

**YLI
MATALAN
HEDGEN** (s. 4)

**UUTTA
OMA SALKUSSA**
(s. 19)

**KUNNON
TUTKIMUS**
(s. 25)

SELIGSON & CO VUOSIKATSAUS 2011



Mikä ihmeen
hässäkkä tuolla
nyt on?

No kukaan
ei tiedä pelin
sääntöjä...

**SÄÄNNÖT
MUUTTUMASSA?**
(Phoenix alk. s. 10)

**SELIGSON
& CO**

Yksinkertainen on tehokasta.

SISÄLLYS

ELÄMÄSTÄ JA ENNUSTAMISESTA	3
YLI SIITÄ, MISSÄ HEDGE ON MATALIN?	4
10 ÅR AV EURO(KRIS?)	16
OMA SALKUN "VAIHTOPALVELU"	19
KERRANKIN KUNNON TUTKIMUS!	25
MARKKINA, SE OLET SINÄ! (SARJAKUVA)	27
AKTIIVISET RAHASTOT	
Varainhoitorahasto Pharos	6
Phoenix	10
Phoebus	13
Russian Prosperity Fund Euro	17
KORKORAHASTOT	
Rahamarkkinarahasto AAA.....	20
Euro-obligaatio	20
Euro Corporate Bond	21
PASSIIVISET OSAKERAHASTOT	
Suomi-indeksirahasto.....	21
OMXH25-indeksiosuusrahasto.....	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.

Rahastoistamme julkaistaan myös **Yksinkertaistettu rahastoesite**, joka sisältää mm. tarkemmat kuvaukset rahastoistamme, kunkin sijoituspolitiikasta sekä tietoa rahastoyhtiöstä.

Yksinkertaistettu rahastoesite muodostaa yhdessä julkaisun **Rahastojen säännöt** kanssa **Virallisen Rahastoesitteen**. Suosittelemme huolellista perehtymistä rahastoesitteisiin aina ennen sijoituspäätöksen tekemistä.

Rahastojen viralliset **osavuositarkastukset** (puoli-vuosittain) ja **vuosikertomukset** sisältävät mm. rahastojen 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

Publikationerna *Förenklad fondprospekt och Fondernas stadgar*, alla nyckeluppgifter och en del av rapporterna finns tillgängliga på svenska på vår webbplats, www.seligson.fi/svenska/.

Utskrifter kan erhållas per post på begäran, ring vänligen 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 painettua 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
Kuvitus: Jan Fagnäs / Is Good Creative

Huom! Rahastojen tunnuslukujen määritelmät eivät mahtuneet mukaan katsaukseen. Ne löytyvät www.seligson.fi/suomi/rahastot/tunnusluvut/maaritelmia.htm

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!

ELÄMÄSTