

# SELIGSON & CO RAHASTOT NELJÄNNESVUOSIKATSAUS 2/4 2005

**HAJAUTUS**

ei saa syödä tuottoja

sivu

**3**

**SUOMEN  
ENSIMMÄINEN**

indeksirahasto 7 vuotta

sivu

**26**

**PHAROS**

kahden maailman välillä

sivu

**6**

**RISKIT**

pitää ymmärtää, etenkin hedgerahastoissa

sivu

**12**

**UUSI KIERROS**

Phoebuksen yhtiöesittelyissä

sivu

**14**

**SELIGSON  
& CO**

*Yksinkertainen on tehokasta*

# SISÄLLYSLUETTELO

TOIMITUSJOHTAJALTA.....	3
<b>AKTIIVISET RAHASTOT</b>	
Varainhoitorahasto Pharos .....	6
Phalanx .....	10
Phoebus .....	14
Phoenix .....	18
APS Far East .....	22
Russian Prosperity .....	24
<b>SUOMEN ENSIMMÄINEN</b>	
INDEKSIRAHASTO 7 VUOTTA.....	26
<b>INDEKSI- JA KORIRAHASTOT</b>	
HEX25 –indeksirahasto.....	27
HEX25 Indeksiosuusrahasto.....	27
Eurooppa 50 –indeksirahasto.....	28
TOPIX Core 30 <sup>tm</sup> –indeksirahasto .....	28
Global Top 25 Brands .....	29
Global Top 25 Pharmaceuticals .....	29
<b>KORKORAHASTOT</b>	
Rahamarkkinarahasto .....	30
Euro Obligaatio .....	30
Euro Corporate Bond .....	31
<b>TUNNUSLUKUJEN MÄÄRITELMIÄ .....</b>	<b>31</b>

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

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

## POSTITSE VAI SÄHKÖISESTI

Jos haluat tulevat neljännesvuosikatsaukset postitse tai pdf-muodossa sähköpostilla, ilmoita nimi ja asiakasnumero joko sähköpostilla [info@seligson.fi](mailto:info@seligson.fi) tai puhelimitse asiakaspalveluumme (09-6817 8200). Muussa tapauksessa katsaus löytyy [www-sivuiltamme](http://www.sivuiltamme) aina heti sen ilmestyttyä.

## RAPPORTERING PÅ SVENSKA

Vi producerar denna fondöversikt enbart på finska. Sifferuppgifterna finns tillgängliga även på svenska på vår webbplats, [www.seligson.fi](http://www.seligson.fi). Fonderna Pharos, Phoebus och Phoenix har även portföljförvaltarens översikt på svenska på webbplatsen.

Utskrifter kan erhållas per post på begäran, ring vänligen vår kundservice (09-68178200). Portföljförvaltarena kan kontaktas för ytterligare svenskspråkig information.

Tätä rahastojen kehitystä kuvaavaa katsausta julkaistaan neljännesvuosittain. Lisäksi rahastoista julkaistaan:

1. Yksinkertaistettu rahastoesite, jossa on mm. tarkemmat kuvaukset rahastoista ja niiden sijoituspolitiikoista sekä tietoa rahastoyhtiöstä ja sen sijoitusfilosofiasta.
2. Osavuosikatsaus (puolivuosittain) ja vuosikertomukset, joissa mm. rahastojen tuloslaskelmat ja taseet.
3. Rahastoesite, joka sisältää mm. rahastojen säännöt, hinnaston sekä tarkemmat merkintä- ja lunastusohjeet.

Suosittelemme perehtymistä rahastoesitteisiin ennen sijoituspäätöksen tekemistä.

Julkaisumme ovat saatavissa Seligson & Co

Rahastoyhtiö Oyj:stä:

- kotisivuiltamme: [www.seligson.fi](http://www.seligson.fi)
- puhelimitse: (09) 6817 8200
- sähköpostilla: [info@seligson.fi](mailto:info@seligson.fi)

sekä Vakuutusyhtiö Tapiolan konttoreista.

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

Taitto: Jan Rosnell, Janomedia, [jan.rosnell@janomedia.com](mailto:jan.rosnell@janomedia.com)

© Seligson & Co Rahastoyhtiö Oyj, 2005

# PERUSASIOIDEN ÄÄRELLÄ

## - VAI AKATEEMISTA SAIVARTELUA?

Sijoitusrahastojen volyymit ja tuotekirjo ovat kasvaneet Suomessa kiihtyvällä vauhdilla kesän alussa. Talouslehdistössä on toistuvasti näkynyt fraasi ”rahastobuumi” ja osakemarkkinoiden kehitystä on hallinnut härkä<sup>1</sup>, samalla kun pitkät korot ovat painuneet taas vuodentakaisiin pohjalukemiin.

Spekuloimatta enempiä markkinoiden historiallisella tai tulevalle kehityksellä haluaisin muistuttaa asiakkaittemme muutamasta sijoitussalkun rakentamisen perustotuudesta ja pitkäaikaiseen säästämiseen, erityisesti eläkesäästämiseen liittyvistä tosiasioista, joita poliitikot ovat viime kuukausina oman ”agendansa” mukaan väännelleet kuka mitenkään.

### Hajauta – mutta älä tuottoja taivaan tuuliin!

Uusien markkinoille tulleiden rahastotyyppien - mm. valuutta-, raaka-aine-, kiinteistö- sekä erityyppisten hedge-rahastojen - tulva on herättänyt monenlaisia kysymyksiä liittyen rahastojen tuotto-odotuksiin, riskeihin ja korrelaatioihin jne. Kirjoitin edellisessä katsauksessani kiinteistö- ja raaka-ainerahastojen tuotoista. Hedgerahastojen tuottoja ja riskejä olen sivunnut aiemmin ja tässä numerossa niistä jatkaa Phalanx-rahastomme salkunhoitaja Martin Paasi. Sen sijaan rahastoyhtiöiden myyntipuheissa entistä useammin käytetyn ”korrelaatio-argumentin” käsittely on jäänyt vähälle.

Kuluneen, mutta toden, hokeman mukaan sijoitusten hajauttaminen<sup>2</sup> on alan ainoa ”ilmainen lounas”. Hajauttamisen teho perustuu yksinkertaisesti testattuun ajatukseen erityyppisten sijoituskohteiden eritahtiin tapahtuvasta kehityksestä. Valittujen sijoituskohteiden, olivatpa ne yksittäisiä osakkeita tai rahastoja, liikkeiden samansuuntaisuutta ja asteisuutta (=yhteisvaihtelua) voidaan mitata useilla tilastollisilla luvuilla. Yleisin näistä on korrelaatio<sup>3</sup>, termi, jota rahastoyhtiöt ovat viljalti käyttäneet uusia tuotteita myydessään. Myyntiargumentina on, että lisäämällä salkkuun sellainen uusi rahasto muiden jatkeeksi, joka ei korreloi muiden salkussa olevien rahastojen kanssa, saadaan salkun riskiä laskettua tuotto-odotuksen kärsimättä (tai jopa parantuen).

Lisäsijoitusten tuoman riskinhajautuksen peruslähtökohta on oikea, mutta vain niin kauan kuin uusien rahastojen (tai muiden sijoitusten) tuotto-odotus on positiivinen ja tämä odotus ei perustu rahaston salkunhoitajan kykyyn arvata tai ennustaa hoitamansa rahaston tuottoon olennaisesti vaikuttavan seikan muutoksia ja kehitystä. Jotta tuotto-odotus olisi aidosti positiivinen, täytyy sen sijoituskohteiden lähtökohtaisesti tuottaa jotakin.

Esimerkki valaisee: valuuttarahaston sijoituskohteet eivät tuota mitään yli ko. valuuttojen normaalin korkotuoton. Valuutat ovat vain vaihdon välineitä eli mittanauhoja, joilla asiat saadaan arvostettua toisiinsa nähden. Niillä ei siis ole minkäänlaista tuotto-odotusta sinänsä. Niihin sijoittavan rahaston tuotto perustuu siihen, että salkunhoitaja arvaa mittanauhojen keskinäisen suhteen muutokset oikein<sup>4</sup>. Näitä ammattiarvaajia on markkinoilla (valuuttakaupassa) valtaisa määrä. Kysymys kuuluukin: miksi juuri minun valitsemani arvaaja olisi muita etevämpi. Ja etevämpi hänen tarvitsee olla, sillä pelkästään päästäkseen korkotuottoon on salkunhoitajan arvattava rahastolle parin prosentin vuotuinen bruttotuotto, sillä sen verran palaa kuluihin.

Pelkkä *korreloimattomuus* nykyisen salkun kanssa ei siis riitä, vaan sijoituskohteiden pitää myös oikeasti tuottaa.

### Älä huijaa itseäsi

Hedgerahastojen kohdalla tilanne on hieman monimutkaisempi niiden soveltamien lukuisten sijoitusstrategioiden vuoksi. Toisen sukupolven rahoitusteoreetikko ja akateemisesti orientoituneen DFA rahastoyhtiön johtaja *Gene Fama Jr* on osuvasti todennut että ”monet hedgerahastot tavoittelevat spekulatiivista ei riskikompensoitua tuottoa esimerkiksi eri varallisuuslajien välisillä positioilla ja välttävät normaalia riskikompensoitua tuottoa kuten yleistä markkinariskiä.” Eikä tällaisella toiminnalla rahoitusteorian mukaan voi ansaita kuin pieni joukko, koska se tapahtuu muiden kustannuksella. (Gene Fama Jr on muuten tiivistänyt myös aktiivisen kaupankäynnin ongelman hienosti.<sup>6</sup>)

EDHEC’in tutkijat tarkastelevat tuoreessa työssään<sup>7</sup> hedgerahastojen tuottojen ja riskien suhdetta ja toteavat, että vain 25% näiden rahastojen tuottojen vaihtelusta (riskistä) liittyy niin kutsuttuun alphaan eli salkunhoitajan aikaansaamaan vertailumarkkinan passiivista tuottoa suurempaan ylituottoon.

Toisin sanoen erilaiset markkinariskiinkin liittyvät (beta)tekijät ovatkin hedgerahastojen riskien ja tuottojen kannalta huomattavasti myyntipuheissa esitettyä tärkeämpiä. Tämä selittää myös miksi absoluuttista markkinakehityksestä oikeasti riippumatonta tuottoa on niin vaikea saavuttaa.

Siis: ei kannata lisähajauttaa salkkuaan pelkästään siksi, että löytyy jokin sijoituskohde, jonka korrelaatio sattuu olemaan alhainen salkun muun koostumuksen kanssa, vaan sijoituksen tuotto-odotuksen tulee perustua johonkin taloudelliseen lainalaisuuteen. Lyhyellä aikavälillä tapahtuu aina spekulatiivisia hinnanmuutoksia ja niiden arvaajista yksi voittaa ja toinen häviää, mutta tuottaaksen pitkällä aikavälillä jotakin tulee sijoituksen tuottaa jotakin. Tämä on tervettä järkeä, ei akateemista saivartelua.

## Eläkepommei ei poistu vaikenemalla – sen voi kuitenkin purkaa

Istuva hallitus hautasi toissa vuonna nk. Arvelan työryhmän pitkäaikaissäätämistä koskevan ehdotuksen, joka laiksi muuttuessaan olisi parantanut huomattavasti suomalaisten mahdollisuuksia vaikuttaa itse eläkesäästöjensä ja eläkkeitensä tulevaan tasoon. Sen sijaan hallitus toteutti ”suureksi eläkeuudistukseksi” kutsumansa paketin, jonka suurin muutos heikentää tulevien eläkkeensaajien asemaa ottamalla käyttöön odotettuun elinikään perustuvan korjaustermin. Tällä tavoin samaa laskennallista summaa voidaan venyttää pidemmälle ajalle – eikä juuri kukaan huomaa. Tehdyt muutokset olivat epäilemättä pakollisia ja ministeri *Kalliomäen* mukaan myös täysin riittäviä.

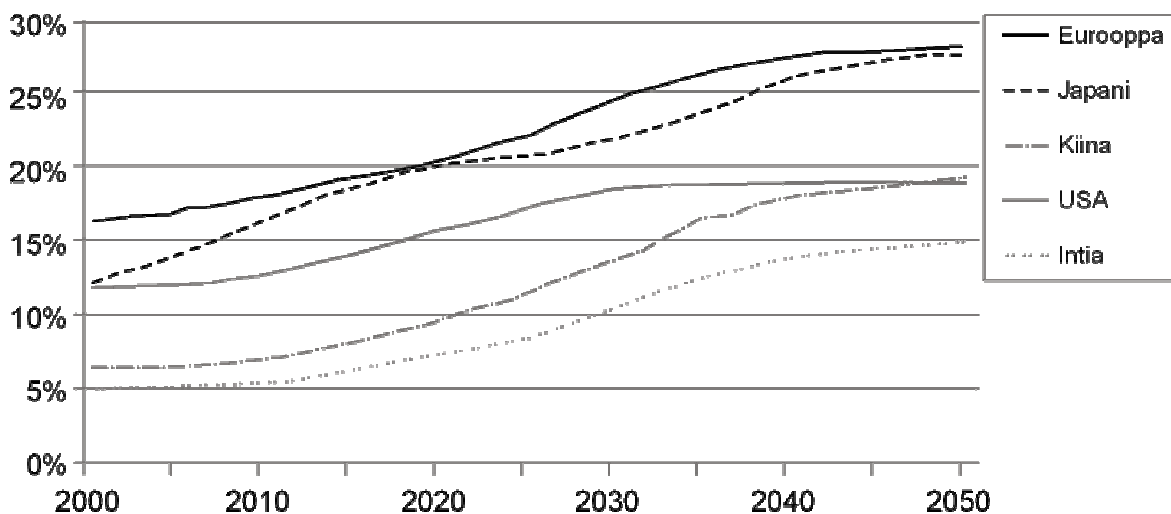
Lisättäköön tähän vielä, että nyt tehdyt muutokset osuvat täysipainoisesti nyt työuransa alku- ja keskivaiheessa oleviin.

Uusi kierros vapaaehtoisen eläkejärjestelmän kehittämiseksi pääsi kunnolla vauhtiin, kun Kalliomäen puoluetoveri ja Suomen pankin pääjohtaja *Erkki Liikanen* Valtion Eläkerahaston Juhlaseminaarissa pitämässään puheessa perusteli kylmillä luvuilla (joista toki osa on ennusteita), miksi eläkejärjestelmä ei nykyisellään ole kestävällä pohjalla. Eläkejärjestelmän vahtikoira sosiaali- ja terveysministeri *Sinikka Mönkäre* (myös Sdp) yritti tyrmätä keskustelun perusteettomana ja Sdp:n puoluekokous jatkoi samoilla linjoilla.

Kerrataanpa hieman tilastoja: eurooppalaisen työväestön määrä suhteessa eläkeläisiin (1/vanhustenhoidon suhde) vaihtelee nyt parhaasta Luxemburgin 4,44:stä keuhnoimpien Ranskan 1,73:een ja Italian 1,78:een. Suomessa on tällä hetkellä 2,69 työntekijää jokaista eläkeläistä kohden<sup>7</sup>. Sosiaali- ja terveysministeriön laskentatapa poikkeaa edellisestä, mutta antaa saman kuvan. Suomen Pankin tutkimuksen mukaan<sup>8</sup> eläkkeelläoloajan nopea piteneminen ja halu jäädä eläkkeelle varakaampana kuin nykyään lisäävät tarvetta eläkesäästämiseen.

Todellinen ongelma on kuitenkin tilanteen (väestörakenteen) nopea heikkeneminen. Nopeimmin tämä tapahtuu Italiassa ja Suomessa, jossa yli 65 vuotiaiden osuus kasvaa alla näkyvän kuvan Euroopan keskiarvokäyrää vauhdikkaammin.

## ELÄKEMAKSUT SUHTEESSA PALKKASUMMAAN



Lähde: Suomen Pankin laskelmat

Kuva Internetissä: [http://www.bof.fi/fin/1\\_suomen\\_pankki/1.8\\_puheet/1.8.1\\_SPPuheet/2005/050525Liikanen.ppt#262,5,Slide 5](http://www.bof.fi/fin/1_suomen_pankki/1.8_puheet/1.8.1_SPPuheet/2005/050525Liikanen.ppt#262,5,Slide 5)

## Nykyoletuksilla yhtälö ei toteudu

On päivän selvää, että väärinpäin kääntyneen väestöpyramidin aikana ei ole mahdollista maksaa nykyisen tasoisia eläkkeitä palkansaajien kukkarosta (verot ja muut maksut nousisivat yli 100% palkasta). Suomen verokiila, työnantajan maksamien työvoimakulujen ja nettopalkan välinen erotus, on jo nyt OECD maiden kolmanneksi korkein.

Toinen vaihtoehto on nostaa eläkkeiden rahastointiastetta. Jos eläkejärjestelmän tavoitteena on säilyttää nykyinen 60% osuus keskipalkasta ja hoitaa maksut sitä varten kerätyistä eläkerahastoista, pitää niiden kasvaa yli 6 kertaa vuotuista kansantuotetta suuremmiksi. Näin maahamme syntyisi todellinen kansankapitalismi, sillä tämän suuruiset rahastot omistaisivat halutessaan valtaosan pörssiosakkeista ja joukkolainoista (Suomen bkt 2004 noin 150 mrd € ja Helsingin Pörssin markkina-arvo noin 170 mrd € kaikkien Pohjoismaiden ja Baltian pörssit yhteensä n. 630 mrd.). Tämäkään ei siis oikeassa elämässä onnistu.

Todelliset vaihtoehdot ovat em. ääripäiden välillä, mutta ennen kaikkea ihmisten vapaaehtoisen säästämisen varassa. Nykyisellään vapaaehtoisten eläkesopimusten kustannukset syövät monissa tapauksissa niistä saatavan verohyödyn. Sen sijaan pitkäaikainen (=ajoissa aloitettu) omaehtoinen arvopaperisäästäminen on järkevää. Sen suunnittelussa ja toteuttamisessa avainsanoja ovat kurinalaisuus, hajautus, alhaiset kustannukset, allokaatio. Lisää aiheesta [www.seligson.fi](http://www.seligson.fi).

Monimutkaisesta tarinasta huolimatta yksinkertainen on edelleen tehokasta.



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

PS. Rahamarkkinarahastomme nimi on muuttunut ja uusi nimi on nyt Seligson & Co Rahamarkkinarahasto AAA. Selvitän tarkemmin muutoksen syyt ja logiikan artikkelissa joka löytyy helposti joko Internet-sivuiltamme [www.seligson.fi/rahamarkkina\\_aaa.pdf](http://www.seligson.fi/rahamarkkina_aaa.pdf). Sen saa myös sähköpostitse tai paperikopiona asiakaspalvelumme kautta (eli 6817 8200 tai [info@seligson.fi](mailto:info@seligson.fi)).

