

**REAALITUOTTO
JA RISKI** (s. 4)

**ESPAÑJALAINEN
JA PANKKI** (s. 12)

**TRANSAKTIONS-
SKATT OCH
TERRÄNGBILAR**
(s. 26)

SELIGSON & CO

NELJÄNNESVUOSIKATSAUS 3 / 2012



**SELIGSON
& CO**

Yksinkertainen on tehokasta.

SISÄLLYS

LUOTOT JA LUOKITUKSET.....	3
REAALITUOTTO, RISKI JA KÄTEISOPTIO	4
TILAA KATSAUS KAVERILLE	16
VERO VEROTTAA (TUOTTOJA)	25
FINANSMARKNADENS TERRÅNGBILAR	26
VIHAINEN POSSU (SARJAKUVA)	27
AKTIIVISET RAHASTOT	
Varainhoitorahasto Pharos	7
Phoenix	11
Phoebus	14
Russian Prosperity Fund Euro	18
KORKORAHASTOT	
Rahamarkkinarahasto AAA.....	20
Euro-obligaatio	20
Euro Corporate Bond	21
PASSIIVISET OSAKERAHASTOT	
Suomi Indeksirahasto	21
OMX Helsinki 25-pörssinoteerattu rahasto	22
Eurooppa Indeksirahasto	22
Aasia Indeksirahasto	23
Pohjois-Amerikka Indeksirahasto	23
Global Top 25 Brands	24
Global Top 25 Pharmaceuticals	24
Kehittyvät markkinat	25

Tämä katsaus julkaistaan neljännesvuosittain.

Julkaisemme lisäksi kustakin rahastosta **avaintie-toesitteen** sekä kaikille rahastoille yhteisen **rahas-toesitteen**, joka sisältää mm. tarkemmat kuvaukset rahastoistamme, kunkin sijoituspolitiikasta sekä tietoa rahastoyhtiöstä.

Suosittellemme huolellista perehtymistä rahastoiesit-teisiin aina ennen sijoituspäätöksen tekemistä.

Rahastojen viralliset **osavuosikatsaukset** (puoli-vuosittain) ja **vuosikertomukset** sisältävät mm. ra-hastojen tuloslaskelmat ja taseet.

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

Rapportering på svenska

Fondernas **faktablad**, den för alla våra fonder ge-mensamma **fondbroshyren** samt alla nyckeluppgif-ter och en del av rapporterna finns tillgängliga på svenska på vår webbplats, www.seligson.fi/svenska/.

Utskrifter kan erhållas per post på begäran, ring vänli-gen vår kundservice (tel. 09 – 6817 8200) eller skicka e-post till info@seligson.fi.

Nopeammin sähköisesti

Katsauksemme on luettavissa myös internetin kautta (www.seligson.fi) jo siinä vaiheessa, kun tiedostoa vielä viimeistellään painokuntoon. Jos et halua pain-nettua versiota laisinkaan, ole ystävällinen ja ilmoita sähköpostilla osoitteeseen info@seligson.fi – kiitos!

© Seligson & Co Rahastoyhtiö Oyj
ja Seligson & Co Oyj, 2012

Vastuullinen toimittaja: Ari Kaaro

Historiallinen tuotto ei ole tae tulevasta. Itse asiassa se ei kerro siitä juuri mitään.

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

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

SELIGSON
& CO

Yksinkertainen on tehokasta!

LUOTOT JA LUOKITUKSET

Luottoluokitukset ovat jälleen esillä talouskeskustelussa lähes päivittäin. Suomen valtio kuuluu ainakin vielä toistaiseksi euromaiden yhä pienemmäksi käyvään parhaan luokituksen saaneiden joukkoon eli AAA-kerhoon. (Luokituksen pysyvyyttä epäilevät ääntävät sen kuulemma mielellään englanniksi: ”ei, ei, ei”.)

Luottoluokituksilla pyritään normaalisti arviomaan joukkolainoja liikkeeseen laskevan velallisen, yrityksen tai valtion, kykyä selviytyä lainamassansa aiheuttamista maksuvelvoitteista. Joukkolainoja pyritään nimensä mukaisesti myymään suurelle joukolle mahdollisia lainantajia. Ei olisi käytännöllistä, että jokainen heistä perehtyisi omin neuvoin perusteista lähtien liikkeeseenlaskijan takaisinmaksunäkymiin. Luokitukset ovatkin pohjana monenlaisille sijoituspäätöksille ja riski- ja tuottoanalyysille. Niiden kautta saadaan ainakin lähtökoh- ta, joka voi auttaa tarkemman pohdinnan alkuun.

Tarkastelun kohteena ovat yleensä nimenomaan *julkiset* luottoluokitukset, joita on tehty suurimmille yrityksille sekä valtioille. Pienempien velallisten tai yksittäisten tuotteiden luokituksia voi tilata niihin erikoistuneilta yhtiöiltä. Pankit ja korkosijoittamiseen erikoistuneet yritykset tekevät myös usein omia ei-julkisia luokituksia arvioidessaan maksuhäiriöiden todennäköisyyksiä.

Seligson & Co:n hallinnoimissa korkorahastoissa joukkovelkakirjan liikkeeseenlaskija on aina valtio tai suurempi yritys. Esimerkiksi Euro Corporate Bond –rahaston vertailuindeksissä, *Merrill Lynch BofA MC Euro Non-Financial Index*, ovat mukana niin sanotut hyvälaatuiset eli *investment grade* joukkolainat, jotka ovat kooltaan vähintään 250 miljoonaa euroa. Tällaisten lainojen luokittelija on yleensä jokin alan kolmesta suuresta: Standard & Poor’s, Moody’s tai Fitch.

Luottoluokitus ilmoitetaan yleensä kirjainyhdistelmällä, joista tunnetuimpia lienevät Standard & Poor’s -yhtiön kategoriat. Luokkanimet vaihtelevat siis yhtiöittäin. Esimerkiksi Moody’s ilmoittaa alimman investment grade -tason muodossa Baa, kun se Standard & Poor’silla on BBB.

Luottoluokitusta hakevan valtion tai yhtiön ei ole aina järkevää hakea luokitusta kaikilta hallitsevilta luokittajilta, luokitukset eivät suinkaan ole ilmaisia. Rahastojemme joukkolainoilla voi siten olla kahden tai vain yhden yhtiön luokituksia.

Julkaisemme Euro Obligaatio ja Euro Corporate Bond -rahastojen luottoluokitusjakaumat näissä katsauksissa. Omitusten luottoluokitukset jaetaan kahdeksaan eri kategoriaan kuten kuvassa alla.

Nämä kategoriat perustuvat ensisijaisesti Standard & Poor’sin luokitteluun. Mikäli luokitusta ei siltä löydy, on jonkin toisen

luokitusyhtiön lähin vastaava käännetty vastaamaan jotain näistä luokista. Rahastojen käteisvarat menevät aina luokkaan AAA.

Julkaisemamme jakauma ei siis perustu yhden yhtiön luokituksiin, vaan on synteesi suurimpien toimijoiden näkemyksistä. Näin luokituksia on mahdollista raportoida ja seurata yhdenmukaisella tavalla raportista toiseen, riippumatta siitä mikä yhtiö on salkun lainoja kulloinkin arvioinut. Mikäli esim. viranomaisraportointiin vaaditaan tarkempia yhtiökohtaisia luokituksia, niin toimitamme niitä erillisestä pyynnöstä.

Kuvattu luokittelu ei muuten ole meidän keksimämme, vaan perustuu ainakin pääosin maailman suurimman sijoitusrahastoluokittajan Morningstarin menetelmiin.

Hajahuomioita ja kummallisuuksia

Taulukosta näkee, että 0,7 % Euro Corporate Bond –rahaston varallisuudesta suuntautuu kategoriaan BB, joka on itse asiassa alle investment grade –tason. Mitä ihmettä?

Käyttämämme indeksi tarkastelee kolmen suuren luokittajan keskiarvoa. Arcelor Mittal -yhtiön 07.11.2014 erääntyvä joukkolaina on Moody’sin ja Fitchin arvion mukaan investment grade, mutta Standard & Poor’s on ainakin toistaiseksi eri mieltä. Kun *jakaumamme* perustana on S&P, näyttäisi rahastossa olevan sijoituspolitiikkaan kuulumaton laina. Keskiarvon perusteella Arcelorin velkakirja kelpuutetaan kuitenkin indeksiin mukaan, joten paikka rahastossakin on perusteltu.

Vähän asian vierestä mainittakoon vielä, että ainakin Euro Corporate Bondin indeksistä löytyy sitä tarkkaan katsovalle muitakin silmäänpestäviä seikkoja. Kyse on nimittäin tosiaan euromääräisistä *lainoista* ja itse liikkeeseenlaskijat saattavat hyvin olla Euroopan ulkopuoleltakin, esimerkkinä kauppaketju Walmart. Lisäksi indeksin nimessä viitataan siihen, että rahoitusalan yritykset eivät olisi mukana (*Non-Financial*), eivätkä esimerkiksi pankit ja vakuutusyhtiöt olekaan, mutta teollisuusyritysten asiakasrahoitusyritykset sen sijaan ovat!

Indeksiä tai rahastoa tämäkään ”kummallisuus” ei ole haitannut. Esimerkiksi yllämainittu Morningstar on ”luokittanut” sekä Euro Corporate Bond -rahaston että Euro-obligaatio-rahaston kategoriaan AAAAA... anteeksi, tarkoitin *****.

No, tämä perustuu tietenkin historialliseen tuottoon, joka ei todellakaan ole tae tulevasta. On hyvä pitää mielessä, että myöskään yksittäisen lainan luottoluokitus ei ole minkäänlainen tae takaisinmaksusta. Sijoittajan kannalta kyseessä on ennen muuta tilastollinen arvio siitä, miten joukko tietyn luokan lainoja kehittynee. Tästä lisää heti seuraavilla sivuilla.



Jani Holmberg, salkunhoitaja
jani.holmberg@seligson.fi

AAA	AA	A	BBB	BB	B	Alle B	Ei luok.
4,9 %	10,9 %	43,2 %	40,4 %	0,7 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Euro Corporate Bond –rahaston luottoluokitusjakauma 30.9.2012.							

REAALITUOTTO, RISKI JA KÄTEISOPTIO

Pitkään jatkunut matalien korkojen aika tekee korkopainotteisen sijoittajan elämän hankalaksi. Korkotason laskuvuodet ovat saaneet historialliset tuotot näyttämään hyviltä, mutta inflaation ylittävän eli reaalitytuoton saaminen on yhä vaikeampaa – ja saattaa tuoda yllätyksiä salkun kokonaisriskiin.

Euroopan tilastokeskus *Eurostat* julkaisi syyskuun inflaatioarvionsa euroalueelle jo muutamaa päivää ennen kuukauden loppua. Ennusteen mukaan euroalueen kuluttajahinnat ravaavat nyt 2,7 % vuotuista vauhtia. Tämä herätti huomioni, koska olin vain hieman aikaisemmin päivittänyt korkokuvan, missä hyvälaatuisten (*investment grade*) euromääräisten yrityslainojen tuottotaso oli laskenut vuoden alun reilusta kolmesta prosentista noin kolmanneksella. Inflaatio siis osoitti pientä nousua, mutta yrityslainakorot laskua.

Perinteisen ajattelun mukaan inflaatio on joukkolainasijoittajan vihollinen numero yksi. Nouseva inflaatio edellyttäisi korkeampia korkoja, jos sijoittajat eivät jostain syystä ole varmoja siitä, että tilanne on nopeasti ohi ja inflaatio taittuu. Tällä kertaa yrityslainakorkoja saattaa kuitenkin painaa ennen muuta kova kysyntä, koska osasta euroalueen valtionlainoja ei oikein saa edes nominaalituottoa ja ”ongelmamaiden” lainoja halutaan välttää.

Yritykset pyrkivät luonnollisesti hyötymään sijoittajien tarpeen synnyttämästä kysynnästä ja turvaamaan edullisen rahoituksen mahdollisimman pitkälle tulevaisuuteen. Viime

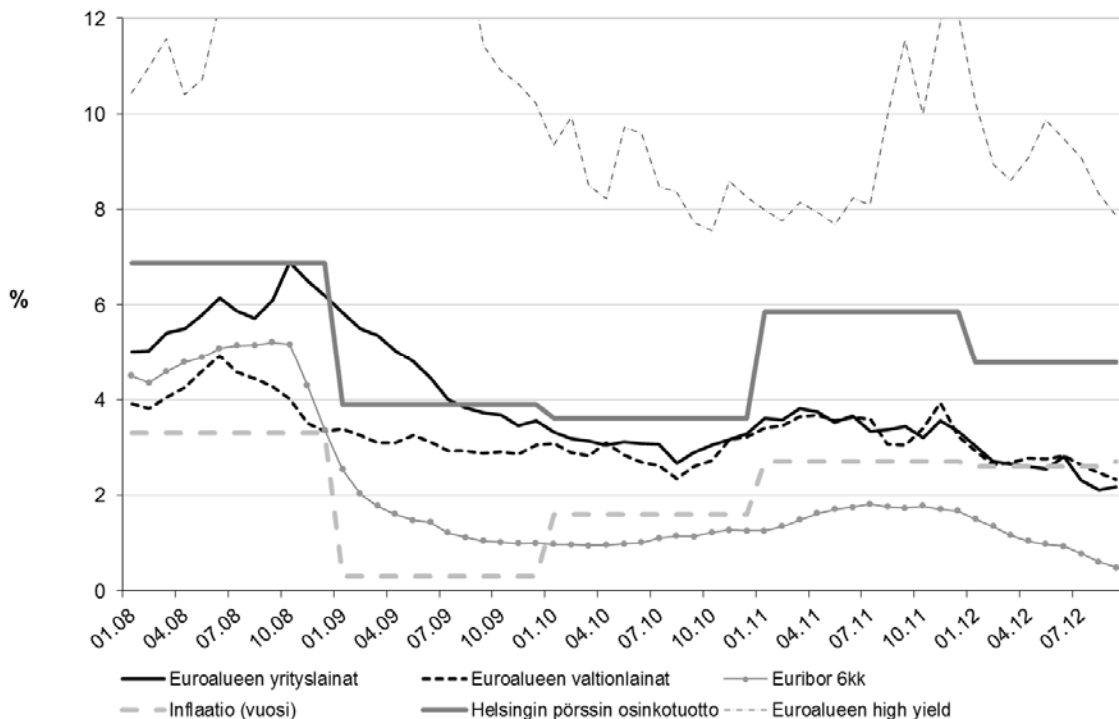
vuonna euroalueen yritysten lainaemissiot kasvoivatkin ennätyskellisen suuriksi ja tänä vuonna sama tahti näyttää jatkuvan.

Kuva alla osoittaa kuinka esimerkiksi euroalueen yrityslainoihin sijoittavan Seligson & Co:n Euro Corporate Bond -rahaston vertailuindeksin tuotto on laskenut jo alle juoksevan inflaatiovauhdin. Jos kaikki indeksin sisältämät 926 yrityslainaa järjestetään jonoon tuoton mukaan, niin vasta lainan numero 331 tuotto ylittää 1,5 % rajan, mikä on suurin piirtein rahastomme kirjoitushetken juoksevan tuoton mukaan laskettu tuotto-odotus.

Ensimmäinen vallitsevan inflaation ylittävä laina löytyy sijaluvulta 659. Se on Espanjan suurimman energiayhtiön Iberdrolan juhannuksena vuonna 2012 erääntyvä velkapaperi, jonka luottoluokitus on BBB+. (Luottoluokituksesta tarkemmin edellisellä sivulla.)

Indeksin huonoimmassa luottokelpoisuusluokassa (BBB-) on 80 eri lainaa. Näiden keskimääräinen tuotto oli jo ”mukavat” 3,33 % eli reilut 0,6 prosenttiyksikköä päälle inflaatiovauhdin.

Millaista reaalitytuottoa tästä voisi odottaa saavansa vaikkapa seuraavan viiden vuoden aikana, jos lisäksi huomioidaan historiallinen luottotapahtumien (=lainanmaksuhäiriöiden) todennäköisyys?



Inflaatio ja sijoituskohteet. Rahamarkkinasijoitusten (6 kk euribor), euroalueen valtioiden, hyvälaatuisten yrityslainojen ja korkeariskisten yrityslainojen (high yield) tuottotasojen kehitys sekä Helsingin Pörssin osinkotuottojen kehitys (vuoden 2012 luku on ennuste) ja keskimääräinen inflaatio euroalueella vuosina 2008-2012. Kuvan skaalasta ulosnousevista high yield -lainoista on oma graafinsa sivulla 6.

Käytetyt indeksit. Euroalueen yrityslainat: *Merrill Lynch BofA, EMU Corporates, Non-Financial Index*. Euroalueen valtionlainat: *Merrill Lynch BofA, EMU Direct Government Index*. Euroalueen high yield: *Merrill Lynch BofA, Euro High Yield Index*. Helsingin pörssin osinkotuotto: *OMXHEX All Share -indeksin mukaan*. Euroalueen inflaatio: *Eurostat HICP*. Euribor 6 kk: *European Banking Federationin noteeraukset, kuukausittaisina keskiarvoina*.



Palataan tähän kohtaan, mutta katsotaan ensin voisimmeko saada reaalitytuottoa yksinkertaisesti lisäämällä korkoriskiä eli duraatiota eli sijoittamalla pidempiaikaisiin lainapapereihin. Tämän sivun kuvassa on Suomen valtion joukkolainoista muodostuva tuottokäyrä. Vaaka-akselilla näkyy eri lainojen maturiteetit eli juoksuajat ja pystyakselilla niistä maksettava tuotto.

Mitä pidempi on lainan juoksu-aika, sen korkeampi on sen korkoriski eli herkkyys korkotason muutoksille. Korkoriskiä mitataan duraatioluvulla, joka huomioi joukkolainan erääntymisajankohdan lisäksi sen kuponkikorkojen vaikutuksen lainan todelliseen juoksu-aikaan.

Kymmenen vuoden joukkolainalla korkoriski on noin 7. Tämä tarkoittaa käytännössä mm. sitä, että yhden prosenttiyksikön korkojen nousu laskee sen markkina-arvoa 7 prosentilla.

