

**TÄHTIÄ  
JA TÄHDEN-  
LENTOJA** (s.4)

**GLOBAL  
PHARMA  
PÄIVITETTY** (s. 19)

**KAPITAL-  
FÖRVALTNING  
(OCH FUSK)** (s. 26)

# SELIGSON & CO

## NELJÄNNESVUOSIKATSAUS 1 / 2011



**SELIGSON  
& CO**

*Yksinkertainen on tehokasta.*

## SISÄLLYS

PERUSASIOIDEN KUNTOTARKISTUS.....	3
TÄHTIÄ JA TÄHDENLENTOJA.....	4
TUNNUSLUKUJEN MÄÄRITELMIÄ .....	16
GLOBAL TOP 25 PHARMACEUTICALS.....	19
KAPITALFÖRVALTNING: MERVÄRDE, KUNDSERVICE (OCH FUSK).....	26
KUNNON PORKKANA! (SARJAKUVA) .....	27
<b>AKTIIVISET RAHASTOT</b>	
Varainhoitorahasto Pharos .....	6
Phoenix .....	10
Phoebus .....	13
Russian Prosperity.....	17
<b>KORKORAHASTOT</b>	
Rahamarkkinarahasto AAA.....	21
Euro-obligaatio .....	21
Euro Corporate Bond .....	22
<b>PASSIIVISET OSAKERAHASTOT</b>	
Kehittyvät markkinat .....	20
Suomi-indeksirahasto.....	22
OMXH25-indeksiosuusrahasto.....	23
Eurooppa-indeksirahasto .....	23
Aasia-indeksirahasto.....	24
Pohjois-Amerikka-indeksirahasto.....	24
Global Top 25 Brands .....	25
Global Top 25 Pharmaceuticals .....	25

**Tämä katsaus** julkaistaan neljännesvuosittain.

Rahastoistamme julkaistaan myös **Yksinkertaistettu rahastoeseite**, joka sisältää mm. tarkemmat kuvaukset rahastoistamme, kunkin sijoituspolitiikasta sekä tietoa rahasto-yhtiöstä.

Yksinkertaistettu rahastoeseite muodostaa yhdessä julkaisun **Rahastojen säännöt** kanssa **Virallisen Rahastoeseitteen**. Suosittelemme huolellista perehtymistä rahastoeseiteisiin aina ennen sijoituspäätöksen tekemistä.

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

Julkaisumme löytyvät kotisivuiltamme [www.seligson.fi](http://www.seligson.fi) ja niitä voi tilata joko puhelimitse (09) 6817 8200 tai sähköpostilla [info@seligson.fi](mailto:info@seligson.fi) sekä Tapiola-yhtiöiden konttoreiden kautta.

### Rapportering på svenska

Alla nyckeluppgifter och en del av rapporterna finns tillgängliga på svenska på vår webbplats, [www.seligson.fi](http://www.seligson.fi).

Också publikationerna *Förenklad fondprospekt* och *fondernas stadgar* finns på svenska både på vår webbplats och som tryckalster.

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).

### Nopeammin sähköisesti

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

© Seligson & Co Rahastoyhtiö Oyj  
ja Seligson & Co Oyj, 2011

Vastuullinen toimittaja: Ari Kaaro  
Kuvitus: Jan Fagernäs / Is Good Creative

**Historiallinen tuotto ei ole tae tulevasta.** Itse asiassa se ei kerro siitä juuri mitään. Eivät myöskään historiallisen tuoton perusteella jaetut erilaiset rahastopalkinnot (ks. s. 4-5). On hyvä muistaa, että...

**Rahastoihin sijoitetun varallisuuden arvo voi nousta tai laskea, eikä ole takeita siitä, että sijoitetun pääoman saa takaisin.** On siis hyvä ymmärtää mihin sijoittaa ja sijoittaa vain sellaiseen, minkä ymmärtää. Kaikki palvelut myös maksavat ja on järkevää ottaa selvää siitä, mistä itse asiassa maksaa ja kuinka paljon (ks. 26), sillä....

**Kustannuksilla on merkitystä.** Jo parin prosentin vuosikulut vähentävät merkittävästi (jopa huomasti!) pitkäaikaisen sijoituksen kokonaistuottoa. Lähempi tarkastelu laskureillamme: [www.seligson.fi/suomi/sijoitustieto/tyokalut/](http://www.seligson.fi/suomi/sijoitustieto/tyokalut/).



*Yksinkertainen on tehokasta!*

# PERUSASIOIDEN KUNTOTARKISTUS

Alkuvuoden dramaattisten maailmantapahtumien vyöryessä tiedotusvälineiden kautta eteemme ympäri vuorokauden, ovat monet asiakkaamme ymmärrettävästi kyselleet näkemystämme niiden vaikutuksesta pitkäjänteisen sijoittajan asemaan. Öljyn hinta nousee, komponenttipula iskee, velkakriisi syö euroa, pääomatulojen verotus kiristyy vaalien jälkeen... Miten käy sijoitusteni?

Onneksi on ollut helppo perustellusti rauhoitella kyselijöitä, vaikka tulevaisuudesta ei tietenkään *varmaksi* tiedetäkään. Todennäköisyyksien käsittely puolestaan lähtee siitä, missä mallissa sijoitussalkku on. Epävarmuuden vastalääkkeeksi on hyvä käydä läpi perusasioita.

Sijoitustuottoja on karkeasti ottaen kahdenlaisia. Osa perustuu *aitoon tuottoon*. Osakkeet eli omistusosuudet yhtiöistä tuottavat kun yhtiöiden liiketoiminta kasvaa ja kannattaa ja hajautetussa salkussa näin mitä todennäköisimmin pitkällä aikajänteellä tapahtuu. Aitoa tuottoa on toki muutakin: velkakirjoista maksetaan korkoa, metsä kasvaa, kanat munivat ja kiinteistön omistaja saa vuokratuloa. Lista on mukavan pitkä.

Osa tuotoista on *spekulatiivisia*. Osaanko minä tai salkunhoitajani ennustaa mitä osakkeesta maksetaan huomenna tai ensi vuonna? Asettuuko johdannaisen hinta edullisesti ja ovatko vastapuolet maksukykyisiä? Vahvistuuko kruunu suhteessa dollariin? Haluaako joku maksaa huomenna enemmän kuin tänään kultaharkosta, joka ei lisääny eikä laajene, vaan olla möllöttää sveitsiläisessä pankkiholvissa? Haluaako joku joskus taulun seinälleen niin kipeästi, että on valmis maksamaan siitä miljoonia?

Aitoon tuottoon perustuva hyvin hajautettu salkku tuottaa ajan mittaan lähes väijäämättä, varsinkin jos ylläpidon kustannukset ovat kohtuulliset. Matkan varrella markkina-arvot heilahtelevat luultavasti rajustikin, mutta niin kauan kuin maailmantalouden aktiviteetti lisääntyy, on tuoton muodostumisen perusta terve. Toistaiseksi mikään viime aikojenkaan myllerryksistä ei ole viittannut siihen, että ihmiset olisivat aikeissa lopettaa esimerkiksi syömisen, asumisen, rakentamisen, vaatteiden käytön tai matkustamisen.



**Voihan tuottokarsina!** Maailman tapahtumien lisäksi sijoittajien mielenrauhaa on omiaan hämmentämään sijoitusmarkkinoiden uskomattoman runsas ja monimutkainen tarjonta. Yhtä osaa siitä jäsennettiin sarjakuvassamme 1/2007 (luettavissa [www-sivujemme kautta](http://www.sivujemme.kautta), linkki "Esitteet ja katsaukset"). Lisää tämän katsauksen sivulla 27.

Ei tietenkään ole mahdotonta kuvitella niinkin suuria katastrofeja – sotia, luonnonmullistuksia, epidemioita – että niillä olisi erittäin tuhoisa vaikutus talouden toimintaan eri puolilla maailmaa myös todella pitkäksi aikaa. Osakemarkkinoiden historiaan on kuitenkin mahtunut kaikkea tätä, jopa runsain mitoin, eikä pitkinä sykleinä kasvava trendi ole ainakaan tähän mennessä taitunut.

Kasvusykliä voivat kuitenkin olla yli kymmenenkin vuoden mittaisia. Siksi kannattaa muistaa, että osakemarkkinoille ei ole rationaalista sijoittaa varoja, joita oikeasti tietää tarvitsevasa huomenna, ensi vuonna tai jopa muutaman vuoden kuluksi. Lisäksi on ilman muuta järkevää pitää kokonaan sijoitusomaisuudesta erilleen ajateltua "kassaa" tai vararahastoa, esimerkiksi hyvässä rahamarkkinarahastossa tai luotettavan pankin yleiseen korkotasoon nähden järkeväkorkoisella tilillä.

Riskienhallinnan kannalta keskeisen korko- ja osakesijoitusten välisen jaon eli *allokaation* lisäksi perusasioita ovat hajautus ja kustannusten hallinta.

Yksi aidon tuoton sijoitusinstrumenttien hyviä ominaisuuksia on ehdottomasti se, että niihin pääsee mukaan kohtuullisilla kustannuksilla. Esimerkiksi selkeän ja läpinäkyvän indeksirahaston kustannus on vain murto-osa siitä mitä useimpien spekulatiivisesti hintakehitystä ennustelevaan pyrkivien vaihtoehtojen. Lisäksi sen sijoituskohteet on helppo nähdä ja ymmärtää, mikä auttaa välttämään päällekkäisyyksistä seuraavia riskejä. Siten myös tehokas hajautus helpottuu.

Perusasiat ovat kunnossa, jos riskit ovat hallinnassa itselle oikean allokaation kautta ja sijoitusten pääosa on kiinni aidossa kasvussa hajautetusti ja kohtuullisen kustannuksin. Sen hankalampaa se ei ole.

Oma toimintamme perustuu käsitykseen siitä, että salkkuyhtiön yksi olennainen osa on sijoituspalvelujen tarjoaja, joka myy laadukkaita palveluja kohtuullisilla kustannuksilla, perustaa viestinnän siihen että asiat sanotaan niin kuin ne ovat ja vastaa asiallisiin kysymyksiin mahdollisimman kunnolla.<sup>1</sup>

Jos mielestänne täytämme nämä kriteerit, niin kertokaa ihmeessä muillekin. Kun taas jossain kohtaa emme, kertokaa nopeasti meille – kiitos jo etukäteen!

Ari Kaaro  
[ari.kaaro@seligson.fi](mailto:ari.kaaro@seligson.fi)  
Suora puh. 09 – 6817 8217

<sup>1</sup> Asiaa käsittelee mainiosti myös Anders Oldenburgin (ruotsinkielinen) kolumni sivulla 26. Suosittelemme.

# TÄHTIÄ JA TÄHDENLENTOJA

*”Kuu kiurusta kesään, rahastopalkinnoista rapiat päälle.”*

Näin voisi vanha hokema kääntyä kuvaamaan toimialamme alkuvuoden kalenteria. Erilaiset rahastoluokittelijoiden järjestämät palkintokarnevaalit ovat nimittäin sijoitusrahastosektorilla varma kevään merkki.

Rahastomme saivat tänäkin vuonna runsaasti mainetta ja muovipystejä. Ensin ehti suuri rahastoluokittelija Lipper, joka jakaa pohjoismaisia palkintoja. Seligson & Co Euro-obligaatio voitti euroalueen korkorahastopalkinnot 3, 5 ja 10 vuoden aikaväleillä ja varainhoitorahasto Pharos putsasi omassa kategoriassaan pöydän niin ikään kaikilla tarkasteluilla jaksoilla.

Lipper-palkintojen aikoihin jo hieman väistymässä ollut talvi ehti tulla taas takaisin, kun Morningstar jakoi suomalaisia rahastopalkintoja. Seligson & Co:n Global Top 25 Brands ja Euro Corporate Bond saivat Morningstarin palkinnot parhaana suomalaisina rahastoina luokissaan. Kaikkiaan palkintoja jaettiin yhdeksässä luokassa ja Seligson & Co:n rahastot olivat kolmen finalistin joukossa niistä peräti viidessä.

Jäiden lähden ollessa jo lähellä salkunhoitajia seuraava Citywire nosti Seligson & Co:n Jani Holmbergin yhdeksi Euroopan kymmenestä parhaimmasta maailmarahastojen salkunhoitajista. Www-sivuiltamme löytyvässä haastattelussa Janilta kysyttiin, mitä nämä palkinnot merkitsevät sijoittajille. Vastaus: *”No eivät oikeastaan mitään.”*

Rahasto- ja varainhoitoyhtiöiden markkinointiväki on perinteisesti ollut toista mieltä. Lehdistötiedotteiden perusteella palkinnoista ollaan haltioissaan ja innoissaan. Palkinnot todistavat kuinka alan ammattilaiset ovat meitä arvostaneet ja tuotteitamme kehuneet.

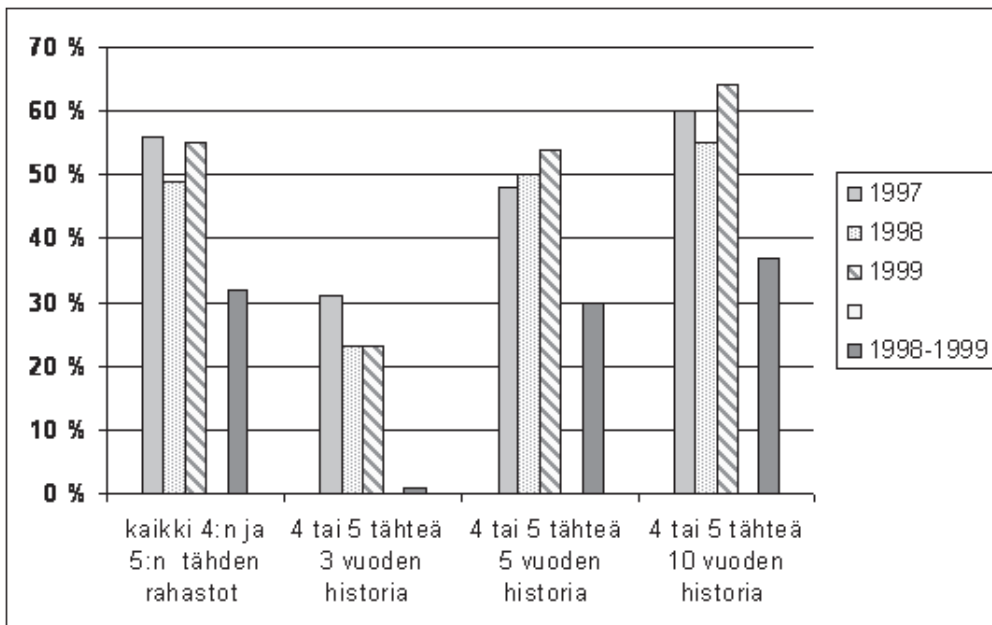
Jani on kuitenkin enemmän oikeassa: tulevien tuottojen ennustamiseen ei palkinnoista ole. Luokittelijoista suurin ilmaisee asian itse seuraavasti: *”Morningstarin tähtirating perustuu puhtaasti tilastoihin. Tähdet annetaan automaattisesti laskutoimituksesta, johon vaikuttavat rahaston tuotto, riski ja kulut. Tähdet perustuvat pelkästään menneeseen. Vaikka niillä on jonkin verran ennustusvoimaa, mennyt ei välttämättä kerro, miten rahastolla menee tulevaisuudessa.”*<sup>1</sup>

Suoraa puhetta, hatunnosto sille. Kunpa tähtiä tuijottavat markkinointiosastot muistaisivat olla yhtä selkeäsanaisia.

## Tähdet näyttävät tietä

USA:ssa, missä rahastoluokittelulla on pidemmät perinteet, on tutkittu tähtirahastojen ja tähtisalkunhoitajien vaikutusta rahastoyhtiön pääomien kehitykseen. Luvut ovat häkellyttäviä, tutkimuksesta riippuen 30–75% rahastojen nettomyynnistä perustuu erilaisten luokitusten perusteella tehtyihin valintoihin, joita usein vahvistaa massiivinen markkinointikoneisto.<sup>2</sup>

**TÄHDET SAMMUVAT.** Kuva havainnollistaa, miten rahastot menettävät tähtensä 12 ja 24 kk ajanjaksoilla.



Kuvan tarkastelussa ovat Morningstarin korkeimman tähtiluokituksen (4 ja 5 tähteä) rahastot.

Tarkasteluperiodi muodostuu yksittäisistä vuosista 1997, 1998, 1999 ja erikseen kahden vuoden jaksosta (98-99). Vasemmalla olevasta pylväskokoelmasta nähdään, että esimerkiksi kaikista vuoden 1997 alussa olleista 4–5:n tähden rahastoista enää vajaa 60% kuului näihin ylimpiin luokkiin vuoden lopulla. Vuoden 1998 alussa olleista 4/5-tähtisistä vain hieman reilut 30% oli huipputähditettyjä kahden vuoden kuluttua.

Mielenkiintoinen lisähuomio on, että ”nuoret” rahastot näyttävät menettävän tähtensä vanhoja varmemmin. Kahden vuoden mittausjaksolla vain prosentti rahastoista, joilla oli jakson alussa vain kolmen vuoden historia, oli säilyttänyt luokituksensa. Kymmenen vuotta toimineista rahastoista sen sijaan noin 40% pysyi kärkikaartissa. (Huom! Morningstarin tähdityksen metodologiaa muutettiin vuonna 2004, siis tämän tutkimuksen jälkeen. Uusien luokituksen pysyvyydestä en ole löytänyt vastaavaa selvitystä.)

*Warschawsky, DiCarantonio, Mullin: The Persistence of Morningstar Ratings, Financial Planning Journal, September 2000*  
*How stable have Morningstar Ratings for mutual funds been over time?, The Skilled Investor (www.theskilledinvestor.com)*



Myynnin kannalta mukavinta on, että tähtipöly näyttää tarttuvan myös muihin rahastoperheen tuotteisiin. Suomessa, missä kolmella suurella pankilla on valtaosa piensijoittajien rahastosijoituksista, ei luokitusten rooli välttämättä ole yhtä suuri. Kaikesta teeman ympärille rakennetusta markkinoinnista voitaneen kuitenkin päätellä, että ei se aivan mitätönkään voi olla.

Sijoittajan todellisuus näyttää tutkimusten valossa toisenlaiselta. Akateemisen aineiston perusteella näyttää siltä, että *rahas-tosijoittajien* vuotuinen tuotto USA:ssa on pari prosenttia heikompi kuin niiden *rahastojen*, joihin he sijoittavat. Tämä joh-tuu siitä, että varoja siirretään ”kuumiin” rahastoihin ja sitten kun menestys taittuu, etsitään seuraavaa huippuhevosta.

Rahastoluokittelijoiden liiketoiminta on syntynyt tarpeesta jäsentää todellisuutta, rahastojen valtavaa ja alati kasvavaa määrää. Edes ammattimainen rahastoihin erikoistunut varainhoitaja ei ole enää aikoihin hallinnut koko rahastoavaruutta ilman erikoistyökäljuja. Reittajien ylläpitämien tietokantojen käyttö on perusteltavissa, kun tavoitteena on löytää sijoituspolitiikkaan sopivia palikoita. Lähitulevaisuuden voittajien löytäminen on kokonaan toisenlainen haaste.

### Laatu ja kulttuuri

Onneksi osa rahastoluokittajista haluaa auttaa sijoittajia löytämään oikeita pitkäaikaisia palveluntuottajia eikä vain rohkaista lyhytjäteiseen vaihtorumba. Mainiona esimerkkinä on laadulliseen analyysiin perustuva Morningstarin monista amerikkalaisista rahastoyhtiöistä julkaisema *Stewardship Grades* eli edes jotenkin suomennettuna ”Varainhoitopalvelun laatumittari”. Analyysin kohteena on salkunhoidon lisäksi rahastoyhtiön hallinto ja toiminnan laatu.

Tämän holistisemmän analyysin tavoitteena on löytää rahastosijoittajalle pitkällä aikajänteellä laadukkaita palveluntarjoajia. Morningstarin oman analyysin mukaan tässä on myös ainakin jossain määrin onnistuttu.

Seulonnan ja seurannan kriteereitä on viisi, joiden perusteella lasketaan yleinen arvosana (siis *Stewardship Grade*). Näistä kriteereistä neljä on enemmän tai vähemmän laadullisia: hallinnointiyhtiön yrityskulttuuri, salkunhoitajien taloudelliset kannustimet ja rahaston (yhtiön) historia valvovan viranomaisen suhteen sekä rahastoyhtiön toimintaa valvovan hallituksen laatu (viimeisin ei sellaisenaan sovi suomalaisen järjestelmän arviointiin, koska meillä rahastoilla ei ole omia hallituksia). Viides mittari on kulurakenne. Tärkeintä sijoittajan kannalta on, että korkean yleisarvosanan saaneet rahastot ovat sellaisenaan suurella todennäköisyydellä olemassa (niitä ei siis ole lopetettu tai fuusioitu huonon menestyksen vuoksi) vielä vuosienkin päästä ja mielellään jopa saman salkunhoitajan näpeissä. Tai kääntäen: ne rahastot, jotka ovat saaneet matalan arvosanan, ovat selvästi muita todennäköisemmin päätyvässä lahtipenkkiin.

Tämän laatumittarin yksittäisistä tekijöistä muita selvästi selittävimmitiksi nousivat yrityskulttuuri ja kustannukset. Myös salkunhoitajan kompensaaation sitominen rahastoon (esim. oman omistuksen kautta) vaikutti arvosanaan. Laatuanalyysin vaatima työmäärä selittänee osaltaan miksi Suomen pienehköt rahastomarkkinat eivät ole saaneet laatu-luokitusta. Sen sijaan suppeampia, rahastokohtaisia laadullisia analyysejä on julkaistu myös Suomessa. Sijoittajan kannattaa muuten huomata, että osalla laadullisen arvioinnin tekijöistä analysoitavaksi pääsee vain maksamalla siitä. Ainakin allekirjoittaneessa tämä herättää heti kysymyksen siitä, ovatko laatu-analyysin lähtökohdat silloin aivan oikeat.

### Rationaalinen ratkaisu

Palataanpa vielä kehuun Morningstarin suoraselkäisyyttä. He ovat itse osoittaneet, että rahastojen kulut selittävät niiden tulevaa menestystä kaikissa rahastoluokissa ja useilla periodeilla (2–10 v.) vähintään yhtä hyvin kuin niiden tähditys.<sup>3</sup> Viimeksi syksyllä 2010 päivitetyn seurannan mukaan jokaisessa varallisuusluokassa ja jokaisella aikaperiodilla rahastojen edullisin viidennes tuotti paremmin kuin kallein viidennes. Kun tähän lisätään ymmärrys siitä, että kaikki kaupankäynti lisää sijoittajien kuluja, alkaa rationaalisen rahastosijoittajan toimintamalli taas kirkastua sitä mukaa kun palkintopokaalien kyljet ajan myötä himmenevät.<sup>4</sup>

Lopuksi haluan onnitella asiakkaitamme, jotka ovat nimenomaan näillä rationaalisilla perusteilla hajauttaneet sijoituksiaan palkintoja saaneisiin rahastoihin. Mennyt menestys, johon palkinnot perustuvat, näkyy heidän varallisuutensa kasvuna. Toivon, että saan toistaa samat onnitelut usein myös tulevaisuudessa. Mutta käykö niin? Sitä tähdet eivät kerro.

Jarkko Niemi  
toimitusjohtaja / Seligson & Co Oyj  
jarkko.niemi@seligson.fi

<sup>1</sup> <http://www.morningstar.fi/fi/news/article.aspx?articleid=94207&categoryid=190>

<sup>2</sup> *Star Power: The Effect of Morningstar ratings on Mutual Fund Flows*, Diane Del Guercio & Paula A. Tkac FRB of Atlanta Working Paper # 2001 / *Costly Search and Mutual Fund Flows*, E. Sirri & P. Tufano Journal of Finance, Oct 1998

<sup>3</sup> Tämä ei tarkoita, etteikö Morningstar markkinoisi tehokkaasti myös omia palvelujaan. USA:ssa yritys mainostaa kattavaa rahasto-analyysipalveluaan mm. näin: ”*Rahastovalintoja, joilla saat ylituottoa – suoraan Morningstarin asiantuntijoilta.*”

<sup>4</sup> *How Expense Ratios and Star Ratings Predict Success*, Russell Kinnell, Morningstar Advisor, 8.10.2010



VARAINHOITORAHASTO PHAROS

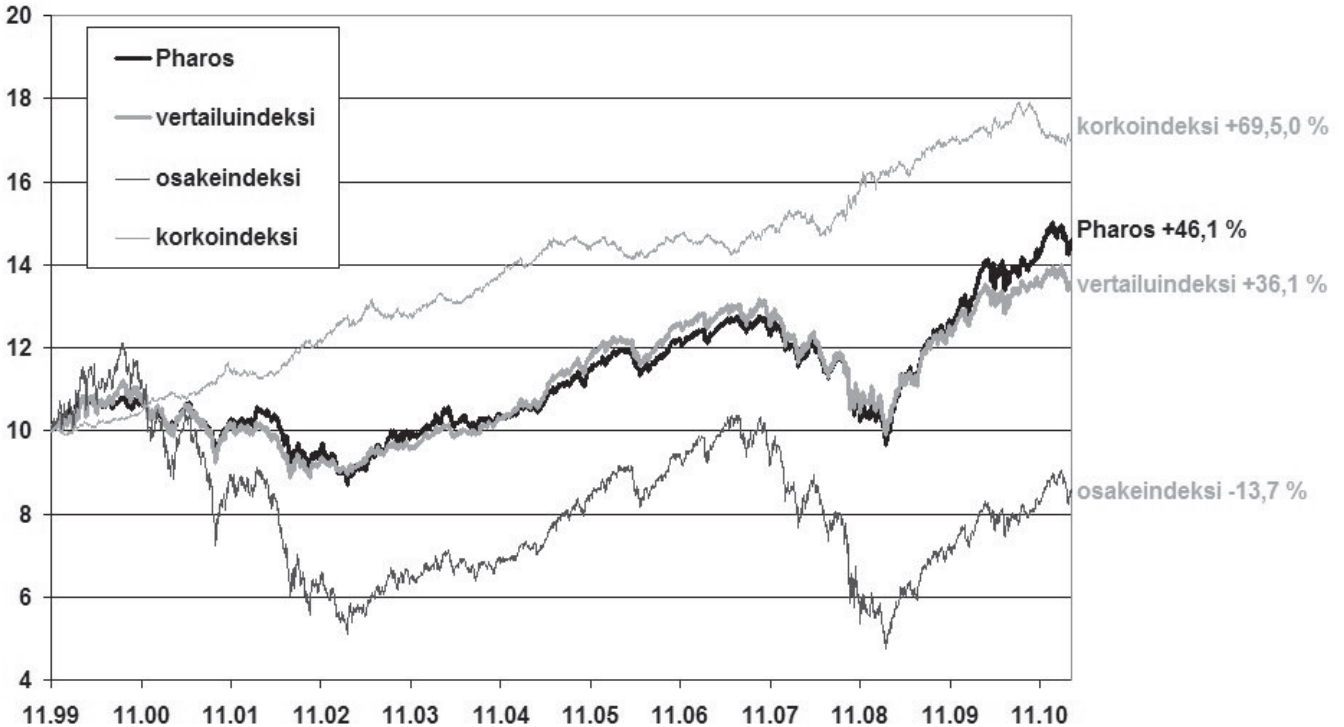
31.3.2011

Varainhoitorahasto, joka sijoittaa osake- ja korkomarkkinoille.

Pharos ja vertailuindeksit

Euro

24.11.1999 - 31.3.2011



RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	24.11.1999
Tyyppi	Yhdistelmärahasto
Rahaston koko (milj. euroa)	13,8
Vertailuindeksi	Korot: EFFAS Bond Indices EuroGovtAll (50 %) Osakkeet/maailma: MSCI AC World NDR (35 %) Osakkeet / Eurooppa: STOXX 50 NDR (15 %)
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,35 % + enintään 0,85 % p.a.*
Tuottosidonnainen palkkio	on
Merkintäpalkkio (maksetaan rahastoyhtiölle)	ei
Kaupankäyntipalkkio lunastettaessa (maksetaan rahastoon)	1 %, jos sijoitusaika alle 6 kk; 0,5 %, jos alle 12 kk; muuten 0 %
Salkunhoitaja	Petri Rutanen

\* Peruspalkkio + kohderahastojen palkkiot

TUOTTO JA VOLATILITEETTI

	Rahasto		Vertailuindeksi*	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	-1,03 %	6,11 %	-0,83 %	5,32 %
1 v	5,36 %	7,33 %	1,95 %	6,40 %
3 v	24,55 %	9,00 %	14,89 %	9,16 %
5 v	22,51 %	7,60 %	11,93 %	8,03 %
10 v	44,02 %	7,35 %	34,27 %	7,41 %
Aloituspäivästä	46,11 %	7,22 %	36,05 %	7,74 %
Aloituspäivästä p.a.	3,40 %		2,75 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT / VIITTEET

\* Juoksevat kiinteät kulut 31.3.2011 sekä rahaston oma tuottosidonnainen palkkio vuoden alusta. Luku sisältää myös kohderahastojen kiinteät palkkiot, mutta ei kohderahastojen mahdollisia tuottosidonnaisia palkkioita.

\*\* Pharoksen kiertonopeusluku ei sisällä kohderahastojen lukuja eikä määrääjain uusittavia rahamarkkinarahastosijoituksia. Rahamarkkinasijoitukset huomioiden kiertonopeusluku on 63,04 %.

KULUT JA TUNNUSLUVUT	1.4.2010– 31.3.2011
Palkkiot yhteensä (TER)	0,74 % *
Tuottosidonnainen palkkio (vuoden alusta, sisältyy TER-lukuun)	0,16 % (mahd. myös 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	-12,93 % **
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksi-poikkeama (tracking error)	3,58 %
Lähipiirin omistusosuus (31.3.2011)	2,4 %

OSUUS OSAKESIJOITUKSISTA	Osuus osakesijoituksista	ALLOKAATIO
S&Co Eurooppa -indeksirahasto	28,9 %	Osakesijoitukset yhteensä 57,8 %
DJ STOXX Small 200 etf	5,9 %	
S&Co Pohjois-Amerikka indeksirahasto	16,4 %	
Nasdaq 100 -indeksiosuus	5,3 %	Korkosijoitukset Yhteensä 42,2 % (duraatio 1,8 v)
S&Co Global Top 25 Brands	4,3 %	
S&Co Global Top 25 Pharmaceuticals	4,8 %	
S&Co Phoebus	5,6 %	
S&Co Phoenix	3,7 %	
DFA Emerging Markets Value	7,2 %	
S&Co Aasia	7,5 %	Pitkät korkosijoitukset > 1v 7,5 % Lyhyet korkosijoitukset < 1v 34,7 %
CI Asia&Pacific (ex Japan)	3,4 %	
S&Co Russian Prosperity	3,9 %	
MSCI Latin America etf	3,3 %	



## SALKUNHOITAJALTA

Alkuvuosi 2011 oli kaikesta kuohunnasta huolimatta maltillisille sijoittajille melko rauhallinen. Maailmaa mullisti Japanin maanjäristys, tsunami ja ydinreaktorionnettomuus. Lähi-idän öljyntuottajamaiden levottomuuksiin sijoittajien reaktiot heijastuivat lähinnä öljyn hinnan nopeassa nousussa. Lisäksi painoi huoli Euroopan horjuvien valtiontalouksien tukitarpeista.

Osakekurssit eivät kuitenkaan reagoineet normaalia heiluntaa enempiä. USA:ssa nähtiin jopa pörssin teollisuusyritysten paras alkuvuosi kymmeneen vuoteen. Dow Jones Industrial -indeksi nousi peräti 6,4 %. Tämä siis dollareissa mitattuna, euromääräiselle sijoittajalle USA:n osakemarkkinoiden tuotto oli dollarin heikentymisen vuoksi aavistuksen verran miinusmerkkinen.

Osakevertailuindeksimme laski neljänneksen aikana -0,7 %. Parhaan tuoton saimme erikoistilanteisiin sijoittavasta Phoenix-rahastosta (+4,8 %), jonka katsaus heti seuraavana tämän Pharos-katsauksen jälkeen.

Ei ollut yllätys, että Japaniin yli 40 %:n painolla sijoittava Aasia-rahasto oli joukkomme heikoin suoriutuja (-6,5 %). Kehittyvien markkinoiden pörssit, MSCI Emerging Markets -indeksin kuvaamana, ottivat myös pitkän nousujakson jälkeen yli 4 % takapakkia.

Korkosijoittajille alkuvuosi oli haastava. Pitkät korot (esim. Suomen valtion vuonna 2019 erääntyvä laina) nousivat 3,08 %:sta 3,46 %:iin. Korkovertailuindeksimme laski -0,9 %. Lyhyet korot ovat myös jatkaneet nousuaan. Viimeisen vuoden aikana lyhyet noin kolmen kuukauden rahamarkkinasijoitukset ovatkin olleet tuottoisampi sijoituskohte kuin pidemmät valtion obligaatiot. Pharos on selvinnyt korkojen noususta kohtalaisen hyvin sillä korkosalkkumme duraatio (nyt 1,8 v) on jo jonkin aikaa ollut reippaasti alle vertailuindeksimme (6 v).

Pharos-osuuden arvo laski vuosineljänneksen aikana 1 %:n ja vertailuindeksimme vähän vähemmän. Rahaston alusta Pharos on tuottanut 46 % ja vertailuindeksimme 36 %.

Pharoksen maltillinen sijoituspolitiikka sai jälleen myös palkintoja. Rahasto valittiin ThomsonReutersin omistaman lähinnä sijoitusammattilaisia palvelevan rahastoluokittelija Lipperin vertailussa Pohjoismaiden parhaaksi luokassa *Mixed Asset EUR Balanced – Global*. Pharos oli ykkönen kaikilla tarkastelussa olleilla ajanjaksoilla eli riskikorjatulla kolmen, viiden ja kymmenen vuoden tuotoilla mitattuna.

Riskikorjattu tuotto tarkoittaa, että puhtaan arvonnousun lisäksi huomioidaan myös arvonneilautelu eli volatilitteetti. Olen pyrkinyt pitämään Pharoksen riskitason maltillisena rahaston vertailuindeksiin nähden. Otan sijoitussuunnittelmasamme reippaammin poikkeavaa näkemystä vain silloin, kun koen markkinoilla esiintyvän ns. ääritilanteita.

Meidän rahaston pitkäjänteisten sijoittajien on mukava kuulla, että varallisuutemme on ollut mukana vertailuryhmänsä parhaassa kehityksessä, olimme pa tällaisista palkinnoista muuten mitä mieltä hyvänsä.



Rahastopalkintojen yleinen merkitys tai merkityksettömyys käydään muuten mainiosti läpi Jarkko Niemen artikkelissa, alkaen sivulta 4 – kannattaa lukea!



Uskon edelleen, että Pharoksen vahvuudet ovat maltillisen ”hötkylemätön” sijoitustyylillä ja ennen kaikkea alhaiset kustannukset. Nämä ovat pysyviä kilpailuvaltteja, toisin kuin salkunhoitajan satunnainen onnistuminen markkinoiden suunnan arvailussa.

Juoksevat kulut Pharoksen kohdesijoituksista ovat tällä hetkellä 0,37 % vuodessa. Rahaston oman 0,35 %:n kiinteän hallinnointipalkkion kanssa kulut syövät siis saamaamme tuottoa 0,72 % vuodessa. Kannattaa kuitenkin huomata, että nämä luvut ovat ”listahintoja” eli ilman mahdollisia palkkionpalautuksia, joita Pharos suurehkona sijoittajana saa useista sijoituskohteistaan. Palkkionpalautukset maksetaan aina itse rahastoon, osuudenomistajien tuottoa kasvattamaan. Palautukset ja myös mahdolliset tuottosidonnaiset palkkiot näkyvät TER-luvussa, joka kuluneen 12 kuukauden ajalta oli 0,74 %.