### Viitteet:

- <sup>1</sup> Bull –market lienee yksi toimialan käytetyimmistä termeistä. Sen syntyhistoria on hämärä, mutta standarditulkinnan mukaan härkä kuvastaa rajusti eteenpäin rynniviä osakekurseja.
- <sup>2</sup> Sijoittamiseen liittyvää riskiä voidaan osittain hallita. Riskiä ei pidä karttaa, koska riski mahdollistaa korkeammat tuotot. Helpoin tapa hallita riskiä on sijoitusten hajautus mm. maantieteellisesti, toimialoittain ja eri sijoitusinstrumenttien kesken. Sijoitusten jakaminen korko- ja osakesijoitusten kesken sijoittajan riskisietokyvyn mukaan tekee mahdolliseksi tuottojen maksimoinnin hyväksytyllä riskin tasolla.
- <sup>3</sup> Yleisin käytetty korrelaatiota kuvaava tunnusluku on Pearsonin tulomomenttikorrelaatiokerroin ( $r$ ). Se on vähintään kahden intervalliasteikollisen muuttujan keskinäisen lineaarisen riippuvuuden voimakkuutta kuvaava tilastollinen tunnusluku. Tulomomenttikorrelaatiokerroimen arvo vaihtelee välillä  $-1 \dots +1$ . Korrelaatiokerroimen ollessa 0, ei muuttujien välillä ole lineaarista riippuvuutta. Vastaavasti arvoilla  $(+/-) 1$  muuttujien välillä on täydellinen positiivinen / negatiivinen lineaarinen riippuvuus. Täydellisen lineaarisen riippuvuuden tapauksessa muuttujien kaikki arvot sijoittuvat hajontakuviossa samalle suoralle viivalle.
- <sup>4</sup> Täsmällisesti ottaen lisätuotto, joka syntyisi sijoituskohteina yleensä olevien valuuttamääräisten korkosijoitusten tuoton päälle.
- <sup>5</sup> But the real problem is that picking stocks and timing markets generates excess variance that in economic theory is considered uncompensated (Gene Fama Jr 2003).
- <sup>6</sup> Edhec Risk and Asset Management Research Centre June 2005
- <sup>7</sup> Lähde: AON study
- <sup>8</sup> Suomen Pankin keskustelualoitteita 2/2005 Tuomas Saarenheimo

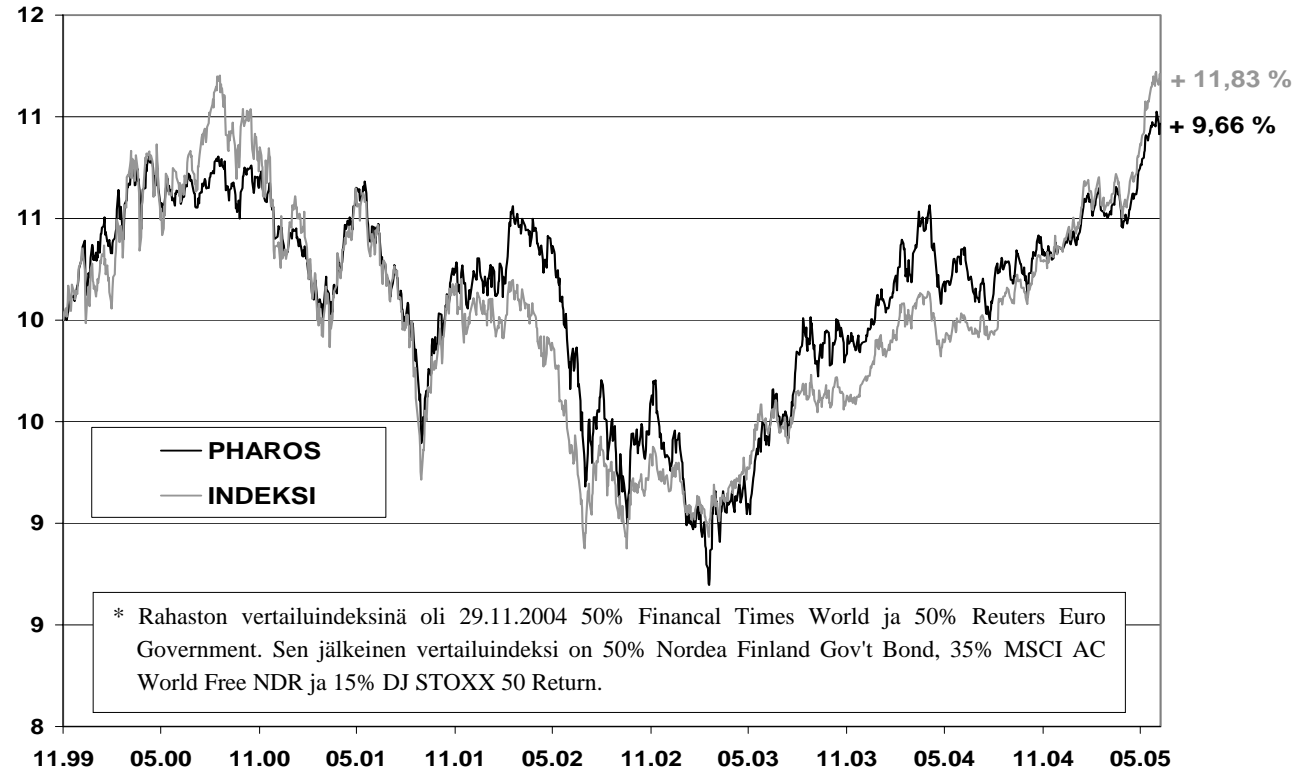
PHAROS  
30.6.2005

Varainhoitorahasto, joka sijoittaa osake- ja korkomarkkinoille

## Pharos ja vertailuindeksi

osuuden  
arvo  
euroissa

24.11.1999 - 30.6.2005



### RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	24.11.1999
Tyyppi	Yhdistelmärahasto
Rahaston koko (milj. euroa)	3,4
Vertailuindeksi	MSCI AC World Free NDR (35%), STOXX 50 Return (15%), Nordea Finland Gov't Bond (50%)
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,7 % + 0,29-0,84 % p.a.*
Tuottosidonnainen palkkio	ei / osassa kohderahastoja
Merkintäpalkkio	1 %
Lunastuspalkkio	0% (0,5%, jos sijoitusaika alle 6kk)**
Salkunhoitaja	Sami Vartiainen

\* Peruspalkkio + kohderahastojen palkkiot

\*\* Lunastuspalkkio rahastoon

### TUOTTO- JA RISKI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	3,9 %	4,1 %	5,4 %	4,5 %
Vuoden alusta	5,9 %	3,8 %	7,8 %	4,4 %
1 v	5,9 %	4,3 %	11,6 %	4,2 %
3 v	11,8 %	7,3 %	19,1 %	6,0 %
5 v	3,7 %	7,2 %	5,3 %	7,4 %
Aloituspäivästä	9,7 %	7,2 %	11,8 %	7,8 %
Aloituspäivästä p.a.	1,7 %		2,0 %	

### KULUT JA TUNNUSLUVUT (annualisoituna)

1-6.2005

Palkkiot yhteensä (TER)	1,08 %
Tuottosidonnainen palkkio (sis. TER-lukuun) *	0,03 %
Kaupankäyntikulut (myös kohderahastojen)	0,08 %
Kokonaiskulut (TKA)	1,16 %
Salkun kiertonopeus	54,56 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,00 %
Tracking error	4,07 %
Lähipiirin omistusosuus	0,08 %

\* Kohderahastojen tuottosidonnaiset palkkiot

### SUURIMMAT OMISTUKSET

Yhtiö	Maa	Osuus rahastosta
Seligson&Co Euro Obligaatioindeksirahasto A	Suomi	17,2 %
Seligson&Co Rahamarkkinarahasto A	Suomi	17,2 %
Seligson&Co Eurooppa 50 -indeksirahasto A	Suomi	17,1 %
Seligson&Co Global Top 25 Brands A	Suomi	13,4 %
S&P 500 FUTR Sep05	USA	8,7 %
Valtion obl. 5.75% 23.2.00-11	Suomi	6,8 %
Sijoitustodistus Nordea 13.09.2005	Suomi	5,8 %
HEX25 INDEX SHARE	Suomi	5,1 %
Seligson&Co Global Top 25 Pharmaceuticals A	Suomi	4,4 %
Erikoissijoitusrahasto Seligson&Co Topix Core 30 A	Suomi	2,5 %

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

## SALKUNHOITAJALTA

### Pharos ja markkinat

Vuoden 2005 toinen neljännes oli osakemarkkinoilla edelleen nousuvoittoista. Kaikkien Pharoksen omistamien osake-rahastojen tuotot olivat positiivisia. Vahvinta nousu oli Venäjällä (+8,6%) ja Euroopassa (+7,2%). Jopa pitkään alamaissa olleet Japanin osakemarkkinatkin olivat mukavassa nousussa (3,2%).

Ylipainottamamme lääketeollisuus oli toimialoista vahvin. Markkinat ovat ilmeisesti huomanneet toimialan historiallisesti ottaen kohtuullisen hintatason ja siivittivät esimerkiksi Pharoksen omistuksiin kuuluvan Global Top 25 Pharmaceuticals –rahaston peräti yli 10% nousuun vuosineljänneksen aikana. Myös dollarin vahvistuminen euroon nähden nosti näiden pääosin dollarimääräisten osakkeiden hintoja. Pidämme edelleen lääkektorin osakkeita kohtuullisesti hinnoiteltuina ja annamme nyt koetun nousun lisätä ylipainoamme toimialalla.

Korkomarkkinoilla pitkät korot notkahtivat taas alaspäin, jonka seurauksena alipainottamamme obligaatioindeksi-rahasto nousi peräti 3,5%.

Pharoksen osakepaino on nyt noussut 53%:iin. Tämä on lähinnä osakekurssien nousun takia eikä siksi, että olisimme aikaisempaa optimistisempia osakemarkkinoiden kehityksestä. Ylipaino on pieni ja olemalla tekemättä kauppvoja vältämme turhia kuluja. Suhteessa vertailuindeksiimme jatkamme alipainoa USAn osakemarkkinoilla. Suurin ylipaino on edelleen kehittyvillä markkinoilla.

### Rinnakkaisia maailmoja

Pitkät korot ovat laskeneet jo noin 3%:in tasoon. Tämä on vain noin 1% korkeampi kuin riskitön rahamarkkinatuotto. Obligaatorahastomme huima 9,5% vuosituotto selittyi lähinnä pitkien korkojen yli prosentin laskulla ko. aikana. Jotta vastaavaan vuosituottoon päästäisiin tulevan vuoden aikana, on pitkien korkojen laskettava alle 2%:n tason. Ja taas seuraavanakin vuonna. Sitten mennään jo miinuksien puolelle: pankit maksaisivat lainanottajille siitä, että he ottaisivat korotonta lainaa. Tähän emme usko.

Näyttäisi siltä, että korkomarkkinoilla uskotaan talouskasvun ja inflaation pysyvän olemattomina ja yritysten investointivauhdin matalana. Osakemarkkinoilla eletään aivan toisessa maailmassa. Hinnoista päätellen markkinoilla uskotaan melko vahvaankiin kasvuun ja tulosparannuksiin. Voivatko kummatkin olla oikeassa? Onko kasvu ilman inflaatiota tai investointeja mahdollista?

Ehkäpä. Yksi selitys tälle ilmiölle on se, että teollisuus ei tee kalliita automatisointia lisääviä investointeja länsimaihin, vaan tehostaa toimintaansa siirtämällä tuotantoa yhä enemmän ns. halpatuotantomaihin. Toinen syy on ehkä se, että kauppa karsii kuluja ja välikäsiä muuttaessaan toimintojaan enemmän Walmart tai esim. Lidl -tyyppisiksi. Kumpi on oikeassa: osake- vai korkomarkkinat? Vai molemmat? Emme tiedä ja siksi pidämme niiden painot tässä tilanteessa suurinpiirtein tasan.

Varmuudella tiedämme kuitenkin, että vastaavanlaista tilannetta ei ole nähty miesmuistiin ja että sekä talousennusteet että yritysanalyysit ovat keskimäärin epäluotettavia ja epätarkkoja. Reagoimme Pharoksessa vain tilanteisiin, jossa poiketaan merkittävästi pitkän aikavälin keskiarvoista eli ”normaalitilanteesta”.

Pitkät korot ovat nyt ennätysalhaalla, joten sijoitamme vertailuindeksiimme nähden ylipainoisesti riskittömiin lyhyisiin korkoihin. Emme halua ottaa riskiä, jos siitä ei saa mielestämme kohtuullista korvausta. Korvaus siitä, että sijoittaisimme pitkiin korkoihin vertailuindeksiimme mukaiset 50% on nykyisellä pitkien ja lyhyiden korkojen tasoerolla vain 0,5% vuodessa. Tämä ei mielestämme riitä.

### Ennen aikaista tuottovertailua

Nyt kun Pharoksella on historiaa yli 5 vuotta voi olla mielenkiintoista vilkaista miten se on menestynyt suhteessa muihin vastaavan tyyppisiin rahastoihin. Pitää kuitenkin muistaa, että historiallinen tuotto ei ole tae tulevasta. Sitä paitsi viisikään vuotta ei ole mikään pitkä aika sijoittamisessa.

Asiallista tuottovertailua vaikeuttaa oikean vertailuryhmän löytäminen. Jotta vertailussa olisi yhtään mitään järkeä, pitää varmistua siitä, että ei vertaile täysin eri sijoituspolitiikalla ja riskitasolla toimivia rahastoja keskenään.

Vertailujen pääasiallisia tietolähteitä ovat Suomen Sijoitus- tutkimuksen julkaisema Rahastoraportti sekä erilaiset rahastoihin erikoistuneet Internet –palvelut kuten Morningstar, Eufex ja Standard & Poor's.

Pharos luokitellaan vertailuissa yhdistelmärahastoksi, koska se sijoittaa sekä osake- että korkomarkkinoille. Vertailutulosten informaatioarvoa heikentää se, että tähän ryhmään on niputettu kaikki yhdistelmärahastot, sijoitus- tai allokaatiopolitiikkaan katsomatta. Todellisuudessaan jotkut rahastot sijoittavat sääntöjensä puitteissa aina enemmän

korkomarkkinoille kuin osakemarkkinoille, toiset taas toisinpäin.

Suomessa myytäviä kansainvälisesti sijoitavia yhdistelmärahastoja on Rahastoraportin 31.5.2005 mukaan 72 kpl. Näistä viiden vuoden tuottohistoria on 34:llä. Heikoiten tuottanut rahasto on viimeisen 5 vuoden aikana hävinnyt rahaa keskimäärin 8,3% vuodessa. Tuottohistorioiden vertailun vaaroja kuvaa hyvin se, että juuri tämä rahasto on kuluvana vuonna pärjännyt mainiosti ollen sijalla 2/72. Paras yhdistelmärahasto taas on 5 vuoden aikana tuottanut 4,1% vuodessa – ja on muuten kuluvan vuoden heikoimmin tuottaneita! Kansainväliset yhdistelmärahastot ovat tuottaneet keskimäärin -2,6% vuodessa. Pharos sijoittuu viiden vuoden vertailussa sijalle 8/34 (tuotto keskimäärin +0,4% vuodessa) eli parhaaseen neljännekseen.

Hieman informatiivisempi vertailu löytyy Morningstarin mainiosta [www –palvelusta osoitteesta www.morningstar.fi](http://www.palvelusta osoitteesta www.morningstar.fi).

Kun valitsee rahastoluokaksi ”euro, tasapainoinen yhdistelmä” ovat vertailussa ne yhdistelmärahastot, jotka Pharoksen tavoin sijoittavat normaaliolosuhteissa tasajakaisesti korko- ja osakemarkkinoille. Näitä rahastoja löytyy 38 kpl. Syystä tai toisesta tässäkin ryhmässä on tosin mukana muutama rahasto, joka ei ymmärtäksemme sijoita maailmanlaajuisesti. Pharos on tässä vertailussa sijaluvulla 9 (1.7.2005) eli jälleen parhaassa neljänneksessä.

Kummassakin vertailussa Pharoksen sijaluku paranee, mitä pidempää tuottohistoriaa seurataan. Uskomme, että Pharoksen alhaiset hallinnointi- ja kaupan-käyntikulut sekä kurinalainen sijoituspolitiikka ovat *rakenteellisia menestystekijöitä*, joiden merkitys kasvaa ajan myötä samalla kun lyhyen aikavälin markkina-arvailujen – jotka osuvat välillä oikeaan, välillä harhaan – merkitys pienenee.

### **Kustannuksilla on merkitystä – mutta kerrotaanko ne?**

Kun sopiva rahastotyyppi on valittu, on sijoittajan päätöksellään helpointa vaikuttaa kuinka paljon sijoitetusta rahasta menee rahaston erilaisiin kuluihin. Näitä ovat merkintäpalkkio, hallinnointipalkkio, rahaston kaupankäyntikulut ja salkkurahastoissa (rahasto, joka sijoittaa muihin rahastoihin) lisäksi kohderahastojen perimät kulut. Merkintäpalkkio on usein 1% sijoitettavasta varallisuudesta.

Valitettavasti vain harvat yhdistelmärahastot julkaisevat rahaston kokonaiskulut (eli TKA -luvun, joka sisältää kaupankäyntikulut sekä allaolevien rahastojen kulut). Siksi todellisten kulujen vertailu on vaikeaa. Pharoksen kokonaiskulut ovat viimeaikoina olleet vuositasolla n. 1,2%. Tästä hallinnointipalkkion osuus on 0,7%, kohderahastojen kulut 0,29-0,84% sekä kaupankäyntikulujen osuus vain n. 0,1%. Pharos on yksi edullisimmista yhdistelmärahastoista,

mahdollisesti jopa edullisin – kuten sanottu, varmaa tietoa ei ole, koska useat rahastot eivät julkaise kaikkia kunnolliseen vertailuun tarvittavia tietoja.

Kalleimmat yhdistelmärahastot perivät yli 2% hallinnointipalkkiota, keskiarvon asettuessa n. 1,8 % paikkeille. On sinänsä merkittävää, että kallein yhdistelmärahasto (hallinnointipalkkio 2,3% pa.) on myös koolla ja osuudenomistajien lukumäärällä yksi Suomen suurimmista rahastoista. Ei kuitenkaan yllätä, että tämä rahasto on kolmen vuoden (ko. rahastosta ei 5 vuoden tuottohistoriaa vielä ole) tuottovertailussa sijaluvulla 52/52.

Toisiin rahastoihin sijoittavien yhdistelmärahastojen ”omat” hallinnointipalkkiot ovat luonnollisesti alhaisempia, koska rahastoyhtiö saa usein myös kohderahastojen hallinnointipalkkion tai ainakin osan siitä. Tässä luokassa Pharoksen 0,7% hallinnointipalkkio asettuu keskikastiin.

On kuitenkin huomioitava, että Pharoksen kohderahastot ovat huomattavasti muiden salkkurahastojen kohderahastoja edullisempia. Esimerkiksi eurooppalaisiin osakkeisiin sijoittavat rahastot perivät hallinnointipalkkiota keskimäärin 1,4% kun Pharoksen sijoitus Eurooppa 50 -indeksirahastoon maksaa vain 0,5% vuodessa. Vastaavasti korkomarkkinoilla Pharos maksaa pitkästä korkoindeksisijoituksestaan vain 0,3% vuodessa, kun korkorahastot keskimäärin veloittavat 0,6%. Lisäksi Pharos saattaa sijoittaa myös suoraan korko- tai johdannaismarkkinoille, mikäli se on osuudenomistajien kannalta jossakin tilanteessa järkevintä.

Pharos saa myös esimerkiksi Seligson & Co –rahastoihin sijoittaessaan hallinnointipalkkiosta suursijoittaja-alennuksen ja sijoittaessaan ulkopuolisiin rahastoihin mahdolliset hyvitykset jäävät Pharoksen osuudenomistajien hyödyksi, eivät Seligson & Co Rahastoyhtiön. Useimpien muiden rahastojen osalta ei ole tietoa, miten mahdollisia alennuksia käsitellään – toisin sanoen koituvatko ne osuudenomistajien vai rahastoyhtiön hyödyksi.

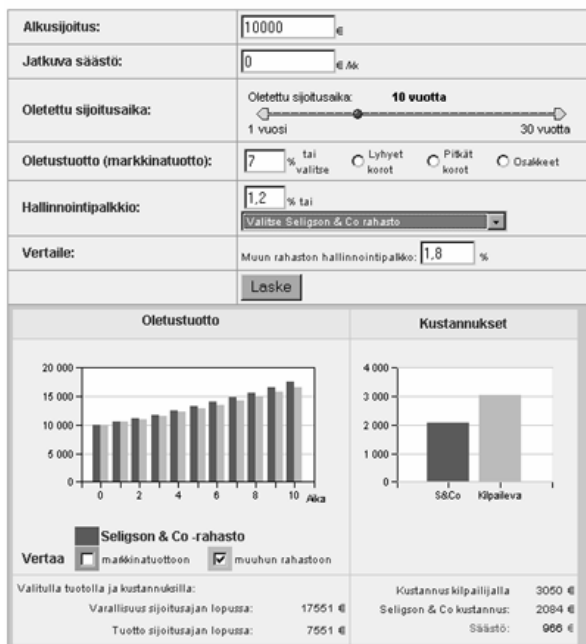
Jos yhdistelmärahastolla on 50/50 jako osake- ja korkorahastoihin, maksaa se kohderahastoille hallinnointipalkkiota keskimäärin 1% vuodessa. Pharoksella vastaava kulu on vain 0,4%. Eli palkkiot yhteensä (TER) ovat Pharoksella 1,1% kun ne tyypillisellä salkkurahastolla (jolla sama hallinnointipalkkio) ovat 1,7%. Pikainen katsaus Morningstarin tilastoihin osoittaa, että markkinoiden omalta hallinnointipalkkioltaan edullisimmat yhdistelmärahastot eivät sijoita indeksirahastoihin vaan oman rahastoperheen huomattavasti kalliimpiin rahastoihin. Lisäksi ne eivät aina edes TER –luvussa raportoi kohderahastojen palkkiota, mikä lähentelee jo osuudenomistajien harhauttamista!



Vaikka kuluista voi olla vaikea saada selvyyttä, niiden merkitystä ei pidä väheksyä. Esimerkiksi www-sivuillamme olevan laskurin avulla voi todeta, että 10 000 euroa 7% vuosituotolla tuottaa kymmenessä vuodessa lähes 10 000 eli sijoitettu summa melkein kaksinkertaistuu.

Kokonaiskulojen jälkeen (Pharos 1,2% vuodessa ja keskiverto yhdistelmä-rahasto 1,8% pa) sijoittajan tuotto jää Pharoksessa 7 500 euroon (eli palkkiot yhteensä noin 2000 euroa) ja toisessa keskiarvovaihtoehdossa 6 500 euroon (palkkiot noin 3000 euroa).

#### Tuottolaskuri



Kuva: Tuottolaskuri osoitteessa [www.seligson.fi](http://www.seligson.fi) antaa mahdollisuuden myös kustannusten vaikutusten vertailuun.

Alhaisten kulujen merkitys korostuu sijoitusajan pidentyessä. Esimerkiksi 30 vuoden sijoitushistoriaa tutkittaessa alle 10% osakerahastoista pärjää vertailuindeksilleen (tai vastaaville indeksirahastoille). Suomessa ei näin pitkää historiaa ei rahastoilta vielä juurikaan löydy.

Korkomarkkinoilla, jossa markkinaliikkeet ovat vähäisempiä, kustannusten merkitys sen sijaan tulee esiin jo lyhyemmällä sijoitusajalla. Näillä markkinoilla kustannuksiltaan alhaisimmat rahastot ovat tuottovertailujen kärjessä jo muutaman vuoden perspektiivillä.

#### Malti on valttia

Pharos käy kauppaa ja ottaa markkinanäkemyistä vain äärimmäisen poikkeavissa tilanteissa. Tämä näkyy erittäin alhaisten kaupankäyntikulujen lisäksi alhaisena rahasto-osuuden hinnan heilahteluna. Heilahteluja mitataan volatiliteettiluvulla.

Pharoksen volatiliteetti (% , 3 vuotta) on n. 7, kun vertailuryhmän keskiarvo on 9. Pharosta alhaisempi volatiliteetti on vain kolmella rahastolla. Meitä ei yllätä lainkaan se, että rahastot, joilla on korkein volatiliteetti ovat yleensä tuottovertailujen häntäpäässä. Jos ne julkaisisivat kaupankäyntikulujaan olisivat ne todennäköisesti vertailun suurimpia.

On yllättävän yleinen väärinkäsitys, että aktiivisuudesta sinänsä kannattaa maksaa. Asia on kuitenkin itseasiassa juuri päinvastoin. Miksi maksaa siitä, että joku spekuloi rahoillasi, kun tutkimustieto osoittaa, että siitä ei yleensä seuraa lisätuottoja. Ylimääräinen kaupankäynti rikastuttaa yleensä vain arvopaperivälittäjiä.

Väärinkäsityksen alkuperä on tietenkin siinä, että aina joku aktiivinen arvailija pärjää paremmin kuin markkinat keskimäärin. Mutta sijoittajan on mahdotonta tietää *etukäteen* kuka se milläkin aikavälillä on. Siksi on varmintä valita alhaiset kustannukset ja maltillinen, kurinalainen sijoituspolitiikka.

#### Kokonaisvaltaista varainhoitoa rahastomuodossa

Meille on viime aikoina taas monesti esitetty kysymys siitä kenelle Pharos parhaiten sopii. Tarkoituksemme on, että Pharos on nimenomaan varainhoitorahasto. Sijoituspolitiikka ja varojen allokaatio muokataan ajatellen sijoittajaa, jonka arvopaperivarallisuudesta merkittävä osa – tai vaikka kaikki – on sijoitettuna Pharokseen ja jonka sijoitushorisontti on pitkä.

Tästä seuraa muun muassa se, että käteisen ja lyhyiden korko-sijoitusten osuus on tällä hetkellä poikkeuksellisen korkea, koska mielestämme näin pitää tässä markkinatilanteessa varainhoitorahastossa olla.

Jos sijoittajan sijoitushorisontti on varmuudella todella pitkä – esimerkiksi 15 vuotta – ja/tai sijoittaja pitää itsellään myös lyhyitä korkosijoituksia (määräaikaistalletuksia tms.), ei Pharos yksin todennäköisesti ole tehokkain ratkaisu, vaan sitä on hyvä täydentää muilla osakerahastosijoituksilla. Vastaa-vasti jos sijoitusaika on esimerkiksi alle 5 vuotta, Pharosta voisi täydentää korkosijoituksilla. Tällä hetkellä välttäisimme kuitenkin pitkien korkojen markkinoita.

Sami Vartiainen, Petri Rutanen  
+ Seligson & Co varainhoitotiimi  
[pharos@seligson.fi](mailto:pharos@seligson.fi)

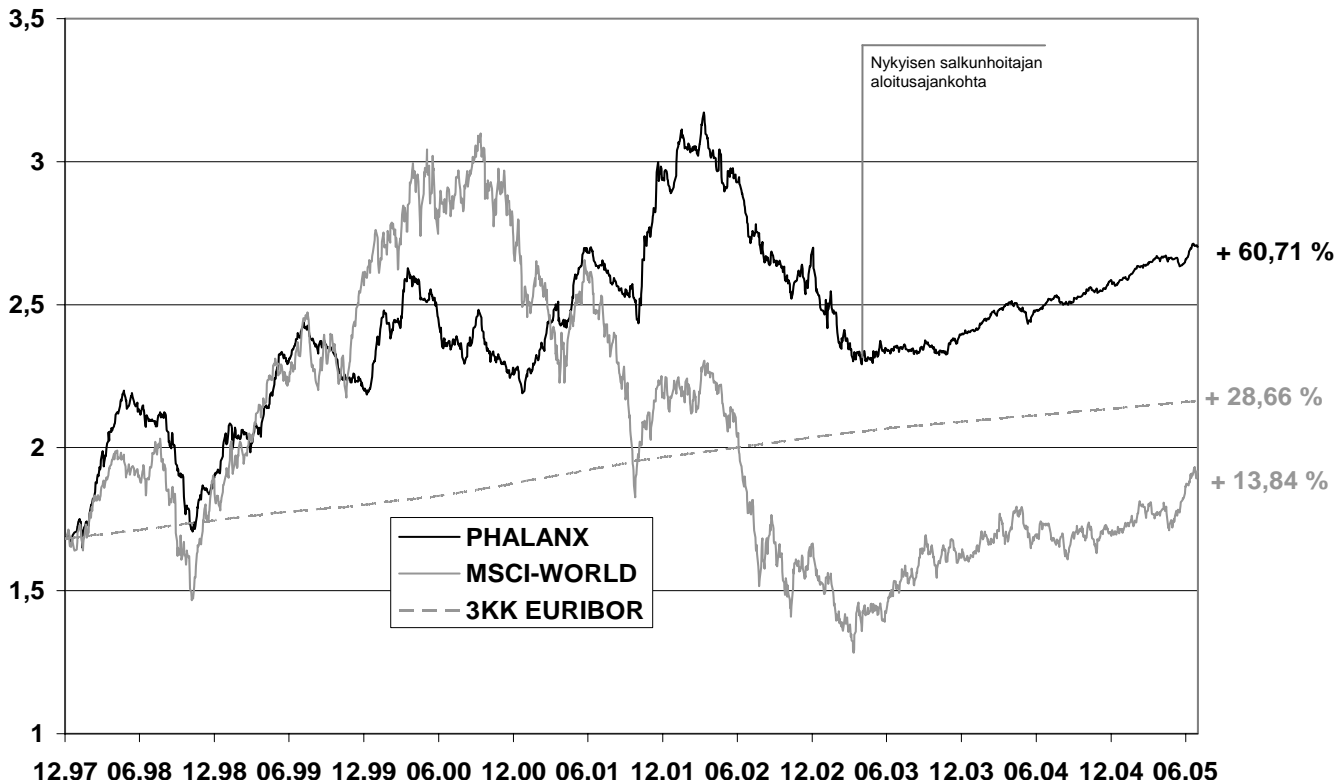
PHALANX  
30.6.2005

Maailmanlaajuisesti sijoittava suojattu (hedge) osakerahasto, joka pyrkii positiiviseen tuottoon kaikissa markkinaolosuhteissa.

Phalanx ja vertailuindeksi

1.12.1997 - 30.6.2005

osuuden  
arvo  
euroissa



RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	1.12.1997
Tyyppi	Kansainvälinen osakerahasto, hedge -rahasto
Rahaston koko (milj. euroa)	13,2
Vertailuindeksi	3kk euribor
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	1 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	on
Merkintäpalkkio	2 %
Lunastuspalkkio	€ 20
Salkunhoitaja	Martin Paasi

KULUT JA TUNNUSLUVUT (annualisoituina)

1-6.2005

Palkkiot yhteensä (TER)	1,29 %
Tuottosidonnainen palkkio (sis. TER-lukuun)	0,13 %
Kaupankäyntikulut	0,03 %
Kokonaiskulut (TKA)	1,32 %
Salkun kiertonopeus	294,51 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,00 %
Tracking error	3,08 %
Lähipiirin omistusosuus	1,42 %

TUOTTO- JA RISKI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	1,8 %	2,6 %	0,6 %	0,1 %
Vuoden alusta	4,2 %	2,3 %	1,1 %	0,1 %
1 v	7,2 %	2,4 %	2,2 %	0,1 %
3 v	-1,3 %	6,9 %	7,9 %	0,2 %
5 v	15,4 %	8,2 %	17,7 %	0,2 %
Aloituspäivästä	60,7 %	9,3 %	28,7 %	0,2 %
Aloituspäivästä p.a.	6,5 %		3,4 %	

SUURIMMAT OMISTUKSET

Yhtiö	Maa	Osuus rahastosta
DFDS AS	Tanska	0,7 %
BONHEUR ASA	Norja	0,7 %
UNIQUE ZURICH AIRPORT	Sveitsi	0,7 %
NIHON YAMAMURA GLASS CO LTD	Japani	0,6 %
SANYO SPECIAL STEEL CO LTD	Japani	0,6 %
KYOKUTO KAIHATSU KOGYO CO	Japani	0,6 %
SEKISUI JUSHI CORP	Japani	0,6 %
NIPPON BEET SUGAR MFG CO LTD	Japani	0,6 %
CALPINE CORP	Yhdysvallat	0,5 %
ALPHARMA INC-CL A	Yhdysvallat	0,5 %

Phalanxin strategia pohjautuu akateemisiin tutkimuksiin (mm Eugene Fama ja Kenneth French) todennettuun ilmiöön siitä että yhtiöt, joiden markkina-arvo suhteessa kirjanpitoarvoon (P/B) on matala ja joiden koko markkina-arvolla mitattuna (Size) on keskimääräistä markkinaa pienempi, tuottavat sijoituskohteina muuta markkinaa paremmin.

Hedgerahastolle tyypillisesti Phalanxin volatiliteetti on alhainen. Lisäksi rahaston rakenteellinen riski on hedgerahastoksi suhteellisen alhainen, koska sekä ostettu että myyty salkku ovat strategian mukaisesti erittäin laajoja - yrityskehittäjä riskiä ei siis juuri ole.

Tästä huolimatta on mahdollista, että ostetun salkun arvo alenee ja myydyin salkun arvo nousee, jolloin rahaston arvo saattaa laskea huomattavasti.

## SALKUNHOITAJALTA

Vuoden toisella neljänneksellä Phalanxin arvo nousi 1,77% (2,39%) volatilitteetin ollessa 2,58% (2,06%) prosenttia (viime neljänneksen luvut suluissa). Nousua tuli siten vuoden ensimmäiseltä puoliskolta yhteensä 4,2%, mikä on tavoitteiden mukaista. Phalanxin vuotuinen tuottotavoitehan on noin 7-10%.

Kulunut vuosineljännes on kaiken kaikkiaan ollut tapahtumarikasta aikaa Phalanxille. Ensinnäkin rahastossa hallinnoitavien varojen määrä enemmän kuin tuplaantui. Rahaston pääomat ylsivät kesäkuun viimeisenä päivänä 13,2 miljoonaan euroon.

Phalanxin kohdalla rahaston kasvu on hyvä uutinen osuudenomistajille siksi, että sijoitusstrategian toteuttamiskulut pienenevät koon kasvaessa, vaikka Phalanxin kohdalla – toisin kuin monissa muissa rahastoissa – strategian tuotto-odotus säilyykin ennallaan. Ja kulujen pienentyessä tuotosta jää osuudenomistajalle enemmän.

Päätin myös uudistaa Phalanxin salkkukoostumusta. Lisäksi suurensin sekä ostetun- että lyhyeksi myydyin salkun kokoja rahaston varallisuuteen nähden (nyt kummankin markkina-arvo on noin 2/3 rahaston varallisuudesta) – tämä auttaa säilyttämään yllämainitun vuotuisen tuottotavoitteemme. Toteutin muutokset salkun kokoa kasvattaneiden merkintöjen yhteydessä, joten saimme treidattua kolme kärkeä yhdellä kaupalla, mikä oli kustannustehokasta.

Salkun koostumuksen uudistamisen yhteydessä huomasin, että ostettuun salkkuun oli vaikeampaa löytää P/B –mielessä (markkina-arvo suhteessa kirjanpitoarvoon) entistä halvempia ja samalla markkina-arvoltaan pieniä osakkeita. Vaikka en pystynytkään merkittävästi kasvattamaan ostetun ja myydyin salkun P/B- ja yrityskokoeroja, erot säilyivät kuitenkin huomattavina: ostetun salkun keskimääräinen P/B ja yrityskoko on tätä kirjoittaessa 1,1 ja 943 miljoonaa euroa, myydyin salkun vastaavien lukujen ollessa 6,4 ja 43 miljardia euroa!

Maantieteelliset erot säilyivät ennallaan siten, että Yhdysvalloissa yritykset ovat kauttaaltaan kalliimpia ja markkina-arvoltaan suurempia kuin Euroopassa. Japanista löytyy edelleen halvempia sekä keskimääräiseltä kooltaan pienempiä yhtiöitä.

Portf. factors vs. Mkt		P/B	Size	ViM	Success
L O N G	USA	1,3	1 553	26,0%	53,2
	Europe	1,3	771	21,7%	55,1
	Japan	0,8	548	11,2%	53,9
	Average	1,1	943	19,5%	54,1
Universe (6.225 shrs)					
S H O R T	USA	7,7	36 571	4,3%	46,6
	Europe	6,4	18 630	4,3%	54,1
	Japan	4,8	7 000	3,2%	54,2
	Average	6,4	43 358	8,3%	51,5

Viime aikoina on jälleen käyty paljon keskustelua hedgerahastoihin liittyvistä riskeistä. Yleisteemoina ovat olleet muun muassa monien hedgerahastojen sijoittajille hämäräksi jäävät usein korkeariskiset sijoitusstrategiat ja se, että markkinat eivät läheskään aina reagoi sillä tavalla kuin salkunhoitajat ovat ennustaneet. Näissä tilanteissa syntyy helposti rumaa jälkeä etenkin runsaalla velkavivulla toimivissa rahastoissa.

Yritän seuraavilla aukeamalla hahmotella tarkemmin Phalanxiin liittyviä riskejä. Käsittelen ensin osakemarkkinoihin liittyvän riskin mittaamista yleisesti, sen jälkeen muutamia maailmantaloudelle ja finanssimarkkinoille viime aikoina maalailtuja uhkakuvia ja lopuksi sitä, miten Phalanx sijoittuu tähän yleiskehykseen.



Martin Paasi, salkunhoitaja  
[martin.paasi@seligson.fi](mailto:martin.paasi@seligson.fi)

## RISKIT, UHKAKUVAT JA PHALANX

Kuluneen vuoden tuotto on Phalanxissa tällä hetkellä 7 prosenttia ja niin sanottu Sharpen –luku on nyt korkeahkot 2,03. Toisin sanoen Phalanxin osuudenomistaja on kuluvana vuotena saanut 2,03% tuottoa jokaista riskiprosenttia kohden.

Sharpen -luku on yksi monesta vaihtoehdosta, joka mahdollistaa sijoitusrahastojen vertailun keskenään – rahastojen poikkeavista sijoitustyyleistä huolimatta. Luku suhteuttaa tuoton sijoituksessa olevaan riskiin (Sharpen luku = sijoituksen tuotto – riskitön tuotto / sijoituksen volatilitteetti).

Korkeaa Sharpen –lukua on huomattavasti vaikeampi tavoitella kuin tilapäisesti korkeaa tuottolukua, koska korkea tuotto käy yleensä käsi kädessä korkeamman riskin kanssa. Sijoittajan kannalta on usein oleellista, miten paljon tuottoa hän saa yhtä riskiyksikköä kohden. Ei kai kukaan haluaisi sijoittaa esimerkiksi rahamarkkinarahastoon jonka tuotto-odotus on 2%, mutta tappioriski yhtä korkea kuin osakkeissa? Monesti katsotaankin, että tuotto on sijoittajan ottamastaan riskistä saama palkkio.

Sijoitusten riskitasoa on helppo säätää. Sitä voi pienentää sijoittamalla osan varallisuudesta riskittömästi esimerkiksi pelkkiä AAA-luokiteltuja joukkovelkakirjoja sisältävään rahamarkkinarahastoon tai – toisessa ääripäässä – suurentaa sijoittamalla velkarahalla.

Noin teoreettisena esimerkkinä: jos sijoittaja katsoo, että maailmanlaajuisen osakesalkun riskitaso olisi ollut hänelle juuri sopiva (Morgan Stanleyyn World -osakeindeksin volatilitteetti oli kuluvana vuotena 11,19 prosenttia), olisi hän voinut lainarahalla suurentaa Phalanxiin sijoitettavia pääomiaan viisinkertaisesti saavuttaakseen saman riskitason (tällöin sijoittajan riski = Phalanxin volatilitteetti x 5 = 11,77). Tällöin hän olisi kuluneelta vuodelta saanut Phalanxin tuoton viisinkertaisena eli 35%. Tästä tuotto-prosentista on luonnollisesti vähennettävä lainakulut eli karkeasti 4/5 x vuotuinen lainakorko. Jos lainakorko olisi ollut esimerkiksi 6,25 prosenttia olisi Phalanx + laina –vaihtoehto tuottanut 30 prosenttia viime vuonna. Samalla tilastollisella riskillä, kyseiseen maailmanlaajuisen osakesalkkuun sijoitettuna, sijoittaja olisi saanut vain 10 prosentin tuoton viime vuodelta. Morgan Stanleyyn maailmaindeksin Sharpe –luku onkin vain 0,7.

No, kuten sanottu, tämä oli teoreettinen esimerkki. Velkarahalla sijoittamista emme suosittele. Ääritilanteissa, joiden mahdollisuutta ei pidä sulkea pois, liittyy velkapääoman menettämiseen helposti toisenluonteisia ja huomattavasti suurempia riskejä kuin normaalin

nettovarallisuuden sijoittamiseen. Osittain tähän teemaan liittyy myös huoli asuntokuplasta, jota käsitellen jäljempänä.

Riskikorjattu tuotto (esimerkiksi Sharpen –luvulla mitattuna) on siten monen sijoittajan kannalta oleellinen tieto ja se mittaa sijoitustoiminnan onnistumista. Emme halua kantaa riskiä, josta emme saa markkinatason kunnan korvausta.

So far so good. Ongelmana on kuitenkin se, että riskikorjattu tuotto tiedetään varmuudella vasta jälkikäteen. Tunnusluvut kertovat vain mitä tuotto, riski ja näiden suhde on ollut, mutta eivät mitä se tulee olemaan. Kuten sanonta kuuluu: huomina on aina tulevaisuutta.

Tässä piileekin tilastoilmiöihin paljon strategiassaan nojautuvien hedgerahastojen todellinen riski. Toki tunnusluvut kuten Alfa, Beta, volatilitteetti tai riskikorjattu tuotto antavat usein osviittaa siitä mitä tuleman pitää, mutta periaatteessa, ja joskus myös käytännössä, tuleva tuotto poikkeaa merkittävästi historiallisesta.

Eli tilastot ovat toimiva peruutuspeili. Jos peili näyttää, että kaikki menee jatkuvasti pieleen, niin varmaan kannattaa asialle tehdä jotain. Oman sijoitussalkun ensisijaisena tai varsinkaan ainoana ohjauksivälineenä ei historiallisia lukuja kuitenkaan voi käyttää, jos haluaa saada hyvää tuottoa ja välttyä ikäviltä yllätyksiltä.

**Onko asuntokupla uhka rahoitusmarkkinoille?**

Viime kuukausina on usein esitetty, että asuntojen monissa maissa kuplanomaisille tasoille nousseet hinnat muodostovat vakavan uhan sekä maailmantaloudelle että rahoitusmarkkinoiden toiminnalle.

Esimerkiksi *The Economist* –lehti laskee, että kehittyneiden maiden asuntojen hinnat ovat viimeisen viiden vuoden ajan nousseet määrällä, joka vastaa 100%:ia niiden yhteenlasketusta bruttokansantuotteesta vuonna 2004. Tämä on todella paljon jopa verrattuna vuosituuhannen vaihteen IT-kuplaan (parhaimmillaan 80% silloisesta BKT:sta) tai 1920-luvun lamaa edeltäneeseen suuren pörssikuplaan (55% silloisesta BKT:sta).

Jos kupla puhkeaa, voivat seuraukset olla vakavia. Näin etenkin siksi, että asuntomarkkinoilla toimitaan suuressa määrin lainarahalla. Pahimmassa tilanteessa ovat silloin ne, jotka ovat ostaneet kalliimpia asuntoja – joko asuakseen tai spekuloidakseen – kuin mihin heillä oikeastaan on varaa ajatellen, että asuntojen arvonnousu hoitaa ylisuuren lainan.

Lainoilla on aina paitsi ottajansa, niin myös antajansa. Pankeilla on tarve myydä lainoja – ja perustella tilanteen kestävyyttä muun muassa alhaisella korkotasolla. Historialliset tunnusluvut ja niiden pohjalta johdetut päätelmät saattavat kuitenkin sijoittajien lisäksi viedä harhaan myös pankkien lainariskejä mietittäviä analytikoita. Kukahen maksaa, jos Suomessa vähän yli 10 vuotta sitten koettu pankkikriisi toistuu kansainvälisellä tasolla?

"If something can't go on forever, it will stop", sanoi amerikkalainen taloustieteilijä *Herb Stein*. Saattaa olla, että vettä saa virrata vielä paljon sekä Hudsonissa että Vantaanjoessa, mutta jossain vaiheessa asuntomarkkinoiden ylilyönnit loppuvat. Jos käänös on jyrkkä tulee käteisestä taas kuningas ja sitä hankitaan myymällä mitä vain voidaan. Esimerkiksi osakkeita.

Yritän pitää tämän skenaarion vaikutukset mielessä miettiessäni Phalanxin salkun rakennetta. Käytännössä se tarkoittaa mahdollisimman neutraalia positiota myydyin ostetun salkun välillä eri alueilla ilman merkittäviä netto-omistuksia.

### **Phalanx: kahdella rintamalla**

Myös Phalanxissa on olemassa riski historialliseen dataan, siihen pohjautuvien tilastojen ja näiden pohjalta tehtyjen johtopäätösten tilastoharhariskistä. Se on kuitenkin suhteellisen pieni.

Phalanxin strategia pohjautuu laajasti, pitkältä aikaväliltä ja useaan otteeseen todettuun ilmiöön siitä, että osakkeet joiden markkina-arvo suhteessa kirjapitoarvoon (P/B) ovat alhaiset JA joiden koko markkina-arvolla mitattuna on pieni, tuottavat paremmin kuin vastakkaisia ominaisuuksia omaavien yritysten osakkeet. Tätä todettua ilmiötä pyrimme hyödyntämään samalla tavalla kuin miten tutkimustuloksiin on aikoinaan päästy. Koska mukana ei juurikaan ole ”sooloilua” ei epämääräisten salkunhoitajan kuvittelusta viisaudesta kumpuavien poikkeavuuksien pitäisi päästä yllättämään.

Phalanxin salkku on myös erinomaisesti hajautettu. Sekä strategian logiikka että sen toteutus pohjautuu tiettyjä ominaisuuksia omaavien yritysten ”ryhmäkäyttäytymiseen”. Strategiaa ei siis toteuteta ostamalla ja myymällä yksittäisiä osakkeita, vaan sekä ostetut että myydyt osakekorit ovat laajoja. Tämä tekee sekä salkusta – että sen pohjana olevista tutkimustuloksista, joissa myös käytettiin suurta joukkoa osakkeita – tilastollisesti tukevampia ja käytännöstä ”rakenteellisesti” vähäriskisempiä. Phalanxin ostetun salkun

yksittäinen osake saattaa hyvinkin mennä konkurssiin, mutta että kaikki 120 kappaletta? Tuskin.

Pääasialliseksi riskiksi jää silloin tilanne missä sijoittajat laajalla rintamalla hylkäävät halvat osakkeet kaikkialla maailmassa. Näin voi toki käydä, vaikka sellaista ei olekaan markkinoilla nähty ainakaan sen 30 vuoden aikana kun asiaa on systemaattisesti tutkittu.

Entä jos niin käy? Koska tiedämme tarkkaan, miten strategiamme tulisi käyttäytyä ja koska hyödynnämme vain positiota, joista voidaan nopeasti päästä eroon, voimme tarvittaessa sulkea positiomme saman tien. Jos Phalanxin arvo jostain syystä laskisi vuorokauden aikana esimerkiksi 3 prosenttia (salkun päivittäiset muutokset ovat nykyisellä strategialla pysyneet reippaasti alle prosentissa, yhtä lähes prosentin poikkeuspäivää lukuunottamatta), voimme sulkea positiot muutamassa minuutissa. Tällaista luksusta on todella harvalla hedgerahastolla. Jos tilastoharha näyttäisi iskevän, Phalanx voi vetäytyä.

Phalanx sijoittaa siis kahdella rintamalla. Kummallekin on muodostettu useista ja tarvittaessa sadoista osakkeista koostuvat osakesalkut. Nämä rintamat eivät ole puolueettomien ”tarkastajien” mukaan (viittaen siis jälleen esim. Faman ja Frenchin tutkimuksiin) kolmeenkymmeneen vuoteen pettäneet.

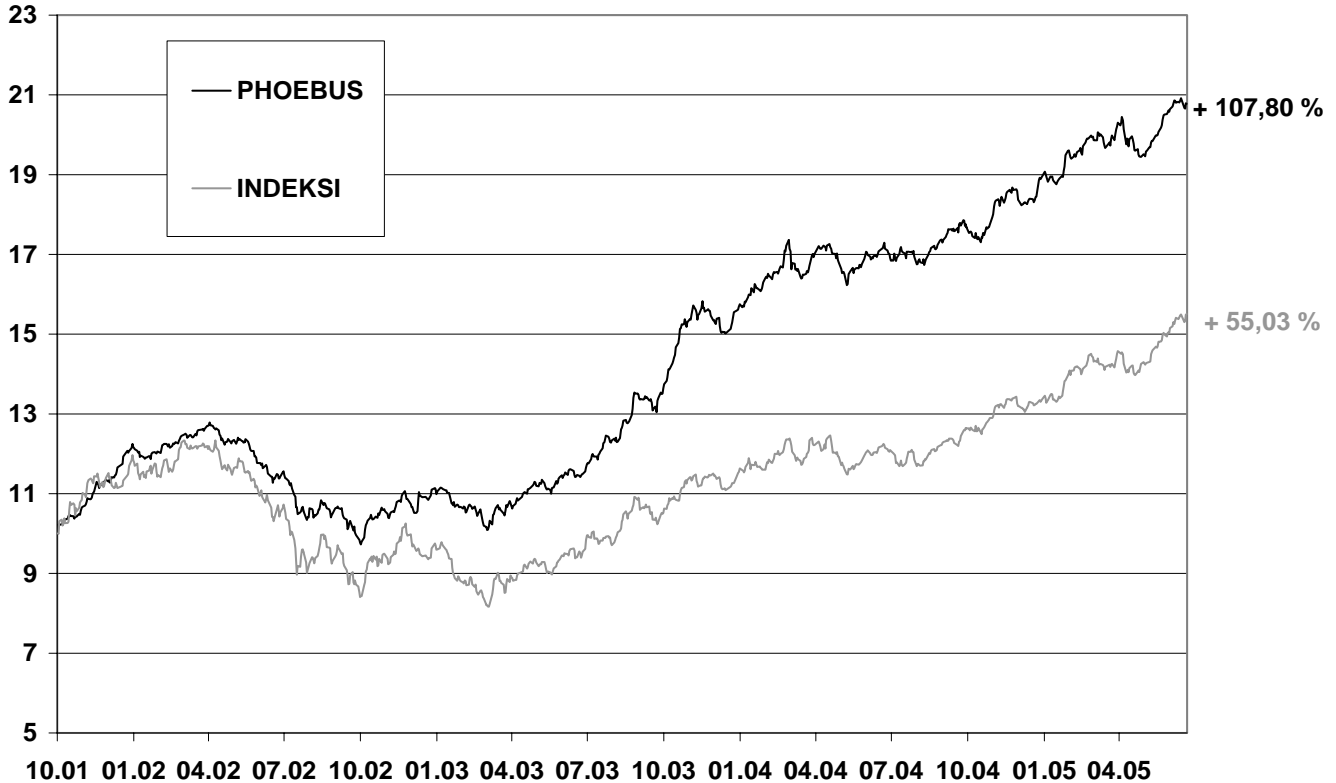
PHOEBUS  
30.6.2005

Osakerahasto, joka tekee pitkän tähtäimen sijoituksia pääosin Suomen osakemarkkinoille.

**Phoebus ja vertailuindeksi**

osuuden  
arvo  
euroissa

10.10.2001 - 30.6.2005



**RAHASTON AVAINTIEDOT**

Aloituspäivä	10.10.2001
Tyyppi	Osakerahasto
Rahaston koko (milj. euroa)	16,8
Vertailuindeksi	75% HEX Portfolio Tuotto, 25% MSCI AC World Free NDR
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,75 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	on
Merkintäpalkkio	2 %
Lunastuspalkkio	€ 20
Salkunhoitaja	Anders Oldenburg

**TUOTTO- JA RISKI**

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	4,5 %	8,2 %	8,9 %	9,3 %
Vuoden alusta	12,6 %	8,2 %	17,0 %	8,6 %
1 v	20,6 %	8,0 %	26,6 %	8,4 %
3 v	82,7 %	10,6 %	46,2 %	13,8 %
Aloituspäivästä	107,8 %	10,3 %	55,0 %	14,1 %
Aloituspäivästä p.a.	21,7 %		12,5 %	

**KULUT JA TUNNUSLUVUT (annualisoituina)**

1-6.2005

Palkkiot yhteensä (TER)	1,13 %
Tuottosidonnainen palkkio (sis. TER-lukuun)	0,36 %
Kaupankäyntikulut	0,06 %
Kokonaiskulut (TKA)	1,19 %
Salkun kiertonopeus	21,27 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,00 %
Tracking error	9,43 %
Lähipiirin omistusosuus	22,01 %

**SUURIMMAT OMISTUKSET**

Yhtiö	Maa	Osuus rahastosta
EXEL OYJ	Suomi	10,2 %
TULIKIVI OYJ-A SHS	Suomi	8,6 %
TIETOENATOR OYJ	Suomi	8,5 %
LASSILA & TIKANOJA OYJ	Suomi	8,3 %
STOCKMANN OYJ ABP-B SHARE	Suomi	7,5 %
SVENSKA HANDELSBANKEN-B SHS	Ruotsi	5,7 %
VACON OYJ	Suomi	4,8 %
PUUHARYHMÄ OYJ	Suomi	3,7 %
NOKIAN RENKAAT OYJ	Suomi	3,7 %
AIR LIQUIDE	Ranska	3,3 %

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

## SALKUNHOITAJALTA

**Rahaston kehitys**

Pörssihuuma jatkui alkukesällä. Phoebuksen vertailuindeksi nousi toisella neljänneksellä kokonaiset 8,9%. Phoebus valitettavasti nousi vain 4,5%, joten vuosineljänneksen tuotto suhteutettuna markkinoihin (-4,4%) oli rahaston historian huonoin.

Toiminnan alusta Phoebus on tuottanut 107,8% markkinoiden tuottaessa 55,0%.

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

**Surkeus on sääntö**

Huono tuotto voimakkaasti nousevilla markkinoilla on Phoebukselle todennäköisesti sääntö – ei poikkeus, vaikka se ei vielä kovin usein olekaan toteutunut. Tämän olen yrittänyt tuoda esille Osuudenomistajan Oppaassa (kohta 2) jo vuodesta 2002. Se johtuu lähinnä siitä, että Phoebuksen osakkeet ovat melko vakaita, eivätkä heilu yhtä paljon kuin markkinat (akateemisesti sanottuna rahaston ”Beta-luku” on alhainen, vain 0,5-0,6).

Lisäksi edelleen iso kassa (10%) toimii pienenä käsijarruna. Häviän kuitenkin paljon mieluummin hieman suhteessa markkinoille – kun markkinat nousevat – kuin häviän rahaa ostamalla osakkeita liian kalliilla.

Mutta, kuten myös olen tuonut esille, minusta neljännesvuoden tuotto ei ole kovin oleellista. Sen sijaan oleellista on, ettei sijoituskohteinamme olevien yritysten todellinen kehitys - esimerkiksi tuloksella mitaten - jää pidemmällä aikavälillä kansantalouden ja muiden vastaavien yhtiöiden kasvua huonommaksi. Jos näin käy, olen tehnyt virheen.

**Myynnit ja ostot**

Salkkumme ei toisen neljänneksen aikana paljon muuttunut – ja hyvä niin. Pyrin käymään osakkeillamme mahdollisimman vähän kauppaa. Tämä siksi, että turhat kaupat maksavat 100% varmuudella (välityspalkkioita ja spreadikuluja) mutta niiden vaikutus tuottoon on kaikkea muuta kuin varma.

Suurin muutos tapahtui Exelissä, jossa myin noin 12% osakkeistamme. Pidän edelleen yhtiötä loistavana (katso seuraava sivu) mutta sen paino salkussa oli noussut kohtuuttoman suureksi, hyvän kurssikehityksen ansiosta. Kyseessä oli siis riskienhallintatoimenpide.

Olen myös lisännyt omistustamme joissakin salkkuyhtiöissä – Handelsbankenissa, TietoEnatorissa, Air Liquidessa ja Tomrassa (sekä marginaalisesti Tulikivessä). Silti kassa oli kesäkuun lopussa 10,7% rahaston arvosta, prosenttiyksikön verran enemmän kuin maaliskuussa.

**Sijoitusfilosofia**

Älykäs lukija kysyy viimeistään tässä vaiheessa: Mitä salkunhoitaja oikein joka päivä tekee palkkionsa eteen, kun rahastossa on ylimääräistä rahaa eikä hän silti osta osakkeita? Se on oikeutettu kysymys.

Kävin huhti-toukokuun vaihteessa Berkshire Hathawayn yhtiökokouksessa Nebraskassa. Yhtiön legendaariselta johtajalta, sijoittaja Warren Buffetilta, kysyttiin sama asia. Hän totesi: ”You can’t act every day – but you can learn every day”.

Vaikka osakemarkkinoiden arvostus ei ehkä juuri nyt mahdollista kovin monien uusien sijoitusten tekemistä järkeviin hintoihin, sijoittaja voi silti yrittää löytää uusia sijoituskohteita, jotta ostoslista olisi valmiina kun kaupan ovet joskus avautuvat (eli hinnat normalisoituvat). Ne avautuvat joskus, se on täysin varmaa. En vain tiedä milloin.

Tämä ”ostoslistani” on toistaiseksi melko lyhyt, mutta se on hiljalleen täydentynyt uusilla hienoilla firmoilla. Mistä sitten olen kiinnostunut? Hyvä yritysjohtaja on minusta sellainen, joka esimerkiksi uskaltaa kertoa seuraavaa:

*We are not interested in short-term results or in the price of the stock in the near future. All our interest focuses on making the company as valuable as possible many years from now. (If the long-term value of the company increases, the stock price will do so as well.)*

*Our businesses will absolutely not grow in a straight line. None of them will. The education business, which I believe today has the strongest outlook of any of our businesses, will*

*have up and down quarters and may have up and down years. I repeat that in education as in all our other businesses, we will sacrifice a dollar of earnings today for two dollars tomorrow.*

*We spend almost no time forecasting our own business. We pay no attention to anyone else's forecasts. And for those of you trying to follow our company, as far as quarterly forecasting is concerned, we would urge you not to bother. If you, as an investor, are greatly focused on what we'll earn for the next few quarters, don't buy our stock.*

Jaan täysin Donald Grahamin ajatuksia niin yritystoiminnasta kuin sijoittamisesta, vaikka emme (ainakaan vielä) omistakaan Washington Postia. Näin Helsingin yleisurheilun maailmanmestaruuskisojen kynnyksellä: kummatkin ovat maratonjuoksua, eivät pikamatkoja.



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

## PHOEBUS YHTIÖISTÄ



Esittelin Exelin edellisen kerran Phoebuksen ensimmäisessä neljännesvuosikatsauksessa 4/2001. Yhtiö oli silloin useimmille tuntematon mutta lukiessani vanhaa tekstiäni yllätyin siitä, kuinka vähän on kolmessa vuodessa muuttunut – paitsi tuotto-odotus!

Ensin kuitenkin perusasiat. Exel on Euroopan johtava hiili- ja lasikuituprofiilien tekijä ja vaikka useimmat tuntevatkin yhtiön sen kävelysauvoista – joita myydään kuluttajille – sen teollisuuspuoli on suurempi, kannattavampi ja nopeammin kasvava kuin urheilupuoli.

Exel ei tee standardituotteita, vaan räätälöi jokaisen sovelluksen tietylle asiakkaalle. Koska jokaisen profiilin valmistuksessa käytetään ainutlaatuista muottia, jonka asiakas yleensä maksaa, asiakassuhteet tyypillisesti kestävät vähintään yhtä kauan kuin asiakas valmistaa niitä lopputuotteita, joihin profiileja käytetään.

Siksi Exelin kilpailukyky perustuu, kustannustehokkuuden lisäksi, innovatiivisuuteen ja asiakkaiden tarpeiden ymmärtämiseen. Komposiitit korvaavat hiljalleen perinteisiä materiaaleja (puu, teräs, alumiini) yhä useammissa sovelluksissa ja sillä, joka ensin pääsee asiakkaan kanssa suunnittelemaan uutta sovellusta, on selvä kilpailuetu (jonkin aikaa).

Kolme vuotta sitten Exelin kannattavuus oli lähestymässä suhdannepohjaa ja tulos oli alentunut pari vuotta peräkkäin. Kirjoitin silloin, että kasvutavoitteen (15%) toteutuessa ja kannattavuuden normalisoituessa tulos per osake vuodelta 2005 voisi ylittää noin 62-75 senttiin ja osake voisi maksaa noin 10 euroa, joka osinkoineen vastaisi noin 25 prosentin vuosituottoa.

Tavoite toteutui vuoden etuajassa. Exelin kasvu 2001-2004 oli 19% vuodessa (josta 11% orgaanista kasvua) ja tulosmarginaali oli viime vuonna paras viiteen vuoteen, johtuen ennen kaikkea voimakkaan kasvun tuomasta hyvästä kapasiteetin käyttöasteesta. Koska tavoite toteutui etuajassa, ja koska osingot olivat parempia kuin odotin, osakkeen vuosituotto kolmelta viime vuodelta on ylittänyt 40%.

Entäpä tästä eteenpäin?

Yhtiö on edelleen loistava. Uusia tuotteita on, varsinkin teollisuuspuolella, tuotu viime vuosina paljon markkinoille ja kehityspotkussa niitä on useita. Exel seuraa asiakkaitaan maailmalle rakentamalla tehtaan Kiinaan. Pieniä, tarkasti kohdennettuja yritysostoja on jatkettu, viimeksi neljän miljoonan euron liikevaihtoa pyörittävä itävaltalainen Faserprofil.



Ennen kaikkea, hyvä yritysjohto on pysynyt talossa. Arvostan suuresti niin Ari Jokelaista, Vesa Korpimiestä kuin Aki Karihtalaa. Kaikki ovat vielä nuoria ja haasteita riittää joten ketju pelaa toivottavasti vielä kauan yhdessä.

Mutta arvostus on haastavampi. Jos Exel kasvaa seuraavan neljän vuoden aikana 12-15% vuodessa (haastavaa mutta mahdollista) ja tulosmarginaali alenee hieman (todennäköistä), EPS voisi vuonna 2008 olla luokkaa 1,10-1,20 euroa. Jos arvostus on P/E-luvulla 12-15x ja osinkotuotto on noin 3%, osake voisi tuottaa keskimäärin 7-13% vuodessa.



Myös maailman suurin teollisuuskaasun tuottaja Air Liquide on ylittänyt odotukseni. Kerroin kaksi vuotta sitten (4/2002) odottavani sen tuottavan meille 11-12% vuodessa, mutta tähän asti toteutunut tuotto on ylittänyt 13%.

Teollisuuskaasu on erittäin hyvää liiketoimintaa. Maailman markkinoita hallitsevat viisi suuryritystä: Air Liquide, Praxair, BOC, Air Products ja Linde (AGA). Air Liquide on näistä suurin ja sen osuus maailman markkinoista on noin 22%.

Ala on erittäin pääomavaltainen, eikä uusia yrittäjiä siksi tule markkinoille. Lisäksi kaasua ei voi kustannustehokkaasti kuljettaa yli 200km, jonka ansiosta toiminta on joka maassa käytännössä 2-3 suuren yhtiön oligopoli. Tämä ”rauhanomainen” toimialarakenne tarkoittaa, että hinnat ovat stabiileja ja alan kannattavuus on erittäin hyvä.

Ainoa tapa muuttaa markkinaosuuksia on siis yritysosto. Air Liquide osti viime vuonna Saksan toiseksi suurimman kaasuyrityksen Messer Griesheimin noin 2 miljardilla eurolla. Normaalisti näin suuri yritysosto saisi minut hermostumaan (varsinkin kun AL maksoi 2,5 kertaa MG:n liikevaihdon verran), mutta tässä tapauksessa odotan innolla fuusion tuomia synergiaetuja, joiden pitäisi alkaa näkyä tuloksessa tänä vuonna. Luotan siihen, että markkinaosuudet tällä alalla ovat melko pysyviä (ja siksi ostettavissa).

Air Liquidien liiketoiminnan laatu näkyy tuloksen tasaisuudessa. Viimeisen 30 vuoden aikana tulos per osake on kaksi kertaa laskenut! Keskimäärin tuloskasvu on ollut 9,4% vuodessa eli tulos on 15-kertaistunut. Kun myös osingot ovat jatkuvasti nousseet, sijoitus Air Liquideen on 30 vuodessa 80-kertaistunut (tuotto 15,8% vuodessa), 20 vuodessa 10-kertaistunut (11,9%) ja 10 vuodessa kolminkertaistunut (11,4%).

Varmuusmarginaalia ei siis ole paljon. Kun Exel on suomalaisista osakkeista tuotto-odotukseltaan parhaasta päästä lienee helppo ymmärtää, miksi suhtaudun hieman skeptisesti Suomen osakemarkkinoihin.

Sen pidän varmana, että Exel tuottaa seuraavan kolmen vuoden aikana vähemmän kuin edellisen kolmen. Kuinka paljon, se selviää kun palaan asiaan noin kolmen vuoden päästä.

Näin hyvän yhtiön arvostus on harvoin halpa, eikä se ole sitä nytkään. Suhteessa laatuunsa Air Liquide ei kuitenkaan ole järjettömästi hinnoiteltu. Nykykurssilla (141€) sen kokonaisarvo on 13,8x yhtiön liike-tulos, kun 10 vuoden keskiarvo on ollut 13,3x. Lähes kaikki muut yhtiöt ovat yli 4% normaalia kalliimpia.

Suurin riski lienee laiskuus. Monopolistisessa kilpailuasemassa elävä yhtiö on jatkuvasti kannattava, eikä siksi aina toimi mahdollisimman tehokkaasti. Ainakin tähän saakka Air Liquide on kuitenkin toiminut erittäin määrätietoisesti ja tänäkin vuonna alkaa uusi kustannuskuuri (projekti Opal), jonka on määrä säästää noin 400 miljoonaa euroa vuoteen 2007 mennessä (30% viime vuoden liike-tuloksesta).

Ottaen huomioon, että elämme alhaisen inflaation maailmassa, en odota Air Liquidien osakkeen tuottavan seuraavan 20 vuoden aikana aivan yhtä hyvin kuin edellisen 20 vuoden aikana. Osakkeen pitäisi kuitenkin pystyä tarjoamaan 9-10% vuosituottoa melko matalalla riskillä, ja se on tämän päivän markkinaympäristössä paljon.

Ja olen tietoisesti konservatiivinen. Air Liquidien oma tavoite on paljon korkeammalla.

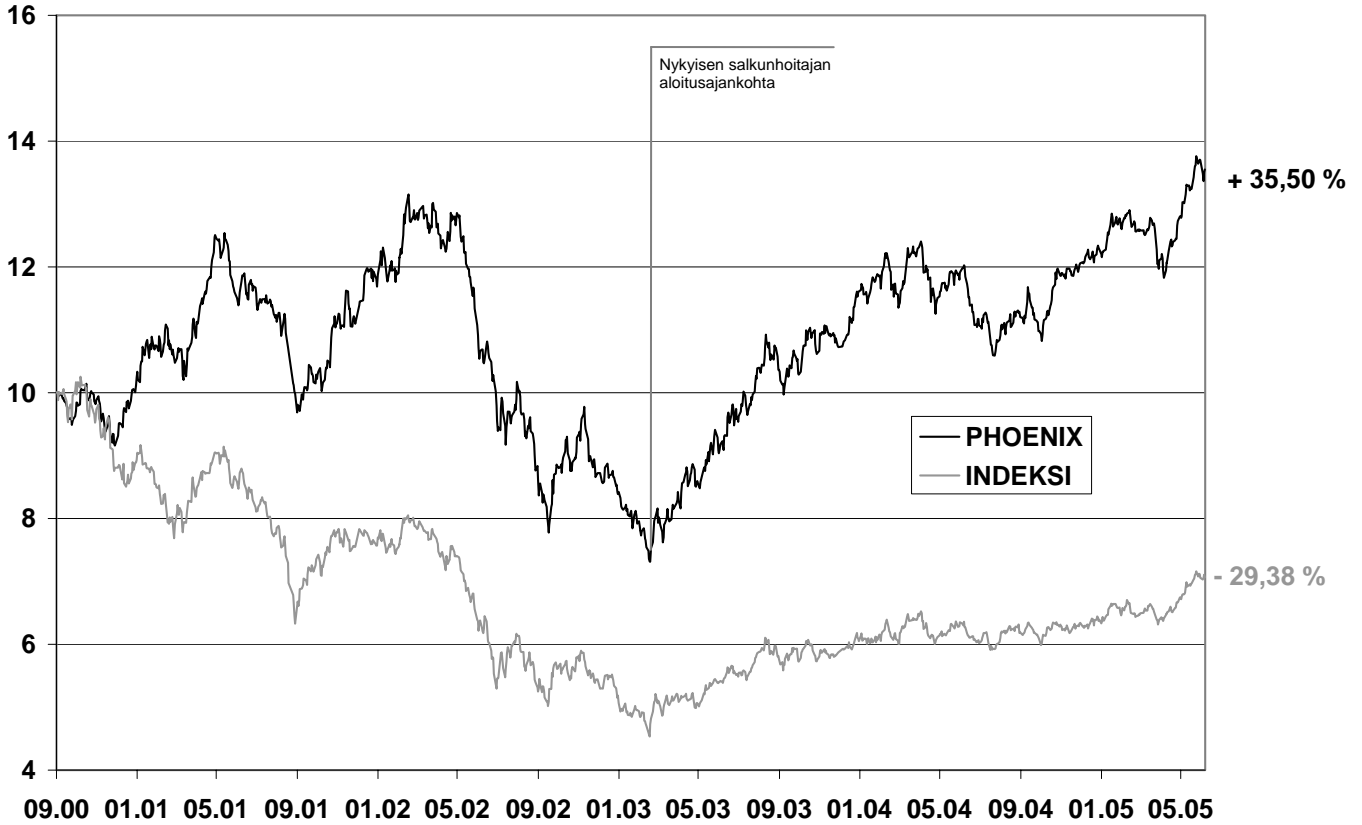
PHOENIX  
30.6.2005

Osakerahasto, joka sijoittaa maailmanlaajuisesti historiallisesti alhaisesti arvostettuihin osakkeisiin.

## Phoenix ja vertailuindeksi

25.9.2000 - 30.6.2004

osuuden  
arvo  
euroissa



### RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	25.9.2000
Tyyppi	Kansainvälinen osakerahasto
Rahaston koko (milj. euroa)	8,1
Vertailuindeksi	MSCI All Country World Free NDR
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	1,1 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	on
Merkintäpalkkio	2 %
Lunastuspalkkio	€ 20
Salkunhoitaja	Peter Seligson

### TUOTTO- JA RISKI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	8,3 %	13,1 %	7,5 %	10,3 %
	11,4 %	11,2 %	12,4 %	10,6 %
1 v	12,7 %	11,7 %	11,1 %	10,6 %
3 v	27,1 %	17,6 %	10,7 %	17,3 %
Aloituspäivästä	35,5 %	17,8 %	-29,4 %	18,1 %
Aloituspäivästä p.a.	6,6 %		-7,0 %	

### KULUT JA TUNNUSLUVUT (annualisoituina)

1-6.2005

Palkkiot yhteensä (TER)	1,13 %
Tuottosidonnainen palkkio (sis. TER-lukuun)	0,00 %
Kaupankäyntikulut	0,61 %
Kokonaiskulut (TKA)	1,74 %
Salkun kiertonopeus	161,52 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,00 %
Tracking error	9,62 %
Lähipiirin omistusosuus	11,37 %

### SUURIMMAT OMISTUKSET

Yhtiö	Maa	Osuus rahastosta
BOLIDEN AB	Ruotsi	5,1 %
KONINKLIJKE AHOLD NV	Alankomaat	5,0 %
SAMSUNG ELECTRONICS-GDR REGS	Korean tasavalta	4,9 %
ALLIANZ AG-REG	Saksa	4,7 %
RENTOKIL INITIAL PLC	Iso-Britannia	4,1 %
RHODIA SA	Ranska	3,7 %
CALPINE CORP	Yhdysvallat	3,3 %
TENET HEALTHCARE CORP	Yhdysvallat	3,1 %
SUN MICROSYSTEMS INC	Yhdysvallat	3,1 %
VENTURE CORP LTD	Singapore	2,9 %

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

## SALKUNHOITAJALTA

Phoenixin arvo nousi vuoden 2005 toisen neljänneksen aikana 8,3% ja Morgan Stanley World Index nousi samaan aikaan 7,5% (dollareissa vain 0,6%). Katsottaessa vuosi taaksepäin on rahasto noussut 12,7% ja vertailuindeksi 11,1% - ihan mukavia lukuja siis.

Jälleen näkyy myös se, että Phoenix yleensä pärjää vertailuindeksiään paremmin nousevilla markkinoilla ja huonommin, kun yleinen kehityssuunta on alaspäin. Muuta ei toki sovi olettaakaan, koska sijoituskohteitamme erityisluonteen vuoksi herkkyys markkinoiden heilahteluille on indeksiä suurempi.

Rahaston indeksiä parempi tuotto oli tosin hyvin pieni, nyt viimeksi kuluneen vuosineljänneksen aikana vain 0,8%. On ainakin kolme syytä olla tyytyväisiä siihen, että saavutettiin edes tämän verran.

Ensimmäinen syy on dollarin arvon nousu. Dollareissa noteeratut sijoituksemme ovat markkinoihin nähden alipainossa ennen muuta siksi, että sijoituskohteiden arvostustasot ovat USA:ssa niin korkeita. Dollarikorkojen ero eurokorkoihin yhdessä euroalueen alaspäin suuntautuvien korko-odotusten kanssa vahvisti pyrkimyksiäni löytää sopivia dollariin sidottuja sijoituskohteita.

Näistä on erityiseksi ilonaiheeksi noussut Calpine, joka samalla toimii esimerkkinä siitä, että myös markkina-ajoituksessa saattaa sokeakin kana löytää jyvän (vai pitäisikö tässä tapuksessa sanoa kukko...?). Olen seurannut Calpineä aina siitä saakka kun ryhdyin Phoenixin salkunhoitajaksi, mutta onnistunut tähän asti pitämään sormeni irti ostopainikkeelta. Kerron jäljempänä tarkemmin sijoitukseen – ja odottamiseen – liittyvän logiikan.

Toinen ainakin yhtä merkittävä tekijä on tämän neljänneksen aikana ylen ahkerasti käymäni osakekauppa. Uskon, että siihen on ollut hyviä syitä ja rahaston kehitys viimeisen parin kuukauden tuntuisi vahvistavan tämän.

Kolmas perustelu on se, että päätin alkuvuonna suojata rahastoa yleistä markkinariskiä vastaa indeksiopioilla. Suojaus osoittautui huonosti ajoitetuksi – ja tietenkin maksoi. Yksinkertainen olisi ollut tehokkaampaa.

Olen kolmen viimeisimmän neljänneksen aikana valanut lähes koko salkun uuteen muottiin. Kevään 2003 ajatukset ovat saaneet väistyä, sillä uskon yleisen markkinakehityksen olevan uuden vaiheen kynnyksellä. Olen itse asiassa jopa optimistinen uuden salkkuni suhteen. Rahaston arvo on kaikkien aikojen huipussaan samalla kun monet osakkeistamme ovat edullisempia kuin pitkiin aikoihin.

Tähän kuitenkin varoituksen sana: minä(kään) en ole loistanut lyhyen aikavälin markkinakehityksen ennustamistaidoillani. Aina kun olen ollut optimistinen sijoitusteni suhteen, ovat markkinat nykäisseet maton jalkojeni alta. Ehkä tällä kertaa on toisin?

Maailmalla ei mikään ole olennaisesti muuttunut. Talouskeskusteluja hallitsevat öljy ja Kiina eikä mitään erityisiä läpimurtoja ole tapahtunut sen paremmin puheissa kuin olosuhteissakaan. Olen kuitenkin erottavinani uuden vivahteen keskustelussa siitä miten Kiinan valuutan revalorointi epäsuorasti vaikuttaisi USA:n kaksoisvajeeseen ja korkotasoon. Kiinasta tulevan rahavirran hetkellinenkin hiipuminen saattaisikin ennemmin nostaa USA:n korkotasoa.

Edelleen esimerkiksi Kiinalaisen CNOOC:n ostarjous amerikkalaisesta Unocol –öljy-yhtiöstä näytti olleen USA:n talouden ja politiikan johdolle vielä suurempi yllätys kuin se, että Lenovo osti IBM:n pientietokoneiden tuotannon viime vuoden lopulla. Ehkä Warren Buffet on oikeassa ja USA:sta on ajanmittaan tulossa Kiinan siirtomaa...\*

Suomen osakemarkkina on jatkanut voittokulkuaan, nousten alkuvuoden aikana 15%, eivätkä muutkaan pohjoismaiset markkinat ole jääneet jälkeen. Arvostustasot rakkailta koti- ja lähimarkkinoillamme ovat jo amerikkalaisilla tasoilla, vaikka Nokia viekin keskiarvoa jonkun verran *alaspäin*. Selokielellä tämä tarkoittaa sitä, että markkinat odottavat pohjoismaisilta yhtiöiltä jatkuvia tulosparannuksia, jotka ylittävät reippaasti tähänastiset ja ovat peräti neljä kertaa yleistä talouskasvua suurempia. Tulevaisuus näyttää ovatko odotukset realistisia, mutta suhtaudun epäillen.

Ostojen ja myyntien ajoitus on ikuisuuskysymys, myös sokeille kukoille. Mitään varmaa ihmemenetelmää tuskin onkaan – ja jos olisi, se poistuisi aina itsestään sitä mukaa kuin se tulisi yleiseen käyttöön – mutta onnistumisten kertoimia voi aina yrittää parantaa.

Olen viime aikoina alkanut ymmärtää markkinatrendien eli ”momentin” merkityksen Phoenixin sijoituskohteiden kaltaisissa osakkeissa. Ne eivät liiku äkkijyrkästi, vaan tuntuivat tekevän pitkäkestoisempia kaaria kuin olin aiemmin ajatellut, sillä osakkeen suhteen pessimististen myyjien enemmistön kääntyminen optimistiseksi ostajiksi vie aikansa.

---


\* No okei, Buffet ei sanonut ihan täsmälleen noin, vaikka käsittääkseni sitä tarkoittikin kertoessaan tarinan Tuhlaajien kylästä ja Ahkerien kylästä. Tuhlaajat ostavat koko ajan enemmän kuin tienaaavat ja rahoittavat ostoksensa lainoilla (kuten USA kauppataseen vajeensa). Lopputulemana on, että Ahkerat vähitellen ostavat lainojensa vastikkeeksi koko Tuhlaajien kylän.

Hyödyntääkseni pidempiä markkinaliikkeitä olen jakanut osakkeemme neljään eri luokkaan ja määritellyt niille kullekin maksimipainot salkussamme. Nostan osakkeen painoa pikku hiljaa sitä mukaa kun sen markkinamomentti saavuttaa pohjatasonsa ja kehittyty nousujohteiseksi. Siten toivon lieventäväni niitä tähän mennessä raskaiksi muodostuneita tilanteita, joissa yritän yksin sinnitellä markkinan voimaa vastaan. Siihen Phoenix on nimittäin liian pieni, toistaiseksi...



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

PS. Jälleen kerran, otan mielelläni vastaan näkemyksiänne ja kommenttejanne, sähköpostiosoitte yllä.

 CALPINE® Calpine on USA:n viidenneksi suurin sähköyhtiö ja suurin itsenäinen sähköntuottaja. Yhtiöllä on 92 kaas- ja maalämpövoimalaa yhteiskapasiteetiltaan noin 26 900 megawattia. Rakennusvaiheessa on vielä 3 200 megawattia lisää. Voimalat ovat nykyaikaisia, suhteellisesti katsoen ympäristöystävällisiä ja niiden käyttökustannukset kuuluvat toimialan alhaisimpiin.

Yhtiö perustettiin vuonna 1984 ja listattiin 1996. Kuten kaikki amerikkalaiset sähköyhtiöt, Enron etunenässä, laajensi Calpine toimintojaan täysin holtittomasti 1990-luvun lopulla ja vielä vuosituhanen vaihteen jälkeenkin. Viimeisen viiden vuoden aikana on tuotantokapasiteetti yli viisinkertaistunut ja lisää on tulossa. Moinen voimalatuotanto USA:n kaltaisilla kypsillä markkinoilla vaikuttaa pätkähullulta, mutta pitää muistaa, että päätöksiä tehtäessä oltiin vakuuttuneita siitä, että USA liittyisi mukaan Kioton sopimukseen ja iso osa vanhoista saastuttavista voimaloista jouduttaisiin sulkemaan. Siksi Clintonin hallinto rohkaisi rakennusboomia sekä löysäkätisellä lupapolitiikalla että suorilla tukiaisilla.

Ymmärrettävänä seurauksena oli ongelmia sekä Calpinelle että koko toimialalle. Vaikka sähkönkulutus on kasvanut voimakkaasti, on markkinoilla runsaasti liikkakapasiteettia.

Hankalinta tämä on ollut Calpinen tapaisille itsenäisille tuottajille. Yhtiön keskimääräinen myyntihinta oli 75 dollaria per megawattitunti vuonna 2000, laskien siitä noin 52 dollariin vuonna 2002. Vuonna 2004 oli keskimääräinen myyntihinta taas yli 60 dollaria megawattitunnilta, mutta jos vertaa hinnannousua öljyn ja kaasun kallistumiseen vastaavana aikana, niin markkina näyttää edelleen heikolta.

Calpinen niin kutsuttu spark spread – sähköntuotannon tunnusluku, joka tarkoittaa myydyn megawattitunnin hintaa vähennettynä tuotantokustannuksilla – laski 25,8 dollarista vuonna 2002, jolloin yksikköhinnat olivat alhaisimmillaan, 19,9 dollariin vuonna 2004. Vasta noin vuodenvaihteesta on kehitys ollut suotuisampi: ensimmäisen vuosineljänneksen spark spread oli noin 20,7 dollaria megawattitunnilta.

Calpine on myös velkaantunut pahasti. Nettovelka on lisääntynyt vuoden 2000 tilanteesta eli 5 miljardista dollarista jo 17 miljardiin dollariin viime vuodenvaihteessa. Kun tuotantokapasiteetin käyttöaste putosi samana aikana yli 70%:sta alle 50%:in ei käyttökate pystynyt nousemaan vuoden 2000 miljardista dollarista kuin 1,65 miljardiin vuonna 2004.

Tämä on liian vähän, jotta 17 miljardin velkataakka vaikuttaisi helpolta hoidettavalta edes sähköntuotannossa. Calpinen noteeratut velkakirjat hinnoiteltiin kevään aikana vain puoleen nimellisarvostaan. Amerikka ei olisi Amerikka, jos tämä ei vetäisi innokkaita hedgerahastoja puoleensa kuin karpäsiä se mitä – noin paremman painokelpoisen ilmauksen puutteessa – sokeat kanat ja kukot jättävät jyviä etsiessään jälkeensä. Koska noin 11 miljardilla Calpinen lainoista on vakuutenaan voimalaitoksia, pääsisivät rahastot hykertelemään pikavoitoilla, jos ne onnistuisivat ajamaan Calpinen konkurssiin. Tästä spekuloinnista seurasi huimaksi pyöritetty huhumylly, jonka alkuperiä viranomaiset muuten tutkivat, ja monet rahastot ottivat suuret lyhyeksi myydyt osakepositiot lisävivuttamaan voittoja. Calpine on yksi USA:n eniten lyhyeksi myytyjä osakkeita, esimerkiksi juhannuksen tienoilla oli 240 miljoonaa yhtiön 510 miljoonasta myyty lyhyeksi.