Jos 10 vuoden valtion obligaation juokseva tuotto on 1,7 % ja duraatio (korkoriski) 7, tarkoittaa se, että pitkien korkojen prosenttiyksikön nousu syö vuoden euribor-tuottoon (0,7 %) verratun 1 %:n lisätuoton pahimmillaan seitsemäksi vuodeksi.¹ En ole ihan varma onko riskin ja tuoton suhde tässä kohtaa kohtuullinen.

Kun luotto pettää

Nyt niihin yritysainojen luottotappioiden todennäköisyyksiin. Luottoluokittajat käyttävät siis termiä investment grade puhuessaan ns. hyvälaatuisesta luottoriskistä. Luokittelijoiden kirjainasteikolla on kyse silloin BBB- (tai Baa3) ja paremmin luokitelluista yritysainoista.

Tätä riskipitoisemmat lainat kuuluvat ryhmään speculative grade, joka kääntyy mukavasti suomeksi vaikkapa luokattomaksi tai keinottelulainaksi. Aiemmin näitä nimitettiin myös roskalainoiksi (junk bond), mutta myyntiesitteissä puhutaan luonnollisesti mielellään korkean tuoton potentiaalista, jolloin nimeksi muuntuu high yield.

Kyllä niistä korkeaa tuottoa voi saada. Finanssikriisin aikaan markkinoiden pelkokertoimet kasvoivat vauhdilla, eurooppalaisten high yield -lainojen riskilisät ampuivat korkeuk-

siin ja tuotot nousivat (= markkina-arvot laskivat) rajusti. Kolmen viime vuoden aikana indeksi on tuottanut 13,5 % vuodessa!²

Jostain syystä Suomessa myytävät rahastot ovat päässeet tällä periodilla ”vain” 8,2 % vuotuisen tuottoon, mutta miksi – se on toisen tarinan aihe. Samalla näiden ”korkeariskisten yritysainojen” keskimääräinen juokseva tuotto on laskenut 7,5 prosenttiin, mikä tosin sekin on nykyisessä korkomaailmassa varsin korkea luku.

Rahoituskriisin osasyllisiksi leimattujen luottoluokittajien osumatarkkuus perinteisten yritysainojen reittaamisessa on ainakin historiallisessa tarkastelussa ollut laadukkaampaa kuin subprime-lainojen tai CDO-häkkyroiden.³

Standard & Poor’sin tilastojen mukaan eurooppalaisten yritysten high-yield lainojen keskimääräinen todennäköisyys luottotappiotapahtumalle on vuosien 1981-2011 välisenä aikana ollut 4,3 % vuodessa. Tähän ryhmään kuuluvista lainoista keskimäärin lähes joka kahdeskymmenes joutuu siis vuoden aikana joko maksuvaikeuksiin tai ajautuu konkurssiin.⁴

Näillä taustoilla voimme arvioida high yield -lainojen 7,5 %:n tuotto-odotuksen todellista houkuttavuutta. Vähennetään ensin bruttotuotosta 2,7 % inflaatiovahti ja huomioidaan vielä edellä kuvailtu keskimäärin 4,3 % luottotappiotapahtumatoimennäköisyys. Näin jäljelle jää 0,5 % odotettu reaalitytuotto. Positiivinen luku siis sekin ja sitä voi merkittävästikin parantaa se, että luottotapahtuman kohdatessa korkosijoittaja voi olettaa saavansa osan pääomista takaisin, toisin kuin osakesijoituksissa.

Entäs investment grade yritysainojen tuotto-odotus, jos mietitään luottohäiriöitä? Niiden riski joutua luottotapahtuman runnomaksi on samaisen tilaston mukaan 0,11 % vuodessa eli tuotonvähennystä voidaan pelätä enintään tämän verran. Vaikutus on siis merkittävästi pienempi kuin high yield -puolella.

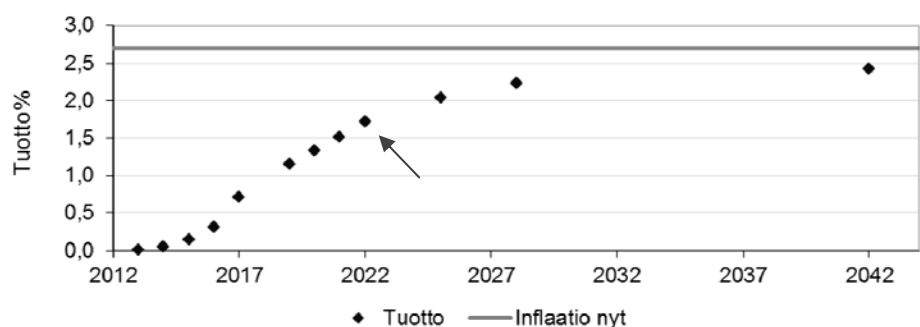
Korkosijoittajalle on sijoituksen enimmäistuotto lähes aina ennalta arvioitavissa. Osakesijoittajalle taas taivas on kattona, mutta riskinä on mahdollisuus menettää yksittäisen yhtiön osalta koko sijoitus esim. yhtiön konkurssin yhteydessä.

Suomen Valtion joukkolainoista muodostuva tuottokäyrä.

Pisteet kuvastavat yksittäisten joukkolainojen tuottoa ja erääntymisvuotta.

Edes vuonna 2042 erääntyvä joukkolaina ei vallitsevalla inflaatiovauhdilla anna positiivista reaalitytuottoa!

Nuolella merkitty 2022 erääntyvä laina viittaa jutun esimerkkiin.





Toimitusjohtajan katsaus

Juoksevaa tuottoa on molemmilla: lainoilla kuponkikorko ja osakkeilla osinko. Suomalaisten osakkeiden osinkotuoton kehitys kriisin vuosina näkyy myös kuvassa sivulla 4. Se on ollut koko jakson joukkolainatuottoja parempi ja suurimman osan ajasta myös hyvälaatuisten yritysainojen tuottojen yläpuolella. Tämä on viimeisen 50 vuoden tarkastelussa melko poikkeuksellista. Ero high yieldeihin eli luokattoman luokan yritysainoihin on kutistunut poikkeuksellisen alhaiseksi. Tuultevien osinkojen tasoa ei tietenkään kukaan voi tietää.

Samassa kuvassa lyhyiden vähäriskisten sijoitusten tuottotasoa kuvattiin kuuden kuukauden euribor-korolla. Tuottotaso on laskenut EKP:n koronlaskujen ja muiden euroalueen tukitoimien vauhdittamana kuin sen tunnetun lehmän häntä. Toimialan puheenparteen on ”riskittömän tuoton” sijalle yleistynyt tokaisu ”tuottovapaa riski”. Kaikkia ei naurata.

Monille rahamarkkinarahastoille alkaa näillä vähäriskisillä sijoituksilla olla nimittäin vaikeaa kattaa edes hallinnointipalkkioitaan, eivätkä lyhyille korkopapereille vaihtoehtoiset pankkien määräaikaistalletustarjouksetkaan ole enää hirmuisen houkuttelevia.

Historiallisessa tarkastelussa pitkien korkojen kaksikymmentä vuotta jatkunut laskutrendi on melko ainutlaatuinen ja asettaa monelle sijoittajalle ja säästäjälle uusia haasteita. Kun kova kysyntä repii yritysainojen riskilisiä yhä alaspäin ja itsestään inflaatio muuttaa mitättömät nimellistuotot negatiivisiksi reaalitytuotoiksi alkaa monen sijoittajan korvissa kaikua high-yield -seireenin kutsu.⁵

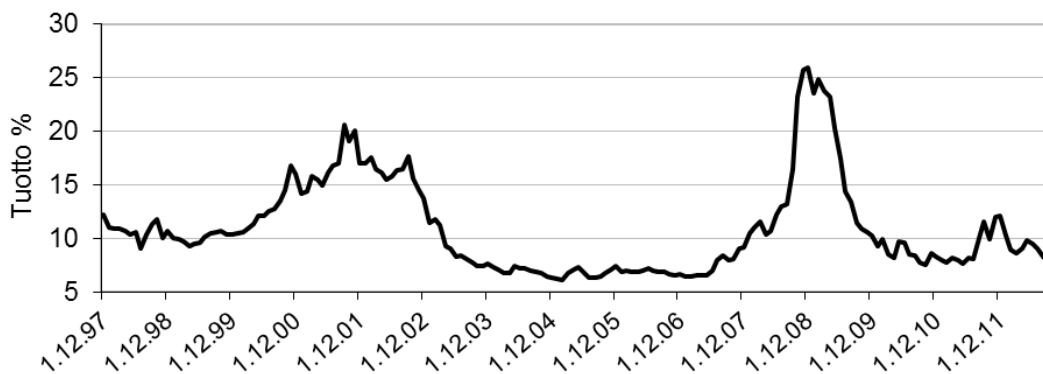
Pakonomaisen tuotonhamuamisen sivutuotteena salkkuihin kertyy siis lisää riskiä. Korkoriski ja luottoriski eivät ole hävinneet minnekään, vaikka niistä saatava korvaus onkin ennätyksellisen alhainen.

Onko käteisen tai ehkä paremmin lyhyiden korkosijoitusten noin -2 % reaalin tuotto (tai tarkemmin: vuotuinen ostovoiiman vähentyminen) sitten kohtuuton hinta vakuutuksesta korkojen nousua tai luottoriskipreemioiden kasvua vastaan?

Voidaan tietenkin ajatella myös niin, että käteinen tai lyhyet korot ovat osto-optio ja vieläpä ilman eräpäivää. Siis optio mihin tahansa muuhun varallisuuslajiin, ilman toteutushintaa. Ei hassumpi ajatus, vaikka ei olekaan omani.⁶

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

- 1 Yksityiskohdat riippuvat vielä korkokäyrän muutoksesta. Esimerkissä korkoero säilyy samana eli korkokäyrän liike on paralleeli. Jos korkokäyrä jyrkkenee korkojen nousun seurauksena, on suhteellinen vahinko ”lyhyempi”.
- 2 Merrill Lynch Euro High Yield -indeksi; tuottoluvut Sijoitustutkimuksen Rahastoraportista, elokuu 2012.
- 3 Osavuosikatsaamme 2/2007: ”ABC – kissa sijoittelee – mutta putoaako se jaloilleen”.
- 4 Standard & Poors, ”2011 Annual European Default Study and Rating Transitions” ja Moody’s, ”Corporate Default and Recovery Rates 2009 (1920-2008)”.
- 5 Vuosikatsauksemme 2007: ”Elämäni vahtikoirana”.
- 6 Ainakin elämäkerturinsa Alice Schroederin mukaan näin ajattelee mm. Warren Buffett: ”For Warren Buffet, the cash option is priceless”, The Globe and Mail, 24.9.2012



Euromääräisen high-yield -yrityslainaindeksin kehitys. Finanssikriisin aikaan 2008-2009 nähtiin ainutlaatuinen tuottopiikki. Viime vuosien poikkeuksellisten tuottojen juuret ovat löytyvät sieltä. Indeksinä Merrill Lynch BofA Euro High Yield Index.

Lähde: Bloomberg.

VARAINHOITORAHASTO PHAROS

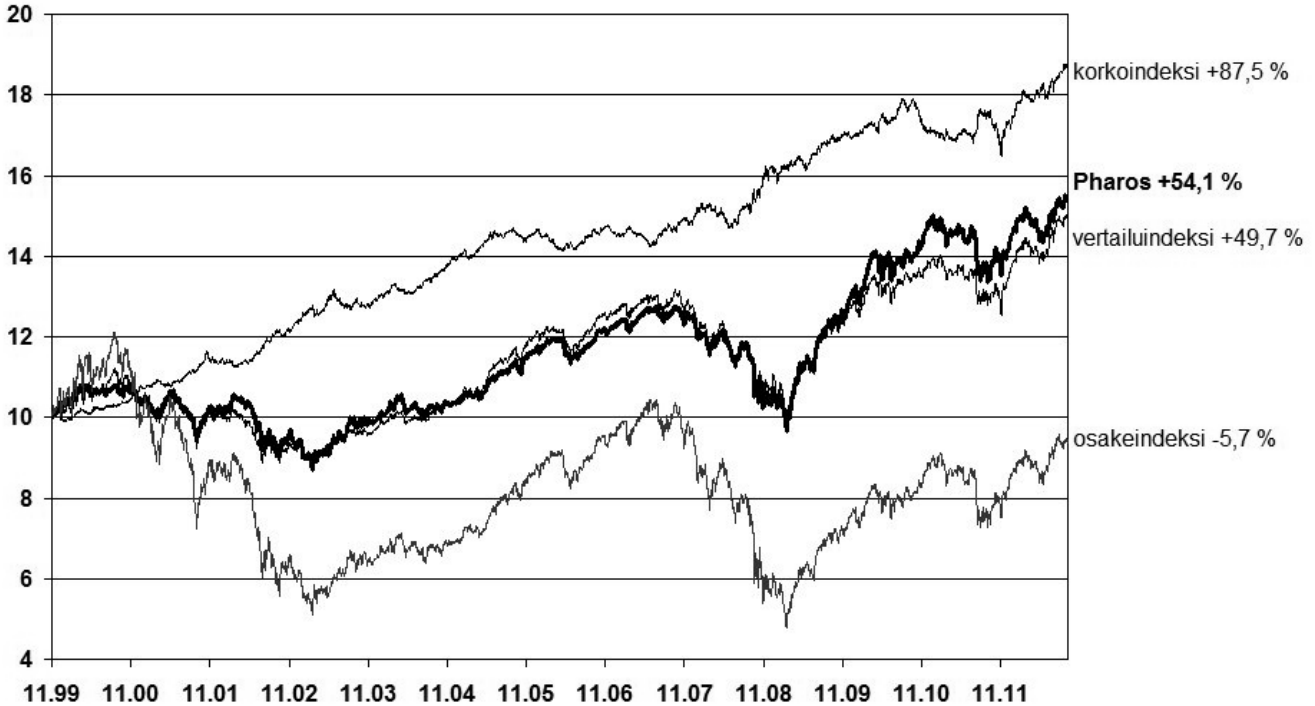
30.9.2012

Varainhoitorahasto, joka sijoittaa maailmanlaajuisesti osake- ja korkomarkkinoille.

Pharos ja vertailuindeksit

Euro

24.11.1999 - 30.9.2012



RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	24.11.1999
Tyyppi	Yhdistelmärahasto
Rahaston koko (milj. euroa)	18,5
Vertailuindexi	Korot: EFFAS Bond Indices EuroGovtAll (50 %) Osakkeet/maailma: MSCI AC World NDR (35 %) Osakkeet / Eurooppa: STOXX 50 NDR (15 %)
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,35 % + enintään 0,85 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	on
Merkintäpalkkio (maksetaan rahastoyhtiölle)	ei
Kaupankäyntipalkkio lunastettaessa (maksetaan rahastoon)	1 %, jos sijoitusaika alle 6 kk; 0,5 %, jos alle 12 kk; muuten 0 %
Salkunhoitaja	Petri Rutanen

TUOTTO JA VOLATILITEETTI

	Rahasto		Vertailuindexi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	5,47 %	5,99 %	6,15 %	6,43 %
Vuoden alusta	8,71 %	6,04 %	10,67 %	6,23 %
1 v	13,03 %	6,94 %	15,39 %	7,02 %
3 v	24,23 %	7,34 %	21,53 %	6,88 %
5 v	22,01 %	8,32 %	15,68 %	8,54 %
10 v	67,33 %	7,15 %	66,24 %	7,09 %
Aloituspäivästä	54,12 %	7,26 %	49,74 %	7,71 %
Aloituspäivästä p.a.	3,42 %		3,19 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT / VIITTEET

* Kiinteät kulut 30.9.2012 päättyneelle 12 kk jaksolle sekä rahaston oma tuottosidonnainen palkkio vuoden alusta. Mahdollisia alennuksia ei huomioita.

Luku sisältää myös kohderahastojen kiinteät palkkiot, mutta ei kohderahastojen mahdollisia tuottosidonnaisia palkkioita.

** Pharoksen kiertonopeusluku ei sisällä kohderahastojen lukuja eikä määrääjain uusittavia rahamarkkinasijoituksia. Rahamarkkinasijoitukset huomioiden kiertonopeusluku on 52,6 %.

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.10.2011 – 30.9.2012

Palkkiot yhteensä (TER)	0,75 %*
Tuottosidonnainen palkkio (vuoden alusta, sisältyy TER-lukuun)	0,04 % (mahd. myös osassa kohderahastoja)
Kaupankäyntikulut	ei tiedossa, koska kohderahastoina myös muita kuin Seligson & Co -rahastoja
Kokonaiskulut (TKA)	ei tiedossa, koska kohderahastoina myös muita kuin Seligson & Co -rahastoja
Salkun kiertonopeus	-4,24 %**
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	2,75 %
Lähipiirin omistusosuus (30.9.2012)	1,94 %

OSAKESIJOITUKSET	Osuus osake-sijoituksista	ALLOKAATIO
S&Co Eurooppa Indeksirahasto	28,7 %	Osakesijoitukset yhteensä 62,2 %
iShares DJ STOXX Europe Mid 200 ETF	3,6 %	
iShares DJ STOXX Europe Small 200 ETF	3,6 %	
S&Co Suomi Indeksirahasto	4,6 %	
S&Co Pohjois-Amerikka Indeksirahasto	13,8 %	
PowerShares Nasdaq 100 ETF	7,9 %	Korkosijoitukset Yhteensä 37,8 % (duraatio 1,4 v)
S&Co Global Top 25 Brands	4,2 %	
S&Co Global Top 25 Pharmaceuticals	3,8 %	
S&Co Phoebus	5,8 %	
S&Co Phoenix	3,7 %	
DFA Emerging Markets Value	8,5 %	
S&Co Aasia Indeksirahasto	6,9 %	
S&Co Russian Prosperity	2,8 %	
iShares MSCI Latin America ETF	2,1 %	
Pitkät korkosijoitukset > 1v	2,1 %	
Lyhyet korkosijoitukset < 1v	35,7 %	

SALKUNHOITAJALTA

Kesä on ollut enimmäkseen viileä ja sateinen. Samaa ei voi sanoa osakemarkkinoista.

Kansainvälinen osakevertailuindeksimme nousi kesäneljänneksen aikana 7,8 %. Salkkumme osakesijoituksissa nostetta oli kautta linjan: Eurooppa peräti 13 %, Aasia vähän vaatimattomammin eli 3 %. Toinen päämarkkinamme eli Pohjois-Amerikka nousi ”vain” 6 % ja jäi siten pitkästä aikaa jälkeen Euroopasta.