Kirjoitin palkkioista yksityiskohtaisemmin viimeksi edellisessä katsauksessamme ja tulen raportoimaan niistä tarkasti myös jatkossa. Käsitykseni mukaan Pharos on edelleen kiinteiltä kuluiltaan Suomen edullisin kansainvälisille osake- ja korkomarkkinoille hajautettu yhdistelmärahasto.

### Hienosäätöä

Olemme edelleen ylipainossa osakemarkkinoilla (58 % vs. normaali 50 %), mutta muutaman prosenttiyksikön alemmalla tasolla kuin vuoden vaihteessa. Muutos on lähinnä seurausta osakekurssien laskusta sekä siitä, että olen sijoittanut merkintärahoja enemmän korko- kuin osakemarkkinoille. Suuremman aktiivisen liikkeen tein jo viime vuoden loppupuolella, kun laskin osakepainoamme 65 %:sta 60 %:iin. Enkä silloin todellakaan osannut arvata Japanin, Egyptin tai Libyan kriisitilanteita ja osakemarkkinoiden parin vuoden vahvan nousuputken katkeamista. Pharoksen salkun ajoittainen maltillinen tasapainottaminen pidempään kestäneiden kurssiliikkeiden seurauksena on enemmänkin riskienhallintaa kuin markkinoiden liikkeiden ennustamista.

Salkun koostumuksessakaan ei ole tapahtunut mitään mullistavaa ja sen kiertonopeus on edelleen negatiivinen. Tämä tarkoittaa, että olen käynyt sijoituskohteillamme vähemmän kauppaa kuin mitä rahastoon tulleet merkinnät ja lunastukset olisivat aiheuttaneet (pois lukien määräajoin uusittavat rahamarkkinasijoitukset).

Kuten parissa edellisessä katsauksessa on jo ounasteltu, olen pikkuhiljaa palauttanut salkun maantieteellistä jakaumaa lähemmäksi vertailuindeksiämme. Olen siis hiukan nostanut alamaissa olevan Euroopan painoa salkussamme. Olemme kuitenkin 43 %:lla edelleen melkoisessa alipainossa vertailuindeksimme 48 %:iin nähden. Tämä muutaman prosentin palautus lähemmäksi vertailuindeksiä on tehty Pohjois-Amerikan ja kehittyvien markkinoiden kustannuksella. Olen nostanut myös Japanin ja Oseanian painoa 10 %:iin eli prosenttiyksikön yli vertailuindeksimme mukaisen tavoitepainon. Uskon, että paikallisillakin yrityksillä alkavat tilauskirjat

paisua mittavien jälleenrakennustöiden käynnistyessä. Kuitenkin varovaisesti: kyseessä on vain pieni ylipaino.

Näistä liikkeistä huolimatta olemme edelleen ylipainossa kehittyvillä markkinoilla (18 % vs. vertailuindeksi 10 %). Ainakin joidenkin asiantuntijoiden mukaan rahapolitiikan kiristymisen ensimmäinen vaihe on kehittyvillä markkinoilla ohitse. Kehittyvien markkinoiden talouskasvun uskotaan edelleen yltävän kuluvana vuonna jopa yli kolminkertaiseksi verrattuna esim. Euroopan n. 2 %:n BKT:n kasvuun. Talouskasvu ei tietenkään ole taakka osakemarkkinoiden positiivisesta kehityksestä. On vaikea arvioida kuinka paljon kasvusta on jo osakkeiden hinnoissa ja kuinka paljon on varaa pettymyksille. Ainakin toistaiseksi jatkamme Pharoksessa ylipainossa laajasti hajautetulla salkulla kehittyvillä markkinoilla, mutta en ole kasvattamassa ylipainoa.

Toimialakohtaisissa painotuksissa olemme hiukan ylipainossa kulutustavara-, terveys- ja teknologiasektoreilla. Orastavan inflaation aikana nämä toimialat saattavat olla pääomavaltaisiin raskaan teollisuuden aloihin tai vaikkapa pankkeihin verrattuna tuottoisampia maltillisemmän arvostuksen, suuremman vapaan kassavirran ja alhaisemman pääomatarpeen ansiosta. Koska tämä on vain arvailua, painoerot vertailuindeksiimme nähden ovat ainoastaan muutaman prosentin luokkaa. Pharoksen salkku on ja pysyy hyvin hajautettuna myös toimialoihin nähden. Suurin vaikutus arvostukseen Pharoksen kaltaisessa korko- ja osakemarkkinoille sijoittavassa yhdistelmärahastossa on näiden varallisuusluokkien keskinäinen painotus. Normaalitylanteessa se on siis 50/50 ja tällä hetkellä painotus on osakkeiden hyväksi 58/42. Kaikki muu on hienosäätöä.

Korkopuolella olen myynyt loputkin hyvälaatuisiin yrityslainoihin sijoittavasta Euro Corporate Bond -rahastostamme. Saimme siitä neljässä vuodessa melkein 20 %:n tuoton. Tänä aikana osakemarkkinoiden tuotto oli lähes saman verran negatiivinen.

Yrityslainojen riskipremio vakaiden Euroopan valtioiden korkotasoon nähden on nyt supistunut olemattomiin. Eli näihin yrityslainoihin sijoittava ei saa yritysrisistä juurikaan lisätuottoa. Siirsin nämä varat Euro-obligaatio-rahastoomme, jonka osuuden arvo on korkojen nousujen myötä viimeisen puolen vuoden aikana laskenut yli 4 %. Korkotason noustessa laskua voi tulla lisääkin, mutta tämä olikin vasta pieni panos pidempiin korkoihin. Päätarkoituksena oli karsia tuottamatonta yritysrisikielementtiä korkosalkustamme. Olen valmiina sijoittamaan pitkiin korkoihin lisää korkotason noustua. Ajoituksen onnistumisesta en kuitenkaan uskalla luvata mitään.

Omistamme edelleen pienen siivun (7,8 % korkosalkustamme ja 3,3 % koko rahastosta) Capital International High Yield Opportunities -rahastoa. Rahasto sijoittaa alemman riskiluokituksen yrityslainoihin ja kehittyvien markkinoiden valtionlainoihin. Hiipumisesta huolimatta näissä lainoissa voi nähdäkseni vielä hieman ”ylituottopuskuria” jäljellä. Toki hiukan huolestuttaa ko. rahaston yli 50 %:n arvonnousu siitä kun sijoitimme siihen vuonna 2008.





## Malttia messuillakin

Olin muutama viikko sitten sijoittajille suunnatuilla messuilla eli Vero 2011 -tapahtumassa. Olen tainnut olla ns. myyntipuolen edustajana kaikilla näillä Katajanokalla järjestetyillä messuilla niin kauan kuin niitä on järjestetty eli 90-luvun alkupuolelta saakka. Tällä kertaa pidin muutaman esityksen Pharoksesta. Nähtyäni muun ohjelman olin varma, ettei Pharos-esitykseeni otsikolla ”Malti on valttia” tulisi ketään. Samoihin aikoihin muissa saleissa oli nimittäin asiantuntijoita luennoimassa kuumista aiheista kuten: ”Osakemarkkinoiden näkymät keväälle 2011” ja ”15 parasta osaketta Suomessa” sekä ”Kannattaako asuntosijoittaminen”. Sain kuitenkin yllättyä positiivisesti: sali kumpaankin Pharos-tilaisuuteen oli lähes täynnä. Kiitän vielä kerran kaikkia läsnäolevia nykyisiä ja mahdollisia tulevia Pharos-säästäjiä! Tyhjässä salissa olisi ollut tylsää höpistä.

Onneksi esitykseni ei sentään osunut samaan aikaan kuin päivän vetonaula, paneelikeskustelu ”Sijoitusmarkkinoiden suunta”, jossa pankkiiriliikkeiden strategit ja seniorianalytiikot pohtivat markkinoiden lähiajan suuntaa.

Muistan vielä hyvin kun viimeksi itse olin ”asiantuntijana” mukana samanlaisissa keskusteluissa vuoden 2007 Sijoitusmessuilla. Suuressa salissa ei riittänyt edes seisomatilaa kaikille lähitulevaisuuden kurssikehityksestä kiinnostuneille. Jossain vaiheessa keskustelun juontaja kyseli panelistien ennustetta osakemarkkinoiden seuraavan 12 kuukauden kehityksestä. Vastasin, että en osaa enkä halua ääneen esittää arvausta, koska siitä ei ole kenellekään mitään hyötyä. Muut asiantuntijat päätyivät konsensusennusteeseen +10 %. Minulta kuitenkin tivattiin omaa arviotani kuin vaalitentissä ikään. Pakon edessä vastasin jotain tähän tyyliin:

*”Pitkällä aikavälillä eli yli kymmenessä vuodessa hyvin hajautettu osakesalkku tuottaa todennäköisesti paremmin kuin korkosalkku. Seuraavan vuoden osakemarkkinakehityksestä en uskalla arvata nyt enkä tulevaisuudessaakaan muuta kuin +/-30 %. Tärkeintä on pitää salkku siinä kunnossa, että voi nukkua yönsä rauhassa markkineilahteluista huolimatta.”*

Monet pitivät arviotani ylimielisenä – tai jopa typeränä – koska en suostunut sanomaan mitään täsmällistä, eikä minua moisen epätietoisien lausunnon jälkeen ole enää pyydetty vastaaviin asiantuntijaraateihin. Todettakoon, että pörssit romahtivat finanssikriisin seurauksena seuraavana keväänä. En tietenkään osannut ennakoida romahdusta, mutta Pharos oli kuitenkin varautunut siihenkin. Rahastolla oli riittävästi käteisvaroja, joilla saattoi tehdä romahduksen aikana hyviä ostoksia.

## Hyviä kysymyksiä

Messuilla oli antoisaa tavata kasvatusten Pharoksesta kiinnostuneita säästäjiä. Sain paljon hyviä kysymyksiä. Joitakin näistä en ole näissä katsauksissa ole aikaisemmin käsitellyt. Vastaan näihin myös tässä.

*Kuinka riippuvainen Pharoksen kehitys on juuri omasta panoksestasi? Mielestäni ei merkittävässä määrin. Olen oppinut sulkemaan korvani markkinahälinältä, en tee sijoituspäätöksiä impulsiivisesti, sijoitan vain tuotteisiin tai markkinoille joita koen jollain tasolla ymmärtäväni. Kuka tahansa pystyy samaan kunhan pysyy kurinalaisesti omassa sijoitussuunnitelmassaan. Ei pidä myydä paniikissa kurssien jo romahdettua eikä ahneena hakea niitä viimeisiä prosentteja kurssien jo noustua pidemmän aikaa. Sen sijaan Pharoksen salkunhoidolle on erittäin tärkeää, että sen maltillista linjaa tukee Seligson & Co:n yrityskulttuuri: salkunhoitajalta ei odoteta jatkuvasti uusia mullistavia sijoitusideoita, markkinat voittavia rohkeita vetoja eikä hetkellisissä notkahduksissa olla painostamassa ”tekemään asialla nopeasti jotain”.*

*Mikä on omistajakunnan rakenne ja kuinka likvidi rahasto on? Mitä tapahtuisi, jos jotkut suurimmat sijoittajat päättäisivät äkillisesti myydä osuutensa? Pharoksen osalta tämä tilanne on hyvin hallinnassa. Koska sijoitamme lähinnä muihin isohkoihin sijoitusrahastoihin, jotka sijoittavat likvideille markkinoille, ei meillä ole ongelmia myydä tai ostaa isompiaakaan eriä kertaheitolla. Maltillisena sijoittajana, ja kiitos maltillisten osuudenomistajien, emme ole joutuneet kokemaan paniikkireaktioita. Rahaston arvosta on tälläkin hetkellä n. 35% heti käteiseksi muutettavia rahamarkkinavaroja ja muutkin sijoituksemme ovat erittäin likvideissä rahastoissa.*

Pharoksen koko on tällä hetkellä 13,8 miljoonaa euroa. Se on siis edelleen pieni verrattuna pankkien vastaavan tyyppisiin ns. kansanrahastoihin. Osuudenomistajia, pääosin yksityishenkilöitä, on 1 215 ja 30 suurinta omistaa rahastosta noin puolet. Merkittävä osa oman perheen arvopaperisijoituksista on Pharoksessa.

Muistuttaisin vielä, että jos oma riskinottohalukkuus merkittävästi poikkeaa Pharoksesta, voi tehdä kuten allekirjoittanut eli täydentää salkkua muilla sijoituksilla oman aikajänteen ja tavoitteiden mukaan. Pharoksen tarkempaa rakennetta, maantieteellistä jakoa ja toimialajakaumaa sekä tarkkoja kokonaiskustannuksia voi seurata [www-sivuillamme](http://www.sivuillamme).

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



## Phoenix ja vertailuindeksi

Euro

25.9.2000 - 31.3.2011



### RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	25.9.2000
Tyyppi	Kansainvälinen osakerahasto
Rahaston koko (milj. euroa)	14,3
Vertailuindeksi	MSCI All Country World NDR
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	1,1 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	On
Merkintäpalkkio	Ei (1.1.2011 alkaen)
Lunastuspalkkio	Ei
Salkunhoitaja	Peter Seligson

### KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.4.2010 – 31.3.2011

Palkkiot yhteensä (TER)	1,47 %
Tuottosidonnainen palkkio (vuoden alusta, sisältyy TER-lukuun)	0,35 %
Kaupankäyntikulut	0,08 %
Kokonaiskulut (TKA)	1,55 %
Salkun kiertonopeus	42,28 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	8,83 %
Lähipiirin omistusosuus (31.3.2011)	10,11 %

### TUOTTO JA VOLATILITEETTI

	Rahasto		Vertailuindeksi*	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	4,81 %	13,98 %	-1,61 %	12,51 %
1 v	17,51 %	16,30 %	8,54 %	13,79 %
3 v	40,11 %	23,85 %	12,80 %	21,87 %
5 v	18,75 %	20,34 %	-0,98 %	18,89 %
10 v	83,36 %	18,72 %	2,70 %	18,18 %
Aloituspäivästä	96,08 %	18,62 %	-16,90 %	18,34 %
Aloituspäivästä p.a.	6,61 %		-1,77 %	

### SUURIMMAT OMISTUKSET

Maa

Osuus rahastosta

TENET HEALTHCARE CORP	Yhdysvallat	5,2 %
ALCATEL-LUCENT	Ranska	5,1 %
AUSTRALIAN VINTAGE LTD	Australia	4,5 %
TATE & LYLE PLC	Iso-Britannia	4,2 %
UBS AG-REG	Sveitsi	4,0 %
FIBERWEB PLC	Iso-Britannia	3,4 %
MICRON TECHNOLOGY INC	Yhdysvallat	3,4 %
GAZPROM OAO-SPON ADR	Venäjä	3,2 %
UPM-KYMMENE OYJ	Suomi	3,1 %
HUTCHISON WHAMPOA LTD	Hongkong	2,9 %

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

## SALKUNHOITAJALTA

Vuoden ensimmäisellä neljänneksellä Phoenixin rahasto-osuuden arvo nousi 4,8 % ja vertailukohtana toimiva Morgan Stanley World -indeksi laski -1,6 %. Vuoden sisällä sijoitus Phoenixiin on kasvattanut arvoaan 17,5 % ja indeksi 8,5 %. Kolmen vuoden luvut ovat: Phoenix 40,1 %, indeksi 12,8 %.

Erikoistilanteet ovat siis viime vuosien markkinaturbulenssista huolimatta olleet hyviä sijoituskohteita. Tai ehkäpä juuri niiden takia: sijoittajat eivät pidä epävarmuudesta ja yli-reagoivat siksi usein voimakkaasti, jos yhtiöissä ilmaantuu ongelmia. Matala arvostustaso tuo turvamarginaalia tulevaan kehitykseen liittyvän epävarmuuden vakuudeksi. Jos on nähtävissä, että ongelmayrityksen johdolla on kykyä ymmärtää ja oikaista ongelmat, päästään usein uuden nousuvaiheen myötä markkinoiden keskimäärää parempaan kurssikehitykseen. Tässä Phoenixin filosofia pätkinänkuoressa; toistaiseksi se on toiminut.

Lyhytjänteiset sijoittajat, joiden päähuomio on markkinoiden liikkeissä eikä yhtiöiden liiketoiminnassa, luovat erikoistilanesijoittajalle jatkuvan virran uusia mahdollisuuksia. Kun katsoo meneillään olevan raaka-ainekuplan aikaansaamia ääriarvostuksia, ei voi muuta kuin olettaa uusien erikoistilanteiden jatkavan pulpahteluaan.

Olen jo jonkin aikaa uumoillut tämän kuplan puhkeamista, mutta täsmällisempää ajankohtaa en osaa ennustaa vieläkään. Joitakin viimeisen spekulatiivisen ponnistelun merkkejä on kuitenkin havaittavissa. Yksi osoitus siitä, että raaka-aineiden hintoja ajaa enemmän keinottelu kuin todellinen kysynnän ja tarjonnan dynamiikka, liittyy viime kuukausien kehitykseen öljyn hinnassa. Vaikka öljystä ei ole maailmassa minkäänlaista pulaa, ovat arabimaailman levottomuudet ja Libyan taistelut nostaneet sen hintaa peräti 25 %!

On mielenkiintoista nähdä miten paljon öljyä maailman hedgerahastot ja (osittain niiden kautta toimivat) eläkesijoittajat haluavat haalia sitten kun suuret esiintymät Irakissa, Kazakistanissa ja Brasiliassa saadaan lähivuosina käyttöön. Myös USA:n öljyntuotannon oletetaan maan energiaministeriön mukaan nousevan ainakin miljoonalla tynnyrillä päivässä uusien teknologioiden ansiosta (*liuskeöljy, hiilidioksin pumpaus*).

Optimistisimmissä tuotantoarvioissa on menty jopa niin pitkälle, että pelkästään Texasilta odotetaan kahden miljoonan tynnyrin lisätuotantoa ja USA:lta öljyomavaraisuutta viiden vuoden sisällä. Tämä kuulostaa toki uskomattomalta, mutta jonkinlaista pohjaa optimismille luo liuskekaasutuotannon huima kehitys viime vuosina.

Aina välillä tuntuu, että useimmat ovat menettäneet uskonsa markkinatalouden toimivuuteen, vaikka jo opiskeluaikoina saimme tietää, että kohonneet hinnat johtavat suurempaan tuotantoon ja pienempään kysyntään. Vaikka Kiina ja muut kehittyneet markkinat pitäisivätkin yllä raaka-aineiden kysynnän tasoa, tulee lähes tulkoon minkä tahansa raaka-aineen tuotanto lisääntymään voimakkaasti lähivuosina. Esimerkiksi

nikkelin tuotanto lisääntyy arviolta kolmanneksella muutaman vuoden kuluessa (mukaan lukien siis Talvivaaran tuotanto). Kysyntä puolestaan on viime vuosikymmenelläkin kasvanut vain samat pari prosenttia vuodessa kuin koko toisen maailmansodan jälkeisenä aikana. Tätä taustaa vasten ei hintatasoja ylläpidetä pelkällä spekulatiolla.

Varustamotoiminnan kehitys antaa osviittaa tulevasta. Vaikka rahtimäärät ovat nousseet nopeasti, on uusien laivojen tulo markkinoille painanut hintoja ja kehitystä ei ainakaan käännä se, että Kiinassa rakennetaan jatkuvasti lisää laivoja.

Nykytilanne muistuttaakin 70/80-lukujen vaihteesta: silloinkin raaka-aineiden hinnat laskivat hyvästä kysynnästä ja korkeasta inflaatiosta huolimatta, koska tuotantokapasiteettia oli tehty runsaasti lisää.

### Salkku

Salkun muutokset olivat jälleen melko pieniä. Myin osakkeemme State Streetissä, kun niiden arvo yli kolminkertaistui kahdessa vuodessa.

Rhodia on ollut salkussamme moneen otteeseen, mutta nyt tiemme eroavat entistä varmemmin, kun kilpailija Solvay on tehnyt siitä ostotarjouksen. Solvayn tarjous oli 50 % yli markkinahinnan, mikä kertoo samalla jotain erikoistilanteiden potentiaalista.

Vähensin ennestäänkin pientä painoamme Nokiassa ennen viimeisintä tulosjulkistusta, mikä osoittautui järkeväksi: kurssi laski 30 %. Tämän valossa olisi tietenkin pitänyt myydä kaikki, koska selvästikin ostin liian aikaisin. Uskon kuitenkin, että Nokia löytää vielä jossain vaiheessa oikean suunnan ja silloin voi olla aika taas kasvattaakin nykyistä positiotamme.

Ostoni herättävät ehkä enemmän keskustelua kuin myynnit. Hankin salkkuun amerikkalaisen kauppaketju SuperValun, venäläisen Vimpelcomin sekä – Japanin ydinonnettomuuden jälkeen – Toshiba osakkeita. Olen seurannut näitä kaikkia jo pitkään ja nyt kurssitasot olivat mielestäni ostolle otolliset.

SuperValun osake on ollut alamäissä kauan, aina siitä saakka kun yhtiö osti kilpailija Albertsonsin. Sillä on nyt uusi johto ja uskottavalla tavalla päivitetty strategia, mutta joulumyynni epäonnistui, mikä toi meille ostotilaisuuden. SuperValusta tarkemmin jäljempänä.

Vimpelcomin erikoistilanteen taustana on kahden pääomistajan, Telenorin ja Alfa Groupin omistaman Altimon, pitkäaikainen riitely. Syksyn aikana nahistelu vain lisääntyi, kun Vimpelcom sopi ostavansa italialaisen Windin, jonka tärkein omistus on egyptiläinen Orascom Telecom. Alkuvuoden tapahtumat Egyptissä saivat markkinat säikähtämään ja loivat mainion ostotilaisuuden.

Toshiba on paitsi elektroniikan komponenttittuottaja myös yksi kolmesta suuresta ydinvoimaloiden rakentajasta. Siksi Japanin paniikki iski erityisen voimakkaasti juuri Toshibaan ja sen osakkeen kurssi laski 40 % muutamassa päivässä.

Kaiken kaikkiaan on salkkumme kehittynyt hyvin ja monet yhtiöstämme alkavat olla lähellä tavoitehintojaan. Tästä en kuitenkaan tunne mitään suurempaa huolta: uusia kiinnostavia erikoistilanteita riittää vallan mainiosti. Tästä seuraa toki se, että salkun kiertonopeus tulee kuluvan vuoden aikana hieman nousemaan.



Kun SuperValu osti kilpailijansa Albertsonsin vuonna 2006 tuli siitä USA:n kolmanneksi suurin kauppaketju. Sillä on yli 2500 kauppaa, 900 apteekkia, toistasataa bensiiniasemaa ja yli 2200 itsenäistä kauppiasta palveleva tukkutoiminto.

Yhtiön osakekurssi on kesän 2007 50 dollarista pudonnut pahimmillaan seitsemään dollariin. Liikevaihto on noin 40 miljardia dollaria ja kannattavuus on viime vuosina tasaisesti laskenut, mikä ainakin osittain selittää kurssikehitystä. Tammikuussa raportoitu heikko joulumyynti sai vihdoinkin analytiikot leimaamaan SuperValun ”arvoansaksi” eli yhtiöksi, joka osakkeen edullisuudesta huolimatta pikku hiljaa syö omistajien pääomat ja häipyä itsekin historian hämärään.

Pintapuolisessa tarkastelussa tällaisiin johtopäätöksiin voidaan hyvin päätyä, mutta mielestäni silloin yksinkertaistetaan ja aliarvioidaan sitä mitä yhtiö on tekemässä. Matka supersuorittajaksi on varmasti pitkä, mutta mitään varsinaista valu-vikaa siinä ei mielestäni ainakaan enää ole.

Oikeutettua kritiikkiä on toki se, että SuperValu laski hintoja hitaasti, kun amerikkalaiset kuluttajat kiristivät vuoden 2008 kriisin seurauksena vyötään. Toimettomana ei yhtiössä kuitenkaan olla oltu. Vuoden 2009 puolivälissä palkattiin toimitusjohtajaksi Craig Herkert, entinen Walmart USA:n johtaja. Lyhyessä ajassa hän on myynyt sata päästrategiaan sopimattomia kauppaa (ja muutakin omaisuutta) sekä keskittänyt yhtiön toimintaa alueille, joilla sillä on johtava asema.

Lisäksi hän on nopeuttanut ryhmän Save-A-Lot -halpamyymäläketjun laajentamista. Kyseessä on hieman Lidlin tapainen konsepti, 1250 erityisen halpoihin hintoihin pyrkivää myymälää tiivistä rakennetuilla keskusta-alueilla, joihin Walmart ja muut suurmyymälät eivät pääse.

Ketjun kohdeasiakkaina on alle 45 000 dollaria vuodessa ansaitsevien amerikkalaisten kasvava joukko. Suunnitelmissa on Save-A-Lot -myymälöiden määrän kaksinkertaistaminen muutaman vuoden kuluessa.

Kassavirta ja operatiivinen tulos ovat pysyneet kohtalaisella tasolla. Osakekohtainen tulos tilivuonna 2008/2009 (yhtiön tilikausi ei ole kalenterivuosi) oli 2,8 dollaria. Vuoden 2009/2010 aikana tulos kuitenkin kutistui 20 % ja maaliskuuhun 2011 loppuvalta tilikaudelta odotetaan ainoastaan 1,24 dollarin osakekohtaista tulosta, mikä tarkoittaa noin P/E 7x arvostustasoa.

Herkertin johdolla SuperValu on alle kahdessa vuodessa onnistunut vähentämään kiinteitä kustannuksia yli miljardilla dollarilla, pienentänyt velkataakkaansa 1,7 miljardilla ja samaan aikaan investoinut 700 miljoonaa dollaria uusiin myymälöihin. Ei hassummin ”kriisiyhtiöltä”.

Markkinoita kuitenkin hermostuttaa SuperValun velkataakka, jonka pitäisi tosin olla sulanut nyt jo noin miljardilla viime kevään 7,5 miljardista (vuodenvaihteessa oltiin 7,1 miljardissa). Sitä paitsi tarkasteltuna 2 miljardin dollarin käyttökattava vasten ei luku tunnu ylivoimaiselta. Tätä kirjoitettaessa yhtiön EV/EBITDA on 4,25 eli varaa tunnuslukujen huonontumisellekin pitäisi olla.

Jos Herkert joukkoineen sen sijaan onnistuu kääntämään myyntitrendin positiiviseksi, voi alhaisten toimintakustannusten ja korkean velkavivun SuperValu tarjota sijoittajilleen hyvän kurssikehityksen. Normaaleilla marginaaleilla ja arvostuskertoimilla ei edes 30 dollaria osakkeelta ole mitenkään mahdoton tavoite. Puoleenkin siitä olisin jo tyytyväinen.

Palautettanne toivoen ja sitä arvostaen,



Peter Seligson, salkunhoitaja  
peter.seligson@seligson.fi

PHOEBUS

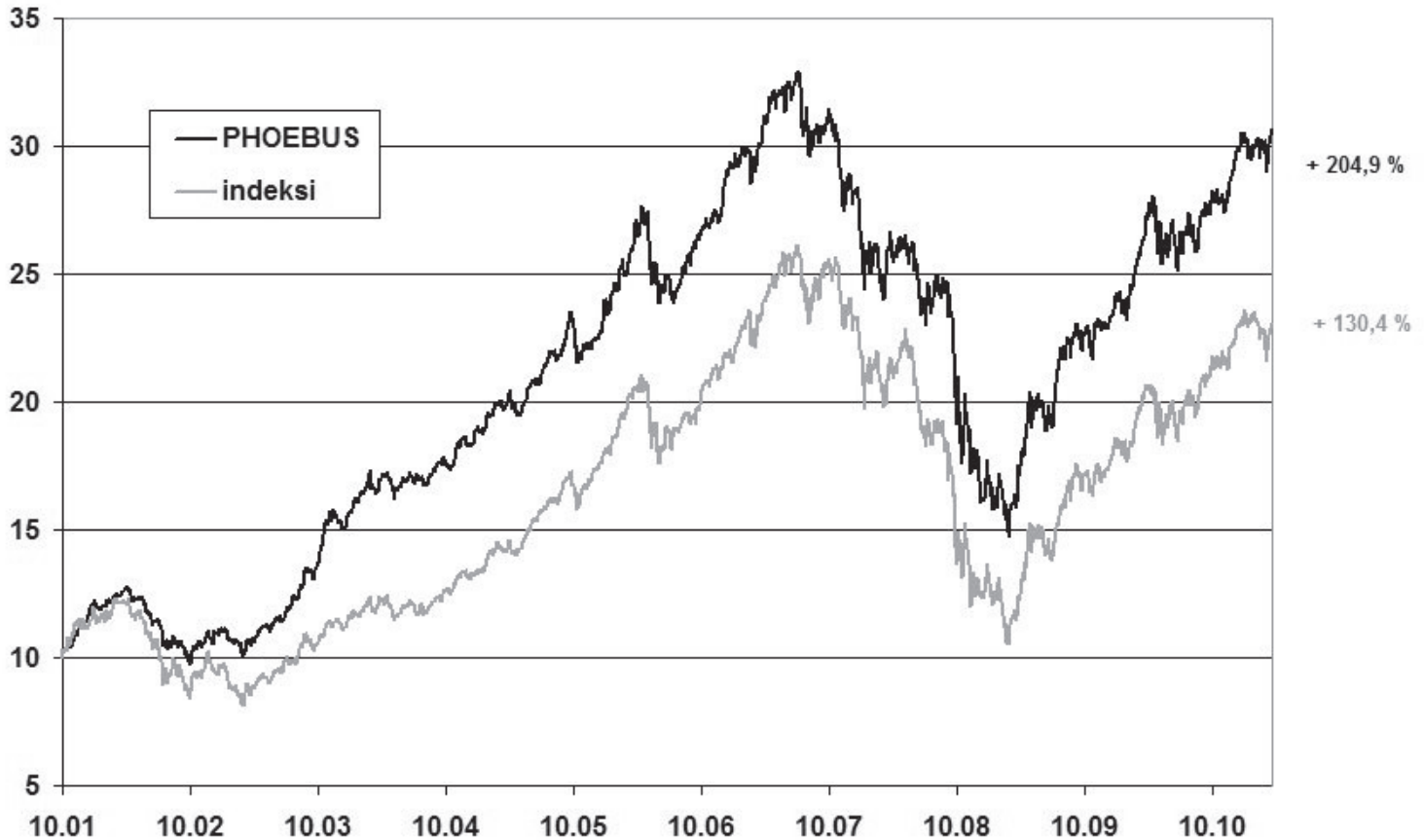
31.3.2011

Osakerahasto, joka tekee pitkän tähtäimen sijoituksia pääosin Suomen osakemarkkinoille.

## Phoebus ja vertailuindeksi

Euro

10.10.2001 - 31.3.2011



### RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	10.10.2001
Tyyppi	Osakerahasto
Rahaston koko (milj. euroa)	19,1
Vertailuindeksi	75% OMX Helsinki Cap Gl, 25% MSCI AC World NDR
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,75 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	On
Merkintäpalkkio	Ei (1.1.2011 alkaen)
Kaupankäyntipalkkio lunastettaessa (maksetaan rahastoon)	1 %, jos sijoitusaika alle 12 kk; muuten 0 %
Salkunhoitaja	Anders Oldenburg

### TUOTTO JA VOLATILITEETTI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	1,91 %	12,50 %	0,54 %	12,04 %
1 v	15,30 %	14,39 %	14,17 %	15,41 %
3 v	17,68 %	20,45 %	10,09 %	21,70 %
5 v	16,59 %	18,32 %	12,60 %	19,53 %
Aloituspäivästä	204,90 %	15,07 %	130,44 %	16,91 %
Aloituspäivästä p.a.	12,48 %		9,21 %	

### KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.4.2010 – 31.3.2011

Palkkiot yhteensä (TER)	0,79 %
Tuottosidonnainen palkkio (vuoden alusta, sisältyy TER-lukuun)	0,03 %
Kaupankäyntikulut	0,02 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,81 %
Salkun kiertonopeus	-9,18 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksi-poikkeama (tracking error)	7,78 %
Lähipiirin omistusosuus (31.3.2011)	14,58 %

### SUURIMMAT OMISTUKSET

	Maa	Osuus rahastosta
VACON OYJ	Suomi	9,2 %
NOKIAN RENKAAT OYJ	Suomi	6,7 %
AIR LIQUIDE SA	Ranska	6,3 %
SVENSKA HANDELSBANKEN-A SHS	Ruotsi	6,0 %
SECO TOOLS AB-B SHS	Ruotsi	5,9 %
FASTENAL CO	Yhdysvallat	5,4 %
HENNES & MAURITZ AB-B SHS	Ruotsi	5,4 %
EXEL COMPOSITES OYJ	Suomi	5,3 %
HARLEY-DAVIDSON INC	Yhdysvallat	4,8 %
LASSILA & TIKANOJA OYJ	Suomi	4,3 %

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



## SALKUNHOITAJALTA

Japanin katastrofista ja Libyan sodasta huolimatta vuoden ensimmäinen neljännes oli osakemarkkinoilla melko positiivinen. Dollarin heikkeneminen tosin johti maailmanindeksin 1,4 % laskuun euroissa mitattuna, mutta Suomi-indeksi nousi 1,2 % ja myös Phoebuksen vertailuindeksi siten 0,5 %. Vaikka Phoebuksen sijoitukset painottuvat indeksiä voimakkaammin ulkomaille, rahasto pärjäsikin hieman indeksiä paremmin: osuuden arvo nousi 1,9 %.

Rahasto alusta lukien Phoebus on noussut 204,9 % ja vertailuindeksi 130,4 %.

Pyrin 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

Myin neljänneksen aikana kaikki State Street –pankin osakkeemme, kuten ehdin jo hieman ennakkoidakin katsauksessamme 3/2010. Vielä silloin pidin arvostusta halpana, mutta kurssin noustua 28 % päätin myydä ne.

Sijoitus oli kaiken kaikkiaan huono. Ostin ensimmäiset osakkeemme hintaan 45,35 dollaria lokakuussa 2001, kun Phoebus oli 2 viikkoa vanha. Myin osakkeemme nyt hintaan 47,87 dollaria. Reilussa yhdeksässä vuodessa dollari on heikentynyt kolmanneksen, joten euroissa alkuperäinen sijoituksemme tuotti ilman osinkoja -29 %.

Tammikuussa 2008 osake kävi yli 82 dollarissa ja oli tuottanut yli +80 %. Mutta menetimme ”pysyvästi” kolmanneksen sijoituksestamme, kun pankki finanssikriisin aikana joutui laskemaan liikkeelle 50 % lisää osakkeita kattaakseen tappioita. Pankin liiketoiminnan arvohan ei osakeannissa kasvanut, vaan annilla ainoastaan paikattiin spekulatiivista aiheuttamaa reikää taseessa. Siksi osake ei ole halpa, vaikka se ei olekaan 9 vuodessa tuottanut kuin osingot.

Ostin tilalle Strayer Educationia, joka on USA:n johtavia voittoja tuottavia aikuiskoulutusyhtiöitä. Lisää yhtiöstä jäljempänä.

### Peilin edessä

Osakkeilla voi periaatteessa tienata vain kahdella tapaa, osingoilla tai kurssinousulla. Kurssi taas nousee vain kahdesta syystä: arvostuskerroin nousee tai yhtiön tulos kasvaa.

Pitkäjänteiselle sijoittajalle kasvu on — osinkojen lisäksi — varmin tie vaurauteen. Arvostuskertoimen nousu on aina rajallista. P/E-luku laskettuna normalisoidulle tulokselle voi ehkä nousta kolmin- tai nelinkertaiseksi, mutta ei juuri sen enempää, olipa horisontti mikä tahansa. Sen sijaan noin peri-

aatteessa ei ole juuri mitään rajaa sille, kuinka paljon yhtiö voi kasvaa, jos vain aikajänne on riittävän pitkä.

Jos salkunhoitaja myy pitkäaikaisen sijoituksen tappiolla, kuten minä tammikuussa tein State Streetin kanssa, on syytä astella peilin eteen. Tarkoitusahan on ostaa halvalla ja myydä kalliilla, ei päinvastoin.