Ylläoleva selittänee miksi päädyin vielä keväällä 2003 odottelemaan. Sähkönhinnat jatkoivat laskuaan samalla kun öljy ja kaasun hinnat alkoivat kallistua. En myöskään ehtinyt mukaan ensimmäiseen nousuun osakkeen kivitessa kolmesta dollarista kahdeksaan (ks. oheinen kurssikäyrä).

Mikä sitten on muuttunut?

Öljyn ja kaasun hinnat nousevat nyt selvästi sähköä hitaammin, mikä parantaa sähköntuottajien katteita. Myös kysynnän kasvu ylittää kapasiteetin kasvun, koska voimaloita rakennetaan nyt vähemmän ja myös USA:ssa terävöitetään ympäristömääräyksiä. Tämä antaa Calpinelle mahdollisuuden tehostaa tuotantoaan ja parantaa kustannus- tehokkuuttaan.

Konkurssihuhut ja siitä seurannut kriisitilanne huhtitoukokuussa saivat yrityksen johdon vauhdittamaan ponnistuksiaan rahoitusaseman vakauttamiseksi. Uutena aikataavoitteena on nyt tämän vuoden loppu, kun se aiemmin oli vasta vuotta myöhemmin. Lieneekö tämä realistista?

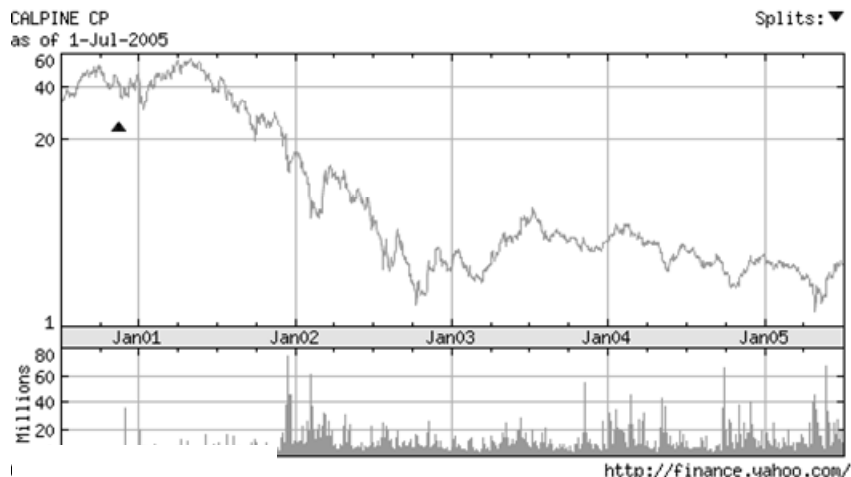
Toimialan yleisen tason mukainen vakaa rahoitusasema edellyttäisi noin viisinkertaista nettovelkaa EBITDA –lukuun nähden. Vielä vuoden alkaessa Calpinen suhdeluku oli 10,3.

Yhtiö uskoo pystyvänsä nostamaan EBITDA –lukua noin 2,5 miljardiin dollariin kustannussäästöillä ja tuotannon tehostamisella. Vuodelle 2007 on jopa 3 miljardia täysin realistinen tavoite, jos spark spread paranee ja kapasiteetin käyttöaste yltää 60%:iin. Näin myös yhtiö itse näkee asian. Jos myyntikatteet ja käyttöasteet palautuvat historiallisille normaalitasoilleen, voidaan päästä jopa 4 miljardin EBITDA –tasolle.

Joidenkin yhtiön strategian kannalta vähemmän keskeisten osien myyntiä joudutetaan. Calpinen ainoa eurooppalainen voimala, joka sijaitsee Iso-Britannian Saltendissa, myytiin kesäkuussa 0,9 miljardin dollarin hintaan. Yhtiö on myös ilmoittanut sopineensa kaasuvarojensa myynnistä noin miljardilla dollarilla. Kaiken kaikkiaan omaisuutta myymällä kerättäneen noin 3 miljardia dollaria.

Jos johdon tavoite 2,5 miljardin EBITDA –tasosta (annulisoituna vuoden vaihteen tilanteen mukaan) tämän vuoden lopulla toteutuu, voisi osake nousta markkinatason mukaisesti 7,5 dollariin. Yhtiöllä on 4,3 miljardia omaa pääomaa ja jos otetaan huomioon 0,65 miljardin dollarin vaihtovelkakirjalainan aiheuttama diluutio, niin oma pääoma on 7,3 dollaria osakkeelta, kun osakkeen kurssi tätä kirjoitettaessa on 3,4 dollaria.

Hurjasta laajennustahdistusta ja heikosta markkinatilanteesta huolimatta yhtiö on ollut voitollinen aina vuoteen 2004 asti. Myös 2005 tulee vielä olemaan tappiollinen tilivuosi, mutta markkinat olettavat samaa edelleen myös ensi vuodesta. Mikäli johdon tavoitteet toteutuvat pitäisi yhtiön kuitenkin ylläkuvatuilla oletuksilla pystyä ansaitsemaan vuonna 2006 ainakin 0,5 miljardia dollaria eli 0,9 dollaria osakkeelta.



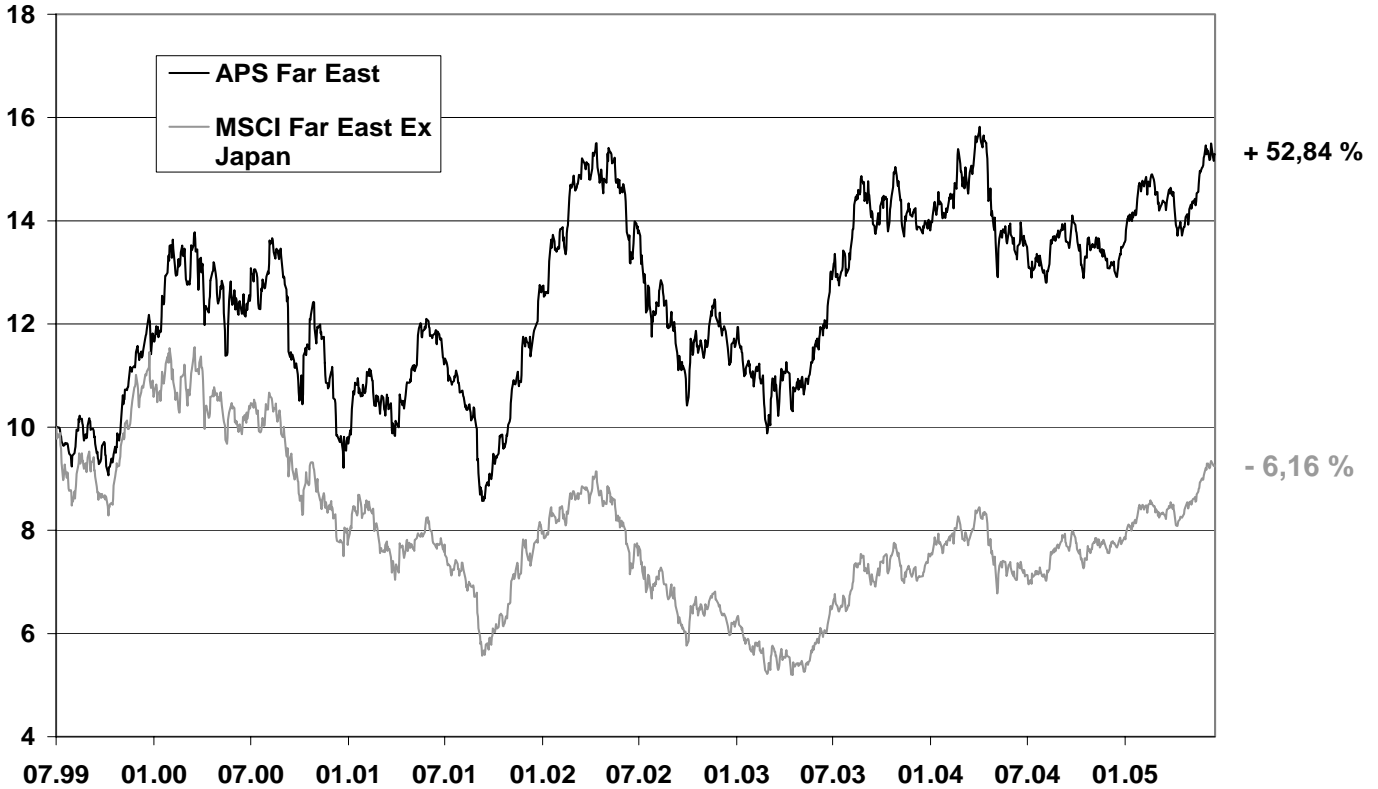
APS FAR EAST  
30.6.2005

Aktiivinen osakerahasto, joka sijoittaa Kaukoidän osakemarkkinoille.

osuuden  
arvo  
euroissa

APS Far East ja vertailuindeksi

13.7.1999 - 30.6.2005



RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	13.7.1999
Tyyppi	Osakkeet, Kaukoitä
Rahaston koko (milj. euroa)	59,7
Vertailuindeksi	MSCI AC Far East Free ex-Japan
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	1,2 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	on
Merkintäpalkkio	0 – 2,5 %, riippuen merkintäsummasta
Lunastuspalkkio	0 % (0,5 %, jos sijoitusaika on alle 6 kk)*
Salkunhoitaja	APS Asset Management

\*Lunastuspalkkio maksetaan rahastoon.

TUOTTO- JA RISKI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	6,9 %	13,0 %	10,8 %	12,1 %
Vuoden alusta	15,6 %	12,5 %	18,9 %	12,3 %
1 v	9,4 %	13,5 %	25,0 %	14,3 %
3 v	14,1 %	19,4 %	25,5 %	21,1 %
5 v	25,5 %	21,1 %	-9,1 %	22,5 %
Aloituspäivästä	52,8 %	21,7 %	-6,2 %	23,0 %
Aloituspäivästä p.a.	7,4 %		-1,1 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT (annualisoituina)

1-6.2005

Palkkiot yhteensä (TER)	1,24 %
Tuottosidonnainen palkkio (sis. TER-lukuun)	0,00 %
Kaupankäyntikulut	0,56 %
Kokonaiskulut (TKA)	1,80 %
Salkun kiertonopeus	64,21 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,00 %
Tracking error	7,83 %
Lähipiirin omistusosuus	0,34 %

SUURIMMAT OMISTUKSET

Yhtiö	Maa	Osuus rahastosta
SAMSUNG ELECTRONICS CO LTD	Korean tasavalta	9,3 %
TEXWINCA HOLDINGS LTD.	Hongkong	5,5 %
DAEWOO SHIPBUILDING & MARINE	Korean tasavalta	5,0 %
KINGBOARD CHEMICALS HOLDINGS	Hongkong	4,0 %
WANT WANT HOLDINGS LTD	Singapore	3,9 %
VENTURE CORP LTD	Singapore	3,8 %
KIA MOTORS CORPORATION	Korean tasavalta	3,6 %
BRITISH AMERICAN TOBACCO BHD	Malesia	3,1 %
BASSO INDUSTRY CORP	Taiwan	2,6 %
JIANGSU EXPRESS CO LTD-H	Kiina	2,2 %

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

## SALKUNHOITAJALTA

**Markkinat**

Maailman osakemarkkinat jatkoivat nousuaan vuoden toisellakin neljänneksellä. Myös lähes kaikki aasialaiset osakemarkkinat liikkuvat ylöspäin, poikkeuksina oikeastaan ainoastaan Thaimaa ja Filippiinit.

Rahaston arvo nousi neljänneksen aikana 6,9%, mutta se jäi kuitenkin jälkeen vertailuindeksistään, joka nousi peräti 10,8%.

**Uusia sijoituksia**

Huhtikuussa ostimme osuuden taiwanilaisesta Catcher Technology -yhtiöstä, joka on maailman suurin sylitietokoneiden, matkapuhelimien ja muiden elektronisten laitteiden magnesiumkuorien valmistaja. Yhtiö on menestynyt mainiosti erikoisalueella, jossa markkinoilletulokynnys on yllättävän korkealla. Käyttökate (yli 40%) ja pääoman tuotto (yli 35%) ovat erinomaisilla tasoilla. Myös tulevaisuus näyttää valoisalta, koska magnesiumin käyttö laitteiden kuorimateriaalina on selvästi kasvamassa.

Ostimme osuuden myös toisesta taiwanilaisyhtiöstä eli Foxconn Technologystä. Se on Hon Hai -ryhmään kuuluva yritys, joka valmistaa muun muassa pelikonsoleja, LCD -monitoreja sekä tietokoneiden jäähdytysmoduleja.

Kolmas sijoitus vuosineljänneksen alkupuolella oli kiinalainen Xinyi, joka on maan toiseksi suurin lasinvalmistaja. Se on myös Kiinan suurin autolasien viejä.

Teimme myös lisäsijoitukset Weichai Power ja Kia Motors -yhtiöihin.

Rahaston uusiin sijoituksiin kuuluu AirAsia, joka on aasian johtava halpalentoyhtiö. Sillä on myös eniten kalustoa sekä paras kulusuhde - yhtiö pyrkiikin kaikessa toimintojen äärimmäiseen tehokkuuteen.

Uskomme, että halpalentoyhtiöiden markkina kasvaa Aasiassa ja että AirAsia on hyvissä asemissa kasvattamaan markkinaosuuttaan. Tällä hetkellä se on vahvimillaan Malesiassa ja saanut jalansijaa myös Thaimaassa ja Indonesiassa. Myös johto vaikuttaa erittäin pätevältä – he ovat onnistuneet tekemään yhtiöstä voitollisen jo kahden toimintavuoden jälkeen.

**Myyntejä**

Myimme osakkeemme Hyundai Fire & Marinessa ja vähensimme osuuttamme Dongbu Insurance -vakuutusyhtiössä. Uskomme kilpailutilanteen ja talousyhtiöön liittyvien tekijöiden heikentävän koko sektorin mahdollisuuksia jatkossa. Sitä paitsi kummatkin osakkeet ovat kehittyneet niin hyvin, että nykyiset hinnat alkoivat olla jo haastavia.

Vähensimme osuuttamme myös taiwanilaisessa Feng Tay -yhtiössä sekä singaporelaisessa Venture Corporationissa.

**Strategia**

Jatkamme pitkäjänteistä tarkkaan tutkimukseen perustuvaa työtä tavoitteenamme löytää hyviä yhtiöitä kiinnostavalla arvostustasolla – emme siis lähde mukaan markkinoiden muotivirtauksiin, vaikka jäisimme joskus väliaikaisesti jälkeen markkinakehityksestä. Pyrimme rakentamaan ja ylläpitämään noin neljäkymmenen osakkeen salkkua, jonka koostumus on sellainen, että jokaisen osakkeen kohdalla voidaan nähdä useita perusteltuja syitä odottaa kurssinousua.

**APS Asset Management**

Kuva: AirAsia tavoittelee tehokkuutta muun muassa siten, että yhtiön kaikki koneet ovat samaa tyyppiä (Boeing 737-300).

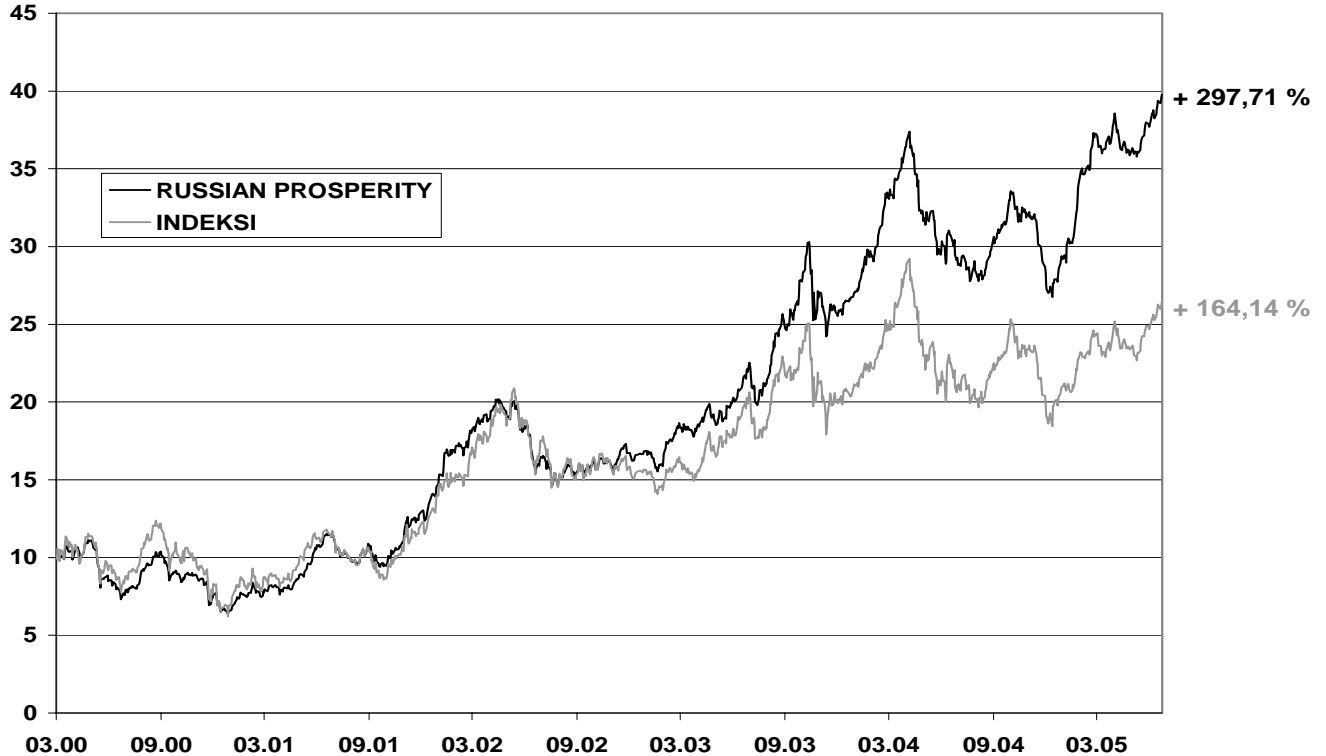
RUSSIAN PROSPERITY  
31.3.2005

Aktiivinen osakerahasto, joka sijoittaa Venäjän osakemarkkinoille.

osuuden  
arvo  
euroissa

Russian Prosperity ja vertailuindeksi

8.3.2000 - 30.6.2005



RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	8.3.2000
Tyyppi	Osakkeet, Venäjä
Rahaston koko (milj. euroa)	25,9
Vertailuindeksi	RTS1 - Interfax
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	1,4 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	on
Merkintäpalkkio	0 - 2,5 %, riippuen merkintäsummasta
Lunastuspalkkio	0 % (0,5 %, jos sijoitusaika alle 6 kk)*
Salkunhoitaja	Martin Paasi

\*Lunastuspalkkio maksetaan rahastoon.

TUOTTO- JA RISKI

	Rahasto		Vertailuindeksi*	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	8,6 %	12,1 %	13,3 %	17,2 %
Vuoden alusta	39,0 %	14,7 %	29,8 %	17,9 %
1 v	31,9 %	16,1 %	21,7 %	23,0 %
3 v	152,9 %	20,9 %	64,8 %	29,8 %
5 v	436,6 %	24,0 %	226,2 %	35,3 %
Aloituspäivästä	297,7 %	25,1 %	164,1 %	36,8 %
Aloituspäivästä p.a.	29,7 %		20,1 %	

\* Huom! Hintaindeksi.

KULUT JA TUNNUSLUVUT (annualisoituna)

1-6.2005

Palkkiot yhteensä (TER)	2,78 %
Tuottosidonnainen palkkio (sis. TER-lukuun)	1,20 %
Kaupankäyntikulut	0,63 %
Kokonaiskulut (TKA)	3,41 %
Salkun kiertonopeus	35,28 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,00 %
Tracking error	11,05 %
Lähipiirin omistusosuus	5,39%

SUURIMMAT OMISTUKSET

Yhtiö	Maa	Osuus rahastosta
LUKOIL-US\$	Venäjä	9,5 %
SURGUTNEFTEGAZ-PFD \$US	Venäjä	6,4 %
VIMPELCOM-SP ADR	Venäjä	4,6 %
TYUMEN OIL-BOARD US\$	Venäjä	4,5 %
ORENBURGNEFT-PFD \$US	Venäjä	4,2 %
WIMM-BILL-DANN FOODS-US\$	Venäjä	4,1 %
BASHNEFT- RTS PFD US\$	Venäjä	4,0 %
UDMURTNEFT-\$US	Venäjä	4,0 %
RITEK - \$US	Venäjä	3,9 %
CENTRAL TELECOMMUNICAT-PFD \$	Venäjä	3,8 %

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





## SIJOITUSNEUVOJALTA

Venäjän talous ja osakemarkkinat ovat kevään aikana olleet myötätulessa. Tätä heijastelee myös rahastomme, joka on noussut vuoden alusta 39%. Yksi positiivisen vireen taustatekijä on se, että sijoittajat ovat yhä enemmän kääntyneet sille kannalle, että Jukos –yhtiön ympärillä käyty taistelu oli yksittäinen tapahtumasarja eikä suinkaan alku talousuudistusten taantumiselle.