Vähän pidemmälläkään perspektiivillä ei sijoittajalla ole ollut valittamista. Osakemarkkinat ovat esimerkiksi vuosi taaksepäin tarkasteltuna palkinneet osta-ja-pidä -sijoittajia ruhtinaallisesti. Poikkeuksellisen masentavien talousuutisten keskellä suurimmat rahastosijoituksemme ovat vuodessa nousseet Euroopassa 21 %, Pohjois-Amerikassa 24 %, Aasiassa 17 % ja kehittyvillä markkinoilla 18 %. Parempia talousnäkyviä odottaville ja siten markkinoille tulon ajoittamista yrittäville tämä on ollut kallista odotusaikaa.

Vuoden alusta kokonaisvertailuindeksimme on noussut 10,7 %, Pharoksen yltäessä 8,7 prosentin nousuun.

Pääasiallinen syy tavoitettamme heikompaan kehitykseen on jo pitkään vaivannut jääräpäisyyteni korkomarkkinoilla. Pharos on menestynyt kohtuullisen hyvin ylipainottamalla osakemarkkinoita ja ehkä olen nyt ollut oikeilla jäljillä myös purkaessani runsasta alipainoamme Euroopan markkinoilla, mutta korkomarkkinat ovat jatkaneet tämän salkunhoitajan nöyryyttämistä.

Eurovaltioiden lainoihin (esim. Euro-obligaatorahastomme kautta) sijoittanut on aina vain laskevien pitkien korkojen myötä saanut vuodessa yli 7 %:n arvonnousun. Korkovertailuindeksimmehän seuraa juuri näiden noin 6 vuoden lainojen markkina-arvojen kehitystä.

Pharoksen osalta olemme vain sivusta ihmetelleet tätä kehitystä. En ole uskaltanut sijoittaa näihin pidempiin korkoihin, joiden vuosituotto-odotus nykytasolla on vain n. 2,5 %. Historiallisestihan näiden lainojen juokseva tuotto on ollut 6-7 prosentin luokkaa.

Korkosijoituksemme ovat olleet pääosin rahamarkkinasijoituksissa, joiden tuotto kuluvana vuonna on jäänyt keskimäärin alle kolmanneksen pidempien valtion lainojen tuotosta. Kolmen kuukauden euriborko on nyt vain noin 0,2 %, mikä on kivaa asuntovelallisille, mutta ei meille riskitöntä tuottoa tavoitteleville.

Olen kuitenkin sekä salkunhoitajana että Pharoksen osuudenomistajana vakuuttunut siitä, että korkomarkkinoiden taas palatessa normaalimpaan suuntaan varovaisuutemme palkitaan. En vain uskalla luvata milloin.

Iso kuva ja pieni kuva

Olemme pitkästä aikaa alipainossa Pohjois-Amerikan osakemarkkinoilla. Tästä lisää myöhemmin. Ensin siitä, että minulta on tämän alipainon johdosta kysytty, millaista ”näkemystä” se heijastaa.

Taustaksi on hyvä muistuttaa, että vaikka Pharos sijoittaa valtaosan varoistaan indeksirahastoihin, se ei itse ole indeksirahasto. Se ei siis aina seuraa orjallisesti vertailuindeksiään. Pyrin Pharoksessa hyödyntämään ”markkinoiden ylilyöntejä”, mutta tällaisten ylilyöntien tunnistaminen ei useinkaan ole helppoa. Olen oppinut, että niitä ei kannata hakea suurennuslasilla päivittäin. Ne ilmaantuvat vuosien mittaan, jos ilmaantuvat ollenkaan.

Itse miellän salkunhoitotyylini melko konservatiiviseksi, ainakin mitä tulee poikkeamiin tasapainosta eli riskinottoon vertailuindeksiimme nähden. Rahaston säännöissä määritellään tarkkaan, missä rajoissa osuudenomistajien varallisuutta hoidetaan. Toistaiseksi emme koskaan ole käyneet näissä rajoissa kiinni.

Tärkeää joka tapauksessa on, että osuudenomistajat aina tietävät missä Pharoksessa mennään ja miksi. Tällöin osuudenomistajan on myös helpompi koordinoita muita mahdollisia sijoituksiaan sen mukaan.

Näkemyksen otto eli aktiivisuus poiketa vertailuindeksistämme maksaa meille osuudenomistajille 0,35 %:n kiinteän vuotuisen hallinnointipalkkion. Jos aktiivisen salkunhoidon lisäarvo ei pitkällä aikavälillä ylitä tai edes kata tätä kohderahastoista maksettujen palkkioiden lisäksi perittyä ”ylimääräistä” palkkiota, osuudenomistajien on parempi äänestää jaloillaan.

Toistaiseksi Pharoksessa varovainen näkemyksenotto on tuottanut lisäarvoa. Sijoittajalle voisi olla periaatteessa edullisempää ostaa esim. globaalisti hyvin hajautettua osakeindeksirahastoa ja rinnalle edullista korkorahastoa. Tällä yhdistelmällä ei kuitenkaan ratkaista kokonaissalkun ajoittaista tasapainottamista; tasapainottamisen yhteydessähän joutuu usein myymään enemmän nousutta rahastoa voitolla. Verottaja haluaa tässä vaiheessa osuutensa realisoituneesta myyntivoitosta. Pharoksen sisällä verotus siirtyy siihen hetkeen, kun varoja realisoidaan rahastosta käyttöön.

Aktiivisesti hoidetuissa rahastoissa tulee sijoittajan luottaa salkunhoitajan näkemykseen. Luottamuksen yksi osatekijä on viestintä. Oli rahaston tulos hyvä tai huono, pyrin perusteellamaan päätöksiani selkokielellä, mikä ei aina ole helppoa. Toivon osuudenomistajiltamme välitöntä palautetta, jos ja kun en tässä onnistu.

Joka tapauksessa kysymys näkemyksestä innosti minua tarkastelemaan tarkemmin, kuinka näkemyksenottoni on tähän mennessä kannattanut.



Korkopuolella lienee tullut selväksi, että muutaman viime vuoden aikana olisi ollut parempi olla ilman näkemysten häivääkään.

Koko salkun kannalta teen oleelliset ratkaisut silloin kun päätän kuinka paljon poikkean normaalijaosta 50/50 osake- ja korkomarkkinoiden välillä. Alla päivitetynä, aikaisemminkin julkaistu, kuvio osoittaa, että näkemystä on otettu - joskus aika reippaastikin. Pahin epäonnistuminen oli vuoden 2005 paikkeilla kun en uskonut osakekurssien nousun jatkuvan ja vähensin osakepainoa - muutama vuosi liian aikaisin. Näkemysten otto osakemarkkinoilla on kuitenkin mielestäni useammin onnistunut kuin epäonnistunut (ks. kuva alla).

Olen erityisen ylpeä finanssikriisin kynnyksellä vuoden 2007 lopussa siirtymisestä osakkeissa alipainoon ja vastaavasti osakekurssien romahduksen jälkeen ylipainoon.

Taustapeilitä katsottuna olisi tietenkin pitänyt olla uskossa vielä rohkeampi. Pharoksen rajathan tulevat vastaan minimi 30 % ja maksimi 70 % osakesijoituksissa. Vuoden 2007 lopussa osakekurssit olivat nousseet melkein yhtäjaksoisesti viisi vuotta. Kaikki näytti teknokuplafiaskon jälkeen taas hyvältä. Jopa liian hyvältä. Osakkeiden arvostuksissa oletettiin yritysten tulosten jatkuvan vahvaa 10-20 prosentin vuosikasvua hamaan tulevaisuuteen. Lainahanat olivat kaikkialla löysällä, rahaa sai vaikka millaisiin hankkeisiin. Tähän tuli tietenkin karu loppu.

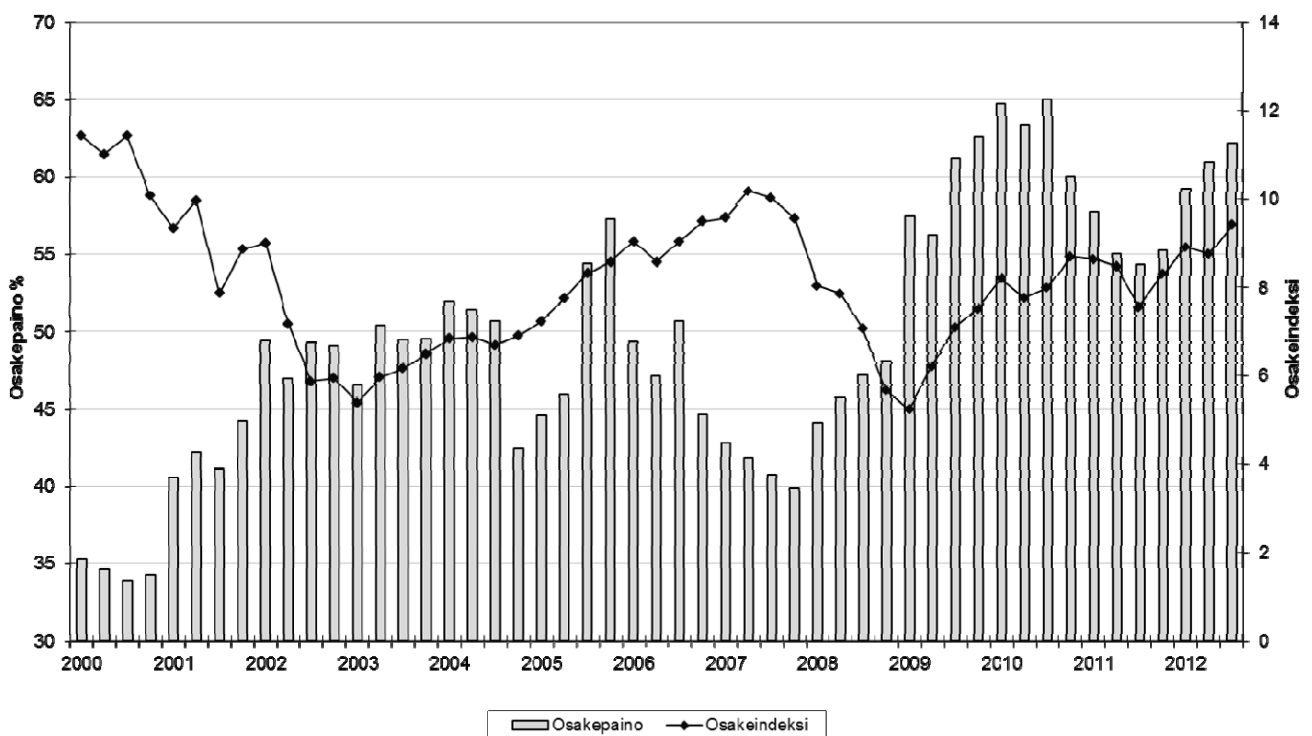
Päämarkkinoidemme Euroopan ja Pohjois-Amerikan keskinäisten painotusten suhteen en sitten enää olekaan niin varma erinomaisuudestani. Tällä jaolla ei tosin ole läheskään samaa merkitystä kokonaistuloksen kannalta kuin korko-/osakejaolla tai jopa korkosalkun duraation valinnalla.

Pure jenkki!

Olemme finanssikriisin jälkeen siis suosineet Pohjois-Amerikan markkinoita lähinnä Euroopan kustannuksella. Katsoin, että Pohjois-Amerikan markkinat ovat Eurooppaa dynaamisempia ja ainakin aikaisemmin USA:lla on ollut Eurooppaa paremmat valmiudet nousta nopeammin syvästä lamasta.

Näkemys osoittautui oikeaksi ja todisteet siitä näkyivät viime vuosina osakemarkkinoilla. Pohjois-Amerikan markkinat ovat tuottaneet euromääräiselle sijoittajalle viimeksi kuluneen kolmen vuoden aikana 51 %, kun Euroopan tuotto on jäänyt 20 prosenttiin. Viiden vuoden aikana järjestys on sama: Eurooppa -18 %, Pohjois-Amerikka + 4 %. Euron heikkeneminen dollariin nähden on siivittänyt eroa.

Pharos oli vielä alkuvuonna Pohjois-Amerikassa ylipainossa vertailuindeksiin nähden suhteessa 38 % / 33 % ja vastaavasti alipainossa Euroopassa 41 % / 49 %. Olen nyt kesän aikana reivannut painotuksia. Kulunut vuosineljännes on ensimmäinen kerta tällä melkein kuuden vuoden tarkastelujaksolla, kun olemme ylipainossa Euroopan markkinoilla.



Pharoksen osakepaino ja osakevertailuindeksin kehitys.

Osakepainon vertailuindeksin mukainen neutraaliluku on 50 % ja sallittu vaihteluväli 30 – 70 %.



Miksi näin? Näkemykseeni ei löydy yhtä helppoa selitystä. En osaa ennustaa makrotalouksien kehitystä – puhumattakaan siitä, miten niiden näkymät vaikuttavat osakemarkkinoilla.

Pharoksessa on kyse ennemminkin uskosta siihen, että markkinoilla yleensä aina palataan normaalitilaan, englanniksi "*reversion to the mean*". Eurooppakin nousee taas.

Tähän sopii monille sijoitusalaan seuranneille tuttu sitaatti Benjamin Grahamilta, joka oli mm. Warren Buffettin esikuva ja opettaja: "Lyhyellä tähtämällä markkinat toimivat äänestymekanismina, mutta pidemmällä aikavälillä ne ovat kuin vaaka." Toisin sanoen: sijoittajien mielialat ja näkemykset hallitsevat hetken kurssiheilahteluja, mutta pitkän aikavälin kehitys vastaa sitä, mitä yritykset oikeasti omistajilleen tuottavat.

Uskon, että Euroopan osalta valtaosa jopa mahdollisista tulevasta huonoista uutisista on jo diskontattu osakkeiden hintoihin. Monet varsinkin rapakon takaa tilannetta seuraavat suur-sijoittajat ovat edelleen alipainossa Euroopan suhteen.

Epävarmuuden vallitessa osakkeet ovat usein vähän edullisempia yritysten pidemmän aikavälin tuloksentehtävyyden nähdessä. Eurooppa-salkkumme sisältää myös runsaasti globaaliyrityksiä, joita Euroopan sisäisten ongelmien ei niin pitäisi heilauttaa. Yhtiö saattaa osakemarkkinoilla kärsiä eurooppalaisuuden leimastaan, vaikka sen liikevaihdosta yli puolet tulisikin Euroopan ulkopuolelta. Vahva kurssikehitys kesän aikana on kuitenkin osoitus siitä, että joidenkin muidenkin sijoittajien kelkka alkaa kääntyä vanhan mantereen suuntaan.

Uusi sijoituskohde

Pharoksen salkussa on pitkästä ajasta myös yksi uusi sijoitus. Olen nimittäin ostanut Eurooppa Indeksirahaston ja DJ STOXX Europe Small 200 ETF:n seuraksi rahastoa nimeltä DJ STOXX Europe Mid 200 ETF. Aikaisemmin salkussa olleista Eurooppa-rahastoista ensimmäinen sijoittaa lähinnä suurempiin yhtiöihin ja toinen pienempiin yhtiöihin, saamme uuden sijoituksemme kautta salkkuamme myös keskisuuria eurooppalaisia yrityksiä.

Nämä keskisuuret yhtiöt eivät muuten ole mitään ihan tuntemattomia. Rahaston omistamien 200 yrityksen kymmenen suurimman joukosta löytyy mm. Sainsbury, Intercontinental Hotels, Merck, ja Beiersdorf.

Olen seurannut tätä indeksirahastoa jo jonkin aikaa. Rahaston kulut ovat kohdallaan eli vuotuinen hallinnointipalkkio on vain 0,19 %. Eniten minua vaivaa tämän 122 miljoonan euron kokoisen Mid 200 -rahaston vaatimaton likvideetti. Osuuskille on viimeisimmän puolen vuoden aikana kertynyt vaihtoa keskimäärin vain 320 808 euroa päivässä.

Pharos on ainakin toistaiseksi tämän rahaston näkökulmasta pieni sijoittaja ja lisäksi maltillinen ja pitkäaikainen. Meidän ei siis normaalioloissa tarvitse käydä nopeaa etf-kauppaa markkinatakaajien armoilla. Suuri osa isommista kaupoista tehdään joka tapauksessa pörssin ulkopuolella OTC-markkinoilla eli ne eivät näy julkaistuissa vaihtoluvuissa.

Kulut ovat aina pois sijoittajan saamasta tuotosta

Juoksevat kulut Pharoksen kohdesijoituksista vuosineljänneksen lopussa ovat 0,35 % eli edelleen selvästi alle sääntöjen salliman maksimin (0,85 %). Kuluja alentaa suurempien osakesijoitusten tekeminen kustannustehokkaisiin indeksirahastoihin sekä käteisen ja sitä vastaavien suoraan korkomarkkinoille tehtyjen sijoitusten suuri osuus. Juoksevat kulut yhdessä rahaston oman 0,35 %:n kiinteän hallinnointipalkkion kanssa syövät tuottoamme 0,70 % vuodessa (30.09.2012 tilanteen perusteella).

Nämä luvut ovat "listahintoja" ilman mahdollisia alennuksia, joita Pharos suurehkona sijoittajana saa useista sijoituskohteistaan. Alennukset, jotka maksetaan palkkionpalautuksina jälkikäteen, tuloutetaan aina itse rahastoon kasvattamaan osuudenomistajien tuottoa, eivät siis alan slangin mukaisesti *kickbackeinä* rahastoyhtiölle. Viime vuonna Pharos sai näitä alennuksia yhteensä n. 15 000 euroa, mikä vastasi 0,1 % rahaston keskimääräisestä arvosta.

Pharoksen TER-luku kuluneen 12 kuukauden ajalta oli 0,75 %. Siihen sisältyy Pharoksen omien kiinteiden kulujen lisäksi kohderahastojen kiinteät palkkiot, Pharoksen oma tuotosidonnainen palkkio sekä erilaiset pankkikulut. Käsitkseni mukaan Pharos on edelleen kiinteiltä kuluiltaan Suomen edullisin kansainvälisesti osake- ja korkomarkkinoille sijoittava yhdistelmärahasto.