Tässä voisi olla kyse itsensä huijaamisesta. Kun epäonnistunut sijoitus pysyy salkussa, se muistuttaa joka päivä salkunhoitajaa hänen virheestään. Silloin voi tuntua helpottavalta siivota se pois. Toinen mahdollinen ongelma on, että salkunhoitaja myy markkinoiden epäsuosiossa olevat osakkeet salkusta, jotta rahaston omistajat eivät pitäisi häntä tyhmänä tai muuten vain esittäisi hankalia kysymyksiä.

Ja sanomattakin on selvää, että jos salkunhoitaja pitää osakkeensa vain niin kauan kuin ne kehittyvät hyvin ja luopuu niistä heti kun yhtiössä on ongelmia ja osake on laskenut, ei sijoituksellinen lopputulos voi olla kovin hyvä.

Analysoin siksi tarkemmin kaikki myynnit, joita olen tehnyt Phoebuksen historiassa. Yhteensä olen vajaassa 10 vuodessa luopunut 27 yhtiöstä. Niistä kuusi ostettiin pörssistä pois. Neljä tuli meille spinoffien eli yhtiöiden jakoprosessien kautta, eivätkä siten olleet itse tekemiäni sijoituksia. Loput 17 yhtiötä olen itse ostanut ja itse päättänyt myydä.

Niistä kymmenen kurssi on myynnin jälkeen noussut ja seitsemän laskenut. Keskimäärin ne ovat myyntieni jälkeen tuottaneet +20 %. Se ei kuitenkaan vielä kerro mitään, koska Phoebuskin on noussut ko. myyntien jälkeen. Oleellista on, että myymäni osakkeet ovat tuottaneet 50 % Phoebusta huonommin (ja 42 % vertailuindeksiämme huonommin) sen jälkeen kun myin ne.

Tappiolla tai pienellä voitolla olen myynyt 12 yhtiötä, koska olen pettynyt niiden kehitykseen. Ne ovat myyntieni jälkeen nousseet 3 % ja jääneet 76 % Phoebuksen kehityksestä. Suurella voitolla olen myynyt 5 yhtiötä, koska olen pitänyt niiden kurssinousuja liiallisina. Näiden yhtiöiden kurssit ovat sittemmin nousseet 60 % ja kehittyneet 13 % paremmin kuin Phoebus.

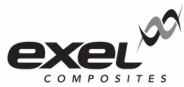
Epäonnistuneista sijoituksista luopuminen on ollut järkevää rahaston arvonkehityksen kannalta. Sen sijaan olen tehnyt selviä virheitä, kun olen myynyt hyviä yhtiöitä, koska olen pitänyt niitä yliarvostettuina. (Osan niistä olen tosin myynyt muista kuin arvostussyistä, mutta selityksiään riittää aina).

Kaiken kaikkiaan olen rahaston historian aikana myynyt 18,5 miljoonan euron edestä osakkeita 3,5 me voitolla. Kun eliminoidaan pörssistä ostetut yhtiöt ja arbitraasikaupat, olen myynyt osakkeita 11,9 miljoonalla ja 3,0 me voitolla eli keskimäärin 34 % voitolla. Sen lisäksi salkussamme on 5,9 me realisoimattomia voittoja.



Luvut sinänsä eivät ole tärkeitä, mutta ne osoittavat, että peilistä ei katso salkunhoitaja, joka järjestelmällisesti tekee vain huonoja kauppia. Tämä on ehkä selvää, jos katsoo rahaston kehitystä, mutta itsetutkiskelu – alallamme puhutaan yleensä ”sijoitusprosessin kehittämisestä”, mikä kuulostaa hienommalta – on minusta silloin tällöin tarpeen.

Erityisesti tietenkin silloin, kun on tehnyt selvän virheen, kuten minä State Streetin kanssa. Virheitä ei pidä pelätä, eikä niitä voi alallamme välttää. Niitä kannattaa kuitenkin tutkia, jotta niitä ei ainakaan tiedostamattaan järjestelmällisesti toista. En siis usko sortuneeni psykologiseen siivoamiseen, vaan huonoista sijoituksistamme luopuminen on ollut meille selvästi kannattavaa.



Pieni komposiittiprofiilivalmistajamme Exel Composites on hyvä esimerkki

siitä, miten parhaat sijoitukset tehdään kun sijoittajat ovat pessimistisimpiä ja päinvastoin.

Katsauksessamme 3/2008 kerroin, että yhtiö oli kolmessa vuodessa menettänyt 41 % arvostaan. Ja ennustin (poikkeuksellisesti), että ”Exelin osake tuottaa seuraavan kolmen vuoden aikana paremmin kuin edellisen kolmen vuoden aikana”. Lupasin arvioida tätä ennustetta noin 3 vuoden kuluttua.

Siispä peilin eteen tämänkin asian kohdalla: arvion aika on käsillä. Syyskuusta 2008 maaliskuuhun 2011 Exel tuotti osinkoineen 41,5 %. Phoebus tuotti samaan aikaan 38,5 %. Ennusteeni osui siis tällä kertaa oikeaan. Komposiittivalmisteen rima ei tosin ollut kovin korkealla, ennustinhan tietoisesti varovasti vain, että tuotto on parempi kuin -41 %. Joka tapauksessa Exel tuotti jakson aikana jopa keskimääräistä sijoitustamme paremmin.

Tähän ei suinkaan ollut syynä se, että yhtiö olisi kehittynyt hurjasti paremmin kuin oli odotettavissa. Ei sinne päinkään: Exelin teollisuuspuolen liikevaihto oli viime vuonna edelleen 27 % alle vuoden 2007 tason. Liiketulos korjattuna kertaluonteisilla erillä – viime vuonna 11,0 % - oli sekin selvästi alle historiallisen 15 % keskiarvon, pääosin juuri alhaisten volyyymien takia. Tase on toki parantunut paljon. Vuonna 2007 Exelin nettovelka oli 28 me, viime vuoden lopussa sillä oli miljoonan nettokassa (eikä se ole kerjännyt rahaa omistajiltaan).

Pääasiassa kurssinousu on siis ollut seurausta vain sijoittajien mielialan paranemisesta. Vuodet 2006-2008 olivat synkkiä, kun urheilupuoli teki lähes 30 me tappioita. Urheilutoiminnot oli kuitenkin lakkautettu jo kesällä 2008 – siis ennen kuin edellisen kerran kirjoitin Exelistä – joten sen tappioiden poistuminen ei voinut tulla yllätyksenä. Itse asiassa ainoa suuri yllätys syyskuun 2008 jälkeen on ollut se, miten syvä silloin orastavasta lamasta tuli. Silti kurssi on noussut.

Tämä kertoo hyvin paljon osakesijoittamisesta. Sijoittajien suosiossa olevien yhtiöiden osakkeiden ostaminen *tuntuu* turvalliselta (koska saa olla samaa mieltä muiden kanssa),

mutta on vaarallista. Epämuodikkaiden yhtiöiden ostaminen sen sijaan on hyvin yksinäistä ja tuntuu vaaralliselta – jopa tyhmältä – mutta on varmin tapa tienata rahaa. Jos siis sattuu olemaan oikeassa. Paljon on myös käännetyhtiöitä, jotka eivät koskaan kääntyneetkään.

Suhdanteiden edelleen parantuessa Exelillä pitäisi mielestäni olla kaikki mahdollisuudet saavuttaa kolme vuotta sitten asetamani tavoitteet: noin 15 % liiketulos, joka noin 85 me liikevaihdolla vastaa 75-80 sentin tulosta per osake (viime vuonna EPS korjattuna kertaerillä oli 48 senttiä). Tähän potentiaaliin suhteutettuna nykyinen osakekurssi 9,20 euroa ei mielestäni ole erityisen korkea, kun ottaa huomioon että yhtiö on velaton, kuuluu alansa johtaviin ja kun sen pääoman tuotto on erittäin hyvä.

Yllä olevalla tarinalla en muuten lainkaan halua vähätellä Exelin johdon saavutuksia vaikeina aikoina. Päinvastoin, arvostan hyvin suuresti toimitusjohtaja Vesa Korpimiestä. Hän tuli Exelin teollisuuspuolelle töihin jo 24 vuotta sitten ja on siis ollut vahvasti mukana yhtiön hyvän kannattavuuden ja markkina-aseman luomisessa. Luotan siihen, että hän saa johdettua joukkojaan taas 15 % liiketuloksiin tai jopa yli, kunhan suhdanteet hieman paranevat.

## STRAYER EDUCATION INC.

Uusin sijoituksemme Strayer Education on USA:n johtavia aikuiskoulutusyhtiöitä. Se kutsuu itseään yliopistoksi, mutta ei ole perinteinen tutkiva sellainen. Se ei myöskään ole ammattikoulu, vaan 81 % opiskelijoista tavoittelee kandidaatin tai maisterin tutkintoja. Suomen terminologialla paras määritelmä olisi ehkä ”avoin alemman tason aikuisyliopisto”. Strayer ei ole alansa suurin eikä kannattavin, mutta se saattaa hyvinkin olla paras.

Erityisesti pidän siitä, että kymmenen vuotta toimitusjohtajana ollut Robert Silberman on jatkuvasti ja johdonmukaisesti painottanut, että yliopiston on menestyäkseen panostettava ensisijaisesti koulutukseen ja vasta toissijaisesti osakkaiden varallisuuden kasvattamiseen. Siksi Strayer ei ole kasvanut yritysostoin, vaan avaamalla uusia kouluja. Jokaisen uuden koulun johtaja on rekrytoitu yhtiön sisäältä, jotta toimintakulttuuri pysyisi samana.

Strategia on toiminut. Kymmenessä vuodessa yhtiön koulujen määrä on kuusinkertaistunut 84:ään ja opiskelijoiden määrä on viisinkertaistunut 56 tuhanteen. Liikevaihto on kasvanut 23 % vuodessa, liiketulos 21 % vuodessa ja osakekohtainen tulos 21 % vuodessa. Liiketulos on keskimäärin ollut 34 % liikevaihdosta, kuten viime vuonna. Huonoimmillaankin se oli 30 % (vuonna 2006). Tulos on myös muuttunut rahaksi – yhteensä 585 miljoonan dollarin nettotuloksesta 516m on ollut vapaata kassavirtaa. Yhtiö on nettovelaton.

Näin hyvä yhtiö on harvoin halpa. Olen vuosikausia vilkuillut Strayeria, mutta P/E-luku noin 40x paikkeilla on mielestäni ollut liian korkea. Viimeisen vuoden aikana osakekurssi on kuitenkin puolittunut, joten arvostus on nyt paremmin kohdallaan. Viime vuoden tulokselle nykykurssi (130 dollaria) antaa velattomaksi P/E-luvuksi 13x.

Arvostuskertoimen laskuun on tietysti syynsä. Presidentti Obaman hallinto on voimakkaasti kritisoinut yksityisten yliopistojen aggressiivista markkinointia, korkeita lukukausimaksuja ja opiskelijoiden alhaista valmistumisastetta. Valtio vastaa noin kolmesta neljäsosasta koulujen rahoituksesta (opiskelijoille myönnettävien opintolainojen kautta), joten asia kuuluu mitä suurimmalla oikeutuksella valtiolle, vaikka koulut yksityisiä ovatkin.

Strayer on saanut kritiikistä osansa, vaikka se ei kilpailijoistaan poiketen olekaan jäänyt kiinni yliaggressiivisesta markkinoinnista. Lukujen valossa se on nykyisen sääntelyn mallioppilaita. Sen opiskelijoiden konkurssiaste on puolet aikuisyliopistojen keskiarvosta ja jopa hieman alempi kuin kaikkien (julkisten ja yksityisten) yliopistojen keskiarvo.

Poliittinen epävarmuus sääntelyn uudistamisesta on kuitenkin tällä hetkellä erittäin suuri ja heijastuu osakekursseihin. Sen lisäksi se heijastuu kysyntään. Useimpien koulujen uusien oppilaiden hakemukset ovat laskeneet voimakkaasti (markkinajohtaja Apollon 45 % ja Strayerin 20 %) ja yhtiöiden tulokset tulevat siksi laskemaan vuonna 2011. En yllättyisi, jos ne laskisivat edelleen vuonna 2012.

Mutta yllättyisin suuresti, jos sääntely ei asettuisi uomiinsa parissa kolmessa vuodessa. Strayerin loistava kannattavuus, velattomuus ja toiminnan ennakoitavuus luovat hyvän vastapainon poliittiselle epävarmuudelle. Jos Strayer oikeasti välittää oppilaistaan niin paljon kuin Silberman kertoo, sillä ei pitäisi olla ongelmia sopeutua sääntelyn muutoksiin. Uskon siksi, että osake voi olla hyvä pitkäjärteinen sijoitus, vaikkakin se tulee heilumaan paljon ennen kuin toimialan uudet pelisäännöt ovat selvillä. Pitkäjärteisinä sijoittajina me jaksamme hyvin odottaa.



Anders Oldenburg, CFA  
salkunhoitaja  
anders.oldenburg@seligson.fi

## RAHASTOJEN TUNNUSLUKUJEN MÄÄRITELMIÄ

### Volatiliteetti / standardipoikkeama

Riskimittari, joka 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 merkintöiden ja lunastusten yhteissumma (summa1). Salkun kiertonopeus on saadun luvun (summa1) suhde rahaston keskimääräiseen pääomaan tarkastelujaksolla. Esimerkiksi kiertonopeus 200 % tarkoittaa siten, että tarkastelujakson aikana on myyty kaikki rahaston arvopaperit ja tilalle ostettu uudet.

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

### Kaupankäyntikulut

Rahaston pääomasta veloitettavat rahaston kaupankäyntiin liittyvät arvopaperinvälittäjille maksetut palkkiot. Ilmoitetaan prosenttilukuna *keskimääräisestä* pääomasta edeltävällä 12 kk:lla. **Huom!** (Entisen) sijoitusrahastoyhdistyksen — nykyisin Finanssialan keskusliiton sijoitusrahastojohtokunta — 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 ko. suositus koskee.

### Total expense ratio / TER

Rahaston perimien kulujen prosenttiosuus keskimääräisestä pääomasta tarkastelujaksolla. Luku sisältää rahaston pääomasta veloitettavan hallinnointi- ja säilytyspalkkion, tilinhoito- ja muut pankkikulut sekä mahdollisen tuotosidonnaisen palkkion. TER –luku *ei sisällä* esim. kaupan-käyntikuluja, jonka vuoksi raportoimme myös rahastojen kokonaiskulut. Pharoksen osalta TER sisältää myös kohderahastojen kiinteät kulut.

Jos rahastolla on *tuotosidonnainen 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 (osa lähdeveroista voidaan hakea rahastoille takaisin).

### Välityspalkkiot lähipiirille

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

### Korkoriski (duraatio)

Duraatio ilmaisee korkosijoituksen korkoriskin yhtenä lukuna. Korkoriski on käytännössä sijoituksen markkina-arvon herkkyyden korkotason muutokselle, kansanomaisemmin sanottuna korkosalkun keskipituus. Matemaattisesti duraatio lasketaan joukkolainan kassavirtojen (vuotuiset kupongit ja lainan pääoman takaisinmaksu erääntymisessä) pituuksien pääomilla painotettuna keskiarvona ja ilmaistaan vuosina. Kun korkotaso muuttuu (+/-) x prosenttiyksikköä, niin joukkolainan arvo muuttuu (-/+) duraatio \* x %.

### Sharpen luku

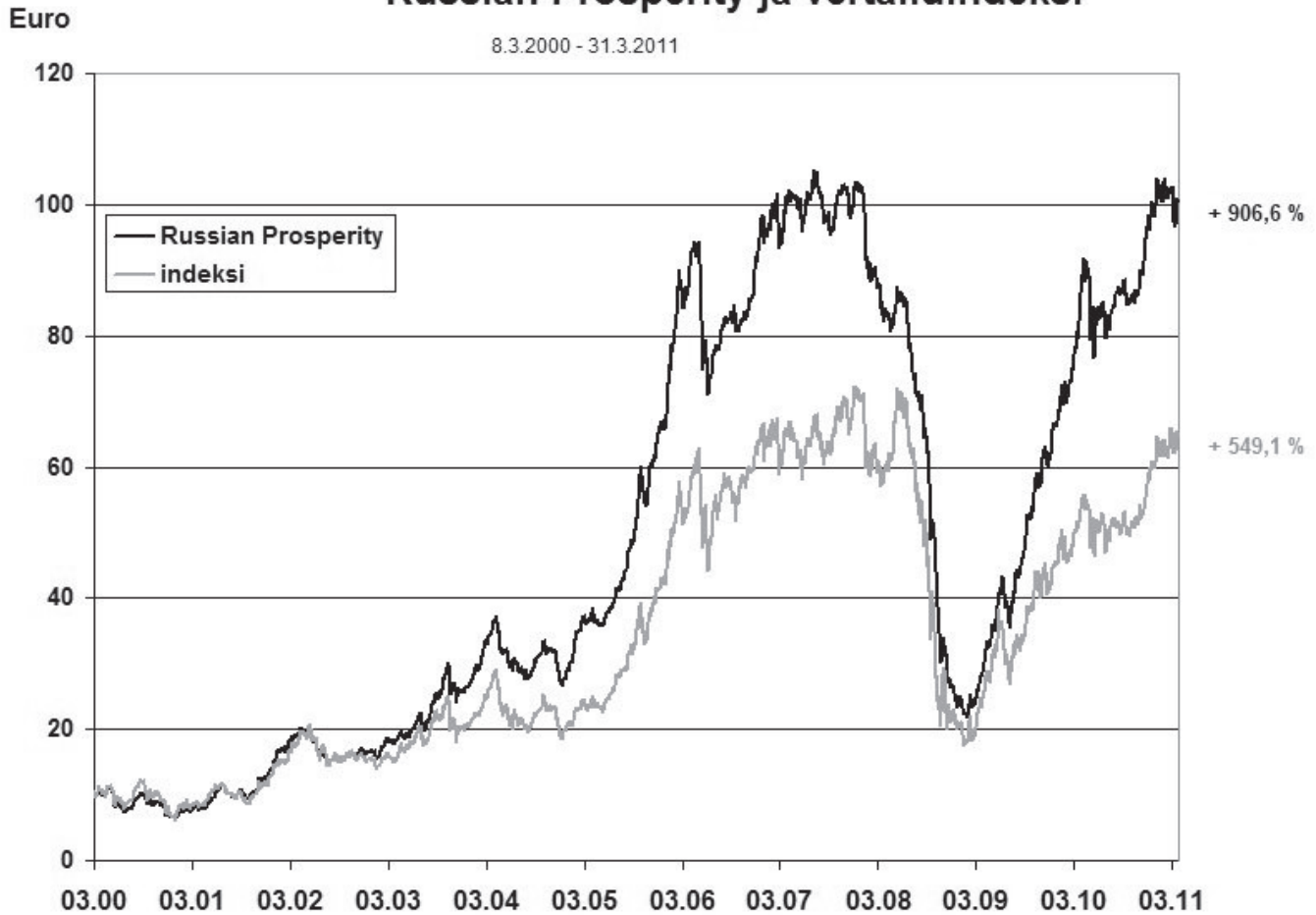
Alan käytännöstä poiketen *emme julkaise* tässä katsauksessa Sharpen lukua, koska se ei käsitääksemme tuo mitään olennaista informaatiota indeksiin verrattujen tuoton ja volatiliteetin sekä indeksipoikkeaman (tracking error) lisäksi. Julkaisemme kuitenkin Sharpen luvun Sijoitusrahastoyhdistyksen suosituksen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

RUSSIAN PROSPERITY FUND EURO

31.3.2011

Aktiivinen osakerahasto, joka sijoittaa pääosin Venäjän osakemarkkinoille.

