoitaja                    | Jani Holmberg / Jaana Timonen        |

TUOTTO JA RISKI

|                      | Rahasto  |                | Vertailuindeksi* |                |
|----------------------|----------|----------------|------------------|----------------|
|                      | Tuotto** | Volatiliteetti | Tuotto           | Volatiliteetti |
| 3 kk                 | -13,71 % | 38,79 %        | -16,05 %         | 38,98 %        |
| 1 v                  | -52,35 % | 39,27 %        | -52,66 %         | 39,25 %        |
| 3 v                  | -52,74 % | 28,58 %        | -53,08 %         | 28,61 %        |
| 5 v                  | -21,05 % | 23,47 %        | -21,34 %         | 23,42 %        |
| Aloituspäivästä      | -16,46 % | 22,75 %        | -18,78 %         | 22,71 %        |
| Aloituspäivästä p.a. | -2,49 %  |                | -2,87 %          |                |

\* Huom! Hintaindeksi. \*\* OMXH25-indeksiosuusrahaston tuottoluvussa ei ole otettu huomioon rahastosta maksettua tuotto-osuutta. Tuotto-osuuskorjattu luku julkaistaan Internetissä [www.seligson.fi](http://www.seligson.fi).

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.4.2008 – 31.3.2009

|                                     |         |
|-------------------------------------|---------|
| Palkkiot yhteensä (TER)             | 0,17 %  |
| Tuottosidonnainen palkkio           | -       |
| Kaupankäyntikulut                   | 0,07 %  |
| Kokonaiskulut (TKA)                 | 0,24 %  |
| Salkun kiertonopeus                 | 33,73 % |
| Välityspalkkiot lähipiirille        | 0,0 %   |
| Indeksipikkeama (tracking error)    | 0,24 %  |
| Lähipiirin omistusosuus (31.3.2009) | 0,0 %   |

SUURIMMAT OMISTUKSET

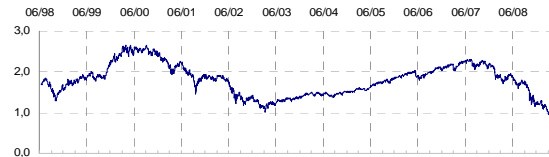
| Yhtiö                 | Maa    | Osuus rahastosta |
|-----------------------|--------|------------------|
| FORTUM OYJ            | Suomi  | 10,2 %           |
| NOKIA OYJ             | Suomi  | 9,5 %            |
| SAMPO OYJ-A SHS       | Suomi  | 9,2 %            |
| TELIASONERA AB        | Ruotsi | 7,5 %            |
| KONE OYJ-B            | Suomi  | 7,4 %            |
| UPM-KYMMENE OYJ       | Suomi  | 5,8 %            |
| NORDEA BANK AB - FDR  | Ruotsi | 4,2 %            |
| STORA ENSO OYJ-R SHS  | Suomi  | 3,9 %            |
| ELISA OYJ             | Suomi  | 3,7 %            |
| WARTSILA OYJ-B SHARES | Suomi  | 3,2 %            |

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – [www.seligson.fi](http://www.seligson.fi)

EUROOPPA –INDEKSIRAHASTO

31.3.2009 (1.7.2008 asti Eurooppa 50 –indeksirahasto)

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Osakeindeksirahasto, joka seuraa DJ STOXX Sustainability -indeksiä.

RAHASTON AVAINTIEDOT

|   |   |
|---|---|
| Aloituspäivä  | 15.6.1998   |
| Tyyppi  | Osakerahasto, Eurooppa  |
| Rahaston koko (milj. euroa)                           | 22,9  |
| Vertailuindeksi                                       | DJ STOXX Sustainability<br>1.7.2008 asti DJ STOXX 50 NDR                                |
| Hallinnointi- ja säilytyspalkkio                      | 0,45 % p.a.   |
| Tuottosidonnainen palkkio                             | ei  |
| Merkintä-/lunastuspalkkio (maksetaan rahastoyhtiölle) | ei  |
| Kaupankäyntipalkkio (maksetaan rahastoon)             | 0,1 % merkittäessä ja lunastettaessa<br>(0,5 % lunastettaessa, jos sijoitusaika < 6 kk) |
| Salkunhoitaja   | Jani Holmberg / Jaana Timonen   |

TUOTTO JA RISKI

|                      | Rahasto  |                | Vertailuindeksi |                |
|----------------------|----------|----------------|-----------------|----------------|
|                      | Tuotto   | Volatiliteetti | Tuotto          | Volatiliteetti |
| 3 kk                 | -13,31 % | 34,15 %        | -12,21 %        | 24,39 %        |
| 1 v                  | -39,91 % | 36,25 %        | -39,23 %        | 41,32 %        |
| 3 v                  | -45,97 % | 25,16 %        | -44,80 %        | 27,67 %        |
| 5 v                  | -26,42 % | 20,69 %        | -23,77 %        | 22,56 %        |
| 10 v                 | -41,11 % | 23,31 %        | -36,26 %        | 24,23 %        |
| Aloituspäivästä      | -36,87 % | 23,76 %        | -29,53 %        | 24,23 %        |
| Aloituspäivästä p.a. | -4,17 %  |                | -3,19 %         |                |

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.4.2008 – 31.3.2009

|                                     |         |
|-------------------------------------|---------|
| Palkkiot yhteensä (TER)             | 0,46 %  |
| Tuottosidonnainen palkkio           | -       |
| Kaupankäyntikulut                   | 0,28 %  |
| Kokonaiskulut (TKA)                 | 0,74 %  |
| Salkun kiertonopeus                 | 98,36 % |
| Välityspalkkiot lähipiirille        | 0,0 %   |
| Indeksipikkeama (tracking error)    | 0,63 %  |
| Lähipiirin omistusosuus (31.3.2009) | 0,40 %  |

SUURIMMAT OMISTUKSET

| Yhtiö                  | Maa             | Osuus rahastosta |
|------------------------|-----------------|------------------|
| NESTLE SA-REGISTERED   | Sveitsi         | 5,4 %            |
| TOTAL SA               | Ranska          | 4,5 %            |
| HSBC HOLDINGS PLC      | Iso-Britannia   | 4,2 %            |
| NOVARTIS AG-REG        | Sveitsi         | 4,0 %            |
| TELEFONICA S.A.        | Espanja         | 3,5 %            |
| BANCO SANTANDER SA     | Espanja         | 2,4 %            |
| E.ON AG                | Saksa           | 2,2 %            |
| DJ STOXX 50 FUTR Jun09 | Euroopan Unioni | 2,2 %            |
| ASTRAZENECA PLC        | Iso-Britannia   | 2,2 %            |
| ENI SPA                | Italia          | 2,1 %            |

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – [www.seligson.fi](http://www.seligson.fi)

**JAPANI -INDEKSIRAHASTO**  
31.3.2009

**ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)**



Osakeindeksirahasto, joka seuraa japanilaista TOPIX Core 30™ -indeksiä.

**HUOM!** Rahasto toimii 31.3.2009 alkaen nimellä Aasia -indeksirahasto ja sijoittaa myös muualle kuin Japaniin. Ks. s. 17.

**RAHASTON AVAINTIEDOT**

|   |  |
|---|--|
| Aloituspäivä  | 29.12.1999   |
| Tyyppi  | Osakerahasto, Japani   |
| Rahaston koko (milj. euroa)                           | 4,5  |
| Vertailuindeksi                                       | TOPIX Core 30 Return Index   |
| Hallinnointi- ja säilytyspalkkio                      | 0,45 % p.a.  |
| Tuottosidonnainen palkkio                             | ei   |
| Merkintä-/lunastuspalkkio (maksetaan rahastoyhtiölle) | ei   |
| Kaupankäyntipalkkio (maksetaan rahastoon)             | 0,1 % merkittäessä ja lunastettaessa (0,5 % lunastettaessa, jos sijoitusaika < 6 kk) |
| Salkunhoitaja   | Jani Holmberg / Jaana Timonen  |

**TUOTTO JA RISKI**

|                      | Rahasto  |                | Vertailuindeksi |                |
|----------------------|----------|----------------|-----------------|----------------|
|                      | Tuotto   | Volatiliteetti | Tuotto          | Volatiliteetti |
| 3 kk                 | -10,82 % | 27,41 %        | -10,67 %        | 28,10 %        |
| 1 v                  | -24,89 % | 32,64 %        | -25,15 %        | 33,69 %        |
| 3 v                  | -50,85 % | 24,29 %        | -50,42 %        | 24,88 %        |
| 5 v                  | -39,03 % | 21,92 %        | -37,80 %        | 22,32 %        |
| Aloituspäivästä      | -75,89 % | 24,89 %        | -74,82 %        | 25,86 %        |
| Aloituspäivästä p.a. | -14,24 % |                | -13,84 %        |                |

**KULUT JA TUNNUSLUVUT**

1.4.2008 – 31.3.2009

|                                     |          |
|-------------------------------------|----------|
| Palkkiot yhteensä (TER)             | 0,48 %   |
| Tuottosidonnainen palkkio           | -        |
| Kaupankäyntikulut                   | 0,05 %   |
| Kokonaiskulut (TKA)                 | 0,53 %   |
| Salkun kiertonopeus                 | -23,16 % |
| Välityspalkkiot lähipiirille        | 0,0 %    |
| Indeksipoikkeama (tracking error)   | 1,24 %   |
| Lähipiirin omistusosuus (31.3.2009) | 2,01 %   |

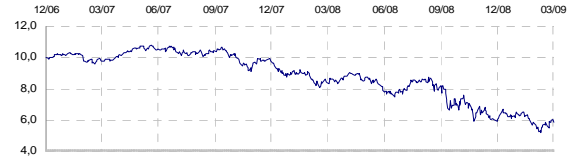
**SUURIMMAT OMISTUKSET**

| Yhtiö                        | Maa    | Osuus rahastosta |
|------------------------------|--------|------------------|
| TOYOTA MOTOR CORP            | Japani | 11,2 %           |
| MITSUBISHI UFJ FINANCIAL     | Japani | 7,6 %            |
| HONDA MOTOR CO LTD           | Japani | 5,5 %            |
| NIPPON TELEGRAPH & TELEPHONE | Japani | 4,7 %            |
| CANON INC                    | Japani | 4,5 %            |
| TOKYO ELECTRIC POWER CO      | Japani | 4,3 %            |
| NINTENDO CO LTD              | Japani | 3,9 %            |
| SUMITOMO MITSUI FINANCIAL GR | Japani | 3,9 %            |
| TAKEDA PHARMACEUTICAL CO LTD | Japani | 3,6 %            |
| NTT DOCOMO INC               | Japani | 3,6 %            |

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – [www.seligson.fi](http://www.seligson.fi)

**POHJOIS-AMERIKA –INDEKSIRAHASTO**  
31.3.2009 (1.7.2008 asti USA -indeksirahasto)

**ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)**



Osakeindeksirahasto, joka seuraa DJ Sustainability North America -indeksiä.

**RAHASTON AVAINTIEDOT**

|   |  |
|---|--|
| Aloituspäivä  | 29.12.2006   |
| Tyyppi  | Osakerahasto, USA  |
| Rahaston koko (milj. euroa)                           | 6,0  |
| Vertailuindeksi                                       | DJ Sustainability North America<br>1.7.2008 asti Dow Jones Industrial Average TR     |
| Hallinnointi- ja säilytyspalkkio                      | 0,43 % p.a.  |
| Tuottosidonnainen palkkio                             | ei   |
| Merkintä-/lunastuspalkkio (maksetaan rahastoyhtiölle) | ei   |
| Kaupankäyntipalkkio (maksetaan rahastoon)             | 0,1 % merkittäessä ja lunastettaessa (0,5 % lunastettaessa, jos sijoitusaika < 6 kk) |
| Salkunhoitaja   | Jani Holmberg / Jaana Timonen  |

**TUOTTO JA RISKI**

|                      | Rahasto  |                | Vertailuindeksi |                |
|----------------------|----------|----------------|-----------------|----------------|
|                      | Tuotto   | Volatiliteetti | Tuotto          | Volatiliteetti |
| 3 kk                 | -4,47 %  | 40,05 %        | -4,47 %         | 40,85 %        |
| 1 v                  | -29,68 % | 39,85 %        | -30,48 %        | 40,79 %        |
| Aloituspäivästä      | -41,62 % | 29,64 %        | -41,62 %        | 30,26 %        |
| Aloituspäivästä p.a. | -21,23 % |                | -21,23 %        |                |

**KULUT JA TUNNUSLUVUT**

1.4.2008 – 31.3.2009

|                                     |          |
|-------------------------------------|----------|
| Palkkiot yhteensä (TER)             | 0,47 %   |
| Tuottosidonnainen palkkio           | -        |
| Kaupankäyntikulut                   | 0,16 %   |
| Kokonaiskulut (TKA)                 | 0,63 %   |
| Salkun kiertonopeus                 | 109,51 % |
| Välityspalkkiot lähipiirille        | 0,0 %    |
| Indeksipoikkeama (tracking error)   | 1,55 %   |
| Lähipiirin omistusosuus (31.3.2009) | 0,68 %   |