Muistuttaisin vielä, että jos oma riskinottohalukkuus merkittävästi poikkeaa Pharoksen linjasta, voi tehdä kuten allekirjoittanut, eli täydentää Pharosta muilla sijoituksilla oman sijoitusajankänteen ja tavoitteiden mukaan. Olen itse sijoittanut merkittävän osan arvopaperiomaisuudestani Pharokseen, koska uskon, että rahaston maltillinen "hötkyilemätön" sijoitustyyli ja alhaiset kustannukset ovat pysyviä kilpailuvaltteja.

Raportoin rahaston kuluista ja sijoitusten jakaumasta yksityiskohtaisesti kuukausittain myös [www-sivuillamme](http://www.sivuillamme), tervetuloa tutustumaan sitäkin kautta.

Petri Rutanen, varainhoitajanne
petri.rutanen@seligson.fi



Phoenix ja vertailuindeksi

Euro

25.9.2000 - 30.9.2012



RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	25.9.2000
Tyyppi	Kansainvälinen osakerahasto
Rahaston koko (milj. euroa)	12,5
Vertailuindeksi	MSCI All Country World NDR
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	1,1 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	On
Merkintäpalkkio	Ei
Lunastuspalkkio	Ei
Salkunhoitaja	Peter Seligson

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.10.2011 - 30.9.2012

Palkkiot yhteensä (TER)	1,12 %
Tuottosidonnainen palkkio (vuoden alusta, sisältyy TER-lukuun)	0,00 %
Kaupankäyntikulut	0,05 %
Kokonaiskulut (TKA)	1,18 %
Salkun kiertonopeus	11,32 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	9,62 %
Lähipiirin omistusosuus (30.9.2012)	9,57 %

TUOTTO JA VOLATIILITEETTI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiiliteetti	Tuotto	Volatiiliteetti
3 kk	10,32 %	13,40 %	6,91 %	9,45 %
Vuoden alusta	14,35 %	14,78 %	14,39 %	10,52 %
1 v	14,80 %	17,39 %	26,25 %	12,06 %
3 v	16,01 %	18,30 %	40,31 %	13,61 %
5 v	-6,85 %	22,25 %	-0,25 %	19,46 %
10 v	93,49 %	18,73 %	70,90 %	16,82 %
Aloituspäivästä	62,77 %	18,80 %	-8,25 %	17,87 %
Aloituspäivästä p.a.	4,14 %		-0,74 %	

SUURIMMAT OMISTUKSET

Maa

Osuus rahastosta

AUSTRALIAN VINTAGE LTD	Australia	9,2 %
TENET HEALTHCARE CORP	Yhdysvallat	5,5 %
FIBERWEB PLC	Iso-Britannia	4,9 %
METSÄ BOARD OYJ	Suomi	3,5 %
MYLAN INC	Yhdysvallat	3,5 %
UBS AG-REG	Sveitsi	3,5 %
HUTCHISON WHAMPOA LTD	Hongkong	3,0 %
UNICREDIT SPA	Italia	2,7 %
PANDORA A/S	Tanska	2,6 %
GAZPROM OAO-SPON ADR	Venäjä	2,5 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella - www.seligson.fi

SALKUNHOITAJALTA

Vuoden kolmannen neljänneksen aikana rahasto-osuuden arvo nousi 10,3 % ja Morgan Stanley World –indeksi 6,9 %. Vuoden kuluessa rahasto on tuottanut 14,8 % ja indeksi 26,3 %, Viimeksi kuluneen kolmen vuoden luvut ovat 16,0 % rahastolle ja 40,3 % indeksille.

Kuluneen vuoden aikana on tapahtunut paljon ja markkinat ovat heiluneet rajusti. Ensimmäinen neljännes alkoi optimistisissä tunnelmissa, mutta pessimismi ja pelko palasivat valtaan jo heti loppukeväästä. Syksyn saapuessa toivo paremmasta on taas virinnyt ja heijastunut kelpo kurssikehityksenä.

Erikoistilanteisiin sijoittavalle Phoenixille on tällainen mielialojen vaihtelu merkinnyt vielä muuta markkinaa suurempaa volatiliiteettia, mutta nyt olemme jälleen yleismarkkinan tahdissa: vuoden alusta lukien sekä rahasto että indeksi ovat tuottaneet 14,4 %. Maailmantalouden heikkoa kehitystä vasten tarkasteltuna nämä luvut ovat varsin mukavia.

Kuluneen kvartaalin hyvää markkinakehitystä siivitti Euroopan keskuspankin jämerä kannanotto euron vakauden puolesta. Osakemarkkinoiden nousun lisäksi nähtiin syyskuussa myös raaka-aineralli, vaikka varsinainen raaka-aineiden askaskysyntä ei olekaan ollut kummoista, kuten alan yritysten tulosvaroitukset osoittavat. Tämä on hyvä muistutus raaka-ainemarkkinoiden spekulatiivisuudesta: hintoja heiluttaa rahoitusmarkkinakysyntä enemmän kuin teollinen tarve.

Osakemarkkinoiden optimismi on ollut merkillinen vastakohda reaalitalouden synkkyydelle. Maanosamme poliittisen kaoksen aikaansaama alakulo kuluttajien keskuudessa näkyy nyt eteläisen Euroopan lisäksi selvästi myös Suomessa ja muualla ”pohjoisessa”. Esimerkiksi paljon seuratut ostopäällikköindeksit tekivät pohjanoteerauksia ja uutiset ovat täynnä tulosvaroituksia ja henkilöstövähennyksiä.

Osakemarkkinoiden vaakakupissa painanee kuitenkin reaalitalouden tunnuslukuja enemmän muiden järkeväksi koettujen sijoituskohteiden puute sekä tunne siitä, että saattaisimme jo olla meneillään olevan kriisin laaksonpohjassa. Pörssin kääntyminen puolikin vuotta ennen talouden taittumista ei sinänsä ole mitenkään tavatonta. Nähtäväksi jää ovatko markkinat oikeassa vai ottaneet varaslähden.

Positiivisia merkkejäkin toki löytyy. Sen lisäksi, että EKP on tehnyt linjansa selväksi, on myös poliittinen huomio alkanut pikku hiljaa kääntyä kriisin ratkaisun yrityksiin. Kreikka on syvästä lamastaan huolimatta onnistunut alijäämänsä kaventamisessa ja niin sanotun perusjäämän osalta (siis ennen korkomenoja) jopa tasapaino häämöttää. Myös rakenteissa ja asenteissa on tapahtunut myönteistä kehitystä.

Espanjassa on kotitalouksien velkaantuminen vähentynyt noin 10 % sitten vuoden 2009 huipun, vaihtotaseen alijäämä pienentynyt kolmannekseen pahimmasta ja keho työ tuottavuus – yksi ongelmien alkusyistä – on parantunut 12 %.

Valtiontalouden alijäämä on puolittunut ja rakennussektorin osuus bruttokansantuotteesta pudonnut lähes 20 %:sta enää vajaaseen viiteen, toisin sanoen vuoden 1997 tasolle.

Ei ole ihme, että kaikki näiden sopeutustoimien seurauksena maan BKT on pienentynyt. Kun tilanne vakiintuu, pitäisi olla myös tilaa kasvulle, vaikka useimmat taloustieteilijät eivät enää tunnukaan uskovan kriisin jälkeiseen elämään.

Sama itsensä Schumpeterin sanoin:

”Jokaisen pitkittyneen talouden ongelmajakson jälkeen taloustieteilijät, joihin ajan henki vaikuttaa siinä kuin kaikkiin muihinkin, tehtailevat teorioita joiden oletetaan todistavan, että lama on tullut jäädäkseen.” (Vapaasti käännetty postuumisti julkaistun teoksen ”History of Economic Analysis” ruotsinkielisestä laitoksesta ”Den ekonomiska analysens historia”, 1954, s. 1172)

Tämä kirjoitettiin siis ennen vuotta 1950: mitä uutta auringon alla?

Rahaston salkku

Ostin jakson aikana meille yhtä uutta osaketta ja myin salkutamme pois kaksi yhtiötä. Uusi tulokas on norjalainen maatalousteknologiayhtiö Agrinos. Sen päätuotteet ovat mikro-organismeja, jotka parantavat viljelysmaan laatua ja siten myös satoa. Pääsimme mukaan samalla hinnalla kuin elokuussa Agrinokseen strategisen sijoituksen tehnyt alan jätti Syngenta.

Brittiyhtiö Barrat Development käyttäytyi juuri niin kuin erikoistilanneyhtiön pitäisikin ja tuotti meille 130 %:n kurssinou- sun vajaassa kahdessa vuodessa. Näitä lisää!

Myös etelä-afrikkalainen MTN meni myyntiin, koska tavoitekurssi saavutettiin. Ostohetkellä pidin MTN:n riskitasoa Barratia pienempänä ja asetin tavoitteen 50 % nousuksi kolmessa vuodessa. Siihen päästiin kahdessa ja puolessa.

BBVA Vuonna 1857 perustettu Banco Bilbao Vizcaya Argentaria on Espanjan toiseksi suurin pankki, Santanderin jälkeen. Kesän puolivuotiskatsauksessa tase ylsi 622 miljardiin euroon ja sillä oli 52 miljoonaa asiakasta, joita palveli 112 000 työntekijää 7500:ssa konttorissa 33:ssa maassa.

BBVA:n tytäryhtiö Bancomer on Meksikon suurin pankki ja Garanti yksi Turkin suurimpia. Lisäksi BBVA:lla on mittavat toiminnot latinalaisessa Amerikassa ja USA:n niin sanotulla aurinkovyöhykkeellä.

Vuoden 2012 ensimmäisen puoliskon tuotoista vastasivat Espanjan toiminnot 29 prosentista, Meksikon osuus oli 25 %, Etelä-Amerikan 25 %, USA:n 11 % ja noin 10 % jäi Turkille sekä muille toiminnoille.

Liiketoiminnan tulos kasvoi edellisen vuoden vastaavan jakson 5,6 miljardista eurosta nyt 6,1 miljardiin euroon. Koko vuonna 2011 BBVA ylsi 10,6 miljardin euron liiketulokseen ja 4,5 miljardin euron nettotulokseen.

Jos uskoo markkinan tämän hetkistä yleisnäkemyistä, ei hyvän sijoituskohteen attribuutteina voi olla ”espanjalainen” tai ”pankki” – eikä ainakaan molemmat! Olen kuitenkin sitä mieltä, että sekä BBVA että Santander kestävät kriittisenkin tarkastelun. Molemmat ovat jalostaneet pankkitoiminnan tuottavuutta uskomattomalla tavalla ja BBVA on tehnyt sen mielestäni tähän suhdannetilanteeseen Santanderia vähärisemmällä tavalla.

Viimeisimmän kymmenen vuoden aikana BBVA on ansainnut yhteensä 39,5 miljardia euroa ja siitä 18,7 miljardia on maksettu sijoittajille osinkoina. Samalla jaksolla on pankin oma pääoma noussut 12,4 miljardista 43,5 miljardiin ja liike-tulos 5,5 miljardista 11,1 miljardiin (viimeisin 12 kk).

Viime vuoden vastaavaan jaksoon verrattuna nousi BBVA:n liikevaihto vuoden 2012 toisella neljänneksellä 13,6 %, korkokate 16,7 % ja liiketulos peräti 19,7 %. Luottotappiot ja verot sisältävä nettotulos putosi kuitenkin noin puoleen edellisvuotisesta johtuen lähinnä niistä poistoista, joihin kaikki espanjalaiset pankit pakotettiin kiinteistösektorin tilanteen siivoamiseksi.

Tämän Euroopassa sängen epätavallinen toimenpide on muuten yksi syy niihin Espanjan pankkien pääomaongelmiin, joita nyt paikataan Euroopan vakautusmekanismin 60 miljardilla eurolla. BBVA ei näitä rahoja tarvitse, mutta koska se on ”espanjalainen” ja ”pankki”, eivät markkinat luota senkään liiketoiminnan tulevaisuuteen.

Katsotaan kuitenkin tarkemmin, miltä BBVA näyttää niiden riskitekiäjien valossa, joita markkinoilla nyt vieroksutaan.

Kiinteistöjen osuus pankin taseesta on espanjalaisten suurpankkien pienin, mutta on silti 10 % Espanjan toimintojen taseesta eli 21,9 miljardia euroa. BBVA:n itsensä mukaan vain 7,4 miljardia tästä on vailla ongelmia, mikä sinänsä antaa hyvän kuvan Espanjan taudin laadusta. Lopuista 1,7 miljardia on lainoja, joissa vakuudet ovat alle sääntelyn rajojen, 4,8 miljardia on luottohäiriöisiä ja 8,0 miljardia ulosotossa. Näihin liittyvien ongelmien varalta varauksia on 9,8 miljardia. Karmeita lukuja, mutta eivät BBVA:n tulevaisuutta uhkaavia – eivätkä varmaankaan tässä muodossa toistuvia, ainakaan ihan lähiaikoina.

Toinen markkinan huoli liittyy Espanjan valtionlainoihin. BBVA:n noin 30 miljardin euron salkusta eurooppalaisia obligaatioita on noin 25 miljardia Espanjan valtion liikkeeseen laskemia. Toisin kuin ainakin useimmilla muilla pankeilla, on kolme neljäsosaa näistä arvostettu markkina-arvoon. Olojen mahdollisesti normalisoituessa voi tästä tulla erinomainen tuloksen parantumisen lähde, mutta BBVA:lla on varaa myös melkoiseen tilanteen pahentumiseen.

Positiivista kehitystä löytyy paljonkin. Pankin lainamarginaali oli vuoden 2011 ensimmäisellä puoliskolla 1,8 % ja nyt sitä oli onnistuttu nostamaan noin 2,1 prosenttiin. Yksityisasiakkaiden uusien kiinteistöluottojen marginaali nousi enemmän, 0,6 prosenttiyksikköä, ja yritysainojen jopa 1,3 prosenttiyksikköä. Osa parantuneesta marginaalista selittyi lainojen korkeammilla koroilla, mutta myös sillä, että vakaa pankki on houkuttellut talletuksia sille edullisemmilla korkotasooilla.

Kaiken kaikkiaan voitaneen todeta, että BBVA:n liiketoiminta on hyvin hajautettua ja yksittäiset riskit hallinnassa. Kannattavuus kasvaa ja pahimpia ongelma-alueita siivotaan määrätietoisesti. Vuodesta 2007, siis viimeisestä finanssikriisiä edeltäneestä, on luottotappiovaraukset nostettu kuusinkertaisiksi. Kun kriisi alkaa väistyä ja luottotappiot taas vähenevät, pitäisi kannattavuuden parantua roimasti. Liiketoimintojen painopiste on nopeasti kasvavilla markkinoilla.

Osakekohtaisen tuloksen nouseminen 1,5 euroon ei ole ylioptimistinen ajatus. Tämän hetken kurssilla se vastaisi p/e-lukua 4x (nyt 10x) ja peräti 12,5 prosentin osinkotuottoa (nyt 6,7 %). Ihan näin korkealle en kurota, mutta kurssin tuplaantuminen sitten kun maailma tuntuu taas turvallisemmalta, on varmasti realistinen tavoite.

Palautettanne toivoen ja sitä arvostaen,



Peter Seligson, salkunhoitaja
peter.seligson@seligson.fi

PHOEBUS

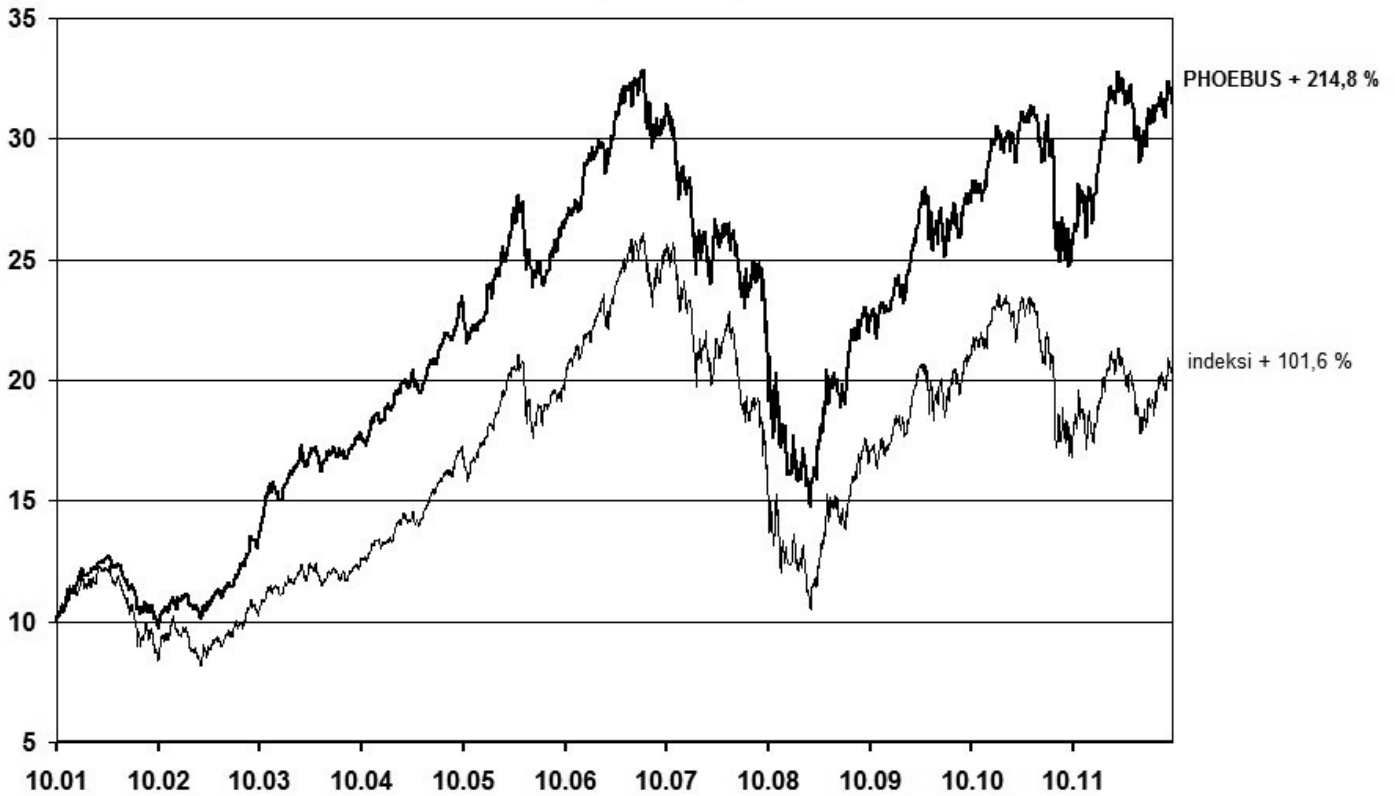
30.9.2012

Osakerahasto, joka tekee pitkän tähtäimen sijoituksia pääosin Suomen osakemarkkinoille.