Putinin hallinto on aktiivisesti yrittänyt viestiä juuri tätä, mistä korkean profiilin esimerkki on kesäkuun lopulla järjestetyt kaksi tilaisuutta, joissa Putin tapasi ennennäkemättömän vaikutusvaltaisen joukon läntisten suuryritysten ylintä johtoa. Paikalla olivat muun muassa Intel, Alcoa, Citigroup, United Technologies, Kraft, ConocoPhillips, News Corporation, IBM, International Paper, Rurhgas, E.ON, SMS, Dresdner Bank, BASF, Metro, Siemens, RWE, Thyssen ja EADS.

Tälle arvovaltaiselle joukolle Putin korosti samoja asioita kuin aiemmin kotimaisille liikkeenjohtopiireille: Venäjä on kasvava ja dynaaminen markkina ja että yhteiskunnallisia uudistuksia tullaan jatkamaan. Viesti ainakin on selvä eikä ainakaan meillä ole mitään perusteita uskoa, että tarkoitus olisi jotenkin toisenlainen.

Uudistuslinja toteutuu parhaillaan ainakin energia- ja teletoimialoilla. Energiasektorilla on yksityistäminen edennyt jo konkreettisiksi ehdoiksi asti ja telesektorilla odotetaan siirryttävän käytännön toimiin joko loppuvuonna tai ensi vuoden alussa. Suurin hyöty sijoittajille tulee todennäköisesti toimintojen tehostamisen kautta, ei niinkään hintojen korotuksina.

### Lisävauhtia WTO-jäsenyydestä?

Yksi talousuudistuksiin läheisesti liittyvä kehityskulku on Venäjän yritys liittyä maailman talousjärjestö WTO:n jäseneksi. Venäjä yrittää selvästi neuvotella asiaan liittyvät kahdenväliset sopimukset valmiiksi vielä tänä vuonna eli ennen WTO:n ministerikonferenssia Hongkongissa.

Jo nyt sopimukset ovat olemassa 29:n jäsenen kanssa, joista EU on käsitelty kaikki unionin jäsenvaltioiden yhteisellä sopimuksella. Valmiit sopimukset kattavat 87% Venäjän ulkomaankaupasta.

Vaikeimmiksi kahdenvälisen WTO-neuvottelujen kohdiksi ovat nousemassa keskustelut maatalouden tukitoimista Brasilian ja Australian kanssa sekä immateriaalioikeuksista käytävät keskustelut USA:n kanssa. Huhutaan tosin, että viimeksi mainittu asia alkaisi olla jo lähellä ratkaisuaan.

Kiinan esimerkki antaa osviittaa siitä, mikä WTO-jäsenyyden arvo saattaisi olla. Jäsenyyden jälkeisinä vuosina Kiinan vienti USA:han kasvoi yli 29% vuodessa ja Eurooppaan yli 38% vuodessa. Kiinassa kilpailukyvyyn tärkeimpänä tekijänä oli halpa työvoima, Venäjällä vastaavankaltainen etu löytyy siitä, että Venäjä on maailman suurin metallien ja raaka-aineiden tuottaja. WTO-jäsenyyden takaamat vientimarkkinat tuovat todennäköisesti lisäinvestointeja ja sitä kautta korkeamman jalostusasteen raaka-ainepohjaiseen teollisuuteen.

Venäjä on jo nyt yksi maailman tehokkaimmista lannoitteiden tuottajista ja myös tuotantomäärät ovat maailman kärkisijoilla kaikkien kolmen päälannoitteen eli typen, kaliumin ja fosfaatin osalta.

Myös Jukos –skandaalista on ainakin sijoittajien näkökulmasta ollut jopa hyötyä esimerkiksi lannoitesektorilla. Aiemmin samaan ryhmään kuuluvien yhtiöiden veronkierto-tarkoituksessa tehty siirtohinnoittelu teki alan kustannus-tehokkuuden arvioinnin lähes mahdottomaksi, mutta nyt tilanne on Jukosin kohtalon pelästytettävänä selvästikin paranemaan päin.

WTO-jäsenyyden edut tulevat myös siihen liittyvistä sisäisistä uudistuksista. Monet tuontitullit poistuvat tai niitä alennetaan. Myös rahoitussektori kehittynee, mikäli jäsenyys saavutetaan.

Kaiken kaikkiaan Venäjän taloudessa eletään taas mielenkiintoisia aikoja ja sijoittajilla on jälleen monia syitä olla toiveikkaita tulevaisuuden suhteen.

Prosperity Capital Management

## SUOMEN ENSIMMÄINEN INDEKSIRAHASTO SEITSEMÄN VUOTTA - täysiä vuosia kolme laihaa, kolme lihavaa

Suomen ensimmäisen indeksirahaston säännöt muuttuvat ja rahaston vertailuindeksi muuttui 1.7.2001 OMX Helsinki 25 -indeksistä OMX Helsinki Benchmark -indeksiksi. Samalla rahaston uudeksi nimeksi tuli Seligson & Co Suomi.

Runsas seitsemän vuoden toiminnan jälkeen voi luoda katsauksen siihen minkäläisen ajanjakson läpi indeksirahasto on elänyt.

Kun rahasto perustettiin, oli vertailuindeksin nimi FOX -indeksi. Suurimman osakkeen paino oli rajoitettu 20% indeksin painosta ja kolmen suurimman yhtiön paino indeksistä oli vajaa puolet.

90-luvun lopussa elettiin kovinta nähtyä pörssinousua. Nousukauden piikki koettiin 6.3.2000, jolloin rahasto oli ollut toiminnassa vajaat kaksi vuotta ja nousua oli kertynyt rahaston aloituksesta jo 144.37%. Ensimmäisen kahden vuoden aikana nähtiin rahaston historian tähän asti korkein sekä matalin arvo – melkoista menoa!

Sitten tuli romahdus. Rahasto laski kaikkien aikojen huipustaan lukien laskukauden aallonpohjaan 21.9.2001 juuri USA terroristi-iskujen jälkeen yhteensä -65.09%. Symmetrian ystäville tiedoksi, että pohjasta huippuun kesti 515 päivää ja huipulta takaisin aallonpohjaan 564 päivää, eli noin kolmen vuoden tuotto 8.10.1998 – 21.9.2001 oli tasan 20%.

Elokuussa 2001 indeksin nimi muuttui HEX25 -indeksiksi ja yhden yhtiön painorajoitus laski 10%:iin samalla kun indeksilaskentaan otettiin ainoastaan vapaan vaihdannan kohteena olevat osakkeet. Tämä tarkoittaa sitä, että esimerkiksi valtionyhtiöiden osuus indeksissä laskee jonkin verran, koska ainoastaan ne osakkeet, jotka eivät ole valtion omistuksessa otetaan indeksilaskentaan.

Rahaston historian toisen puoliskon alussa taloudet ovat hidastumassa, USA menossa sotaan Irakia vastaan, epävarmuus lisääntymässä. Kirjanpitoskandaalien sävyttämänä vuonna 2002 rahaston toisen puoliskon alin arvo osuu tammikuun alkuun eli 9.1.2002, ajanjakson alusta on tultu alas -26.05%. Loppu onkin sitten ollut 'pelkkää nousua' - ajanjakson korkein arvo oli juhannusviikolla 2005. Nousua pohjalta oli kertynyt 109.04%.

### Entäs sitten?

Tarinan opetus on tietenkin se, että sijoitusten tuottoja voi ajallisesti jakaa osiin aivan sattumanvaraisesti ja halutessaan kehittää niiden ympärille tarinoita – jälkikäteen. Moista vuoristorataa ei tällekin rahastolle varmasti olisi osattu sitä perustettaessa ennustaa.

Näin palataankin perusasioihin. Sijoittajalle on merkitystä sillä, että oman salkun allokaatio vastaa hänen tavoitteitaan ja riskiprofiliaan, että sijoittamisen kustannukset ovat alhaiset – jotta sijoitusten arvonnousun hyödyn saa sijoittaja itse eikä välikädet – ja että sijoitusten hajautus on riittävä.

Hajautusmielessä rahaston muutokset ovatkin koko ajan kehittyneet parempaan suuntaan. FOX:iin perustuvassa rahastossa yhden osakkeen painoarvo saattoi olla jopa viidennes indeksistä, HEX25:ssä maksimissaan 10%, mutta koko indeksi käsitti kuitenkin vain Helsingin pörssin 25 vaihdetuinta osaketta. Nyt uusi Benchmark -indeksi kattaa jo lähes koko pörssin päälistan - ja samoin tietenkin siihen perustuva rahasto.

Rahaston volatilitetti onkin laskenut melkoisesti jo vaihdettaessa FOX:iista HEX25:een, tosin markkinoiden volatilitteetti on laskenut yleisesti tarkastelujakson lopulla. Uskallankin tehdä pienen ennustuksen: tulevaisuudessa Suomi -indeksirahaston volatilitteetti, ainakin verrattuna OMXH25 -indeksiin, laskee yhä enemmän. Hajautuksessa on voimaa. Olemme päässet johdannaisindeksistä, jossa yhden osakkeen paino oli viidesosa, hyvin hajautettuun mutta silti sijoittamiskelpoiseen indeksiin.

Suomen ensimmäisen indeksirahaston tuotto ennen vertailuindeksin muutosta oli 71.9%, mikä muutettuna vuosituotoksi on 7.76% p.a. Seitsemän vuoden sahaamisen jälkeen rahasto on siis päätyntä melko lähelle sitä vuosituottoa, jota osakemarkkinoilta on totuttu odottamaan. Yksinkertainen on tehokasta, kustannuksilla merkitystä – ja hermojen on syytä kestää.



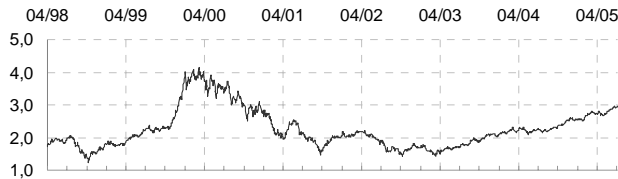
Sami Vartiainen  
[sami.vartiainen@seligson.fi](mailto:sami.vartiainen@seligson.fi)

## HEX25 -INDEKSIRAHASTO ON 1.7. ALKAEN SELIGSON & CO SUOMI -INDEKSIRAHASTO

## HEX25 INDEKSIOSUUSRAHASTON NIMI 6.8. ALKAEN OMX HELSINKI 25 -INDEKSIOSUUSRAHASTO

### HEX25 -INDEKSIRAHASTO 30.6.2005

#### ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



HEX25 -indeksirahasto seuraa HEX25 -osakeindeksiä eli sijoittaa Helsingin Pörsin 25 vaihdetuimpaan osakkeeseen.

#### RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	1.4.1998
Tyyppi	Osakerahasto, Suomi
Rahaston koko (milj. euroa)	14,4
Vertailuindeksi	HEX25 -osakeindeksi
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,5 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintäpalkkio	0 %
Lunastuspalkkio	0 % (0,5 %, jos sijoitusaika alle 6 kk)*
Salkunhoitaja	Sami Vartiainen

\*Lunastuspalkkio maksetaan rahastoon.

#### TUOTTO- JA RISKI

	Rahasto		Vertailuindeksi*	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	6,6 %	10,6 %	4,9 %	10,7 %
Vuoden alusta	15,3 %	10,5 %	12,0 %	10,6 %
1 v	29,4 %	10,7 %	25,6 %	10,8 %
3 v	57,6 %	18,4 %	43,5 %	18,5 %
5 v	-13,5 %	25,0 %	-25,8 %	25,1 %
Aloituspäivästä	71,9 %	27,1 %	41,0 %	27,5 %
Aloituspäivästä p.a.	7,8 %		4,9 %	

\* Huom! Hintaindeksi. \*\* HEX25-indeksiosuusrahaston tuottoluviissa ei ole otettu huomioon rahastosta maksettua tuotto-osuutta. Tuotto-osuuskorjattu luku julkaistaan Internetissä [www.seligson.fi](http://www.seligson.fi). Myös HEX25-indeksirahaston ja HEX25-indeksiosuusrahaston vertailuindeksin arvot poikkeavat toisistaan (vaikka indeksi on sama), koska rahastojen arvoniaskenta suoritetaan eri kellonaikoina ja indeksin vertailuarvo määritellään arvoniaskennan kellonajan mukaan.

#### KULUT JA TUNNUSLUVUT (annualisoituina)

1-6.2005

Palkkiot yhteensä (TER)	0,53 %
Tuottosidonnainen palkkio (sis. TER-lukuun)	-
Kaupankäyntikulut	0,23 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,76 %
Salkun kiertonopeus	60,15 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,00 %
Tracking error	0,33 %
Lähipiirin omistusosuus	0,04 %

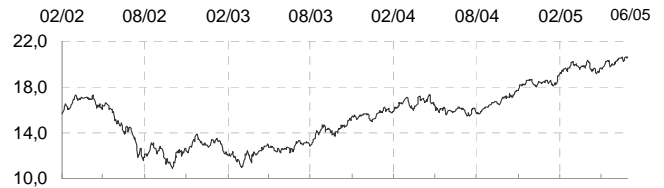
#### SUURIMMAT OMISTUKSET

Yhtiö	Maa	Osuus rahastosta
SAMPO OYJ-A SHS	Suomi	11,5 %
NOKIA OYJ	Suomi	11,0 %
STORA ENSO OYJ-R SHS	Suomi	9,8 %
UPM-KYMMENE OYJ	Suomi	9,7 %
TELIASONERA AB	Ruotsi	7,6 %
NORDEA AB - FDR	Ruotsi	5,1 %
METSO OYJ	Suomi	4,8 %
TIETOENATOR OYJ	Suomi	4,2 %
ELISA COMMUNICATIONS OYJ-A S	Suomi	4,0 %
NOKIAN RENKAAT OYJ	Suomi	3,9 %

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

### HEX25 -INDEKSIOSUUSRAHASTO 30.6.2005

#### ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



HEX25 -indeksiosuusrahasto seuraa HEX25 -osakeindeksiä. HEX25 indeksiosuus on Helsingin Pörsissä noteerattu arvopaperi, jolla voi käydä kauppaa arvopaperivälittäjien kautta.

#### RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	8.2.2002
Tyyppi	Osakerahasto, Suomi
Rahaston koko (milj. euroa)	150,8
Vertailuindeksi	HEX25 -osakeindeksi
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,17 - 0,25 % (rahaston koon mukaan)
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintäpalkkio	- / osakevälityspalkkio
Lunastuspalkkio	- / osakevälityspalkkio
Salkunhoitaja	Sami Vartiainen

\* Noteerattu Helsingin Pörsissä

#### TUOTTO- JA RISKI

	Rahasto		Vertailuindeksi*	
	Tuotto**	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	3,5 %	12,8 %	5,1 %	12,2 %
Vuoden alusta	11,8 %	11,8 %	12,1 %	11,5 %
1 v	26,2 %	11,4 %	26,2 %	11,1 %
3 v	42,0 %	18,3 %	42,1 %	18,2 %
Aloituspäivästä	31,0 %	18,3 %	31,0 %	18,1 %
Aloituspäivästä p.a.	8,3 %		8,3 %	

#### KULUT JA TUNNUSLUVUT (annualisoituina)

1-6.2005

Palkkiot yhteensä (TER)	0,23 %
Tuottosidonnainen palkkio (sis. TER-lukuun)	-
Kaupankäyntikulut	0,17 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,40 %
Salkun kiertonopeus	86,82 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,00 %
Tracking error	0,27 %
Lähipiirin omistusosuus	0,00 %

#### SUURIMMAT OMISTUKSET

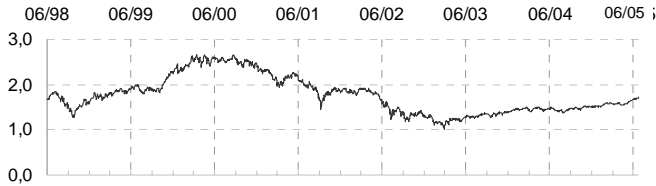
Yhtiö	Maa	Osuus rahastosta
SAMPO OYJ-A SHS	Suomi	11,4 %
NOKIA OYJ	Suomi	10,8 %
UPM-KYMMENE OYJ	Suomi	9,8 %
STORA ENSO OYJ-R SHS	Suomi	9,8 %
TELIASONERA AB	Ruotsi	7,6 %
NORDEA AB - FDR	Ruotsi	5,1 %
METSO OYJ	Suomi	4,6 %
TIETOENATOR OYJ	Suomi	4,2 %
ELISA COMMUNICATIONS OYJ-A S	Suomi	3,9 %
NOKIAN RENKAAT OYJ	Suomi	3,8 %

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

**EUROOPPA 50 –INDEKSIRAHASTO**

30.6.2005

**ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)**



Osakeindeksirahasto, joka seuraa Dow Jones STOXX 50 eurooppalaisten osakkeiden indeksää.

**RAHASTON AVAINTIEDOT**

Aloituspäivä	15.6.1998
Tyyppi	Osakerahasto, Eurooppa
Rahaston koko (milj. euroa)	40,7
Vertailuindeksi	DJ STOXX 50
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,5 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintäpalkkio	0 %
Lunastuspalkkio	0 % (0,5 %, jos sijoitusaika alle 6 kk)*
Salkunhoitaja	Samu Vartiainen

\*Lunastuspalkkio maksetaan rahastoon.

**TUOTTO- JA RISKI**

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	7,2 %	9,2 %	7,3 %	9,3 %
Vuoden alusta	11,6 %	8,6 %	12,1 %	8,7 %
1 v	15,1 %	10,3 %	15,9 %	10,3 %
3 v	7,8 %	23,2 %	10,4 %	23,3 %
5 v	-31,9 %	24,0 %	-29,0 %	24,0 %
Aloituspäivästä	0,4 %	24,1 %	9,2 %	24,5 %
Aloituspäivästä p.a.	0,1 %		1,3 %	

**KULUT JA TUNNUSLUVUT (annualisoituina)**

1-6.2005

Palkkiot yhteensä (TER)	0,51 %
Tuottosidonnainen palkkio (sis. TER-lukuun)	-
Kaupankäyntikulut	0,22 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,73 %
Salkun kiertonopeus	-1,61 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,00 %
Tracking error	0,28 %
Lähipiirin omistusosuus	0,42 %

**SUURIMMAT OMISTUKSET**

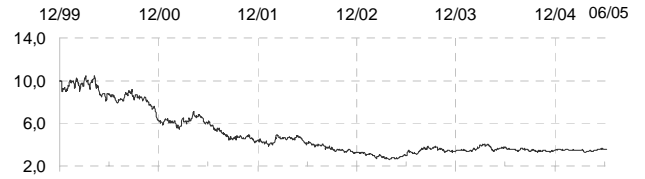
Yhtiö	Maa	Osuus rahastosta
BP PLC	Iso-Britannia	6,8 %
HSBC HOLDINGS PLC	Iso-Britannia	5,5 %
VODAFONE GROUP PLC	Iso-Britannia	4,5 %
GLAXOSMITHKLINE PLC	Iso-Britannia	4,4 %
TOTAL FINA ELF SA	Ranska	4,3 %
ROYAL DUTCH PETROLEUM	Alankomaat	4,1 %
NOVARTIS AG-REG SHS	Sveitsi	3,6 %
NESTLE SA-REGISTERED	Sveitsi	3,2 %
ROYAL BANK OF SCOTLAND GROUP	Iso-Britannia	2,9 %
SHELL TRANSPRT&TRADNG CO PLC	Iso-Britannia	2,9 %

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

**TOPIX CORE 30™ –INDEKSIRAHASTO**

30.6.2005

**ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)**



Osakeindeksirahasto, joka seuraa japanilaista TOPIX Core 30™ -indeksiä

**RAHASTON AVAINTIEDOT**

Aloituspäivä	29.12.1999
Tyyppi	Osakerahasto, Japani
Rahaston koko (milj. euroa)	30,5
Vertailuindeksi	TOPIX Core 30™
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,5 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintäpalkkio	0 %
Lunastuspalkkio	0 % (0,5 %, jos sijoitusaika alle 6 kk)*
Salkunhoitaja	Samu Vartiainen

\*Lunastuspalkkio maksetaan rahastoon.