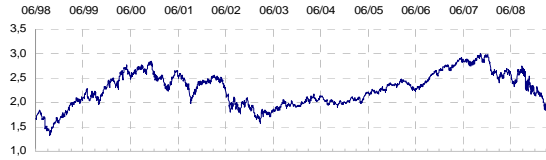
**SUURIMMAT OMISTUKSET**

| Yhtiö                       | Maa         | Osuus rahastosta |
|-----------------------------|-------------|------------------|
| JOHNSON & JOHNSON           | Yhdysvallat | 4,9 %            |
| PROCTER & GAMBLE CO         | Yhdysvallat | 4,7 %            |
| MICROSOFT CORP              | Yhdysvallat | 4,7 %            |
| CHEVRON CORP                | Yhdysvallat | 4,5 %            |
| INTL BUSINESS MACHINES CORP | Yhdysvallat | 4,3 %            |
| GENERAL ELECTRIC CO         | Yhdysvallat | 3,5 %            |
| CISCO SYSTEMS INC           | Yhdysvallat | 3,2 %            |
| COCA-COLA CO/THE            | Yhdysvallat | 3,1 %            |
| JPMORGAN CHASE & CO         | Yhdysvallat | 3,1 %            |
| PFIZER INC                  | Yhdysvallat | 3,1 %            |

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – [www.seligson.fi](http://www.seligson.fi)

**GLOBAL TOP 25 BRANDS**  
31.3.2009

**ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)**



Osakekorirahasto, joka sijoittaa maailman arvostetuimpiin tavaramerkkeihin.

**RAHASTON AVAINTIEDOT**

|   |   |
|---|---|
| Aloituspäivä  | 18.6.1998   |
| Tyyppi  | Osakerahasto, maailma   |
| Rahaston koko (milj. euroa)                           | 31,5  |
| Vertailuindeksi                                       | 50% MSCI Consumer Discretionary NDR<br>50% MSCI Consumer Staples NDR                  |
| Hallinnointi- ja säilytyspalkkio                      | 0,6 % p.a.  |
| Tuottosidonnainen palkkio                             | ei  |
| Merkintä-/lunastuspalkkio (maksetaan rahastoyhtiölle) | ei  |
| Kaupankäyntipalkkio (maksetaan rahastoon)             | 0 % merkittäessä ja lunastettaessa<br>(0,5 % lunastettaessa, jos sijoitusaika < 6 kk) |
| Salkunhoitaja   | Jani Holmberg / Jaana Timonen   |

**TUOTTO JA RISKI**

|                      | Rahasto  |                | Vertailuindeksi |                |
|----------------------|----------|----------------|-----------------|----------------|
|                      | Tuotto   | Volatiliteetti | Tuotto          | Volatiliteetti |
| 3 kk                 | -8,31 %  | 28,59 %        | -3,91 %         | 27,93 %        |
| 1 v                  | -21,07 % | 29,99 %        | -23,01 %        | 29,65 %        |
| 3 v                  | -18,21 % | 20,20 %        | -31,47 %        | 19,61 %        |
| 5 v                  | -3,79 %  | 17,17 %        | -17,73 %        | 16,73 %        |
| 10 v                 | 0,19 %   | 19,15 %        | -23,57 %        | 17,25 %        |
| Aloituspäivästä      | 18,07 %  | 19,61 %        | -17,12 %        | 17,41 %        |
| Aloituspäivästä p.a. | 1,55 %   |                | -1,73 %         |                |

**KULUT JA TUNNUSLUVUT**

1.4.2008 – 31.3.2009

|                                     |        |
|-------------------------------------|--------|
| Palkkiot yhteensä (TER)             | 0,61 % |
| Tuottosidonnainen palkkio           | -      |
| Kaupankäyntikulut                   | 0,10 % |
| Kokonaiskulut (TKA)                 | 0,71 % |
| Salkun kiertonopeus                 | 8,35 % |
| Välityspalkkiot lähipiirille        | 0,0 %  |
| Indeksipoikkeama (tracking error)   | 8,06 % |
| Lähipiirin omistusosuus (31.3.2009) | 0,15 % |

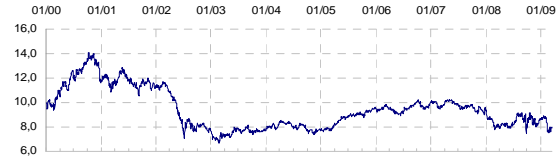
**SUURIMMAT OMISTUKSET**

| Yhtiö                | Maa         | Osuus rahastosta |
|----------------------|-------------|------------------|
| MCDONALD'S CORP      | Yhdysvallat | 9,1 %            |
| COCA-COLA CO/THE     | Yhdysvallat | 8,2 %            |
| PROCTER & GAMBLE CO  | Yhdysvallat | 7,6 %            |
| UNILEVER NV-CVA      | Alankomaat  | 6,7 %            |
| THE WALT DISNEY CO.  | Yhdysvallat | 5,7 %            |
| COLGATE-PALMOLIVE CO | Yhdysvallat | 4,3 %            |
| PEPSICO INC          | Yhdysvallat | 4,0 %            |
| NIKE INC -CL B       | Yhdysvallat | 3,9 %            |
| KELLOGG CO           | Yhdysvallat | 3,8 %            |
| NESTLE SA-REGISTERED | Sveitsi     | 3,7 %            |

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – [www.seligson.fi](http://www.seligson.fi)

**GLOBAL TOP 25 PHARMACEUTICALS**  
31.3.2009

**ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)**



Osakekorirahasto, joka sijoittaa maailman suurimpien lääkeyritysten osakkeisiin.

**RAHASTON AVAINTIEDOT**

|   |   |
|---|---|
| Aloituspäivä  | 17.1.2000   |
| Tyyppi  | Osakerahasto, lääketieteellinen   |
| Rahaston koko (milj. euroa)                           | 25,1  |
| Vertailuindeksi                                       | MSCI Pharma & Biotech NDR   |
| Hallinnointi- ja säilytyspalkkio                      | 0,6 % p.a.  |
| Tuottosidonnainen palkkio                             | ei  |
| Merkintä-/lunastuspalkkio (maksetaan rahastoyhtiölle) | ei  |
| Kaupankäyntipalkkio (maksetaan rahastoon)             | 0 % merkittäessä ja lunastettaessa<br>(0,5 % lunastettaessa, jos sijoitusaika < 6 kk) |
| Salkunhoitaja   | Jani Holmberg / Jaana Timonen   |

**TUOTTO JA RISKI**

|                      | Rahasto  |                | Vertailuindeksi |                |
|----------------------|----------|----------------|-----------------|----------------|
|                      | Tuotto   | Volatiliteetti | Tuotto          | Volatiliteetti |
| 3 kk                 | -4,09 %  | 21,12 %        | -5,30 %         | 23,93 %        |
| 1 v                  | -0,32 %  | 26,31 %        | -4,53 %         | 27,92 %        |
| 3 v                  | -17,67 % | 17,89 %        | -25,14 %        | 18,89 %        |
| 5 v                  | 0,44 %   | 15,46 %        | -11,73 %        | 16,74 %        |
| Aloituspäivästä      | -20,41 % | 17,32 %        | -32,28 %        | 19,17 %        |
| Aloituspäivästä p.a. | -2,45 %  |                | -4,14 %         |                |

**KULUT JA TUNNUSLUVUT**

1.4.2008 – 31.3.2009

|                                     |         |
|-------------------------------------|---------|
| Palkkiot yhteensä (TER)             | 0,61 %  |
| Tuottosidonnainen palkkio           | -       |
| Kaupankäyntikulut                   | 0,14 %  |
| Kokonaiskulut (TKA)                 | 0,75 %  |
| Salkun kiertonopeus                 | -3,55 % |
| Välityspalkkiot lähipiirille        | 0,0 %   |
| Indeksipoikkeama (tracking error)   | 3,69 %  |
| Lähipiirin omistusosuus (31.3.2009) | 0,22 %  |

**SUURIMMAT OMISTUKSET**

| Yhtiö                        | Maa           | Osuus rahastosta |
|------------------------------|---------------|------------------|
| ROCHE HOLDING AG-GENUSSCHEIN | Sveitsi       | 6,6 %            |
| JOHNSON & JOHNSON            | Yhdysvallat   | 6,3 %            |
| PFIZER INC                   | Yhdysvallat   | 6,0 %            |
| NOVARTIS AG-REG              | Sveitsi       | 5,6 %            |
| GLAXOSMITHKLINE PLC          | Iso-Britannia | 5,5 %            |
| SCHERING-PLOUGH CORP         | Yhdysvallat   | 4,9 %            |
| WYETH                        | Yhdysvallat   | 4,3 %            |
| BRISTOL-MYERS SQUIBB CO      | Yhdysvallat   | 4,2 %            |
| BIODERIV INC                 | Yhdysvallat   | 4,1 %            |
| GENENTECH INC                | Yhdysvallat   | 4,1 %            |

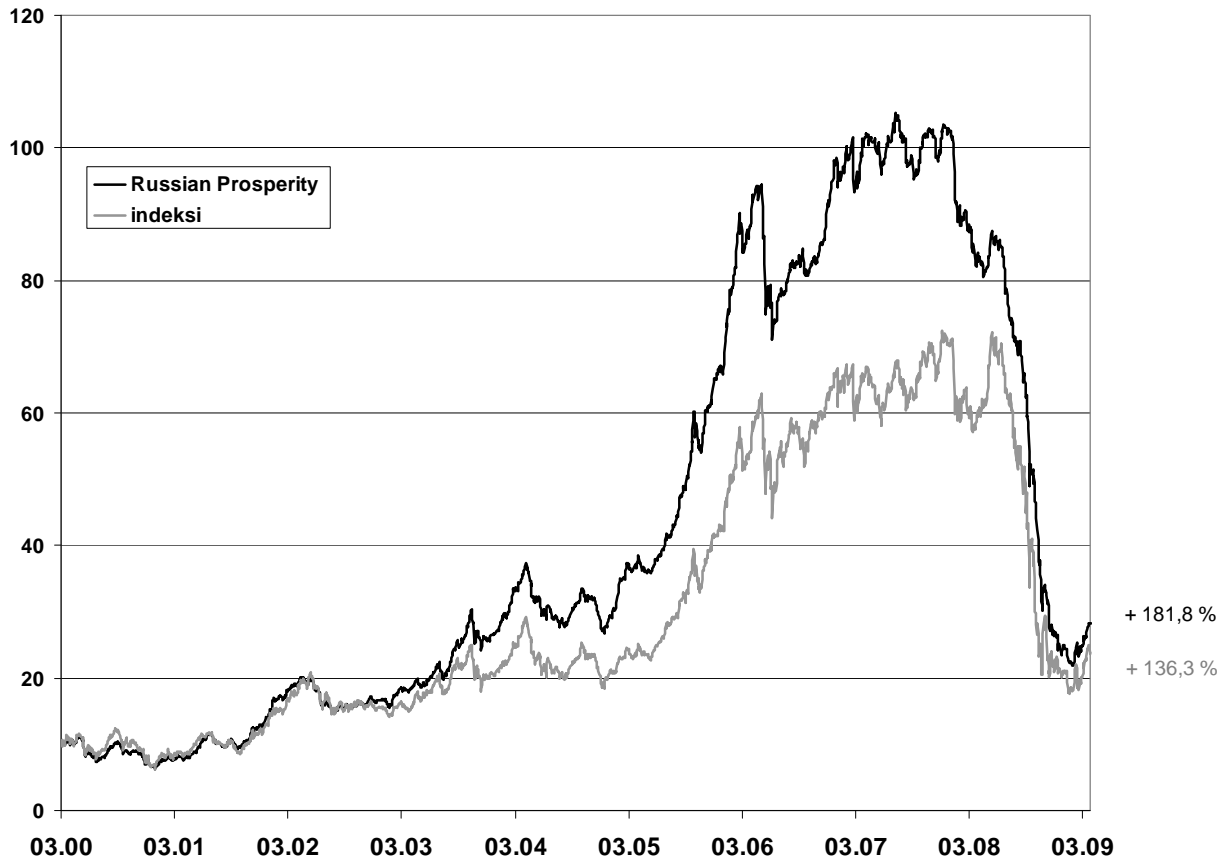
Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – [www.seligson.fi](http://www.seligson.fi)

Aktiivinen osakerahasto, joka sijoittaa pääosin Venäjän osakemarkkinoille.

## Russian Prosperity ja vertailuindeksi

Euro

8.3.2000 - 31.3.2009



### RAHASTON AVAINTIEDOT

|  |   |
|--|---|
| Aloituspäivä   | 8.3.2000                                      |
| Tyyppi   | Osakkeet, Venäjä & IVY                        |
| Rahaston koko (milj. euroa)                              | 42,1  |
| Vertailuindeksi  | RTS1 – Interfax (huom! hintaindeksi)          |
| Hallinnointi- ja säilytyspalkkio                         | 1,4 % p.a.                                    |
| Tuottosidonnainen palkkio                                | on  |
| Merkintäpalkkio (maksetaan rahastoyhtiölle)              | 0 - 2,5 %, riippuen merkintäsummasta          |
| Kaupankäyntipalkkio lunastettaessa (maksetaan rahastoon) | 0,5 %, jos sijoitusaika alle 6 kk; muuten 0 % |
| Salkunhoitaja  | Petri Rutanen                                 |

### KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.4.2008 – 31.3.2009

|  |         |
|--|---------|
| Palkkiot yhteensä (TER)  | 1,48 %  |
| Tuottosidonnainen palkkio (vuoden alusta)  | 0,04 %  |
| <b>Kaupankäyntikulut</b><br>(arvio, suurin osa Venäjän osakekaupasta käydään ns nettokauppana ilman eksplisiittisiä välityspalkkioita) | 0,64 %  |
| Kokonaiskulut (TKA)  | 2,12 %  |
| Salkun kiertonopeus  | 59,47 % |
| Välityspalkkiot lähipiirille   | 0,0 %   |
| Indeksipoikkeama (tracking error)  | 42,26 % |
| Lähipiirin omistusosuus (31.3.2009)  | 0,10 %  |

### TUOTTO JA RISKI

|                      | Rahasto  |                | Vertailuindeksi* |                |
|----------------------|----------|----------------|------------------|----------------|
|                      | Tuotto   | Volatiliteetti | Tuotto           | Volatiliteetti |
| 3 kk                 | 17,12 %  | 26,89 %        | 15,44 %          | 47,98 %        |
| 1 v                  | -65,68 % | 32,24 %        | -59,74 %         | 61,79 %        |
| 3 v                  | -67,72 % | 22,40 %        | -56,05 %         | 41,72 %        |
| 5 v                  | -21,02 % | 20,91 %        | -15,25 %         | 36,53 %        |
| Aloituspäivästä      | 181,82 % | 23,82 %        | 136,33 %         | 37,88 %        |
| Aloituspäivästä p.a. | 12,10 %  |                | 9,95 %           |                |

\* Huom! Kyseessä on hintaindeksi.

| SUURIMMAT OMISTUKSET    | Maa        | Osuus rahastosta |
|-------------------------|------------|------------------|
| BASHNEFT                | Venäjä     | 9,2 %            |
| TNK BP HOLDING          | Venäjä     | 8,9 %            |
| SURGUTNEFTEGAZ          | Venäjä     | 7,5 %            |
| LUKOIL                  | Venäjä     | 5,6 %            |
| CENTRAL TELECOMMUNICAT  | Venäjä     | 4,2 %            |
| TATNEFT                 | Venäjä     | 3,9 %            |
| SOUTHERN TELECOMMUNICAT | Venäjä     | 3,3 %            |
| KAZMUNAIGAS EXPLORATION | Kazakshtan | 3,2 %            |
| SISTEMA                 | Venäjä     | 3,1 %            |
| URSA BANK               | Venäjä     | 2,9 %            |

## SALKUNHOITAJALTA

Venäjän RTS -osakeindeksi nousi vuoden ensimmäisen neljänneksen aikana 15,4 % ja Russian Prosperity -rahasto 17,1 %. Venäjän pörssi oli yksi alkuvuoden eniten nousseista osakemarkkinoista, vaikka nousu tapahtuikin melkein kokonaan maaliskuussa.

Kun valtaosa muista maailman pörseistä on syksystä saakka pääasiassa jatkanut laskutrendiään, Venäjän osakekurssikehitys on itse asiassa jo lokakuusta saakka pysytellyt kohtuullisen kapeassa vaihteluvälissä. Äkilliset liikkeet ovat yleensä olleet ominaisia vähemmän kehittyneille osakemarkkinoille, mutta Venäjällä nopea lasku tasoittui jo kolmen kuukauden romahduksen jälkeen. Tämä saattaa viitata siihen, että velkavivulla toimineiden sijoittajien äkilliset pakkomyynnit ovat jo takanapäin.

Muutaman kuukauden pituisen aikavälin tarkastelussa nousvien osakekurssien prosenttiluvut ovat kuitenkin helposti harhaanjohtavia. Venäjän pörssihän laski viime heinä-lokakuun aikana indeksipisteluvuilla mitattuna tasolta 2500 tasolle 500 eli 80 %. Tätä kirjoittaessa pörssi on noussut vasta tasolle 750. Toisin sanoen: 2000 pisteen arvonlaskusta osakekurssit ovat palauttaneet sijoittajille vasta reilut 10 %.

### Reippaasti ruplilla

Venäjän osakemarkkinoiden alkukevään suhteellisesta vahvuudesta voidaan osittain kiittää raaka-aineiden ja niistä lähinnä öljyn hintakehitystä. Öljyn hinta oli alimmillaan syksyllä. Vaikka öljyä ostavien teollisuusyhtiöiden omat tulevaisuudenennusteet ovat pääosin entisestään synkentyneet, maaliskuun loppuun mennessä öljyn tynnyrihintana on noussut vuoden 2008 lopun 35 dollarista taas yli 50 dollarin tasolle.

Uskottavuutta venäläisiin osakkeisiin sijoituskohteena lisäsi myös se, että Venäjän keskuspankki onnistui kääntämään tai ainakin vakauttamaan maan valuutan kehityksen. Öljyn hinta oli tammikuun puoliväliin mennessä romahtanut 70 % viime kesän huipustaan. Lähinnä tästä aiheutuvasta epävarmuudesta Venäjän taloutta kohtaan, ruplan arvo heikentyi dollariin nähden peräti 35 %. Tämä oli selvästi enemmän kuin mitä keskuspankki oli pitänyt hillityn devalvaation tavoitteena. Tammikuun 22. päivänä 2009 keskuspankki asetti ruplalle uuden vaihteluvälitavoitteen, joka on siitä saakka pitänyt.

Valuutan uusi vakaus on poistanut yhden suurimmista Venäjän sijoitusmarkkinoiden epävarmuustekijöistä. Uudelleen rohkaistuneet venäläiset pankit ja paikalliset sijoittajat ovat rohjenneet siirtää varojaan valuuttaspekulaatioista takaisin ruplamääräisille osakemarkkinoille.

Ruplan puolustuksen aikana maan USD 598 miljardin valuuttavaranto ehti huveta USD 380 miljardiin. Suunta kuitenkin kääntyi jo helmikuussa ja varannot ovat taas kasvussa. Venäjän tämänhetkinen USD 388 miljardin valuuttavaranto on maailman kolmanneksi suurin. Kun monissa ”kehittyneissä” maissa valtionvelka vain kasvaa, on se Venäjällä maaliskuussa laskenut vain 2,3 %:iin bruttokansantuotteesta.

### Aliarvostettu?

Venäjä on usealla mittarilla mitattuna poikkeuksellisen aliarvostettu sijoituskohte. Osakemarkkinoiden keskimääräisellä vuoden 2008 toteutuneen tuloksen mukaan lasketulla P/E-luvulla mitattuna (n. 3,2) se on käsityksemme mukaan maailman suurista pörseistä edullisin. Venäjällä on kuitenkin hyvin vähän velkavipua, mittavat määrät osaavia ihmisiä ja tunnetusti valtavat raaka-ainevarat.

Venäjän kansantaloudella on toki rakenteellisia ongelmia. Maa on edelleen hyvin riippuvainen raaka-ainetuotannosta ja pankkijärjestelmä kaipaa tehostamista. Uskomme kuitenkin, että näitä ongelmia usein liioitellaan, sillä esimerkiksi Venäjän vahvasti ylijäämäinen vaihtotase (+5,3 % / BKT) poikkeaa merkittävästi esim. muiden Itä-Euroopan kasvumaiden tilanteesta, joissa kaikissa vaihtotase on negatiivinen: vaihdellen Puolan -5,6 %:sta Bulgarian -23,1 %:iin.

Suurimman syyn Venäjän aliarvostukseen ei mielestämme pitäisi olla länsimaissa lehdissä laajasti pohdittujen makrotaloudellisten tai poliittisten riskien, vaan suurin riski piilee nähdäksemme yritysten hallintokulttuurissa. Toimittamamme paikan päällä jo 13 vuotta, uskallamme kuitenkin väittää, että tälläkin saralla on tapahtunut merkittävää kehitystä.

Prosperity Capital Management on Venäjän ja sen lähialueiden suurimpia portfoliosijoittajia. Pyrimme sijoittamaan huostaamme uskottuja asiakasvaroja hyvin tuntemiimme ja hyvin johdettuihin yhtiöihin. Niiden hallintokulttuurien seuraamisessa auttaa se, että Prosperityllä on hallituspaikat yhtiöissä, jotka yhteensä edustavat n. 45 % kaikista Prosperity Capital -ryhmän hallinnoimista sijoituksista.

### Salkun rakenne

Öljyn ja kaasun hintaromahduksen jälkeen olemme lisänneet sijoituksiamme tällä toimialalla. Vuosi sitten, öljyn hinnan ollessa huipussaan, sektori edusti 36 %:ia salkustamme on sen paino nyt 46 %. Suurimmat omistuksemme ovat Bashneft, jossa uskomme uusien yksityisten omistajien - mm. Sisteman - virtaviivaistavan yhtiön toimintoja. Olemme



ostaneet myös Sisteman osakkeita. Toiseksi suurin öljyomistuksemme on TNK-BP - P/E luku 3,1 ja osinkotuotto 15 %. Pankkiosakkeiden painon lisääminen salkussa on suurin muutos vuodentakaiseen tilanteeseen. Suurin omistuksemme alalla on nykyään Ursa Bank, jonka uskomme maan toiseksi suurimpana pankkina hyötyvän pankkisektorilla väistämättä edessä olevasta rakennemuutoksesta.

Olemme edelleen RTS -vertailuindeksiimme nähden ylipaivonnossa telekommunikaatioalalla. Yhtiöiden vakaa tuotto kiinteälinjaliikenteessä on mielestämme houkutteleva ja siirtymisen kehittyneempiin palveluihin on hyvässä vauhdissa. Olemme alkuvuodesta myyneet joitain pienempiä omistuksemme sähköntuotanto- ja -jakeluyhtiöissä, koska saimme neuvoteltua pörssikursseja korkeamman hinnan.

*Sijoitusneuvoja Prosperity Capital Managementin raporttien pohjalta,*



Petri Rutanen, salkunhoitaja  
[petri.rutanen@seligson.fi](mailto:petri.rutanen@seligson.fi)

PS. Minulta kysytään usein, onko juuri nyt oikea aika ostaa vaiko myydä Russian Prosperity –rahaston osuuksia.

Kerron mielelläni Venäjälle sijoittamisen mahdollisuuksista ja riskeistä, mutta konkreettisia henkilökohtaisia sijoitusneuvoja en voi antaa. Markkinoiden heilahteluja ei pysty luotettavasti ennustamaan kukaan ja kunkin sijoittajan salakuissa on eri sijoituskohteilla erilainen rooli.

Seligson & Co Varainhoidon sijoitusneuvontapalvelu voi auttaa laatimaan sijoittajan omista lähtökohdista muokatun sijoitussuunnitelman – ja jopa pysymään siinä.

Lisätietoja varainhoidon palveluistamme antaa mielellään esimerkiksi **Petri Pohjanoksa** ([petri.pohjanoksa@seligson.fi](mailto:petri.pohjanoksa@seligson.fi) / 09 – 6817 8207).

## RAHASTOJEN TUNNUSLUKUIJEN MÄÄRITELMIÄ

### Volatiliteetti / standardipoikkeama

Kuvaa rahaston arvon heilahtelua. Tunnusluku lasketaan edeltävän 12 kk:n jakson arvona. Luku ilmoitetaan prosentteina vuodessa.

### Indeksipoikkeama (tracking error / aktiivinen riski)

Indeksipoikkeama mittaa sitä kuinka tarkasti rahaston tuotto seuraa vertailuindeksin tuottoa. Suuri luku merkitsee sitä, että rahaston tuotto suhteessa vertailuindeksin tuottoon on vaihdellut voimakkaasti. Pieni aktiivinen riski taas tarkoittaa, että rahaston tuotto lähes seuraa vertailuindeksin tuottoa. Tunnusluku lasketaan edeltävän 12 kk:n jakson arvona.

### Salkun kiertonopeus

Rahaston arvopapereiden vaihtuvuus tietyllä ajanjaksolla. Luku lasketaan vähentämällä tehtyjen ostojen ja myyntien yhteissummasta merkintöjen ja lunastusten yhteissumma (summa1). Salkun kiertonopeus on saadun luvun (summa1) suhde rahaston keskimääräiseen pääomaan tarkastelujaksolla. Esimerkiksi kiertonopeus 100% tarkoittaa, että tarkastelujakson aktiiviteetillä rahaston arvopaperit ovat keskimäärin vaihtuneet vuosisallalla kerran.

*Negatiivinen kiertonopeus* tarkoittaa, että salkunhoitajan käymän arvopaperikaupan kokonaisvolyyymi on ollut pienempi kuin merkintöjen ja lunastusten.

### Kaupankäyntikulut

Rahaston pääomasta veloitettavat rahaston kaupankäyntiin liittyvät arvopaperinvälittäjille maksetut palkkiot. Ilmoitetaan prosenttilukuna *keskimääräisestä* pääomasta edeltävällä 12 kk:lla. **Huom!** Sijoitusrahastoyhdistyksen suosituksen mukaan kaupankäyntikulut tulisi laskea jakamalla euromääräinen kulu edeltävän 12 kk:n *korkeimmalla* rahastopääomalla. Tämä laskentatapa tuottaa kuitenkin mielestämme harhaanjohtavan alhaisen tuloksen ja käytämme sitä vain niissä rahastojen virallisissa tilinpäätös- ja osavuosi-raporteissa, joita Sijoitusrahastoyhdistyksen suositus koskee.