## Russian Prosperity ja vertailuindeksi



### RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	8.3.2000
Tyyppi	Osakkeet, Venäjä & IVY
Rahaston koko (milj. euroa)	209,4
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	Jonathan Aalto

### KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.4.2010 – 31.3.2011

Palkkiot yhteensä (TER)	1,50 %
Tuottosidonnainen palkkio (vuoden alusta, sisältyy TER-lukuun)	0,00 %
Kaupankäyntikulut **	0,74 %
Kokonaiskulut (TKA)	2,24 %
Salkun kiertonopeus	-47,91 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	11,33 %
Lähipiirin omistusosuus (31.3.2011)	0,06 %

\*\* Huom! Kyseessä on arvio, suurin osa Venäjän osakekaupasta käydään ns nettokauppana ilman selkeitä välityspalkkioita.

### TUOTTO JA VOLATILITEETTI

	Rahasto		Vertailuindeksi*	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	2,39 %	13,42 %	8,37 %	18,21 %
1 v	18,54 %	17,42 %	22,46 %	22,55 %
3 v	22,59 %	24,80 %	10,59 %	42,80 %
5 v	15,29 %	21,34 %	20,72 %	37,02 %
10 v	1140,26 %	21,78 %	646,45 %	34,03 %
Aloituspäivästä	906,59 %	23,05 %	549,07 %	36,35 %
Aloituspäivästä p.a.	23,20 %		18,41 %	

\* Huom! Kyseessä on hintaindeksi.

### SUURIMMAT OMISTUKSET

Maa Osuus rahastosta

Maa	Osuus rahastosta
BASHNEFT	Venäjä 9,6 %
GAZPROM	Venäjä 7,3 %
SURGUTNEFTEGAS	Venäjä 6,1 %
TNK-BP HOLDING	Venäjä 5,7 %
MHP	Ukraina 4,7 %
M VIDEO	Venäjä 4,5 %
LUKOIL	Venäjä 4,4 %
VIMPELCOM LTD	Venäjä 4,3 %
KAZMUNAIGAS EXPLORATION -GDR	Kazakstan 4,0 %
DIXY GROUP	Venäjä 3,6 %

**SALKUNHOITAJALTA**

Venäjän markkinaa kuvaava RTS-osakeindeksi nousi vuoden 2010 aikana 23 % ja jyrkin nousu tapahtui viimeisen neljänneksen aikana. Tahti on tämän vuoden puolella hieman hiipunut: vuoden ensimmäisellä neljänneksellä indeksi nousi 8 % ja Russian Prosperity -rahasto 2 %.

Neuvonantajamme mukaan Venäjänkin markkinaa ohjasivat vuoden 2010 aikana pitkälti länsimaiden markkinatunnelmat. Niinpä erityisesti isot yhtiöt saivat kärsiä länsimaiden hitaasta kasvusta ja niiden kurssikehitys jäikin jälkeen pienemmistä. Tämän vuoden alussa isot ovat puolestaan pärjänneet paremmin. Suurin syy alkuvuoden alituottoon onkin siinä, että rahasto on öljysektorilla alipainossa indeksiin nähden.

Viimeisen vuosineljänneksen aikana ei salkun suurimpien omistusten joukossa ole tapahtunut kovin merkittäviä muutoksia. Jatkamme edelleen ylipainossa kulutustavara- ja telekommunikaatiosektoreilla kasvavan keskiluokan kulutuskysynnän takia. Venäläisen palkansaajan kuukausiansio on kymmenessä vuodessa noussut yli 1000 %. Keskimääräinen veroprosentti on pysynyt 13 % tienoilla ja käytettävissä olevat tulot siten nousseet merkittävästi. Myös yksityishenkilöiden velkaantumistaso on alhainen ja kulutukseen käytetään jopa noin 60 % ansioista. Kulutuskin on Venäjällä noussut viisinkertaiseksi vuodesta 2001.

Palautimme jakson aikana salkkuun vanhan tuttavamme, Venäjän toiseksi suurimman päivittäistavara-kauppaketju Magnitin. Yhtiö perustettiin eteläisessä Krasnodarissa vuonna 1999 ja on siitä laajentunut nyt jo yli 3500 ruokakauppaan 800 eri kaupungissa. Sijoitusneuvonantajamme PCM on aiemmin ollut mukana yhtiön hallitustyöskentelyssä – yhtiö oli rahaston salkussa 2006-2010 – ja pitkä yhteistyö on auttanut heitä perehtymään poikkeuksellisen hyvin Magnitin toimintaan. Vähittäiskauppamarkkina ei Venäjällä ainakaan vielä ole läheskään niin keskittynyttä kuin monissa länsimaissa. Viidellä suurimmalla ruokakauppaketjulla on yhteensä 15 % markkinoista, tyypillinen osuus länsimaissa on 50–80 %.

Uusia arvopapereita ovat energiayhtiöt Inter RAO UES ja Lenenergo (joka tosin oli rahastossa vuoteen 2003 asti), lannoiteratkaisuja tarjoava Uralkali sekä Ukrainan johtaviin teleyhtiöihin kuuluva Ukrtelecom.

Toimiala	RPFE %	RTS %
Öljy & Kaasu	48	51
Muut raaka-aineet	7	20
Teollisuus	4	1
Telekommunikaatio	11	3
Energia (sähkö)	7	7
Rahoitus	5	16
Kulutustavarat	18	2

**Ukraina ja Kazakstan**

Russian Prosperity -rahasto jatkaa edelleen myös Venäjän lähialueiden tarjoamien mahdollisuuksien kartoittamista ja olemmekin viime vuoden aikana lisänneet sijoituksia Ukrainaan ja Kazakstaniin. Nämä maat käyvät läpi samanlaista siirtymävaihetta kuin Venäjä, mutta poliittinen tilanne hankaloittaa edelleen tiettyjä uudistuksia.

Kazakstanin luonnonvaroihin kuuluvat mm. öljy, hiili ja maankaasu. Kazakstanin öljyvarojen on arvioitu olevan yhtä suuret kuin Libyan, mutta todelliset luvut saattavat olla suuremmatkin. Maasta löytyy myös runsaasti mineraaleja, kuten rautaa ja kultaa. Talouskasvu on viime vuosikymmenen aikana ollut noin 7–10 %, pitkälti korkeiden raaka-ainehintojen takia. Maailman suurimpiin öljykenttiin kuuluva Kaspianmerellä sijaitseva Kashagan kuuluu valtion Kazmunaigas-yhtiölle, joka on rahastomme avainsijoituksia. Muita rahaston Kazakstanin sijoituksia ovat Kazakhtelecom, Kazkommertsbank sekä kaivosyhtiö Kazakhgold.

Ukrainan talouskasvu on niin ikään pitkälti riippuvainen energian, teräksen ja raaka-aineiden hintakehityksestä. Osaltaan talouskasvuun vaikuttaa myös kotimaan kulutus, joka on kymmenen vuoden aikana lisännyt erityisesti vähittäiskaupan kasvua. Sijoituksiamme Ukrainassa ovat maan suurin siipikarjayhtiö MHP sekä maatalousyhtiö Mriya. MHP:n osakekurssi on vuodesta 2009 lukien noussut 450 % ja osakkeen P/E-luku on silti edelleen 10x. Mriya on kannattava maatalousyhtiö joka P/E-luvulla 7x on mielestämme selvästi aliarvostettu tuloksiinsa nähden.

**Edelleen halpa?**

Venäläiset osakkeet vaikuttavat neuvonantajamme mukaan hyvästä kehityksestä huolimatta edelleen halvoilta. RTS-indeksin vuodelle 2011 ennustettu P/E-luku on 6,8x. Sitä voi verrata esimerkiksi Kiinan Shanghai A-indeksiin (13.7x), Intian Sensex-indeksiin (17.4x) ja Brasilian Bovespaan (10.7x). Taustaa edullisuuskäsitykselle luo hyvin se, että *yhtiöiden* tulosten odotetaan kasvavan jopa 15–20 %. Myös hyödykehintojen oletetaan pysyvän vakaina 2011 aikana, kehittyvien markkinoiden kysyntä kasvaa edelleen. Tämä koskee myös Venäjän vientiraaka-aineita kuten rautamalmia, nikkeliä, palladiumia, kultaa ja puutavaraa. PCM:n mukaan suurin lisäarvon mahdollisuus sijoittajille liittyy kuitenkin talous- ja yhtiörakenteiden pitkäjänteisen uudistustyön jatkumiseen.

*Prosperity Capital Managementin  
raporttien pohjalta*



Jonathan Aalto, salkunhoitaja  
*jonathan.aalto@seligson.fi*



## GLOBAL TOP 25 PHARMACEUTICALS

Global Top 25 Pharmaceuticals on passiivinen rahasto, jonka sijoituskohteina ovat maailman johtavien lääkeyritysten osakkeet. Rahasto toimii kuten indeksirahasto eli sijoittaa passiivisesti toimialan 25 johtavaan yhtiöön. Emme kuitenkaan kutsu sitä indeksirahastoksi, koska sijoituksia ei ohjaa jonkun muun laskema indeksi, vaan itse muodostamamme osakekori.

Valitessamme Global Pharman yhtiöitä tarkastelemme mm. yhtiöiden markkina-arvoja, niiden tutkimus- ja tuotekehityspanosta sekä markkina-aseman vahvuutta. Näin saadulta listalta viiden johtavan yhtiön osakkeisiin sijoitetaan tasaosuuksin yksi kolmasosa salkun arvosta ja seuraaviin kahteenkymmeneen vastaavasti kaksi kolmasosaa salkun arvosta.

Aktiivisesta sijoitushallinnoinnista tämä menetelmä eroaa siinä, että rahaston yhtiöitä ei valita ja painoteta yrittämällä analysoida sitä, minkä kohdalla muut osakemarkkinoiden toimijat olisivat mahdollisesti arvioineet osakkeen hinnan ”väärin”. Sen sijaan salkun sisältö pyritään pitämään mahdollisimman muuttumattomana, jotta kaupankäynnistä aiheutuvat kustannukset jäävät alhaisiksi.

Seuraamme kuitenkin rahaston sijoituskohteita säännöllisesti ja reagoimme, jos jonkin yhtiön asema tai liiketoiminnan suunta selvästi muuttuu. Kerran vuodessa tarkastelemme salkkua ja toimialan yhtiöitä laajemminkin varmistaaksemme, että rahaston osakekori on sijoituspolitiikan mukainen. Samalla yhtiöiden painotukset palautetaan vastaamaan yllä kuvattua. Tämä tasapainottaminen eli rebalansointi on tärkeä osa salkunhoitoa, jotta yksittäisten osakkeiden arvonnousut eivät liikaa siirrä koko rahaston riskin painopistettä.

Tämänvuotinen päivitys tehtiin nyt maaliskuun lopulla. Rahaston yhtiöistä myytiin pois Genzyme ja tilalle ostettiin Bayer. Lisäksi Merck & Co nostettiin viiden johtavan yrityksen joukkoon; väistyä sai GlaxoSmithKline.

Genzymen poistumisen syy oli selvä: Sanofi-Aventis ostaa sen. Viime vuoden elokuussa Genzymen osakkeenomistajille esitettiin ensimmäinen ns. vihamielinen tarjous myydä omistuksensa 69 dollarilla osake. Tämän vuoden maaliskuussa projekti eteni uuteen vaiheeseen; tarjous muuttui ystävälliseksi ja osakkeenomistajille tarjottiin käteistä 74 dollaria osakkeelta. Käteisyyden lisäksi Genzymen omistajille tarjottiin yksi *Contingent Value Right* (CVR) eli mahdollisuus liiketoimintaperusteiseen lisäsuoritukseen.

Rahastolla oli vaihtoehtona myydä osakkeet tai hyväksyä ostotarjous sekä odottaa mahdollista lisäsuoritusta. Päätimme myydä. Yhdysvalloissa noteeratuilla osakkeilla kaupankäynti onnistuu kohtuullisin pienillä välityspalkkiolla ja itse asiassa CVR:n myynnistä olisi aiheutunut täsmälleen saman verran kaupankäyntikuluja myöhemmin.

Myynnistä saadut käteisvarat pääsimme sijoittamaan välittömästi uudestaan eli rahaston sijoituspolitiikka toteutuu näin tehokkaammin. Rahaston passiiviseen luonteeseen takia emme myöskään lähteneet kyseenalaistamaan sitä, miten CVR oli hinnoiteltu, joten Genzymen osakkeista luovuttiin vallitsevaan markkinahintaan.

Aspiriinista tunnettu saksalainen Bayer AG on jo pidemmän aikaa ollut yksi suurimmista lääkeyrityksistä. Liiketoiminta on kuitenkin jakaantunut muutamalle eri toimialalle. Terveystuotteen lisäksi yritys on suuntautunut teollisuuden raaka-aineisiin, kasvinsuojeluun ja torjunta-aineisiin. Bayer ei ole siis puhdas lääkeyritys, mutta varsinkin Schering-yrityksensä jälkeen liiketoiminnan painopisteen voidaan katsoa siirtyneen yhä enemmän lääkeyritykseen ja valtaosa tuloksesta tulee juuri tältä toimialalta. Myös toimialaluokittelujen johtava auktoriteetti *Global Industry Classification Standard* (GICS) on kaksauttanut sen lääkeyritysten joukkoon. Mistään pillerikioskista ei muuten todellakaan ole kysymys: vuonna 2010 yli 35 miljardin euron liikevaihdon tehneellä yhtiöllä on maailmanlaajuisesti 111 400 työntekijää.

Suuret fuusiot ja yrityssotot ovat tällä vuosikymmenellä värittäneet toimialaa poikkeuksellisen paljon. Hyvänä esimerkkinä Merck & Co, joka on Schering-Plough:n (joka on siis eri firma kuin yllä mainittu Bayerin ostama Schering-ilmann-Ploughia) oston myötä kasvanut selkeästi yhdeksi maailman suurimmista lääkeyrityksistä ja edennyt siis myös rahastossammekin tuplapainoisten joukkoon.

### Toimiva, edullinen

Global Pharman passiivinen strategia on ainakin tähän mennessä toiminut pitkäjänteisen sijoittamisen perustana mukavasti. Sijoitustutkimuksen rahastoraportin (maaliskuu 2011) mukaan se on rahastoluokkansa kolmonen (yhdestätoista) viiden vuoden ja nelonen (kymmenestä) kymmenen vuoden jaksolla. Kannattaa kuitenkin aina muistaa, että mennyt ei muodosta potentilääkettä tulevaan tuottoon.

Tärkeämpi tieto tulevaisuuden kannalta on se, että Global Top 25 Pharmaceuticals on suomalaisista lääkeyrityksistä selvästi edullisin, sen TER-luku on 0,61 % vuodessa. Saman Rahastoraportin mukaan ryhmän keskimääräinen TER on 1,58 % vuodessa ja seuraavaksi edullisimman rahastonkin 1,4 % vuodessa. Lisäksi Global Pharman on ainoa suomalainen lääkeyritysrahasto, jossa ei ole merkintäpalkkioita ja (jos sijoitusta pitää yli 6 kuukautta) ainoa, jossa ei ole lunastuspalkkiota. Kuulostaa juuri siltä, mitä salkkutohotori määräisi, eikö totta?



Jani Holmberg, salkunhoitaja  
jani.holmberg@seligson.fi



## KEHITTYVÄT MARKKINAT

Erikoissijoitusrahasto Seligson & Co Kehittyvät markkinat aloitti toimintansa 1.9.2010. Siitä ei siis ole vielä saatavissa kaikkia muiden rahastojemme kanssa vertailukelpoisia vuoden jaksoon perustuvia tunnuslukuja. Joitakin kuitenkin on.

Rahaston koko vuoden 2011 ensimmäisen neljänneksen lopussa oli 18,6 miljoonaa euroa ja sillä oli 3124 osuudenomistajaa. Lähipiirin omistusosuus oli 0,09 %.

Tuotto- ja volatiliteettiluvut näyttävät seuraavilta:

### TUOTTO- JA VOLATILITEETTI 31.3.2011

	Rahasto		Vertailuindeksi*	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
Vuoden alusta	-5,2 %	14,7 %	-5,2 %	14,3 %
6 kk	4,9 %	13,7 %	5,0 %	13,4 %
Aloituspäivästä	6,6 %	13,4 %	6,8 %	13,1 %

\* Kohderahaston vertailuindeksi on MSCI Emerging Markets Value Index

Kehittyvät markkinat on niin sanottu syöttörahasto, joka pyrkii sijoittamaan kaikki varansa Dimensional Fund Advisorsin (DFA) rahastoon Emerging Markets Value, joka puolestaan on *erittäin* hajautettu, sisältäen yli 1700 osaketta.

Kohderahaston **toimialajakauma** meni 31.3.2011 näin:

Toimiala	Osuus rahastossa %	MSCI Emerging Markets Value Index %
Teollisuus	45,4	47,1
Rahoitus	31,1	27,0
Kulutustavarat	14,1	8,6
Teknologia	8,9	17,2
Terveys	0,6	0,1

Merkittäviä muutoksia ei siis ole tapahtunut verrattuna vuoden vaiheen toimialajakaumaan. Suurimmat erot indeksiin nähden ovat rahoituksen ja kulutustavaroiden ylipaino ja teknologiasektorin alipaino. Nämä erot seuraavat käytetystä arvo-osakkeiden valintamenetelmästä eivätkä edusta aktiivista markkinanäkemyä.

**Maajakaumassa** on tapahtunut jonkin verran muutoksia. Kiina ja Brasilia ovat syrjäyttäneet Taiwanin ja Etelä-Korean rahaston suurimpien sijoitusten kärjestä. Myös Venäjän paino on kasvanut melko paljon, 5,19 %:sta 6,22 %:iin.

Maajakaumassa tapahtuneiden muutosten taustalla ei ole minkäänlaista muutosta kohderahaston sijoituspolitiikassa. Syynä muutoksiin on rahaston omistamien osakkeiden normaali markkinakehitys sekä salkun tasapainotus suurimpiin painoihin nousseiden maiden osuutta pienentämällä.

Alla olevassa taulukossa julkaisemme samalla *korjatun* version vuodenvaihteen katsauksen maajakaumasta. Silloisen maajakauman prosentit eivät olleet täsmälleen oikeat, koska olimme virheellisesti ottaneet DFA:n vastaavan amerikkalaisen rahaston tiedoista. Suuria eroja näihin DFA:n irlantilaisen rahaston eli oikeisiin lukuihin ei toki ollut. Pahoittelemme joka tapauksessa erheellistä informaatiota!

Maa	Osuus rahastossa % 31.3.2011	MSCI Emerging Markets Value Index % 31.3.2011	Osuus rahastossa % 31.12.2010 (korjattu)
Kiina	14,3	17,6	12,8
Brasilia	13,8	16,9	12,2
Etelä-Korea	13,7	13,6	14,0
Taiwan	12,3	10,5	13,3
Intia	9,4	7,3	10,4
Etelä-Afrikka	8,4	7,3	9,1
Venäjä	6,2	7,7	5,2
Meksiko	5,8	4,5	6,2
Malesia	3,6	2,7	3,6
Indonesia	2,7	2,5	2,8
Thaimaa	2,3	1,7	2,4
Turkki	2,1	1,4	2,3
Chile	2,1	1,5	2,5
Puola	1,9	-	1,7
Filippiinit	0,6	0,5	0,6
Unkari	0,5	0,5	0,6
Muut	0,5	3,8	0,5

Alkuvuoden levottomuudet Pohjois-Afrikassa ja Lähi-idässä sekä aiempi pitkään jatkunut kehittyvien markkinoiden nousukausi saivat monet sijoittajat vähentämään kehittyvien markkinoiden painoa salkussaan. Myös suomalaisista kehittyvien markkinoiden rahastoista lunastettiin Sijoitustutkimuksen maaliskuun rahastoraportin mukaan varoja yli 350 miljoonalla eurolla enemmän kuin niihin sijoitettiin.<sup>1</sup>

Tulevasta kehityksestä emme tietenkään tiedä. Joka tapauksessa on järkevää miettiä myös kehittyville markkinoille valmiiksi itselle sopiva osuus salkusta ja pitää siitä koko lailla kiinni, mikäli oma varallisuus- tai elämäntilanne ei oleellisesti muutu. Usein on myös ainakin verotusmielessä kustannustehokasta säätää eri sijoituskohteiden tasapainoa ennemmin ostamalla lisää alipainossa olevia instrumentteja kuin myymällä hyvän kurssikehityksen vuoksi ylipainoon nousseita sijoituksia.



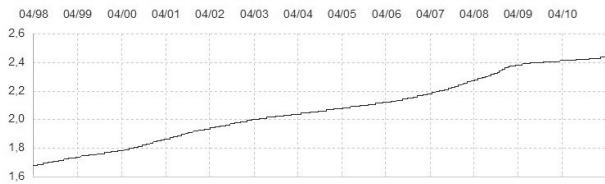
Jonathan Aalto, salkunhoitaja  
jonathan.aalto@seligson.fi

<sup>1</sup> Tähän lukuun sisältyy myös Keski- ja Itä-Eurooppa, joiden osalta nk. nettomerkinnot olivat 226 m€ positiivisia. Muiden kehittyvien markkinoiden osalta nettolunastusten määrä oli siten lähes 600 m€.

## RAHAMARKKINARAHASTO AAA

31.3.2011

## ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Rahamarkkinarahasto, joka sijoittaa lyhytaikaisiin eurooppalaisiin korkoinstrumentteihin.

## RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	1.4.1998
Tyyppi	Lyhyet korot, euro-alue
Rahaston koko (milj. euroa)	150,0
Vertailuindeksi	3 kk euriborindeksi
Hallinnointi- ja säilytyspalkkiot	0,18 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintäpalkkio	ei
Lunastuspalkkio	ei
Salkunhoitajat	Jani Holmberg / Inari Nilsson

## TUOTTO JA VOLATILITEETTI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	0,26 %	0,07 %	0,21 %	0,07 %
1 v	1,00 %	0,05 %	0,78 %	0,07 %
3 v	7,14 %	0,15 %	6,98 %	0,17 %
5 v	14,79 %	0,15 %	15,17 %	0,18 %
10 v	30,48 %	0,14 %	32,77 %	0,16 %
Aloituspäivästä	44,78 %	0,15 %	48,16 %	0,17 %
Aloituspäivästä p.a.	2,89 %		3,07 %	

## KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.4.2010 – 31.3.2011

Palkkiot yhteensä (TER)	0,18 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,01 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,19 %
Salkun kiertonopeus	41,26 %
Salkun korkoriski (duraatio)	0,26
Välityspalkkiot lähipiirille	0,00 %
Indeksi-poikkeama (tracking error)	0,02 %
Lähipiirin omistusosuus (31.3.2011)	0,83 %

## SUURIMMAT OMISTUKSET

Maa Osuus rahastosta

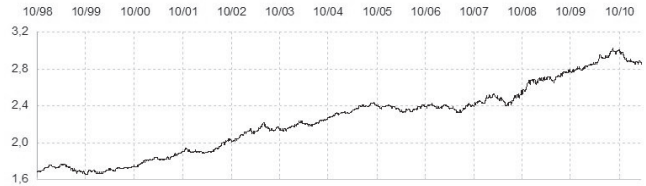
Määräaikainen talletus Helsingin OP Pankki 12.04.2011	Suomi	4,0 %
Määräaikainen talletus Ålandsbanken 25.05.2011	Suomi	4,0 %
Sijoitustodistus Sampo 14.06.2011	Suomi	4,0 %
Sijoitustodistus SHB 27.06.2011	Suomi	4,0 %
Sijoitustodistus Tapiola Pankki 06.07.2011	Suomi	4,0 %
Määräaikainen talletus Helsingin OP Pankki 16.08.2011	Suomi	3,4 %
Määräaikainen talletus Handelsbanken 18.05.2011	Suomi	3,3 %
Määräaikainen talletus Suupohjan Osuuspankki 07.06.2011	Suomi	3,3 %
Määräaikainen talletus AsuntoHypoPankki 08.09.2011	Suomi	3,3 %
Sijoitustodistus Nordea 04.04.2011	Suomi	3,3 %

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

## EURO-OBLIGAATIO

31.3.2011

## ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Obligaatioindeksirahasto, joka seuraa euroalueen valtioiden liikkeelle laskemien euromääräisten lainojen indeksiä.

## RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	14.10.1998
Tyyppi	Pitkät korot, euro-alue
Rahaston koko (milj. euroa)	45,2
Vertailuindeksi	EFFAS Bond Indices Euro Govt All > 1Yr
Hallinnointi- ja säilytyspalkkiot	0,28 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintäpalkkio	ei
Kaupankäyntipalkkio lunastettaessa (maksetaan rahastoon)	0 % (0,2 %, jos sijoitusaika alle 3 kk)
Salkunhoitajat	Jani Holmberg / Inari Nilsson

## TUOTTO JA VOLATILITEETTI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	-0,91 %	3,63 %	-1,16 %	3,59 %
1 v	0,07 %	3,38 %	-2,29 %	3,86 %
3 v	14,60 %	4,34 %	11,43 %	4,23 %
5 v	21,44 %	4,04 %	18,00 %	3,87 %
10 v	55,60 %	3,76 %	54,92 %	3,69 %
Aloituspäivästä	70,04 %	3,69 %	70,10 %	3,61 %
Aloituspäivästä p.a.	4,35 %		4,35 %	

## KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.4.2010 – 31.3.2011

Palkkiot yhteensä (TER)	0,28 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,02 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,30 %
Salkun kiertonopeus	-17,58 %
Lainaluokitukset (rating)	AAA 58,0%, AA 15,3%, A 21,8%, BBB 2,4%, BB 2,5%
Salkun korkoriski (duraatio)	5,75
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksi-poikkeama (tracking error)	2,40 %
Lähipiirin omistusosuus (31.3.2011)	0,01 %

## SUURIMMAT OMISTUKSET

Maa Osuus rahastosta

Ranskan valtion obligaatio 4,25% 25.04.2019	Ranska	9,7 %
Italian valtion obligaatio 4,25% 01.08.2014	Italia	9,6 %
Saksan valtion obligaatio 3,50% 04.01.2016	Saksa	9,3 %
Italian valtion obligaatio 4,25% 01.03.2020	Italia	8,0 %
Ranskan valtion obligaatio 3,50% 25.04.2015	Ranska	8,0 %
Saksan valtion obligaatio 6,25% 04.01.2024	Saksa	7,7 %
Saksan valtion obligaatio 4,0% 04.01.2018	Saksa	5,4 %
Hollannin valtion obligaatio 3,75% 15.07.2014	Alankomaat	5,0 %
Ranskan valtion obligaatio 5,50% 25.04.2029	Ranska	4,6 %
Itävallan valtion obligaatio 3,90% 15.07.2020	Itävalta	4,6 %

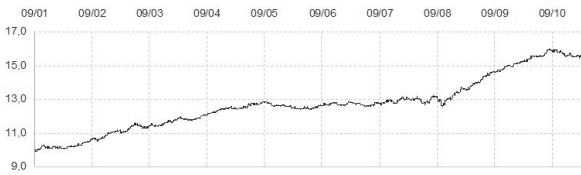
Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – [www.seligson.fi](http://www.seligson.fi)

PASSIIVISET RAHASTOT

EURO CORPORATE BOND

31.3.2011

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Obligaatioindeksirahasto, joka seuraa yritysten liikkeelle laskemien euromääräisten lainojen indeksiä.

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	14.9.2001
Tyyppi	Pitkät korot, euro-alue
Rahaston koko (milj. euroa)	39,4
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 / Inari Nilsson

TUOTTO JA VOLATILITEETTI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	-1,15 %	2,89 %	-0,70 %	2,56 %
1 v	1,23 %	2,85 %	1,45 %	2,57 %
3 v	19,78 %	3,68 %	21,48 %	3,25 %
5 v	24,20 %	3,38 %	26,40 %	2,98 %
Aloituspäivästä	55,03 %	3,19 %	64,91 %	3,00 %
Aloituspäivästä p.a.	4,70 %		5,38 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.4.2010 – 31.3.2011

Paikkiot yhteensä (TER)	0,33 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,06 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,40 %
Salkun kiertonopeus	-26,18 %
Lainaluokitukset	AAA 2,2%, AA 13,6%, A 54,8%, BBB 29,5 %
Salkun korkoriski (duraatio)	4,14
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksi-poikkeama (tracking error)	1,53 %
Lähipiirin omistusosuus (31.3.2011)	0,01 %

SUURIMMAT OMISTUKSET

Maa Osuus rahastosta

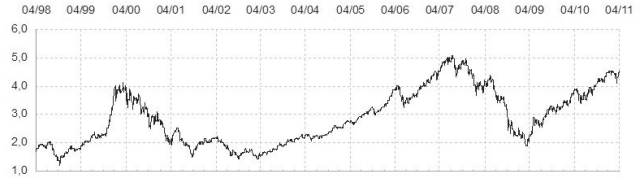
ENEL-SOCIETA PER AZIONI 5,25% 20.06.2017	Italia	2,5 %
E.ON INTL FINANCE BV 5,75% 07.05.2020	Saksa	2,1 %
ELECTRICITE DE FRANCE 6,25% 25.01.2021	Ranska	2,1 %
ROCHE HLDGS INC 5,625% 04.03.2016	Sveitsi	2,0 %
GDF SUEZ 6,25% 24.01.2014	Ranska	2,0 %
SHELL INTERNATIONAL FIN 4,50% 09.02.2016	Alankomaat	1,9 %
FRANCE TELECOM 4,75% 21.02.2017	Ranska	1,9 %
ENI SPA 4,75% 14.11.2017	Italia	1,9 %
TELEFONICA EUROPE BV 5,125% 14.02.2013	Espanja	1,9 %
BMW FINANCE NV 4,25% 22.01.2014	Saksa	1,8 %

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

SUOMI-INDEKSIRAHASTO

31.3.2011

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Suomalaisiin osakkeisiin sijoittava indeksirahasto.

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	1.4.1998
Tyyppi	Osakerahasto, Suomi
Rahaston koko (milj. euroa)	52,7
Vertailuindeksi	OMX GES Sustainability Finland Index
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,45 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintä-/lunastuspalkkio (maksetaan rahastoyhtiölle)	ei
Kaupankäyntipalkkio lunastettaessa (maksetaan rahastoon)	0,1 % merkittäessä ja lunastettaessa (0,5 %, lunastettaessa jos sijoitusaika < 6 kk)
Salkunhoitaja	Jani Holmberg / Inari Nilsson

TUOTTO JA VOLATILITEETTI

	Rahasto		Vertailuindeksi*	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	1,11 %	18,67 %	1,32 %	18,66 %
1 v	18,18 %	20,45 %	18,77 %	20,42 %
3 v	11,96 %	26,78 %	14,31 %	26,99 %
5 v	15,33 %	24,52 %	19,48 %	24,62 %
10 v	124,91 %	22,56 %	101,66 %	22,60 %
Aloituspäivästä	165,32 %	25,43 %	126,27 %	25,73 %
Aloituspäivästä p.a.	7,79 %		6,48 %	

\* Hintaindeksi 30.6.2005 asti, 1.7.2005 alk. Helsinki Benchmark Cap –tuottoindeksi ja 1.3.2011 alkaen OMX GES Sustainability Finland Index.

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.4.2010 – 31.3.2011

Paikkiot yhteensä (TER)	0,45 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,11 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,56 %
Salkun kiertonopeus	33,05 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksi-poikkeama (tracking error)	0,33 %
Lähipiirin omistusosuus (31.3.2011)	0,07 %

SUURIMMAT OMISTUKSET

Maa Osuus rahastosta

FORTUM OYJ	Suomi	10,3 %
NOKIA OYJ	Suomi	9,3 %
KONE OYJ-B	Suomi	8,8 %
UPM-KYMMENE OYJ	Suomi	8,5 %
WÄRTSILA OYJ	Suomi	6,0 %
STORA ENSO OYJ-R SHS	Suomi	5,8 %
METSO OYJ	Suomi	5,7 %
NOKIAN RENKAAT OYJ	Suomi	4,3 %
KESKO OYJ-B SHS	Suomi	3,6 %
YIT OYJ	Suomi	2,7 %

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

## OMX HELSINKI 25 -INDEKSIOUSRAHASTO

31.3.2011



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

## RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	8.2.2002
Tyyppi	Osakerahasto, Suomi
Rahaston koko (milj. euroa)	194,0
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 / Inari Nilsson

## TUOTTO JA VOLATILITEETTI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto*	Volatiliteetti
3 kk	1,56 %	16,20 %	0,36 %	16,28 %
1 v	20,86 %	21,35 %	17,44 %	21,83 %
3 v	10,26 %	29,78 %	-1,86 %	30,04 %
5 v	16,94 %	26,60 %	-2,72 %	26,83 %
Aloituspäivästä	138,53 %	22,75 %	68,38 %	22,97 %
Aloituspäivästä p.a.	9,97 %		5,86 %	

\* Huom! Rahaston tuotto on laskettu siten, että on otettu huomioon rahastosta jaetut tuotonmaksut. Vertailuindeksinä toimiva OMXH25-indeksi sen sijaan on hintaindeksi eli siinä ei ole mukana osinkoja.

## KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.4.2010 – 31.3.2011

Palkkiot yhteensä (TER)	0,16 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,02 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,18 %
Salkun kiertonopeus	14,48 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoiikkeama (tracking error)	0,14 %
Lähipiirin omistusosuus (31.3.2011)	0,0 %

## SUURIMMAT OMISTUKSET

Maa Osuus rahastosta

FORTUM OYJ	Suomi	10,7 %
SAMPO OYJ-A SHS	Suomi	10,5 %
KONE OYJ-B	Suomi	8,3 %
UPM-KYMMENE OYJ	Suomi	8,2 %
NOKIA OYJ	Suomi	7,8 %
METSO OYJ	Suomi	5,4 %
TELIASONERA AB	Ruotsi	5,4 %
STORA ENSO OYJ-R SHS	Suomi	5,1 %
WÄRTSILA OYJ	Suomi	4,8 %
NOKIAN RENKAAT OYJ	Suomi	4,1 %

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

## EUROOPPA-INDEKSIRAHASTO

31.3.2011



Osakeindeksirahasto, joka seuraa DJ Sustainability Europe-indeksiä.

## RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	15.6.1998
Tyyppi	Osakerahasto, Eurooppa
Rahaston koko (milj. euroa)	60,0
Vertailuindeksi	DJ Sustainability Europe 20.9.2010 asti DJ STOXX Sustainability
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 / Inari Nilsson

## TUOTTO JA VOLATILITEETTI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	0,59 %	15,90 %	0,66 %	15,91 %
1 v	6,21 %	17,56 %	6,75 %	17,54 %
3 v	0,48 %	26,15 %	2,84 %	26,22 %
5 v	-9,65 %	22,93 %	-6,59 %	22,98 %
10 v	-14,19 %	22,95 %	-6,14 %	22,99 %
Aloituspäivästä	5,56 %	23,09 %	19,26 %	23,31 %
Aloituspäivästä p.a.	0,42 %		1,39 %	

## KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.4.2010 – 31.3.2011

Palkkiot yhteensä (TER)	0,46 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,07 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,53 %
Salkun kiertonopeus	-4,65 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoiikkeama (tracking error)	0,23 %
Lähipiirin omistusosuus (31.3.2011)	0,22 %

## SUURIMMAT OMISTUKSET

Maa Osuus rahastosta

NESTLE SA-REG	Sveitsi	4,9 %
HSBC HOLDINGS PLC	Iso-Britannia	4,6 %
NOVARTIS AG-REG	Sveitsi	3,7 %
TOTAL SA	Ranska	3,0 %
SIEMENS AG-REG	Saksa	2,8 %
ROCHE HOLDING AG-GENUSSCHEIN	Sveitsi	2,6 %
RIO TINTO PLC	Iso-Britannia	2,5 %
TELEFONICA SA	Espanja	2,3 %
BHP BILLITON PLC	Iso-Britannia	2,3 %
BANCO SANTANDER SA	Espanja	2,3 %

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



## PASSIIVISET RAHASTOT

### AASIA-INDEKSIRAHASTO

31.3.2011



Osakeindeksirahasto, joka seuraa DJ Sustainability Asia Pacific –indeksiä.

RAHASTON AVAINTIEDOT	
Tyyppi	Osakerahasto, Aasia
Rahaston koko (milj. euroa)	21,5
Vertailuindeksi	Dow Jones Sustainability Asia Pacific 31.3.2009 asti 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 / Inari Nilsson

#### TUOTTO JA VOLATILITEETTI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	-6,48 %	20,22 %	-6,26 %	21,67 %
1 v	-0,01 %	16,42 %	2,04 %	17,73 %
3 v	10,55 %	23,31 %	15,66 %	24,59 %
5 v	-27,65 %	21,64 %	-23,14 %	22,57 %
10 v	-42,32 %	22,89 %	-37,87 %	23,56 %
Aloituspäivästä	-64,51 %	23,67 %	-60,97 %	24,72 %
Aloituspäivästä p.a.	-8,79 %		-8,01 %	

#### KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.4.2010 – 31.3.2011

Palkkiot yhteensä (TER)	0,47 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,10 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,57 %
Salkun kiertonopeus	3,66 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	4,48 %
Lähipiirin omistusosuus (31.3.2011)	0,35 %

#### SUURIMMAT OMISTUKSET

	Maa	Osuus rahastosta
BHP BILLITON LTD	Australia	7,4 %
TOYOTA MOTOR CORP	Japani	5,6 %
SAMSUNG ELECTR-GDR REGS	Korean tasavalta	4,6 %
COMMONWEALTH BANK OF AUSTRALIA	Australia	3,7 %
WESTPAC BANKING CORP	Australia	3,4 %
AUST AND NZ BANKING GROUP	Australia	2,9 %
TAIWAN SEMICONDUCTOR-SP ADR	Taiwan	2,7 %
NATIONAL AUSTRALIA BANK LTD	Australia	2,7 %
SUMITOMO MITSUI FINANCIAL GR	Japani	2,0 %
RIO TINTO LTD	Australia	1,7 %

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

### POHJOIS-AMERIKA-INDEKSIRAHASTO

31.3.2010



Osakeindeksirahasto, joka seuraa DJ Sustainability North America –indeksiä.

RAHASTON AVAINTIEDOT	
Aloituspäivä	29.12.2006
Tyyppi	Osakerahasto, Pohjois-Amerikka
Rahaston koko (milj. euroa)	28,1
Vertailuindeksi	DJ Sustainability North America 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 / Inari Nilsson

#### TUOTTO JA VOLATILITEETTI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	-1,47 %	14,41 %	-1,23 %	14,55 %
1 v	5,76 %	17,29 %	6,80 %	17,91 %
3 v	12,28 %	27,24 %	13,62 %	27,96 %
Aloituspäivästä	-6,79 %	24,74 %	-4,58 %	25,34 %
Aloituspäivästä p.a.	-1,64 %		-1,10 %	

#### KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.4.2010 – 31.3.2011

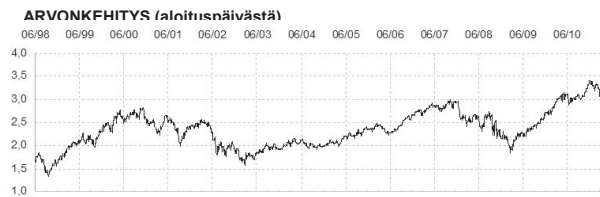
Palkkiot yhteensä (TER)	0,45 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,04 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,49 %
Salkun kiertonopeus	-18,64 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	0,63 %
Lähipiirin omistusosuus (31.3.2011)	0,05 %

#### SUURIMMAT OMISTUKSET

	Maa	Osuus rahastosta
CHEVRON CORP	Yhdysvallat	4,0 %
GENERAL ELECTRIC CO	Yhdysvallat	3,9 %
INTL BUSINESS MACHINES CORP	Yhdysvallat	3,7 %
MICROSOFT CORP	Yhdysvallat	3,5 %
AT&T INC	Yhdysvallat	3,3 %
PROCTER & GAMBLE CO/THE	Yhdysvallat	3,1 %
JOHNSON & JOHNSON	Yhdysvallat	3,0 %
COCA-COLA CO/THE	Yhdysvallat	2,5 %
CITIGROUP INC	Yhdysvallat	2,3 %
SCHLUMBERGER LTD	Yhdysvallat	2,3 %

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

**GLOBAL TOP 25 BRANDS**  
31.3.2011



Osakekorirahasto, joka sijoittaa maailman arvostetuimpiin tavaramerkkeihin.

**RAHASTON AVAINTIEDOT**

Aloituspäivä	18.6.1998
Tyyppi	Osakerahasto, maailma
Rahaston koko (milj. euroa)	83,0
Vertailuindeksi	50% MSCI Consumer Discretionary NDR 50% MSCI Consumer Staples NDR
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,6 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintä-/lunastuspalkkio (maksetaan rahastoyhtiölle)	ei
Kaupankäyntipalkkio (maksetaan rahastoon)	0,5 % lunastettaessa, jos sijoitusaika < 6 kk
Salkunhoitaja	Jani Holmberg / Inari Nilsson

**TUOTTO JA VOLATILITEETTI**

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	-4,75 %	12,28 %	-3,99 %	13,23 %
1 v	5,51 %	13,90 %	8,32 %	16,44 %
3 v	26,15 %	20,70 %	26,53 %	21,42 %
5 v	30,72 %	17,93 %	12,63 %	18,16 %
10 v	35,41 %	18,07 %	9,84 %	17,14 %
Aloituspäivästä	88,72 %	18,83 %	36,20 %	17,16 %
Aloituspäivästä p.a.	5,09 %		2,44 %	

**KULUT JA TUNNUSLUVUT**

1.4.2010 – 31.3.2011

Palkkiot yhteensä (TER)	0,60 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,03 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,64 %
Salkun kiertonopeus	-14,10 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	4,72 %
Lähipiirin omistusosuus (31.3.2011)	0,09 %

**SUURIMMAT OMISTUKSET**

Maa Osuus rahastosta

COCA-COLA CO/THE	Yhdysvallat	7,3 %
WALT DISNEY CO/THE	Yhdysvallat	7,2 %
MCDONALD'S CORP	Yhdysvallat	6,7 %
UNILEVER NV-CVA	Alankomaat	6,1 %
PROCTER & GAMBLE CO/THE	Yhdysvallat	6,0 %
BAYERISCHE MOTOREN WERKE AG	Saksa	5,3 %
HERMES INTERNATIONAL	Ranska	4,9 %
HARLEY-DAVIDSON INC	Yhdysvallat	3,9 %
TIFFANY & CO	Yhdysvallat	3,7 %
NESTLE SA-REG	Sveitsi	3,5 %

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

**GLOBAL TOP 25 PHARMACEUTICALS**  
31.3.2011



Osakekorirahasto, joka sijoittaa maailman suurimpien lääkeyritysten osakkeisiin.

**RAHASTON AVAINTIEDOT**

Aloituspäivä	17.1.2000
Tyyppi	Osakerahasto, lääketieteellisyys
Rahaston koko (milj. euroa)	29,3
Vertailuindeksi	MSCI Pharma & Biotech NDR
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,6 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintä-/lunastuspalkkio (maksetaan rahastoyhtiölle)	ei
Kaupankäyntipalkkio (maksetaan rahastoon)	0,5 % lunastettaessa, jos sijoitusaika < 6 kk
Salkunhoitaja	Jani Holmberg / Inari Nilsson

**TUOTTO JA VOLATILITEETTI**

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	-3,18 %	11,45 %	-3,09 %	12,99 %
1 v	0,24 %	12,15 %	-1,28 %	14,94 %
3 v	23,32 %	18,19 %	20,86 %	20,27 %
5 v	1,86 %	15,85 %	-5,23 %	17,44 %
10 v	-15,10 %	15,92 %	-25,74 %	17,93 %
Aloituspäivästä	-1,54 %	16,51 %	-14,27 %	17,93 %
Aloituspäivästä p.a.	-0,14 %		-1,36 %	

**KULUT JA TUNNUSLUVUT**

1.4.2010 – 31.3.2011

Palkkiot yhteensä (TER)	0,61 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,05 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,66 %
Salkun kiertonopeus	-37,09 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	3,21 %
Lähipiirin omistusosuus (31.3.2011)	0,14 %

**SUURIMMAT OMISTUKSET**

Maa Osuus rahastosta

MERCK & CO. INC.	Yhdysvallat	6,6 %
ROCHE HOLDING AG-GENUSSCHEIN	Sveitsi	6,6 %
JOHNSON & JOHNSON	Yhdysvallat	6,6 %
PFIZER INC	Yhdysvallat	6,5 %
NOVARTIS AG-REG	Sveitsi	6,4 %
FOREST LABORATORIES INC	Yhdysvallat	3,4 %
BAYER AG-REG	Saksa	3,4 %
CELGENE CORP	Yhdysvallat	3,4 %
SANOFI-AVENTIS	Ranska	3,4 %
NOVO NORDISK A/S-B	Tanska	3,4 %

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

# KAPITALFÖRVALTNING: MERVÄRDE, KUNDSERVICE (OCH FUSK)

Affärstidningen *Financial Times* berättade i veckan om en än så länge opublicerad studie gjord av IBM (*Financial Markets 2020*), som utvisar att fondbranschen årligen förstör värden på hela 1300 miljarder dollar, eller 1,9% av världens BNP!<sup>1</sup>

Summan utgörs av 600 miljarder i avgifter för fonder och rådgivningstjänster som inte presterar i linje med marknadens avkastning och 500 miljarder i onödiga kostnader för utvärderings- och analystjänster samt värdepappershandel. Till detta skall läggas 200 miljarder i ineffektivitet.

Chockerande siffror, men kan de stämma?

Visst, om man bara definierar mervärdet som differensen mellan placerarnas avkastning (efter avgifter) och relevanta jämförelseindex. Det är ju självklart att världens alla placere-re som aggregat *före kostnader* måste få en avkastning som är lika med avkastningen för ett index, som inkluderar världens alla finansiella tillgångar. Av detta följer att placera-rarna som helhet förlorar en summa som exakt motsvarar alla kostnader som de betalar (så förlusten är kanske t.o.m. större än FT rapporterar).

Men kan man definiera branschens mervärde så här? I mina ögon borde mervärdet i finansiell rådgivning definieras som skillnaden mellan den (riskjusterade) avkastning kunden får med hjälp av en rådgivare och den avkastning hon hade fått utan rådgivaren.

Fanns inga fonder och inga rådgivare skulle vi alla köpa våra aktier och obligationer själva. Men en värld utan rådgivning och utan fonder är naturligtvis inte heller en värld utan kostnader. Visst vore det säkert en värld med lägre direkta placeringskostnader, men det skulle också vara en ineffektiv marknad med stora dolda kostnader. Professionel-la placere-re skulle ha ett större övertag än idag. Vanliga placere-ares risktagning skulle sannolikt vara inoptimal.

Jag tror inte slutresultatet vore bättre. Faktiskt var detta en orsak till att jag för 14 år sedan slutade som analytiker för att bli fondförvaltare. Jag ser hur god rådgivning till vettiga priser kan öka sannolikheten för att kunden skall nå sina finansiella mål, vilket jag definierar som mervärde. Jag kan däremot inte se hur hyperaktiv aktiehandel skapar något mervärde för samhället.



**Anders Oldenburg** tror på kapitalförvaltning, mervärde, kundservice (och fisk).

Att definiera mervärde endast som överavkastning gör också att vi missar möjligheter att erbjuda *verkligt* mervärde. Som kund stöter jag ofta på olika sätt som företag kunde förenkla mitt liv, för vilket jag gärna skulle betala dem lite extra. Tänk om mitt garage kunde hyra lite utrymme för däckförvaring, så jag slapp köa till bilserviceföretaget? Tänk om finska posten kunde integrera sina tjänster med eBay? Tänk om sotaren kunde skicka mig förslag på lediga tider?

Även vi på Seligson & Co kunde säkert göra ett bättre jobb i att förenkla våra kunders dagliga liv. Men jag har märkt att man lätt blir blind för sin egen bransch och läser sig i gamla rutiner. Därför hoppas jag att ni som kunder inte är blyga att berätta hur ni tycker vi kunde jobba bättre. Vi kommer inte att kunna förverkliga alla önskemål, men tro mig: er input är värdefullare än ni tror.

Priset på en tjänst är inte negativt mervärde (om inte tjänsten är värdelös). Men om man inte vet priset, hur skall man då kunna fatta vettiga beslut? Min svenska kollega, Investment AB Spiltans VD Per Håkan Börjesson, citerar i sin tidskrift Sparrebellan (nr 39) en av sina kunder:

*"I början på 2000-talet fick jag via min arbetsgivare möjlighet att träffa en försäkringsmäklare från [XY AB], eftersom jag blivit "tiotaggare" och hade en del val att göra. Alltid skönt att få professionella råd tänkte jag, men inte till vilket pris som helst. Så innan vi satte igång med vårt möte frågade jag mäklaren om jag skulle betala något för mötet och han svarade att nej, nej, det är gratis. Då började jag ana oråd. Jaha, du menar att min arbetsgivare betalar för den här tjänsten, fortsatte jag. Nej, nej, det är helt gratis för dig och din arbetsgivare. Hm, men hur tjänar du i så fall pengar frågade jag. Jo, jag får betalt av försäkringsbolagen. Jaha, får du lika mycket betalt av alla, undrade jag misstänksamt. Öh, sa han och skruvade på sig besvärat, nej, det är lite olika. Sen var hans råd inte vatten värda, det förstod både han och jag, och mötet var över 5 minuter senare."*<sup>2</sup>

Om man säljer en värdefull tjänst bör man ärligt kunna berätta vad den kostar. Skall man reglera bort fusket, som EU verkar försöka? Jag tror inte det lyckas. Däremot borde vi inom branschen satsa ännu mer på att utbilda våra kunder, vilket skulle ge dem möjligheter att fatta bättre beslut. Det om något är mervärde.

Jag citerar Rose Blumkin, som grundade USA:s största möbelbutik Nebraska Furniture Mart. Hennes motto för att ge sina kunder mervärde var kort och koncist: *"Sell cheap and tell the truth."*<sup>3</sup>

Svårare än så är det kanske inte?

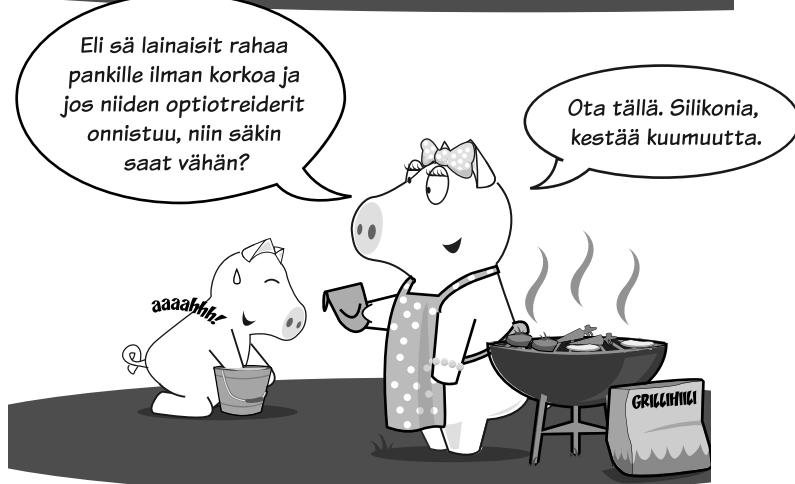
Anders Oldenburg, CFA  
anders.oldenburg@seligson.fi

<sup>1</sup> [www.ft.com/cms/s/0/3adcb3e6-5c9c-11e0-ab7c-00144feab49a.html#axzz1lwVnZOBX](http://www.ft.com/cms/s/0/3adcb3e6-5c9c-11e0-ab7c-00144feab49a.html#axzz1lwVnZOBX)

<sup>2</sup> [www.sparklubben.se/Sparrebellan.aspx?v=viewArchive](http://www.sparklubben.se/Sparrebellan.aspx?v=viewArchive)

<sup>3</sup> *"Sälj billigt och tala sanning."*  
[www.nfm.com/ourstory\\_mrsb.aspx](http://www.nfm.com/ourstory_mrsb.aspx)

# KUNNON PORKKANAN



## SELIGSON & CO

Seligson & Co perustettiin 1997 tuottamaan kustannustehokkaita sijoituspalveluja pitkäjänteisille sijoittajille. Palvelemme sekä instituutioita että yksityissijoittajia 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 minimoimaan sijoitusten tuottoa rasittavia kustannuksia. Keskitymme varainhoitoon ja olemme 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 edullisin 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](mailto:info@seligson.fi)

[www.seligson.fi](http://www.seligson.fi)