Euro

Phoebus ja vertailuindeksi

10.10.2001 - 30.9.2012



RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	10.10.2001
Tyyppi	Osakerahasto
Rahaston koko (milj. euroa)	22,4
Vertailuindeksi	75 % OMX Helsinki Cap GI, 25 % MSCI AC World NDR
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,75 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	On
Merkintäpalkkio	Ei
Kaupankäyntipalkkio lunastettaessa (maksetaan rahastoon)	1 %, jos sijoitusaika alle 12 kk; muuten 0 %
Salkunhoitaja	Anders Oldenburg

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.10.2011 – 30.9.2012

Palkkiot yhteensä (TER)	1,55 %
Tuottosidonnainen palkkio (vuoden alusta, sisältyy TER-lukuun)	0,79 %
Kaupankäyntikulut	0,04 %
Kokonaiskulut (TKA)	1,59 %
Salkun kiertonopeus	3,89 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,00 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	10,24 %
Lähipiirin omistusosuus (30.9.2012)	12,88 %

TUOTTO JA VOLATILITEETTI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	4,42 %	11,05 %	7,72 %	15,35 %
Vuoden alusta	13,18 %	11,91 %	9,81 %	17,43 %
1 v	22,58 %	13,81 %	15,21 %	19,64 %
3 v	38,39 %	15,06 %	17,60 %	18,02 %
5 v	2,17 %	19,24 %	-20,62 %	21,30 %
10 v	210,63 %	15,63 %	129,82 %	17,41 %
Aloituspäivästä	214,79 %	15,27 %	101,59 %	17,50 %
Aloituspäivästä p.a.	11,01 %		6,59 %	

SUURIMMAT OMISTUKSET

Maa Osuus rahastosta

AIR LIQUIDE SA	Ranska	6,8 %
SVENSKA HANDELSBANKEN-B SHS	Ruotsi	6,6 %
VACON OYJ	Suomi	6,5 %
NOKIAN RENKAAT OYJ	Suomi	6,0 %
HENNES & MAURITZ AB-B SHS	Ruotsi	5,7 %
FORTUM OYJ	Suomi	5,6 %
LASSILA & TIKANOJA OYJ	Suomi	5,4 %
COSTCO WHOLESALE CORP	Yhdysvallat	4,9 %
HARLEY-DAVIDSON INC	Yhdysvallat	4,5 %
SANDVIK AB	Ruotsi	4,0 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

SALKUNHOITAJALTA

Jatkuvista eurokriisiraporteista huolimatta kolmannesta neljänneksestä muodostui osakemarkkinoilla erittäin hyvä. Phoebuksen vertailuindeksi nousi kokonaiset 7,7 %. Kuten voimakkaissa nousuissa yleensä, Phoebus ei aivan pysynyt markkinoiden tahdissa, mutta nousi silti tyydyttävät 4,4 %.

Suurin selittävä tekijä rahaston markkinoita huonommalle kehitykselle on itse asiassa osake, jota emme omista. Nokian osakekurssin pieni toipuminen – siis pieni euroissa (32 senttiä), mutta suurehko prosenteissa (+18 %) – selittää yksin Suomen markkinoiden noususta lähes neljäsosan. Vastaavasti Nokian lasku vuoden alusta (-45 %) on tietysti edesauttanut Phoebuksen kehitystä suhteessa vertailuindeksiinsä.

Vuoden alusta rahasto on noussut 13,2 % ja vertailuindeksi on noussut 9,8 %. Rahaston alusta lukien Phoebus on noussut 214,8 % ja vertailuindeksi 101,6 %.

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

Ostot ja myynnit

Kassamme oli viime raportissa 6,3 % rahastosta. Kerroin, että tulen edelleen pienentämään sitä hiljalleen ostamalla lisää osakkeita. Kolmannen neljänneksen aikana ostinkin Fortunin, Tikkurilan ja L&T:n osakkeita yhteensä 210 000 eurolla (noin 1 % rahastosta).

Vaihdoin Handelsbankenin A-osakkeemme B-osakkeiksi siten, että meillä on sama määrä osakkeita kuin ennenkin, mutta tienasimme välityspalkkioiden jälkeen 48 000 euroa. Phoebus omisti alun perin B-osakkeita. Olen vuosien varrella kaksi kertaa vaihtanut ne A-osakkeiksi ja takaisin B-osakkeiksi, ilman markkinariskiä. Lopputuloksena omistamme taas B-osakkeita, mutta olemme 76 500 euroa rikkaampia kuin, jos olisimme vain omistaneet B-osakkeemme koko ajan. Joskus kaupankäynti kannattaa, mutta harvinaista se on!

Asiaan kuuluu, että B-osakkeet edustavat Handelsbankenin osakkeista vain 1,9 %, joten jonain päivänä pankki todennäköisesti yhdistää osakesarjansa. Kun B-osake on nyt noin 10 kruunua halvempi kuin A-osake (mutta kummassakin sarjassa on sama osinko) saatamme siis vielä kerran hyötyä osakesarjojen välisestä hintaerosta. Tai sitten ei, mutta siinäkin tapauksessa B-osake on parempi sijoituskohde, koska se on halvempi.

Jakson aikana rahastoon virtasi uutta rahaa nettomääräisesti 50 000 euroa. Kauppojen ja rahavirtojen nettovaikutus oli, että kassamme on nyt 5,3 % rahastosta, mikä on melko normaali taso. En koe tarvetta vähentää sitä merkittävästi, mutta meillä on varaa ostaa osakkeita, jos saamme niitä sopivaan hintaan.

Kiipeillään huolten seinää

Muistatko lukeneenne viimeisen vuoden aikana hyviä talousuutisia? En minäkään. En tosin luottanut muistiini, ihmisellä kun on tapana muistaa se, mikä hänelle sopii (pätee erityisen hyvin rahoitusalan ennustajiin), joten katselin huvikseni *The Economist* -laatulehden nettisivujen arkistosta, millaisia olivat talousotsikot syys- ja lokakuussa 2011.

Muistini ei sittenkään pettänyt. Yleisimmät aiheet olivat eurokriisi, Kreikan rahojen loppuminen, Euroopan pankkijärjestelmän suuret riskit sekä maailmantalouden selvästi hidastunut kasvu. Otsikot olivat vapaasti suomennettuna mm. tällaisia: *Kaikuja vuodelta 2008: taas käy näin* (6.10.), *Läntiset pankit: vaaroja kaikkialla* (6.10) ja *Maailmantalous: synkkyys vain syvenee* (28.9). Suomessa suosituin aihe oli Nokian kohtalo, ei siis mikään ilonaihe sekään.

Kuluneen vuoden aikana teemat eivät ole juuri muuttuneet. Euroopan valtioiden alijäämät ja ylivelkaisuus, pankkijärjestelmän pääomien puute ja Kreikan kehitys ovat edelleen tapetilla, kuten myös huoli maailmantalouden kasvusta. *The Economistin* uusin artikkeli ei ole paljon valoisampi kuin vuosi sittenkään. Ytimekäs otsikko kehottaa: *Sijoittajat, olkaa varuillanne!*

Kaikesta tästä huolimatta pörssivuosi on ollut erinomainen! Tätä kirjoittaessani (5.10.) huonoin osakerahastomme (Suomi; johtuen Nokiasta) on vuodessa tuottanut 14,5 %. Kaikki muut osakerahastomme ovat tuottaneet yli 20 %, kaksi niistä peräti yli 30 %. Markkinanousu on siis ollut hyvin laajaa. Eurokriisistä huolimatta Eurooppa Indeksirahastomme on ollut neljänneksi paras osakerahastomme (heti Phoebuksen jälkeen) jopa 25,8 % nousulla.

Tämä saattaa tuntua oudolta, mutta ei se sitä itse asiassa ole. Markkinoilla on useita vanhoja viidakkosanontoja, joista osa pitää jopa paikkansa. Yksi niistä väittää, että markkinat kiipeävät ylös pitkin huolten seinää: ”*Markets climb a wall of worry.*”

Mitä pelokkaampia sijoittajat ovat, sitä paremmat ovat usein osakemarkkinoiden näkymät. Pelon ollessa vallalla osakkeiden arvostukset ovat alhaiset, eivätkä negatiiviset uutiset enää vedä kursseja alaspäin. Sen sijaan positiivinen uutinen voi olla yllätys, joka vähentää pelkoa ja siten nostaa kursseja. Olemme viimeisen vuoden ajan kiipeilleet juuri tuota huolten seinää.

Todellista syytä huoleen on kuitenkin siinä vaiheessa, kun sijoittajien ahneus on korvannut pelon: kun tulevaisuus näyttää valoisalta ja riskit pieniltä; muistatko tammikuun 2000? Silloin *The Economist* ihasteli mm. USA:n talouden hämmästyttävää kykyä luoda uusia työpaikkoja – *Amerikan talous: suuri työpaikkakone* (15.1.) – mutta varoitteli myös pitkään jatkuneen nousun vaaroista kirjoittaen, että ”markkinoilla puhutaan nyt vaahdosta”, mutta kokeneille sijoittajille ”vaahto muistuttaa kuplista” (6.1.). Kuten sanottu: laatulehti.

Viimeisen vuoden kurssinoususta huolimatta emme kuitenkaan ole lähelläkään silloisia tunnelmia. Ja osakkeet ovat mielestäni edelleen kohtuullisesti arvostettuja, joten en ole vielä kovin huolissani.

Varmuuden vuoksi todettakoon, että en harjoita minkäänlaista markkinoiden ajoitusta Phoebuksen salkunhoidossa. Tiedän, että en sitä osaa. En siksi myöskään juuri välitä makrotaloustutisista. Viimeiset 12 kuukautta osoittavat mielestäni erinomaisesti, miksi tulevaisuuden ennustaminen on turhaa: edes oikeaan osunut talousennuste ei tarkoita, että osaisi arvioida pörssin käyttäytymistä oikein. Siksi sijoittajan kannattaa yksinkertaisesti noudattaa omaa sijoitussuunnitelmaansa, oli yleinen taloustilanne mikä tahansa.

Jos ehdottomasti haluaa johonkin reagoida, suosittelisin Warren Buffettin neuvoa: ”Ole varovainen, kun muut ovat ahneita ja ahne vain muiden ollessa peloissaan.”

STOCKMANN

Kun esittelin tavarataloyhtiömme Stockmannin kolme vuotta sitten katsauksessa 3/2009 uskoin, että yhtiö voisi tehdä 1,80 euron osakekohtaista tulosta vuonna 2013 ja olisi siten kohtuullisen hyvä sijoitus. Olin väärässä.

Stockmannin tulos ei ole kehittynyt läheskään odotetusti ja osake on kolmessa vuodessa osinkoineen laskenut -6 % samalla kun Phoebuksen arvo on noussut 38 %. Sijoitus on siis ollut huono.

Syyt huonoon tuloskehitykseen ovat sekä sisäisiä että ulkoisia. Olin kuvitellut kysynnän palaavan normaalisti nopeammassa tahdissa kuin on tapahtunut. Samaan aikaan Stockmannin laajennushankkeet Helsingissä ja Pietarissa ovat rasittaneet tulos- ta enemmän kuin yhtiö uskoi. Lindexin kehitys on ollut huonohko, liikevoittomarginaali on kolmessa vuodessa laskenut 10,9 %:ista vain 6,6 %:iin tavoitteen ollessa yli 15 %. Suuri pettymys on ollut ennen kaikkea Seppälä, jonka tulos on romahtanut nollatasolle.

Hyvä asia on, että Stockmann on nyt selvästi päättänyt työntää uuden vaihteen silmään. Tavaratalojen suurinvestoinnit ovat ohi ja lähivuosien aikana yhtiö pyrkii hyödyntämään kasvanutta kapasiteettia maltillisin investoinnein ilman merkittävää kulujen kasvua. Tappiolliset franchising-toiminnot Venäjällä on päätetty lopettaa. Stockmann ei erittele divisiooniansa tulosta maantieteellisesti (ainoastaan konsernin), mutta lukuja pilkkomalla näyttää minusta siltä, että tavaratalojen kehitys Venäjällä on jo viime vuosina ollut kohtuullisen hyvä. Erityisen tyytyväinen yhtiön johto tuntuu olevan uuteen Pietarin tavarataloonsa.

Seppälän kehitys on sen sijaan ollut surkea, ilmeisesti erityisesti Venäjällä, jossa sen myymälät ovat hajallaan: 13 suurkaupungissa on vain 1-4 kauppaa. Stockmann on nyt ryhtynyt siivoamaan tätä raskaalla kädellä. Se liitti tänä vuonna Seppälän Lindexin kylkeen uudeksi muotiketjut -divisioonaksi, mikä lienee ennen kaikkea tapa vahvistaa Seppälän johtamista. Lähiaikoina Seppälä tulee karsimaan verkostostaan tappiollisia myymälöitä, joita riittänee erityisesti ulkomailla.

Stockmann on tehnyt selväksi, että konsernin tulostavoitteiden (pääoman tuotto 20 %, liikevoitto 12 %) saavuttaminen ei ole realistista vuoteen 2015 mennessä. Ovatko ne ylipäätään realistisia riippunee ennen kaikkea Seppälän ja Lindexin kehityksestä.

Tavaratalot ovat kuin hitaasti kääntyvä tankkeri – tuloksen paraneminen kestää aikansa. Suunta on minusta kuitenkin selvästi oikea. Muotiketjujen kehitys on paljon oikullisempaa, enkä osaa lainkaan arvioida millä aikataululla ne voivat saavuttaa kohtuullisia tuloksia, tai voivatko ylipäätään.

Stockmannin tunnusluvut eivät tällä hetkellä auta osakkeen arvostuksen hahmottamisessa, koska tulos on (väliaikaisesti) surkea. Jonkinlaisen kuvan saa siitä, että yhtiön bruttoarvo on 1,85 miljardia euroa eli sama kuin 2006 ennen Lindexin ostoa. Sen jälkeen Stockmann on maksanut Lindexistä reilut 800me ja investoinut liiketoimintaansa 600me, josta kasvuun 400me. Potentiaalia siis pitäisi löytyä, kunhan vain tulos saadaan kuntoon.

Noin 800me nettovelka tarkoittaa, että osakkeessa on velkaviipua enemmän kuin Phoebuksen sijoituksissa yleensä. Stockmannin velat ovat kuitenkin pienemmät kuin sen kiinteistöjen arvot, joten en pidä heikkoa tasetta hälyttävänä. Olen edelleen sitä mieltä, että muut kauppaketjumme H&M ja Costco ovat Stockmannia parempia, mutta minulla ei edelleenkaan ole suunnitelmia luopua myöskään Stockmannin omistuksesta.



Esitellessäni muotiketjumme Hennes & Mauritzin viimeksi katsauksessa 2/2009 kerroin, että yhtiö tulee olemaan parhaita sijoituksiamme seuraavan 5-10 vuoden aikana.

Sen jälkeen Phoebuksen arvo on noussut 60 %, mutta H&M:n osakekurssi kruunuissa vain 18 %. Olinko siis ihan väärässä? En sentään, koska ruotsalaisia osakkeitamme arvioitaessa on huomioitava valuuttakurssien muutos. Kruunun arvo on tällä jaksolla vahvistunut 28 % euroon nähden ja H&M on itse asiassa euroissa osinkoineen tuottanut 70 % eli hieman enemmän kuin Phoebus.

H&M:n liiketoiminnan kehitystä arvioitaessa on yhtä lailla syytä huomioida kruunun vahvistuminen. H&M:n kirjanpito on kruunuissa, mutta 94 % sen liiketoiminnasta on Ruotsin ulkopuolella.

Yhtiö on vuoden 2008 lopusta (3v 9kk) kasvattanut kauppajensa määrää 51 %, mutta liikevaihto (kruunuissa) on kasvanut vain 35 %. Euroissa liikevaihto on kuitenkin kasvanut 74 %, mikä kertoo, että myös kauppakohtainen myynti on jatkanut kasvuaan.

Tuloskehitys ei ole ollut aivan niin positiivinen kuin olisin toivonut. Liiketulos on kylläkin euroissa kasvanut 41 %, mutta siis selvästi liikevaihtoa hitaammin.

Edellisen 12 kk:n liikevoittomarginaali on 18,4 %, kun se vuonna 2008 oli 22,7 %. Tämän selittää osittain joidenkin Euroopan maiden heikot suhdanteet, mutta myös yhtiön suu-rehko panostukset uusiin muotiketjuihin.

Uusien ketjujen lukuja H&M ei erittele. Rivien välistä voinee silti lukea, että *COS* on mennyt hyvin ja vuonna 2008 ostetut ketjut (*Monki*, *Weekday*, *Cheap Monday*) ovat olleet petty-myksiä. Ensi keväänä H&M lanseeraa kuudennen ketjunsä nimellä *& Other Stories*, joka käsittääkseni painottuu muita ketjuja enemmän asusteisiin.

Viimeksi esittämäni kysymys, jota pidän konsernin kannalta ehkä kaikkein oleellisimpana, on edelleen vastaamatta: riittääkö Karl-Johan Perssonilla rohkeutta tappaa lempilapsiaan, jos ja kun joku uusista ketjuista ei saavuta riittävää kannattavuutta?

Pidän siitä, että H&M on pitkäjänteinen ja antaa uusille ketjuilleen riittävästi aikaa kehittyä. Tulen kuitenkin pitämään vielä enemmän siitä, kun H&M joskus lakkauttaa ensimmäisen uuden ketjunsä. Epäonnistumisia nimittäin tulee väistämättä ja vaatii rohkeutta ja itsekuria tunnustaa virheensä.

Laskettuna edellisen 12 kk:n tulokselle H&M:n P/E-luku on nykykurssilla (229 SEK) 22,4x. Viimeksi arvostus oli 21,1x ja väitin, että riittää, kun osakekurssi seuraa yhtiön kehitystä. Arvostuksen nousu ei ole tarpeen, jotta sijoitus olisi hyvä. Sama pätee edelleen ja aivan kuten viime kerralla pidän nykyistä arvostustasoa näin laadukkaalle yhtiölle kohtuullisena.