### Total expense ratio / TER

Kertoo rahaston perimien kulujen osuuden prosenttilukuna keskimääräisestä pääomasta tarkastelujaksolla. Luku sisältää rahaston pääomasta veloitettavan hallinnointi- ja säilytyspalkkion, tilinhoito- ja muut pankkikulut sekä mahdollisen tuottosidonnaisen palkkion. TER –luku *ei sisällä* esim. kaupankäyntikuluja, jonka vuoksi raportoimme myös rahastojen kokonaiskulut. Pharoksen osalta TER sisältää myös kohderahastojen kulut.

Jos rahastolla on *tuottosidonnainen palkkio*, lasketaan sen arvo alkaen edeltävästä vuodenvaihteesta kunkin rahaston sääntöjen mukaan.

### Kokonaiskulut / TKA

Kaikki rahastopääomasta veloitettavat kulut (TER + kaupankäyntikulut + mahdolliset muut kulut) prosenttilukuna keskimääräisestä pääomasta tarkastelujaksolla. TKA ei sisällä rahaston maksettavaksi koituvien lähdeverojen kustannuksia.

### Välityspalkkiot lähipiirille

Prosenttiosuus rahaston tarkastelujaksolla maksamista välityspalkkioista, jotka on maksettu rahastoyhtiön kanssa samaan kirjanpidolliseen konsolidointiryhmään kuuluvalla sijoituspalveluyritykselle tai luottolaitokselle.

### Korkoriski (duraatio)

Duraatio ilmaisee korkosijoituksen korkorisikin yhtenä lukuna. Korkoriski on käytännössä sijoituksen markkina-arvon herkyys korkotason muutokselle. Matemaattisesti duraatio lasketaan joukkolainan kassavirtojen (vuotuiset kupongit ja lainan pääoman takaisinmaksu erääntymisessä) pituusiin pääomilla painotettuna keskiarvona ja ilmaistaan vuosina. Kun korkotaso muuttuu (+/-) x % muuttuu joukkolainan arvo (-/+) duraatio \*x %.

### Sharpen luku

Alan käytännöstä poiketen *emme julkaise* tässä katsauksessa Sharpen lukua, koska se ei käsitteäksemme tuo mitään olennaista informaatiota indeksiin verrattujen tuoton ja volatiliteetin sekä indeksipoikkeaman (tracking error) lisäksi. Julkaisemme kuitenkin Sharpen luvun Sijoitusrahastoyhdistyksen suosituksen mukaisesti rahastojen virallisissa tilinpäätös- ja osavuosi-raporteissa.

## ÅT SKOGEN – ELLER ÄNDÅ INTE?

### - skogsindustrin inför nya utmaningar

På den gamla (goda?) tiden var skogsindustrin oerhört viktig för Finlands ekonomi; en stor del av landets exportintäkter genererades direkt eller indirekt av skogsindustrin. Omtanken om densamma påverkade starkt den ekonomiska politiken. I en kroniskt inflatorisk efterkrigsekonomi återställdes skogsindustrins internationella priskonkurrenskraft med hjälp av regelbundet återkommande devalveringar.

I slutet av 1980-talet beslöt Holkeris regering att denna onda inflations-devalveringscirkel skulle brytas. Landets ekonomi skulle genomgå en ”behärskad struktumvandling”, devalveringscykeln skulle förpassas till historien. Ekonomin skulle göras mindre beroende av den hårt konkurrensutsatta skogsindustrin och en mångsidigare näringsstruktur skulle tvingas fram. Detta var kärnan i den ”starka markens politik”, som trots allt slutade i ytterligare en devalvering och även recession, bankkras och massarbetslöshet i början av 1990-talet.

I många avseenden upplever vi idag en liknande situation. Den internationella lågkonjunkturen har minskat efterfrågan på skogsindustrins produkter. Den finländska skogsindustrins kostnadsnivå är för hög, dels på grund av traditionella kostnadsinflatoriska orsaker (löneinflation, skenande rotpriser) och dels på grund av att konkurrenternas valutor har devaluerats (svenska kronan, ryska rubeln).

Vår egen valuta är nu emellertid orubbligt fast i form av euron. Detta innebär förstås att den för den inhemska efterfrågan ödesdigra ränteuppgång, som vi hade i början av 1990-talet, inte materialiseras denna gång. Men problemen för skogsindustrin är liknande som de var på 1990-talet förrän de löstes genom vår sista devalvering.

Och konsekvenserna är hårda. Kartongtillverkaren och börsbolaget Stromsdal har gått i konkurs. Stora Enso, UPM och Metsäliitto lägger ned fabriker och tusentals jobb försvinner. Samma bolag permitterar ytterligare personal och drar tillfälligt ned produktionskapaciteten på övriga anläggningar. Exporten rasar. Skogsbolagens börskurser faller till rekordlåga nivåer.

Hela produktionskedjan börjar så småningom lida. Ingen köper mera skogsägarnas stock och massaved, som ännu för ett knappt år sedan ansågs bli en bristvara. Nu hotas hundratal skogsmaskinsföretagares uppehälle när ingen massaved mera behövs och leasingföretagens gårdsplaner börjar så småningom fyllas av beslagtagna skogsmaskiner.

Det är alltså klart att konjunkturnedgången och den förändrade valutakurspolitiska regim som vårt land nu har anammat, håller på att fullfölja den ”behärskade struktumvandling”, som redan Holkeris regering visionerade om. Med tiden har emellertid även nya strukturella förändringstryck uppkommit.

Den kanske viktigaste nya utmaningen för vår skogsindustri kommer från skogsodling, pappersmassa- och timmerproduktion från sydligare breddgrader. Denna nya utmaning hade jag personligen möjlighet att studera på nära håll under en resa till Uruguay och Chile nyligen.

Både i Uruguay och Chile odlar skogsbolagen australiensisk eucalyptus för cellulosatillverkning. Eucalyptusen drivs upp under genetiskt kontrollerade förhållanden på egna plantskolor, planteras på egna plantager oftast på mindre än 200 kilometers avstånd från fabriken (optimering av transporter) och ”mognar” för skörd (kalhygge) på 8-10 år. I mellersta och södra Chile odlar bolagen med liknande effektivitet kaliforniska tallar, som mognar till stock på 25-30 år.

Arbetskraftskostnaderna i dessa länder är låga och även råvarupriserna måste i denna effektiva produktionskedja bli låga. Detta innebär att dessa nya skogsindustriländer kommer att vara ytterst tuffa konkurrenter för Finland. Det största hotet för dem är ekologiskt: de importerade och snabbt växande träarterna (speciellt eucalyptusen) behöver oerhörda mängder vatten och redan nu skyller miljöfolket den nya skogspolitikerna för tilltagande torka och erosion.