**TUOTTO- JA RISKI**

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	3,2 %	14,8 %	3,2 %	15,0 %
Vuoden alusta	2,5 %	13,0 %	2,8 %	13,1 %
1 v	-5,8 %	15,4 %	-4,8 %	15,1 %
3 v	-13,9 %	23,0 %	-9,0 %	23,5 %
5 v	-58,4 %	25,2 %	-58,9 %	26,0 %
Aloituspäivästä	-64,1 %	26,0 %	-63,2 %	27,3 %
Aloituspäivästä p.a.	-17,0 %		-16,6 %	

**KULUT JA TUNNUSLUVUT (annualisoituina)**

1-6.2005

Palkkiot yhteensä (TER)	0,51 %
Tuottosidonnainen palkkio (sis. TER-lukuun)	-
Kaupankäyntikulut	0,01 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,51 %
Salkun kiertonopeus	-10,03 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,00 %
Tracking error	1,29 %
Lähipiirin omistusosuus	0,38 %

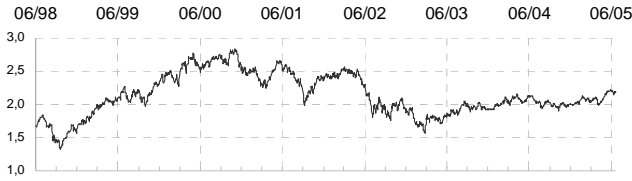
**SUURIMMAT OMISTUKSET**

Yhtiö	Maa	Osuus rahastosta
TOYOTA MOTOR CORP	Japani	12,4 %
NTT DOCOMO INC	Japani	7,1 %
MITSUBISHI TOKYO FINANCIAL	Japani	5,3 %
MIZUHO FINANCIAL GROUP INC	Japani	5,2 %
CANON INC	Japani	4,5 %
HONDA MOTOR CO LTD	Japani	4,4 %
NISSAN MOTOR CO LTD	Japani	4,3 %
TAKEDA CHEMICAL INDUSTRIES	Japani	4,2 %
SUMITOMO MITSUI FINANCIAL GR	Japani	4,0 %
NIPPON TELEGRAPH & TELEPHONE	Japani	3,9 %

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

**GLOBAL TOP 25 BRANDS**  
30.6.2005

**ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)**



Osakekorirahasto, joka sijoittaa maailman arvostetuimpiin tavaramerkkeihin.

**RAHASTON AVAINTIEDOT**

Aloituspäivä	18.6.1998
Tyyppi	Osakerahasto, maailma
Rahaston koko (milj. euroa)	26,4
Vertailuindeksi	50% MSCI Consumer Discretionary 50% MSCI Consumer Staples
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,6 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintäpalkkio	0 %
Lunastuspalkkio	0 % (0,5 %, jos sijoitusaika alle 6 kk)*
Salkunhoitaja	Sami Vartiainen

\*Lunastuspalkkio maksetaan rahastoon.

**TUOTTO- JA RISKI**

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	3,9 %	12,4 %	5,6 %	11,8 %
Vuoden alusta	9,0 %	11,5 %	10,0 %	10,7 %
1 v	1,6 %	11,3 %	5,0 %	10,9 %
3 v	0,8 %	18,8 %	1,0 %	16,5 %
5 v	-14,2 %	19,1 %	-13,5 %	16,7 %
Aloituspäivästä	29,1 %	20,1 %	3,4 %	17,1 %
Aloituspäivästä p.a.	3,7 %		0,5 %	

**KULUT JA TUNNUSLUVUT (annualisoituina) 1-6.2005**

Palkkiot yhteensä (TER)	0,61 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,08 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,69 %
Salkun kiertonopeus	-5,92 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,00 %
Tracking error	4,11 %
Lähipiirin omistusosuus	0,83 %

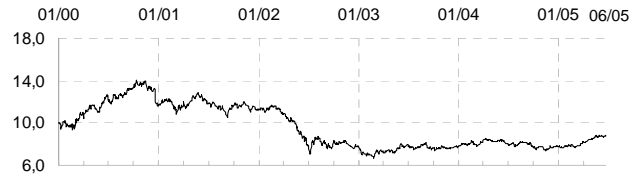
**SUURIMMAT OMISTUKSET**

Yhtiö	Maa	Osuus rahastosta
THE WALT DISNEY CO.	Yhdysvallat	8,3 %
GILLETTE COMPANY	Yhdysvallat	7,8 %
MCDONALD'S CORPORATION	Yhdysvallat	7,6 %
UNILEVER NV-CVA	Alankomaat	7,3 %
COCA-COLA CO/THE	Yhdysvallat	6,0 %
NOKIA OYJ	Suomi	4,4 %
GROUPE DANONE	Ranska	3,9 %
SONY CORP-SPONSORED ADR	Japani	3,8 %
NIKE INC -CL B	Yhdysvallat	3,7 %
L'OREAL	Ranska	3,7 %

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

**GLOBAL TOP 25 PHARMACEUTICALS**  
30.6.2005

**ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)**



Osakekorirahasto, joka sijoittaa maailman suurimpien lääkeyritysten osakkeisiin.

**RAHASTON AVAINTIEDOT**

Aloituspäivä	17.1.2000
Tyyppi	Osakerahasto, lääketieteellisyys
Rahaston koko (milj. euroa)	22,5
Vertailuindeksi	MSCI Pharma & Biotech
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,6 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintäpalkkio	0 %
Lunastuspalkkio	0 % (0,5 %, jos sijoitusaika alle 6 kk)*
Salkunhoitaja	Sami Vartiainen

\*Lunastuspalkkio maksetaan rahastoon.

**TUOTTO- JA RISKI**

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	10,9 %	9,3 %	10,7 %	11,3 %
Vuoden alusta	13,0 %	9,7 %	14,9 %	11,3 %
1 v	4,9 %	11,5 %	3,5 %	13,5 %
3 v	-0,1 %	17,0 %	-5,9 %	19,6 %
5 v	-27,4 %	17,1 %	-27,0 %	19,6 %
Aloituspäivästä	-12,5 %	17,8 %	-16,9 %	20,1 %
Aloituspäivästä p.a.	-2,4 %		-3,3 %	

**KULUT JA TUNNUSLUVUT (annualisoituina) 1-6.2005**

Palkkiot yhteensä (TER)	0,61 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,14 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,75 %
Salkun kiertonopeus	-13,66 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,00 %
Tracking error	3,56 %
Lähipiirin omistusosuus	0,64 %

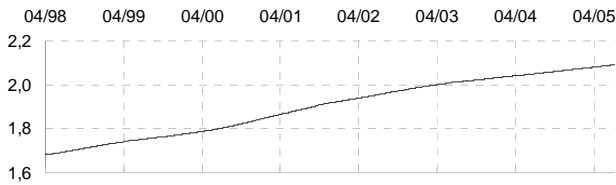
**SUURIMMAT OMISTUKSET**

Yhtiö	Maa	Osuus rahastosta
GLAXOSMITHKLINE PLC	Iso-Britannia	7,6 %
SANOFI-SYNTHELABO SA	Ranska	7,4 %
JOHNSON & JOHNSON	Yhdysvallat	7,1 %
ASTRAZENECA PLC	Iso-Britannia	5,7 %
PFIZER INC	Yhdysvallat	5,3 %
GENENTECH INC	Yhdysvallat	5,2 %
MERCK KGAA	Saksa	4,5 %
ROCHE HOLDING AG-GENUSSCHEIN	Sveitsi	4,0 %
WYETH	Yhdysvallat	3,8 %
ABBOTT LABORATORIES	Yhdysvallat	3,8 %

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

RAHAMARKKINARAHASTO  
30.6.2005

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Rahamarkkinarahasto, joka sijoittaa eurooppalaisiin lyhytaikaisiin korkoinstrumentteihin.

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	1.4.1998
Tyyppi	Lyhyet korot, euro-alue
Rahaston koko (milj. euroa)	112,8
Vertailuindeksi	3 kk rahamarkkinaindeksi
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,2 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintäpalkkio	0 %
Lunastuspalkkio	0 %
Salkunhoitaja	Jarkko Niemi

TUOTTO- JA RISKI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	0,5 %	0,1 %	0,6 %	0,1 %
Vuoden alusta	1,0 %	0,1 %	1,1 %	0,1 %
1 v	2,0 %	0,1 %	2,2 %	0,1 %
3 v	6,9 %	0,1 %	7,9 %	0,2 %
5 v	16,0 %	0,2 %	17,7 %	0,2 %
Aloituspäivästä	24,3 %	0,2 %	27,1 %	0,2 %
Aloituspäivästä p.a.	3,0 %		3,4 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT (annualisoituina) 1-6.2005

Palkkiot yhteensä (TER)	0,20 %
Tuottosidonnainen palkkio (sis. TER-lukuun)	-
Kaupankäyntikulut	0,02 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,22 %
Salkun kiertonopeus	156,33 %
Lainaluokitukset (rating)	AAA 100 %
Salkun korkoriski (duraatio)	0,25
Välityspalkkiot lähipiirille	0,00 %
Tracking error	0,07 %
Lähipiirin omistusosuus	1,38 %

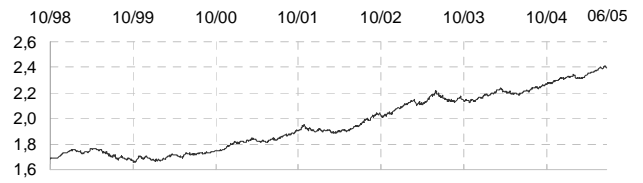
SUURIMMAT OMISTUKSET

	Maa	Osuus rahastosta
Valtion velkasitoumus 09.08.2005	Suomi	17,7 %
Sijoitustodistus Ålandsbanken 07.11.2005	Suomi	7,0 %
Valtion velkasitoumus 13.09.2005	Suomi	5,3 %
Euro Medium Term Note Societe Generale 05.05.2008	Suomi	4,5 %
Valtion velkasitoumus 12.7.2005	Suomi	4,4 %
Sijoitustodistus Sampo 12.09.2005	Suomi	4,4 %
Yritystodistus Kapiteeli 16.9.2005	Suomi	4,4 %
Sijoitustodistus OKO 31.10.2005	Suomi	4,4 %
Sijoitustodistus SEB 14.11.2005	Suomi	4,4 %
Sijoitustodistus SHB 5.12.2005	Suomi	4,4 %

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

EURO-OBLIGAATIOINDEKSIRAHASTO  
30.6.2005

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Obligaatioindeksirahasto, joka seuraa euroalueen valtioiden liikkeelle laskemien lainojen Reuters Euro Government -indeksiä.

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	14.10.1998
Tyyppi	Pitkät korot, euro-alue
Rahaston koko (milj. euroa)	30,9
Vertailuindeksi	Reuters Euro Government
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,3 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintäpalkkio	0 %
Lunastuspalkkio	0 % (0,2 %, jos sijoitusaika alle 3 kk)*
Salkunhoitaja	Jarkko Niemi

\*Lunastuspalkkio maksetaan rahastoon.

TUOTTO- JA RISKI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	3,5 %	2,6 %	3,6 %	3,2 %
Vuoden alusta	4,2 %	2,7 %	4,9 %	3,1 %
1 v	9,5 %	2,7 %	10,8 %	2,9 %
3 v	24,0 %	3,6 %	25,7 %	3,7 %
5 v	39,8 %	3,4 %	42,7 %	3,4 %
Aloituspäivästä	43,2 %	3,5 %	46,9 %	3,5 %
Aloituspäivästä p.a.	5,5 %		5,9 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT (annualisoituina) 1-6.2005

Palkkiot yhteensä (TER)	0,31 %
Tuottosidonnainen palkkio (sis. TER-lukuun)	-
Kaupankäyntikulut	0,08 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,39 %
Salkun kiertonopeus	64,17 %
Lainaluokitukset (rating)	AAA 100 %
Salkun korkoriski (duraatio)	5,23
Välityspalkkiot lähipiirille	0,00 %
Tracking error	0,89%
Lähipiirin omistusosuus	0,01 %

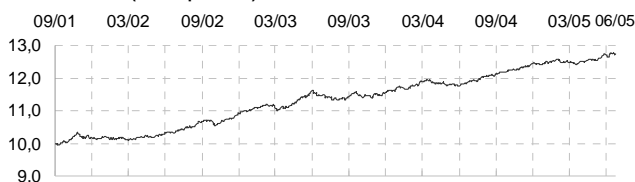
SUURIMMAT OMISTUKSET

	Maa	Osuus rahastosta
Valtion obl. 5,375% 04.07.02-13	Suomi	21,3 %
Valtion obl. 2,75% 15.09.2010	Suomi	16,4 %
Valtion obl. 5,75% 23.2.00-11	Suomi	16,2 %
Valtion obl. 4,25% 04.05.04 - 04.07.15	Suomi	16,0 %
Valtion obl. 5,00% 25.4.98-09	Suomi	8,5 %
Valtion obl. 3,00 % 04.07.2008	Suomi	5,6 %
Saksan Valtion Obl. 5% 4.7.2011	Saksa	3,7 %
Valtion obl. 2,75% 04.07.2006	Suomi	3,3 %
Valtion obl. 5,00% 23.5.01-4.7.07	Suomi	2,2 %

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

EURO CORPORATE BOND  
30.6.2005

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Obligaatioindeksirahasto, joka seuraa yritysten liikkeelle laskemien euromääräisten lainojen Reuters Euro Corporate Bonds -indeksiä.

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	17.9.2001
Tyyppi	Pitkät korot, euro-alue
Rahaston koko (milj. euroa)	14,2
Vertailuindeksi	Reuters Euro Corporate Bond
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,35 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintäpalkkio	0 %
Lunastuspalkkio	0 % (0,2 %, jos sijoitusaika alle 3 kk)*
Salkunhoitaja	Jarkko Niemi

\*Lunastuspalkkio maksetaan rahastoon.

TUOTTO- JA RISKI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	2,7 %	2,5 %	3,1 %	2,5 %
Vuoden alusta	2,8 %	2,5 %	3,8 %	2,4 %
1 v	7,9 %	2,3 %	9,5 %	2,4 %
3 v	23,5 %	3,1 %	28,8 %	3,1 %
Aloituspäivästä	27,6 %	3,1 %	32,6 %	3,1 %
Aloituspäivästä p.a.	6,6 %		7,7 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT (annualisoituna)

1-6.2005

Palkkiot yhteensä (TER)	0,37 %
Tuottosidonnainen palkkio (sis. TER-lukuun)	-
Kaupankäyntikulut	0,22 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,59 %
Salkun kiertonopeus	3,62 %
Lainaluokitukset (rating)	AAA 16,3 %, A 42,5 %, BBB 41,2 %
Salkun korkoriski (duraatio)	4,63
Välityspalkkiot lähipiirille	0,00 %
Tracking error	0,84 %
Lähipiirin omistusosuus	0,02 %

SUURIMMAT OMISTUKSET

	Maa	Osuus rahastosta
Valtion obl. 5,75% 23.2.00-11	Suomi	10,5 %
Valtion obl. 5,375% 04.07.02-13	Suomi	4,1 %
Bayer AG JVK 6,00%, 10.04.2012	Saksa	4,0 %
UPM-Kymmene JVK 6,125% 23.01.2012	Suomi	4,0 %
Gas Natural Finance JVK 6,125 % 10.02.2010	Espanja	4,0 %
Volvo treasury Ab JVK 5,375% 26.01.2010	Saksa	3,8 %
DEGUSSA AG JVK 5,125 % 10.12..2013	Saksa	3,8 %
Fortum Oyj JVK 4,625 % 19.11.2010	Suomi	3,8 %
Tele Danmark JVK 5,20 % 28.01.2010	Tanska	3,7 %
KPN NV JVK 4,75% 05.11.2008	Alankomaat	3,7 %

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

RAHASTOJEN TUNNUSLUKUJEN MÄÄRITELMIÄ

Standardipoikkeama / volatilitteetti

Riskimittari, joka kuvaa rahaston arvon heilahtelua. Tunnusluku lasketaan ainoastaan mikäli rahastolla on vähintään 12 kuukauden tuottohistoria. Laskennassa käytetään päivävahavintoja ja luku ilmoitetaan prosentteina vuodessa.

Tracking error / aktiivinen riski

Tracking error mittaa sitä kuinka tarkasti rahaston tuotto seuraa vertailuindeksin tuottoa. Suuri luku eli korkea aktiivinen riski 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 ainoastaan mikäli rahastolla on vähintään 12 kuukauden tuottohistoria.

Salkun kiertonopeus

Kertoo kuinka suuri vaihtuvuus rahaston arvopapereilla tietyllä ajanjaksolla on. Luku lasketaan vähentämällä tehtyjen ostojen ja myyntien yhteissummasta merkintöjen ja lunastusten yhteisumma (summa1). Salkun kiertonopeus on saadun luvun (summa1) suhde rahaston keskimääräiseen pääomaan tarkastelujaksolla. Esimerkiksi kiertonopeus 100% tarkoittaa, että tarkastelujakson aktiiviteetilla rahaston arvopaperit ovat keskimäärin vaihtuneet vuositasolla kerran.

Jos kiertonopeus on negatiivinen tarkoittaa se, että salkunhoitajan käymän arvopaperikaupan kokonaisvolyymi on ollut pienempi kuin rahaston merkintöjen ja lunastusten.

Kaupankäyntikulut

Rahaston pääomasta veloittavat rahaston kaupankäyntiin liittyvät arvopaperinvälittäjille maksetut palkkiot. Ilmoitetaan prosenttilukuna keskimääräisestä pääomasta takastelujaksolla.

Total expense ratio / TER

Kertoo rahaston perimien kulujen osuuden prosenttilukuna keskimääräisestä pääomasta tarkastelujaksolla. Luku sisältää rahaston pääomasta veloittavan hallinnointi- ja säilytyspalkkion, mahdolliset tilinhoito- ja muut pankkikulut sekä mahdollisen tuottosidonnaisen palkkion. TER -luku ei kuitenkaan sisällä kaupankäyntikuluja, jonka vuoksi raportimme myös rahastojen kokonaiskulut.

Kokonaiskulut / TKA

Kaikkien rahastopääomasta veloittavien kulujen (TER + kaupankäyntikulut + mahdolliset muut kulut) summa prosenttilukuna keskimääräisestä pääomasta tarkastelujaksolla. Pharoksen osalta luku sisältää myös kohderahastojen kulut.

Välityspalkkiot lähipiirille

Prosenttiosuus rahaston tarkastelujaksolla maksamista välityspalkkioista, jotka on maksettu rahastoyhtiön kanssa samaan kirjanpidolliseen konsolidointiryhmään kuluvalle sijoituspalveluyritykselle tai luotto-laitokselle.

Korkoriski (duraatio)

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

## SELIGSON & CO

Seligson & Co perustettiin 1997 tuottamaan nykyaikaisia, kustannustehokkaita sijoituspalveluja ennen kaikkea pitkäjänteisille sijoittajille. Palvelemme sekä yksityishenkilöitä että instituutioita Suomessa ja Ruotsissa.

Olemme ainoa Suomen johtavista sijoitusrahasto- ja varainhoitoyhtiöistä, joka on täysin riippumaton arvopaperinvälitysliikkeistä. Tämä takaa asiakkaillemme, että pyrimme aina minimoimaan muun muassa sijoitusten tuottoa rasittavia kaupankäyntikuluja.

Keskitymme asiakkaidemme saamaan lisäarvoon. Haluamme muuttaa tapaa, jolla sijoitusmaailma toimii siten, että se on asiakkaillemme oikeudenmukaisempaa, helpompaa ymmärtää ja että asiakkaidemme saama pitkän aikavälin tuotto on parempi.

## RAHASTOMME

Rahastomme voidaan jakaa passiivisiin indeksi- ja korirahastoihin sekä aktiivisiin rahastoihin sen mukaan mikä on salkunhoitajan rooli rahaston sijoitustoiminnassa. Indeksirahastot ovat kustannustehokkain tapa muodostaa hyvin hajautettu perussalkku.

Näiden lisäksi tarjoamme asiakkaillemme valikoituja aktiivisesti hoidettuja rahastoja täydentämään riski-, toimiala- ja maantieteellistä hajautusta. Aktiiviset rahastomme toimivat sellaisilla maantieteellisillä alueilla tai toimialoilla joiden toiminta on vielä kehittymätöntä (Prosperity Russia, APS Far East) tai niiden sijoituspolitiikka noudattaa jotakin selvää tyyliä tai toiminta-ajatusta (Phoenix, Phoebus) tai joiden riskiprofiili poikkeaa merkittävästi tavanomaisista rahastoista (Phalanx). Varainhoitorahasto Pharos voi kattaa koko sijoitussalkun.

## YKSINKERTAINEN ON TEHOKASTA!

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



SELIGSON & CO RAHASTOYHTIÖ OYJ

Erottajankatu 1-3, FIN-00130 Helsinki puh. (09) 6817 8200 fax (09) 6817 8222 sähköposti info@seligson.fi

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