H&M:llä on siis hyvät edellytykset olla jatkossakin parhaita sijoituksiamme. Se kuitenkin edellyttää, että tarvittaessa uusia muotiketjukoikeiluja uskalletaan myös lopettaa.



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

TILAA KATSAUKSET KAVERILLE!

Millä muistaa vuodenvaihteessa fiksum tuttavaa tai perheenjäsentä, jolla on jo kaikkea? Olisiko kiva keskustella katsauksistamme kavereiden kanssa? Nyt siihen on mahdollisuus!

Internet-palvelumme kautta voivat [asiakkaamme](#) tilata **vuoden 2013 Seligson & Co katsaukset** sekä halutessaan myös **Rahastosijoittajan oppaan** lahjaksi enintään kolmelle valitsemalleen kaverille.

Noin 40-sivuinen *Rahastosijoittajan opas* on yleisen sijoitustietouden osalta kattavampi kuin lakisääteiset esitteet, mutta konkreettisempi kuin useimmat sijoituskirjat. Se on tarkoitettu käytännön oppaaksi rationaaliseen sijoitussuunnitteluun, täydentämään varsinaisia rahastositteitä.

Tuttavalle tilattavan *Rahastosijoittajan oppaan* voi internet-palvelussamme myös personoida siten, että sen kanteen tulee tilaajan lähettämä tervehdys.

Jos katsauksilauksen tekee viimeistään itsenäisyyspäivän jälkeisenä viikonloppuna, siis 9.12. mennessä, niin pyrimme toimittamaan *Rahastosijoittajan oppaat* perille jouluaattoon mennessä.

Tilaus kaverille onnistuu osoitteessa:

www.seligson.fi/kaverille.htm

Jos ei käytä internettiä, voi tilauksen tehdä myös puhelimitse soittamalla asiakaspalveluumme numeroon 09 - 6817 8200 (pankkipäivisin 9 - 17).

**Mukavia lukuhetkiä,
kaverille kanssa!**

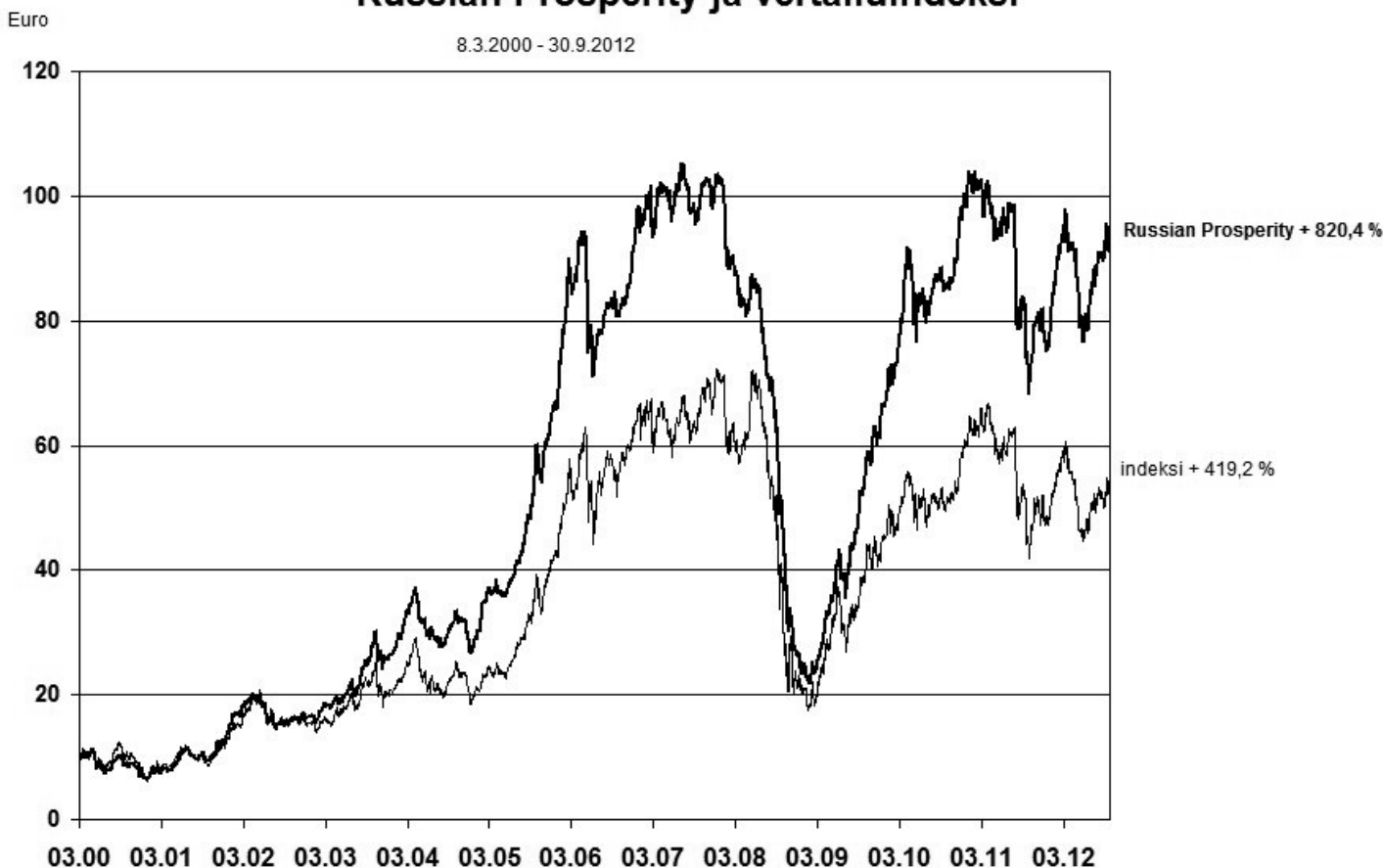


RUSSIAN PROSPERITY FUND EURO

30.9.2012

Aktiivinen osakerahasto, joka sijoittaa pääosin Venäjän osakemarkkinoille.

Russian Prosperity ja vertailuindeksi



RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	8.3.2000
Tyyppi	Osakkeet, Venäjä & IVY
Rahaston koko (milj. euroa)	163,5
Vertailuindeksi	RTS1 – Interfax (huom! hintaindeksi)
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	1,4 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	on
Merkintäpalkkio (maksetaan rahastoyhtiölle)	0–2,5 %, riippuen merkintäsummasta
Kaupankäyntipalkkio lunastettaessa (maksetaan rahastoon)	0,5 %, jos sijoitusaika alle 6 kk; muuten 0 %
Salkunhoitajat	Jonathan Aalto / Veera Siltaja

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.10.2011 – 30.9.2012

Palkkiot yhteensä (TER)	3,61 %
Tuottosidonnainen palkkio (vuoden alusta, sisältyy TER-lukuun)	2,10 %
Kaupankäyntikulut **	0,71 %
Kokonaiskulut (TKA)	4,33 %
Salkun kiertonopeus	58,67 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	32,09 %
Lähipiirin omistusosuus (30.9.2012)	0,08 %

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

TUOTTO JA VOLATILITEETTI

	Rahasto		Vertailuindeksi*	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	13,99 %	16,86 %	9,27 %	24,24 %
Vuoden alusta	21,43 %	16,83 %	8,09 %	21,74 %
1 v	26,13 %	17,22 %	16,02 %	23,66 %
3 v	72,81 %	18,55 %	32,99 %	25,11 %
5 v	-6,20 %	22,49 %	-21,24 %	37,02 %
10 v	488,10 %	20,81 %	238,38 %	32,86 %
Aloituspäivästä	820,43 %	22,71 %	419,17 %	35,29 %
Aloituspäivästä p.a.	19,31 %		14,00 %	

* Huom! Kyseessä on hintaindeksi.

SUURIMMAT OMISTUKSET

	Maa	Osuus rahastosta
TNK-BP	Venäjä	9,4 %
GAZPROM	Venäjä	8,7 %
BASHNEFT	Venäjä	6,5 %
VIMPELCOM LTD	Venäjä	5,7 %
MHP	Ukraina	5,3 %
TRANSNEFT	Venäjä	4,8 %
DIXY GROUP	Venäjä	4,8 %
SURGUTNEFTEGAS	Venäjä	4,7 %
SBERBANK OF RUSSIA	Venäjä	4,5 %
MAGNIT	Venäjä	4,4 %

SALKUNHOITAJALTA

Venäjän markkinoita kuvaava RTS-osakeindeksi nousi viimeisimmän neljänneksen aikana 9,3 %, samalla kun Russian Prosperity Fund Euro –rahasto tuotti 14,0 %.

Suurimmat nousijat olivat autonvalmistaja Sollers (+62,6 %) ja matkapuhelinoperaattori VimpelCom (+46,6 %). Rahaston hyvää kehitystä edistivät mainiosti myös isojen omistusten TNK-BP:n (+18,0 %) ja Transneftin (+28,0 %) kurssinousut. Hinnat tippuivat eniten pienehköissä omistuksissa, esimerkiksi ukrainalainen tietoliikenneyhtiö Ukrtelecom (-21,9 %) ja perusraaka-aineisiin erikoistunut Eurasian Natural Resources (-23,9 %). Melkoisia markkinaliikkeitä!

Venäläiset osakkeet ovat noususta huolimatta edelleen kaiken kaikkiaan edullisia monilla mittareilla, jos niiden hintoja verrataan osakkeisiin länsimaissa tai muilla suurilla kehittyvillä markkinoilla. Yhteistyökumppanimme PCM:n arvio rahaston omistusten P/E-luvusta vuodelle 2012 on 5,5x .

Salkku

Viimeisimmän vuosineljänneksen aikana ei salkun kymmenen suurimman omistuksen joukossa tapahtunut merkittäviä muutoksia.

Vaihdoin kaikki omistamamme öljyjätti TNK-BP:n etuosakkeet kantaosakkeiksi, sillä jälkimmäisiin kuuluu oikeus äänestää yhtiökokouksissa, mikä vahvistaa niiden asemaa mahdollisten yritysjärjestelyjen yhteydessä. Kyseessä on varoitoimenpide liittyen siihen, että TNK-BP:n toinen suuri omistaja, brittiläinen öljyjätti BP, on kiinnostunut myymään osuutensa yhtiössä. Venäjän valtion omistama Rosneft on vahva ostajaehdokas tälle osuudelle.

Myimme kaikki Bashkirenergon sijoituksemme valtionyhtiö InterRAO:lle, luovuimme sähköyritys TGK-9:stä, kazakstanilaisesta öljy-yhtiö Kazmunaigasista sekä pienehköstä omistuksestamme vähittäiskauppa-alan X5 Retail Groupissa.

Uutena tulokkaana salkussa on sähköyhtiö MRSK Center.

Salkkuun palasi öljy- ja kaasuyhtiö Tatneft, jota omistimme pitkään vuodesta 2005 lähtien, mutta josta luovuimme väliaikaisesti viime vuoden lopulla.

Rahoitussektorilla lisäsimme sijoituksiamme Venäjän suurimpaan pankkiin Sberbankiin, jonka osuus rahastosta oli toisen neljänneksen päättyessä 4,5 %.

Toimiala	Rahasto %	RTS %
Öljy & kaasuu	40	54
Muut raaka-aineet	5	15
Teollisuus	7	1
Telekommunikaatio	8	5
Energia (sähkö)	7	5
Rahoitus	10	17
Kulutustavarat	23	3

Rahaston salkku on edelleen melko keskittynyt, sillä kymmenen suurimman omistuksemme yhteenlaskettu painoarvo oli syyskuun lopussa 58,9 % rahaston koko varallisuudesta.

Toimialajako ei ole kauppojen myötä muuttunut kovinkaan paljoa. Olemme edelleen RTS-indeksiin nähden vahvasti yli-painossa kulutustavaroissa ja alipainossa öljy- ja kaasu-sektoreilla sekä rahoituksessa ja muissa raaka-aineissa. Öljy- ja kaasusektorin osuuden pienentyminen sekä teollisuuden kasvu edellisestä neljänneksestä johtuvat ennen muuta markkinaliikkeistä. Ylipaino indeksiin nähden telekommunikaatiossa tasoittui vuoden ensimmäisten kuuden kuukauden aikana selvästi, mutta nyt tämä painotusmuutos pysähtyi.

Terveempi ja turvallisempi Venäjä

Venäjän työttömyysluvut olivat heinäkuussa nyky-Venäjän matalimmalla tasolla. Matalan tuloveroprosentin sekä parantuvan työllisyyden lisäksi Venäjän viimeaikaiset väestörakenteen muutokset tukevat näkemystä kulutussektorin painottamisen järkevyydestä.

Uusimmat tilastot kertovat, että viimeisimmän seitsemän vuoden aikana kuolleisuus on Venäjällä ollut laskussa ja syntyvyys voimakkaasti kasvussa, mikä ennusteiden mukaan nostaa Venäjän luonnollisen väestönkasvun positiivisiin lukuihin vielä tämän vuoden aikana.

Venäjän väestön luonnollisen kasvun on väitetty olevan jopa vakaampaa kuin Saksan ja suunta on vahvasti positiivinen. Amerikkalainen Forbes -lehti kirjoitti hiljattain, että länsimaissa tulisi tarkistaa Venäjään liittyviä stereotyyppioita, sillä maa on ainakin virallisten tilastojen mukaan turvallisempi ja ihmiset terveempiä kuin koskaan aiemmin.*

Valtion yritysten yksityistäminen

Putinin uuden hallinnon tavoitteena on suurimpien valtion omistamien listattujen yritysten yksityistäminen vuoteen 2016 mennessä. Tämä on PCM:n mukaan kunnianhimoisin yksityistämishanke sitten 1990-luvun puolivälin suurten muutosten. Osa hankinnoistamme, kuten MRSK Center, on jo tässä vaiheessa tehty näitä tulevaisuuden toimenpiteitä ajatellen

Venäjän keskuspankki ilmoitti syyskuussa myyvänsä 7,6 % omistuksistaan Sberbankissa, jonka jälkeen valtiolla on pankissa enää yhden osakkeen enemmistö. PCM näkee sen osoituksena siitä, että Venäjän hallitus on aidosti sitoutunut mittaavaan yksityistämishjelmaansa.

Prosperity Capital Managementin raporttien pohjalta,



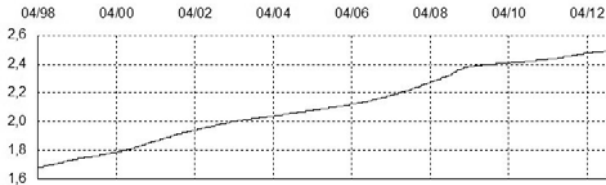
Veera Siltaoja, salkunhoitaja
veera.siltaoja@seligson.fi

* www.forbes.com/sites/markadomanis/2012/09/05/russias-demographics-continue-to-improve-natural-population-growth-likely-in-2012/

PASSIIVISET RAHASTOT

RAHAMARKKINARAHASTO AAA
30.9.2012

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Rahamarkkinarahasto sijoittaa lyhyisiin euromääräisiin korkoinstrumentteihin.

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	1.4.1998
Tyyppi	Lyhyet korot, euro-alue
Rahaston koko (milj. euroa)	296,6
Vertailuindeksi	3 kk euriborindeksi
Hallinnointi- ja säilytyspalkkiot	0,18 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintäpalkkio	ei
Lunastuspalkkio	ei
Salkunhoitajat	Jani Holmberg, Inari Nilsson, Aleksi Härmä

TUOTTO JA VOLATILITEETTI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	0,25 %	0,06 %	0,20 %	0,06 %
Vuoden alusta	0,97 %	0,05 %	0,82 %	0,08 %
1 v	1,44 %	0,06 %	1,26 %	0,08 %
3 v	3,72 %	0,06 %	3,12 %	0,07 %
5 v	11,98 %	0,14 %	11,65 %	0,17 %
10 v	26,29 %	0,13 %	27,49 %	0,15 %
Aloituspäivästä	48,04 %	0,14 %	51,04 %	0,17 %
Aloituspäivästä p.a.	2,74 %		2,88 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.10.2011 – 30.9.2012

Palkkiot yhteensä (TER)	0,18 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut (arvio)	0,01 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,20 %
Salkun kiertonopeus	38,70 %
Salkun korkoriski (duraatio)	0,28
Välityspalkkiot lähipiirille	0,00 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	0,02 %
Lähipiirin omistusosuus (30.9.2012)	0,65 %

SUURIMMAT OMISTUKSET

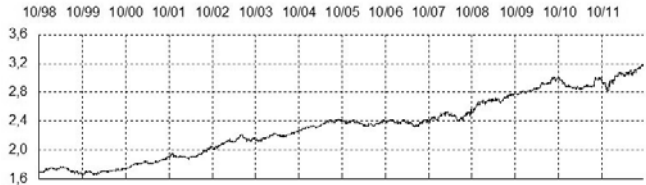
Maa Osuus rahastosta

Sijoitustodistus Tapiola Pankki 14.11.2012	Suomi	3,0 %
Sijoitustodistus SHB 23.11.2012	Suomi	3,0 %
Sijoitustodistus Tapiola Pankki 14.02.2013	Suomi	3,0 %
Sijoitustodistus SHB 12.10.2012	Suomi	2,7 %
Määräaikainen talletus Helsingin OP Pankki 13.03.2013	Suomi	2,4 %
Sijoitustodistus Nordea 12.12.2012	Suomi	2,4 %
Määräaikainen talletus AsuntoHypoPankki 09.01.2013	Suomi	2,1 %
Määräaikainen talletus Helsingin OP Pankki 15.10.2012	Suomi	2,0 %
Määräaikainen talletus Nordea 03.01.2013	Suomi	2,0 %
Sijoitustodistus Pohjola Pankki Oyj 24.10.2012	Suomi	2,0 %
Suurimmat vastapuolet yhteenlaskettuina		
Tapiola Pankki	Suomi	15,4 %
Pohjola Pankki (OP)	Suomi	15,3 %
Ålandsbanken	Suomi	14,2 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

EURO-OBLIGAATIO
30.9.2012

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Rahasto mallintaa euroalueen valtioiden euromääräisten lainojen indeksia.