### Logistiken avgör

Logistiken inom pappersindustrin bygger på att producera cellulosan så nära träråvaran som möjligt, skeppa cellulosan till pappersfabriken, som igen av logistiska skäl skall vara placerad så när slutanvändaren som möjligt. Cellulosafabriker i Sydamerika, Sydostasien och Afrika, alltså. Och pappersfabriker i Tyskland, Storbritannien, USA, Japan och Kina.

Mot denna bakgrund – när såväl konjunktur- som strukturproblem drabbar sektorn samtidigt – förstår man delvis den svarta pessimism som har dragit ned de finländska skogsbolagens aktiekurser i gytjtjan under den senaste tiden.

Min uppfattning är emellertid att reaktionerna har varit överdrivna. De finländska bolagen är trots allt i bra skick. Man har relativt nya och moderna anläggningar och är åtminstone delvis rätt positionerade med plantager och sellulosafabriker exempelvis i Sydamerika. Man har en del pappersfabriker nära de stora marknaderna.

En del av kapaciteten i Finland måste skäras ned och den processen är redan på gång, men detta är mera ett nationellt problem för Finland än ett långsiktigt problem för de finländska skogsbolagen. Den snabba uppgången av M-Reals aktiekurs under de senaste veckorna tyder kanske också på att en tillnyktring av synen på skogsindustrin redan har startat.



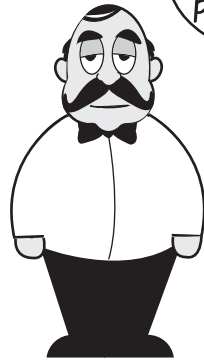
Mikael Ingberg

Styrelseordförande / Seligson & Co  
mikael.ingberg@seligson.fi



Mitäs sanot, joko on nähty pohjat osakkeissa?

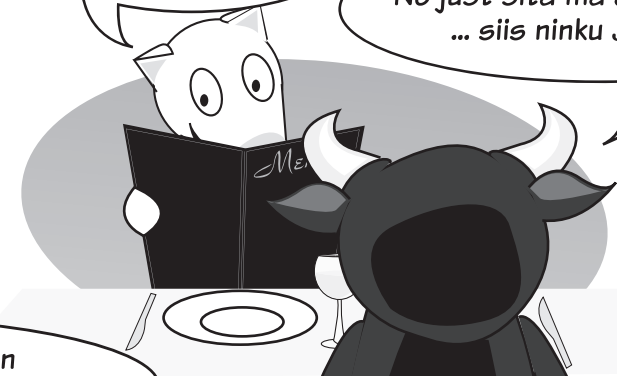
Pohjalle aperitiivi? Otetaan vaan.



Eihän sitä voi tietää. Älä ota enempää riskiä kuin tuntuu hyvältä, vastusta kiusausta.

No just sitä mä ajattelin ottaa ... siis ninku Janssonin.

Joo, mikä ettei. Mutta sano nyt: joko kaikki peliin?

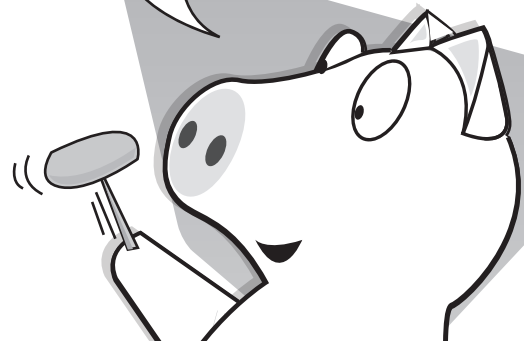


Asia pihvi. Mä taas lisään painoa pikku hiljaa ... siis ninku osakkeissa.

Huomasitko muuten, että Teeri-konsernin extrapeli-obligaatio tuottaa 60 prossaa vuodessa. Tuleeko vesi kielelle?



Ei sekään voi olla varma nakkii. Miks ne myy sitä sulle?



Ai niin, miks joku myy sillä hintaa? Ja miks isot ei putsaa pöytää? Otatko vielä lattea?

Lattea? Mä olen vaan realisti. Kun yrittää poimia rusinat pullasta voi tulla pannukaku. Ilmaisia lounaita ei ole. Paitsi...

...sijoitusneuvojen jakelijoille. Joo-joo, mä voin maksaa.



## SELIGSON & CO

Seligson & Co perustettiin 1997 tuottamaan kustannustehokkaita nykyaikaisia sijoituspalveluja pitkäjänteisille sijoittajille. Palvelemme sekä instituutioita että yksityis-sijoittajia Suomessa ja Ruotsissa.

Pyrimme tuottamaan sijoituspalveluja, joiden lähtökohtana on aidosti asiakkaan etu: palveluja, jotka ovat helpompia ymmärtää ja joiden avulla asiakkaan saama pitkän aikavälin tuotto on mahdollisimman hyvä.

Pyrimme aina minimoimaan sijoitusten tuottoa rasittavia kustannuksia. Keskitymme varainhoitoon ja olemme siksi täysin riippumattomia esimerkiksi arvopaperivälittäjistä.

## PALVELUMME

**Rahastomme** voidaan jakaa passiivisiin indeksi- ja korirahastoihin sekä aktiivisiin rahastoihin sen mukaan mikä on salkunhoitajan rooli sijoitusten valinnassa.

Indeksirahastot ovat kustannustehokkain tapa muodostaa hyvin hajautettu perussalkku. Aktiivisesti hoidetut rahastomme sekä yhteistyökumppaniemme tuotteet täydentävät riski-, toimiala- ja maantieteellistä hajautusta.

**Varainhoito** auttaa asiakkaitamme saavuttamaan tavoitteensa kustannustehokkaasti ja hallitulla riskillä. Varainhoitorahasto Pharos on yksinkertainen ratkaisu useimmille, sijoitusneuvonta ja täyden valtakirjan varainhoito vastaavat yksilöllisen räätälöinnin tarpeisiin.

## YKSINKERTAINEN ON TEHOKASTA!

Monimutkaiset instrumentit ja runsas kaupankäynti arvopapereilla ovat tuottoisia välittäjille, mutta harvoin sijoittajille. Kun kaikki varainhoidossa käytetyt työkalut sopivat toisiinsa ja ovat riittävän yksinkertaisia, voidaan keskittyä oleelliseen. Kustannuksilla on merkitystä, yksinkertainen on tehokasta!



SELIGSON & CO RAHASTOYHTIÖ OYJ

Erottajankatu 1-3, FIN-00130 Helsinki puh. (09) 6817 8200 fax (09) 6817 8222 sähköposti info@seligson.fi  
[www.seligson.fi](http://www.seligson.fi)