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	14.10.1998
Tyyppi	Pitkät korot, euro-alue
Rahaston koko (milj. euroa)	45,7
Vertailuindeksi	EFFAS Bond Indices Euro Govt All > 1Yr
Hallinnointi- ja säilytyspalkkiot	0,28 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintäpalkkio	ei
Kaupankäyntipalkkio lunastettaessa (maksetaan rahastoon)	0 % (0,2 %, jos sijoitusaika < 3 kk)
Salkunhoitajat	Jani Holmberg, Inari Nilsson, Aleksi Härmä

TUOTTO JA VOLATILITEETTI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	4,05 %	3,93 %	3,68 %	4,17 %
Vuoden alusta	7,72 %	4,28 %	8,13 %	4,33 %
1 v	6,52 %	5,16 %	6,87 %	5,09 %
3 v	14,76 %	4,07 %	10,94 %	4,25 %
5 v	32,94 %	4,49 %	27,99 %	4,41 %
10 v	56,35 %	3,96 %	54,35 %	3,91 %
Aloituspäivästä	89,46 %	3,82 %	88,88 %	3,76 %
Aloituspäivästä p.a.	4,68 %		4,66 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.10.2011 – 30.9.2012

Palkkiot yhteensä (TER)	0,28 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut (arvio)	0,02 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,30 %
Salkun kiertonopeus	7,80 %
Lainaluokitukset (rating)	AAA 54,4 %, AA 10,9 %, BBB 33,3 %, BB 1,3 % alle B 0,2 %
Salkun korkoriski (duraatio)	6,20
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	1,81 %
Lähipiirin omistusosuus (30.9.2012)	0,01 %

SUURIMMAT OMISTUKSET

Maa Osuus rahastosta

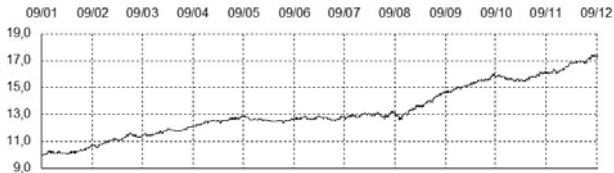
Ranskan valtion obligaatio 4,25% 25.04.2019	Ranska	9,1 %
Saksan valtion obligaatio 6,25% 04.01.2024	Saksa	9,0 %
Italian valtion obligaatio 4,25% 01.03.2020	Italia	7,5 %
Saksan valtion obligaatio 4,0% 04.01.2018	Saksa	6,3 %
Ranskan valtion obligaatio 3,50% 25.04.2015	Ranska	6,2 %
Italian valtion obligaatio 4,25% 01.08.2014	Italia	6,1 %
Ranskan valtion obligaatio 5,50% 25.04.2029	Ranska	5,1 %
Saksan valtion obligaatio 3,50% 04.01.2016	Saksa	5,0 %
Itävallan valtion obligaatio 3,90% 15.07.2020	Itävalta	4,4 %
Espanjan valtion obligaatio 4,10% 30.07.2018	Espanja	4,2 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

EURO CORPORATE BOND

30.9.2012

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Rahasto mallintaa euromääräisten yrityslainojen indeksia.

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	14.9.2001
Tyyppi	Pitkät korot, euro-alue
Rahaston koko (milj. euroa)	61,3
Vertailuindeksi	Merrill Lynch EMU Corporates Non-Financial Index
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,33 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintä-/lunastuspalkkio (maksetaan rahastoyhtiölle)	ei
Kaupankäyntipalkkio lunastettaessa (maksetaan rahastoon)	0 % (0,2 %, jos sijoitusaika < 3 kk)
Salkunhoitaja	Jani Holmberg, Inari Nilsson, Aleks Hämä

TUOTTO JA VOLATILITEETTI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	3,64 %	2,41 %	3,69 %	2,84 %
Vuoden alusta	6,67 %	2,33 %	7,94 %	2,44 %
1 v	8,48 %	2,71 %	9,67 %	2,91 %
3 v	18,53 %	2,86 %	20,30 %	2,78 %
5 v	36,47 %	3,49 %	38,92 %	3,21 %
10 v	62,42 %	3,18 %	74,48 %	2,98 %
Aloituspäivästä	74,02 %	3,17 %	86,73 %	3,01 %
Aloituspäivästä p.a.	5,14 %		5,81 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.10.2011 – 30.9.2012

Paalkiot yhteensä (TER)	0,33 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut (arvio)	0,05 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,39 %
Salkun kiertonopeus	-11,39 %
Lainaluokitukset	AAA 4,9 %, AA 10,9 %, A 43,2 %, BBB 40,4 %, BB 0,7 %
Salkun korkoriski (duraatio)	4,30
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	1,03 %
Lähipiirin omistusosuus (30.9.2012)	0,01 %

SUURIMMAT OMISTUKSET

Maa Osuus rahastosta

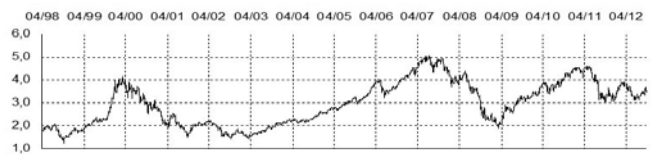
ELECTRICITE DE FRANCE 6,25% 25.01.2021	Ranska	1,5 %
ENEL-SOCIETA PER AZIONI 5,25% 20.06.2017	Italia	1,4 %
ENI SPA 4,75% 14.11.2017	Italia	1,3 %
VEOLIA ENVIRONNEMENT 4,375% 16.01.2017	Ranska	1,3 %
E.ON INTL FINANCE BV 5,75% 07.05.2020	Saksa	1,3 %
TELEFONICA EMISIONES 5,496% 01.04.2016	Espanja	1,2 %
ASF 5,625% 04.07.2022	Ranska	1,2 %
DEUTSCHE BAHN FINANCE BV 5,0% 24.07.2019	Saksa	1,2 %
VOLKSWAGEN INTL FIN 5,375% 22.5.2018	Saksa	1,2 %
SIEMENS FINANCE 5,125% 20.02.2017	Saksa	1,2 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

SUOMI INDEKSIRAHASTO

30.9.2012

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Suomalaisiin osakkeisiin sijoittava indeksirahasto.

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	1.4.1998
Tyyppi	Osakerahasto, Suomi
Rahaston koko (milj. euroa)	42,2
Vertailuindeksi	OMX GES Sustainability Finland Index
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,45 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintä-/lunastuspalkkio (maksetaan rahastoyhtiölle)	ei
Kaupankäyntipalkkio lunastettaessa (maksetaan rahastoon)	0,1 % merkittäessä ja lunastettaessa (0,5 % lunastettaessa jos sijoitusaika < 6 kk)
Salkunhoitaja	Jani Holmberg, Inari Nilsson, Aleks Hämä

TUOTTO JA VOLATILITEETTI

	Rahasto		Vertailuindeksi*	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	7,92 %	23,50 %	8,00 %	23,57 %
Vuoden alusta	6,77 %	23,45 %	7,02 %	23,53 %
1 v	10,39 %	25,68 %	10,66 %	25,75 %
3 v	7,40 %	24,12 %	8,57 %	24,15 %
5 v	-29,18 %	27,04 %	-26,93 %	27,16 %
10 v	128,35 %	22,37 %	123,18 %	22,45 %
Aloituspäivästä	103,80 %	25,70 %	74,42 %	25,97 %
Aloituspäivästä p.a.	5,03 %		3,91 %	

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

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.10.2011 – 30.9.2012

Paalkiot yhteensä (TER)	0,45 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,06 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,52 %
Salkun kiertonopeus	-8,91 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	0,39 %
Lähipiirin omistusosuus (30.9.2012)	0,10 %

SUURIMMAT OMISTUKSET

Maa Osuus rahastosta

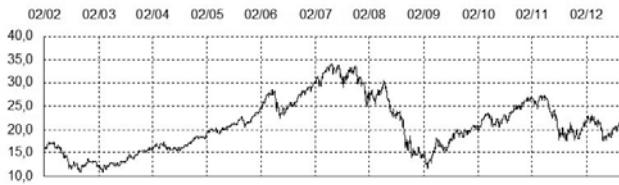
KONE OYJ-B	Suomi	10,7 %
FORTUM OYJ	Suomi	9,5 %
WÄRTSILA OYJ	Suomi	8,7 %
NOKIA OYJ	Suomi	8,7 %
UPM-KYMMENE OYJ	Suomi	7,5 %
METSO OYJ	Suomi	6,2 %
STORA ENSO OYJ-R SHS	Suomi	5,0 %
ORION OYJ-CLASS B	Suomi	3,8 %
KESKO OYJ-B SHS	Suomi	3,5 %
YIT OYJ	Suomi	2,6 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

PASSIIVISET RAHASTOT

OMX HELSINKI 25 PÖRSSINOTEERATTU RAHASTO 30.9.2012

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



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

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	8.2.2002
Tyyppi	Osakerahasto, Suomi
Rahaston koko (milj. euroa)	126,8
Vertailuindeksi	OMX Helsinki 25 -osakeindeksi
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,11–0,18 % (rahaston koon mukaan)
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintäpalkkio	- / osakevälityspalkkio
Lunastuspalkkio	- / osakevälityspalkkio
Salkunhoitaja	Jani Holmberg, Inari Nilsson, Alekski Härmä

TUOTTO JA VOLATILITEETTI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto*	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	8,76 %	22,78 %	8,79 %	22,87 %
Vuoden alusta	10,73 %	24,56 %	4,85 %	25,17 %
1 v	15,98 %	28,28 %	9,87 %	28,73 %
3 v	20,76 %	25,31 %	5,72 %	25,59 %
5 v	-23,44 %	29,45 %	-38,74 %	29,70 %
10 v	167,92 %	23,88 %	79,26 %	24,10 %
Aloituspäivästä	100,30 %	23,81 %	29,98 %	24,03 %
Aloituspäivästä p.a.	6,74 %		2,49 %	

* Huom! Rahaston tuotto on laskettu ottaen huomioon rahastosta jaetut tuotonmaksut. OMXH25-indeksi on hintaindeksi eli siinä ei ole mukana osinkoja.

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.10.2011 – 30.9.2012

Palkkiot yhteensä (TER)	0,17 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,05 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,22 %
Salkun kiertonopeus	33,71 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoiikkeama (tracking error)	0,23 %
Lähipiirin omistusosuus (30.9.2012)	0,0 %

SUURIMMAT OMISTUKSET

Maa Osuus rahastosta

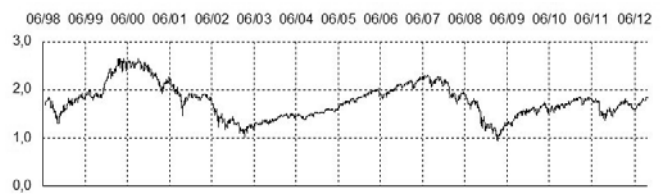
SAMPO OYJ-A SHS	Suomi	10,6 %
KONE OYJ-B	Suomi	10,2 %
NOKIA OYJ	Suomi	10,0 %
FORTUM OYJ	Suomi	8,3 %
WÄRTSILA OYJ	Suomi	6,1 %
UPM-KYMMENE OYJ	Suomi	6,1 %
TELIASONERA AB	Ruotsi	5,7 %
NOKIAN RENKAAT OYJ	Suomi	5,5 %
METSO OYJ	Suomi	4,9 %
NORDEA BANK AB - FDR	Ruotsi	4,1 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

EUROOPPA INDEKSIRAHASTO

30.9.2012

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Osakeindeksirahasto, joka seuraa DJ Sustainability Europe-indeksiä.

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	15.6.1998
Tyyppi	Osakerahasto, Eurooppa
Rahaston koko (milj. euroa)	58,6
Vertailuindeksi	DJ Sustainability Europe 20.9.2010 asti DJ STOXX Sustainability
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,45 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintä-/lunastuspalkkio (maksetaan rahastoyhtiölle)	ei
Kaupankäyntipalkkio (maksetaan rahastoon)	0,1 % merkittäessä ja lunastettaessa (0,5 % lunastettaessa, jos sijoitusaika < 6 kk)
Salkunhoitaja	Jani Holmberg, Inari Nilsson, Alekski Härmä

TUOTTO JA VOLATILITEETTI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	9,65 %	13,85 %	9,86 %	13,82 %
Vuoden alusta	13,95 %	14,32 %	14,25 %	14,76 %
1 v	22,98 %	17,28 %	23,36 %	18,44 %
3 v	17,72 %	19,11 %	19,17 %	19,46 %
5 v	-18,44 %	24,38 %	-15,93 %	24,60 %
10 v	48,29 %	20,90 %	58,55 %	21,04 %
Aloituspäivästä	7,65 %	22,86 %	22,11 %	23,12 %
Aloituspäivästä p.a.	0,52 %		1,41 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.10.2011 – 30.9.2012

Palkkiot yhteensä (TER)	0,47 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,07 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,54 %
Salkun kiertonopeus	12,17 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoiikkeama (tracking error)	0,50 %
Lähipiirin omistusosuus (30.9.2012)	0,24 %

SUURIMMAT OMISTUKSET

Maa Osuus rahastosta

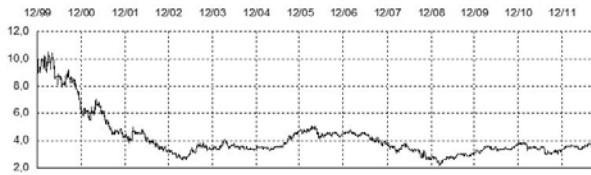
NESTLE SA-REG	Sveitsi	6,0 %
NOVARTIS AG-REG	Sveitsi	4,9 %
ROCHE HOLDING AG-GENUSSCHEIN	Sveitsi	3,9 %
TOTAL SA	Ranska	3,5 %
BRITISH AMERICAN TOBACCO PLC	Iso-Britannia	2,9 %
SIEMENS AG-REG	Saksa	2,4 %
BASF SE	Saksa	2,3 %
BANCO SANTANDER SA	Espanja	2,2 %
BAYER AG-REG	Saksa	2,1 %
DIAGEO PLC	Iso-Britannia	2,1 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

AASIA INDEKSIRAHASTO

30.9.2012

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Osakeindeksirahasto, joka seuraa DJ Sustainability Asia Pacific -indeksiä.

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	29.12.1999
Tyyppi	Osakerahasto, Aasia
Rahaston koko (milj. euroa)	23,9
Vertailuindeksi	Dow Jones Sustainability Asia Pacific 31.3.2009 asti TOPIX Core 30 Return Index
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,45 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintä-/lunastuspalkkio (maksetaan rahastoyhtiölle)	ei
Kaupankäyntipalkkio (maksetaan rahastoon)	0,1 % merkittäessä ja lunastettaessa (0,5 % lunastettaessa, jos sijoitusaika < 6 kk)
Salkunhoitaja	Jani Holmberg, Inari Nilsson, Alekski Härmä

TUOTTO JA VOLATILITEETTI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	2,76 %	12,10 %	2,21 %	13,17 %
Vuoden alusta	10,94 %	12,77 %	10,06 %	13,88 %
1 v	16,88 %	14,59 %	17,23 %	15,45 %
3 v	21,46 %	15,89 %	23,77 %	16,95 %
5 v	-10,00 %	21,58 %	-5,35 %	22,63 %
10 v	-0,40 %	20,77 %	6,11 %	21,57 %
Aloituspäivästä	-63,27 %	22,89 %	-59,61 %	23,93 %
Aloituspäivästä p.a.	-7,55 %		-6,86 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.10.2011 – 30.9.2012

Palkkiot yhteensä (TER)	0,48 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,02 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,50 %
Salkun kiertonopeus	0,39 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	5,16 %
Lähipiirin omistusosuus (30.9.2012)	0,16 %

SUURIMMAT OMISTUKSET

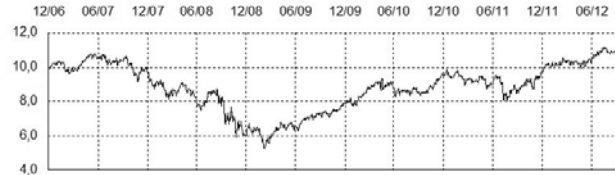
	Maa	Osuus rahastosta
SAMSUNG ELECTR-GDR	Korean tasavalta	6,9 %
TOYOTA MOTOR CORP	Japani	5,5 %
BHP BILLITON LTD	Australia	5,2 %
COMMONWEALTH BANK OF AUSTRALIA	Australia	4,4 %
WESTPAC BANKING CORP	Australia	3,8 %
AUST AND NZ BANKING GROUP	Australia	3,3 %
MITSUBISHI UFJ FINANCIAL GROUP	Japani	3,1 %
NATIONAL AUSTRALIA BANK LTD	Australia	2,8 %
TAIWAN SEMICONDUCTOR-SP ADR	Taiwan	2,7 %
SUMITOMO MITSUI FINANCIAL GR	Japani	2,1 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

POHJOIS-AMERIKA INDEKSIRAHASTO

30.9.2012

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Osakeindeksirahasto, joka seuraa DJ Sustainability North America -indeksiä.

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	29.12.2006
Tyyppi	Osakerahasto, Pohjois-Amerikka
Rahaston koko (milj. euroa)	33,5
Vertailuindeksi	DJ Sustainability North America 1.7.2008 asti Dow Jones Industrial Average TR
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,43 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintä-/lunastuspalkkio (maksetaan rahastoyhtiölle)	ei
Kaupankäyntipalkkio (maksetaan rahastoon)	0,1 % merkittäessä ja lunastettaessa (0,5 % lunastettaessa, jos sijoitusaika < 6 kk)
Salkunhoitaja	Jani Holmberg, Inari Nilsson, Alekski Härmä

TUOTTO JA VOLATILITEETTI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	5,50 %	10,14 %	5,81 %	10,49 %
Vuoden alusta	10,90 %	11,74 %	11,61 %	12,16 %
1 v	25,02 %	14,08 %	25,97 %	14,61 %
3 v	48,66 %	16,68 %	53,12 %	17,21 %
5 v	4,21 %	24,06 %	7,06 %	24,67 %
Aloituspäivästä	8,66 %	22,91 %	12,65 %	23,47 %
Aloituspäivästä p.a.	1,45 %		2,09 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.10.2011 – 30.9.2012

Palkkiot yhteensä (TER)	0,45 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,02 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,47 %
Salkun kiertonopeus	10,14 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	0,54 %
Lähipiirin omistusosuus (30.9.2012)	0,05 %

SUURIMMAT OMISTUKSET

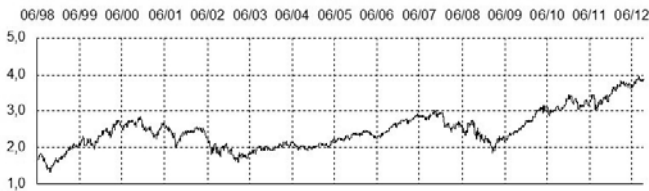
	Maa	Osuus rahastosta
EXXON MOBIL CORP	Yhdysvallat	7,4 %
GENERAL ELECTRIC CO	Yhdysvallat	4,2 %
CHEVRON CORP	Yhdysvallat	4,0 %
MICROSOFT CORP	Yhdysvallat	4,0 %
INTL BUSINESS MACHINES CORP	Yhdysvallat	3,8 %
AT&T INC	Yhdysvallat	3,8 %
PROCTER & GAMBLE CO/THE	Yhdysvallat	3,3 %
JOHNSON & JOHNSON	Yhdysvallat	3,3 %
MERCK & CO. INC.	Yhdysvallat	2,4 %
INTEL CORP	Yhdysvallat	2,0 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

PASSIIVISET RAHASTOT

GLOBAL TOP 25 BRANDS
30.9.2012

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Osakekorirahasto, joka sijoittaa maailman arvostetuimpiin tavaramerkkeihin.

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	18.6.1998
Tyyppi	Osakerahasto, maailma
Rahaston koko (milj. euroa)	114,5
Vertailuindeksi	50% MSCI Consumer Discretionary NDR 50% MSCI Consumer Staples NDR
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,6 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintä-/lunastuspalkkio (maksetaan rahastoyhtiölle)	ei
Kaupankäyntipalkkio (maksetaan rahastoon)	0,5 % lunastettaessa, jos sijoitusaika < 6 kk
Salkunhoitaja	Jani Holmberg, Inari Nilsson, Aleksii Härmä

TUOTTO JA VOLATILITEETTI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	4,22 %	9,24 %	6,10 %	12,23 %
Vuoden alusta	7,45 %	9,67 %	16,23 %	12,50 %
1 v	18,37 %	10,80 %	27,82 %	13,17 %
3 v	56,89 %	13,18 %	68,53 %	15,31 %
5 v	32,92 %	18,35 %	34,59 %	19,18 %
10 v	105,79 %	16,58 %	81,71 %	16,47 %
Aloituspäivästä	128,32 %	18,31 %	73,38 %	16,96 %
Aloituspäivästä p.a.	5,95 %		3,92 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.10.2011 – 30.9.2012

Paikkot yhteensä (TER)	0,60 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,02 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,63 %
Salkun kiertonopeus	7,28 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksi-poikkeama (tracking error)	5,21 %
Lähipiirin omistusosuus (30.9.2012)	0,09 %

SUURIMMAT OMISTUKSET

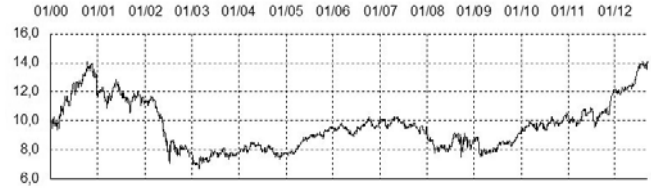
Maa Osuus rahastosta

WALT DISNEY CO/THE	Yhdysvallat	8,7 %
GOOGLE INC-CL A	Yhdysvallat	7,3 %
COCA-COLA CO/THE	Yhdysvallat	7,0 %
PROCTER & GAMBLE CO/THE	Yhdysvallat	6,5 %
MCDONALD'S CORP	Yhdysvallat	5,8 %
L'OREAL	Ranska	3,8 %
COLGATE-PALMOLIVE CO	Yhdysvallat	3,6 %
AMERICAN EXPRESS CO	Yhdysvallat	3,6 %
NESTLE SA-REG	Sveitsi	3,5 %
MICROSOFT CORP	Yhdysvallat	3,5 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

GLOBAL TOP 25 PHARMACEUTICALS
30.9.2012

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Osakekorirahasto, joka sijoittaa maailman suurimpien lääkeyritysten osakkeisiin.

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	17.1.2000
Tyyppi	Osakerahasto, lääketieteellisyys
Rahaston koko (milj. euroa)	59,1
Vertailuindeksi	MSCI Pharma & Biotech NDR
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,6 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintä-/lunastuspalkkio (maksetaan rahastoyhtiölle)	ei
Kaupankäyntipalkkio (maksetaan rahastoon)	0,5 % lunastettaessa, jos sijoitusaika < 6 kk
Salkunhoitaja	Jani Holmberg, Inari Nilsson, Aleksii Härmä

TUOTTO JA VOLATILITEETTI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	8,08 %	9,27 %	8,80 %	10,60 %
Vuoden alusta	17,72 %	8,94 %	18,30 %	11,05 %
1 v	32,64 %	9,88 %	32,54 %	12,15 %
3 v	62,99 %	11,92 %	58,67 %	14,52 %
5 v	44,87 %	16,24 %	37,27 %	18,25 %
10 v	79,12 %	14,54 %	49,71 %	16,48 %
Aloituspäivästä	40,27 %	16,04 %	19,33 %	16,48 %
Aloituspäivästä p.a.	2,70 %		1,40 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.10.2011 – 30.9.2012

Paikkot yhteensä (TER)	0,61 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,02 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,63 %
Salkun kiertonopeus	-23,16 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksi-poikkeama (tracking error)	2,49 %
Lähipiirin omistusosuus (30.9.2012)	0,10 %

SUURIMMAT OMISTUKSET

Maa Osuus rahastosta

MERCK & CO. INC.	Yhdysvallat	7,1 %
ROCHE HOLDING AG-GENUSSCHEIN	Sveitsi	6,8 %
PFIZER INC	Yhdysvallat	6,3 %
JOHNSON & JOHNSON	Yhdysvallat	6,0 %
NOVARTIS AG-REG	Sveitsi	5,7 %
BIOGEN IDEC INC	Yhdysvallat	5,5 %
GILEAD SCIENCES INC	Yhdysvallat	4,1 %
AMGEN INC	Yhdysvallat	4,1 %
ABBOTT LABORATORIES	Yhdysvallat	3,7 %
CELGENE CORP	Yhdysvallat	3,6 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

KEHITTYVÄT MARKKINAT

30.9.2012



Erikoissijoitusrahasto, joka sijoittaa kehittyville markkinoille erittäin laajasti hajautettuun passiiviseen DFA Emerging Markets Value Fund -rahastoon.

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	3.9.2010
Tyyppi	Osakerahasto (syöttörahasto), kehittyvät markkinat
Rahaston koko (milj. euroa)	22,4
Vertailuindeksi	MSCI Emerging Markets Value Index
Hallinnointi- ja säilytyspalkkiot	A-osuudet 0,25 % + kohderahasto 0,50 %, I-osuudet 0 % + kohderahasto 0,50 %
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintäpalkkio	0 %
Lunastuspalkkio	0 %, jos sijoitusaika ≥ 12 kk 0,5 %, jos sijoitusaika < 12 kk mutta ≥ 6 kk 1 %, jos sijoitusaika < 6 kk
Salkunhoitajat	Jonathan Aalto / Veera Siltaja

TUOTTO JA VOLATILITEETTI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	7,8 %	13,7 %	5,7 %	12,7 %
Vuoden alusta	-0,1 %	16,0 %	0,2 %	13,5 %
1 v	17,8 %	17,4 %	20,4 %	15,5 %
Aloituspäivästä	-4,6 %	17,7 %	4,4 %	16,0 %
Aloituspäivästä p.a.	-2,3 %		2,1 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.10.2011 – 30.9.2012

Palkkiot yhteensä (TER)	A: 0,93 % I: 0,68 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Salkun kiertonopeus	-10,49 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	7,95 %
Lähipiirin omistusosuus (30.9.2012)	0,12 %
Kaupankäyntikuluja ja kokonaiskuluja (TKA) emme ainakaan toistaiseksi voi julkaista, koska rahastosta, johon syöttörahastona toimiva Seligson & Co Kehittyvät Markkinat sijoittaa, ei niitä ole saatavilla.	

VERO VEROTTA (tuottoja)

Euroopan valtiot etsivät kiivaasti uusia säästö- ja verotuskohteita tilkitäkseen budjettivajeitaan. Parhailaan käydään kiivasta keskustelua Euroopan komission ja parlamentin ajamasta transaktioverosta. Verolle pantaisiin osake- ja joukkovelkakirjakaupat 0,1 %:n veroasteella ja johdannaiskaupat 0,01 %:lla.

Voidaan perustellusti kysyä, mitä järkeä olisi verottaa suoria sijoituksia enemmän kuin johdannaiskauppoja – ja juuri näin Anders Oldenburg seuraavalla sivulla perustellen kysyy.

Ranska on jo ottanut verosta käyttöön oman versionsa. Elokuun alussa voimaan tullut 0,2 % suuruinen vero peritään pääasiallisesti osakekaupoista ja vero koskee niiden listattujen yhtiöiden osakkeita, joiden pääkonttori sijaitsee Ranskassa ja joiden markkina-arvo ylittää miljardin euron.

Transaktioveron maksaa ostaja ja se lasketaan kaupan arvosta. Kaupan osapuolten kotipaikalla tai sillä missä kauppa on tehty ei ole merkitystä. Veron kerää kaupan välittävä meklari, joka luonnollisesti perii veron asiakkailtaan.

Ranska ei kuitenkaan ole ainoa arvopaperikaupan verottaja. Myös Seligson & Co:n rahastoissa on jo pitkään ollut osakkeita, joihin liittyvistä kaupoista kannetaan erilaisia veroja tai veroluonteisia maksuja.

Iso-Britanniassa osakkeiden ostoista maksetaan jopa 0,5 %:n leimaveron, välityspalkkioiden yhteydessä. Yli 10 000 punnan ostoista ja myynneistä maksetaan myös yhden punnan suuruinen maksu nimeltään *PTM Levy*. Tämä on korvamerkitty *Takeovers and Mergers* -lautakunnalle, jonka päätarkoituksena on valvoa yritysostoja ja -sulautumisia.

Myös Hong Kong kerää 0,2 %:n leimaveron osakkeiden ostoista ja myynneistä. Tämän lisäksi Hong Kongin arvopaperiviranomainen kerää 0,003 %:n maksua arvopaperikauppojen osapuolilta.

Taiwanissa ja Etelä-Koreassa osakekaupan ostaja maksaa 0,3 %:n transaktioveron. No, Etelä-Koreassa se menee tarkalleen ottaen niin, että puolet eli 0,15 % verosta on itse transaktioveroa ja 0,15 % *maatalousveroa*. Kyllä, en narraa.

Verojen ja muiden maksujen vaikutuksesta rahastoihimme saa kuvan, kun ne suhteutetaan rahastojemme kokonaiskuluuihin. Eurooppa -rahaston kokonaiskuluaste TKA oli vuonna 2011 0,493 % ja jos Iso-Britannian vero olisi laskettu luvusta pois, olisi se ollut 0,484 %. Jos taas Ranskan vero olisi nykyisellään ollut voimassa jo vuonna 2011, niin TKA olisi noussut 0,003 prosenttiyksikköä eli 0,496 %:iin.

Ranskan transaktiovero on itse asiassa selvästi välityspalkkiota suurempi. Kaavaillut verot kasvattavat ennen muuta kaupankäynnin kustannuksia ja luovat paineita erityisesti aktiivisesti kauppaa käyville rahastoille ja sijoittajille.

Jaana Timonen, varainhoitaja
jaana.timonen@seligson.fi

FINANSVÄRLDENS TERRÄNGBILAR

- aktier eller aktiederivat?

Ingen av oss älskar väl skatter, men beskattning har många syften. Primärt är det förstås frågan om att finansiera våra gemensamma utgifter, och skatter fungerar då ungefär som bolagsvederlaget i ett bostadsaktiebolag. Skatter har också en betydande roll för inkomst- och förmögenhetsfördelning samt – kanske speciellt på senare tid – i att styra efterfrågan på olika produkter.

En grundprincip i ekonomisk teori är ju att då priset på en vara stiger, minskar dess efterfrågan. Således kan man till exempel försöka uppnå social- och miljöpolitiska mål genom att beskatta tobaks- och alkoholprodukter, som är ohälsosamma, beskatta bensinslukande terräng- och sportbilar, som förorsakar större utsläpp än små bilar, beskatta kolkraft, som förorsakar mer miljöproblem än vattenkraft, eller beskatta aktieaffärer mer än affärer i derivatinstrument, för att uppmuntra spekulering och skapa instabilitet i det finansiella systemet. Hoppsan – nu gick det visst fel någonstans?

Uppnår vi målen?

Den av EU föreslagna finansiella transaktionsskatten har varit starkt på tapeten i början av oktober. Kommunalvalen står för dörren, så den politiska debatten är vildare än vanligt. Politiskt är väl ståndpunkterna ungefär de väntade, vänstern är för skatten och högern emot den.

Däremot förvånar det mig storligen att nästan ingen har fäst någon uppmärksamhet vid den föreslagna skattens struktur, och huruvida man faktiskt skulle uppnå de målsättningar som har kommunicerats med den struktur som har föreslagits.

I sitt förslag till en finansiell transaktionsskatt¹ nämner EU-kommissionen att målsättningarna med skatten är: 1) att skapa nya skatteintäkter för att finansiera följderna av finanskrisen; 2) att få finanssektorn, som idag är underbeskattad, att betala sin andel av kalaset; samt 3) att motverka kortsiktig spekulering, oskälig risktagning och användningen av komplexa derivatinstrument, och därmed förbättra stabiliteten i det finansiella systemet.

Som en lösning föreslår kommissionen att normala affärer i till exempel aktier, obligationer, valutor och fondandelar skulle beskattas med 0,1 % av affärens värde och att affärer i derivatinstrument skulle beskattas med 0,01 % av instrumentets underliggande värde.

Hoppsan.

Det är väl ganska självklart att vi i en sådan värld hellre än att köpa en aktie köper en evig köpoption på samma aktie, med ett marginellt lågt inlösenpris, eller att vi hellre än att köpa en bankobligation gör en lång swap-affär, där ifrågavarande bank betalar oss motsvarande ränta. Förslaget skulle alltså förskjuta en ännu större del av marknaden till derivatinstrument än vad fallet är idag.

Befogad derivatoro

Redan idag är derivatinstrumentens andel av marknaden enorm. EU-kommissionen har beräknat att den föreslagna skatten skulle inbringa 57 miljarder euro, varav två tredjedelar från derivataffärer. Detta innebär att över 95 % av alla beskattningsbara affärer redan idag sker i derivatinstrument. För aktier är siffran dryga 80 % och på ränte- och valuta-marknaderna klart större.

Såsom Lehman Brothers-debaklet utvisade är problemet med derivaten att de oftast görs direkt mellan två parter och sällan genom ett clearinginstitut, som t.ex. aktieaffärer. Därmed uppstår ett nätverk av motpartsrisker, som gör olika finansiella aktörer beroende av varandra och därmed försvagar hela systemets balans. Vill vi åt detta – och det borde vara ett av våra främsta mål – så skulle det kännas logiskt att prioritera utvecklingen av centrala derivatclearinginstitut snarare än transaktionsskatter. Men ifall vi ska ha en skatt borde den väl straffa terrängbilarna?

Det känns lite humoristiskt att kommissarie Rehn förra veckan anklagade Finland för politisk populism i EU-frågor, eftersom den föreslagna transaktionsskatten är en så klart populistisk skatt (samma populism syns i regleringen av den finansiella sektorns bonusar, som också bidrar till att försvaga bankerna). Det är väl självklart att politiker måste vara populisterna för att bli omvalda, men detta leder oss till pudelns kärna – kunde och borde man inte separera den politiska diskussionen från den ekonomiska?

Politik och ekonomi

Om vi ska ha en transaktionsskatt eller ej är en politisk fråga. Hur en eventuell skatt borde utformas, för att stödja de målsättningar som uppställts, är snarare en ekonomisk fråga.

I Finland har debatten kretsat kring det politiska till den grad att problemet med derivatinstrumentens lindrigare beskattning helt verkar ha fränsetts. Likaså har nästan ingen fäst någon uppmärksamhet vid att en finansiell transaktionsskatt enligt EU:s regler kunde inverka på Finlands möjligheter att uppbära övriga transaktionsskatter, eller på att en eventuell skatt för första gången skulle ge EU-kommissionen direkt beskattningsrätt. Europarlamentarikern Sari Essayah är i detta avseende ett positivt undantag, men har inte just fått spaltutrymme för sina relevanta frågor.²

En separering av beskattningens politiska och ekonomiska dimensioner kunde vara på sin plats även mer generellt. Enkelt är effektivt, så varför skall en person som får transferringar från staten överhuvudtaget betala skatt, eller tvärtom? Och ligger det inte något av Bombölebor i hela tanken att man dessutom beskattar vissa transferringar? Men i alla fall: låt oss nu låta bli att beskatta småbilar mera än terrängbilar ifall det är de senare vi vill ha mindre av!



Anders Oldenburg, CFA
anders.oldenburg@seligson.fi

¹ http://ec.europa.eu/taxation_customs/taxation/other_taxes/financial_sector/index_en.htm

² <http://essayah.fi/uutiset.html?190>

SELIGSON & CO

Seligson & Co perustettiin 1997 tuottamaan kustannus-
tehokkaita nykyaikaisia sijoituspalveluja pitkäjänteisille
sijoittajille. Palvelemme sekä instituutioita että yksityissi-
joittajia Suomessa ja Ruotsissa.

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

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

PALVELUMME

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

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

Varainhoito auttaa asiakkaitamme saavuttamaan ta-
voitteensa kustannustehokkaasti ja hallitulla riskillä.
Varainhoitorahasto Pharos on yksinkertainen ratkaisu
useimmille, sijoitusneuvonta ja täyden valtakirjan va-
rainhoito vastaavat yksilöllisen räätälöinnin tarpeisiin.

YKSINKERTAINEN ON TEHOKASTA!

Monimutkaiset instrumentit ja runsas kaupankäynti arvopapereilla
ovat tuottoisia välittäjille, mutta harvoin sijoittajille.

Kun kaikki varainhoidossa käytetyt työkalut sopivat toisiinsa ja ovat
riittävän yksinkertaisia, voidaan keskittyä oleelliseen. Kustannuksil-
la 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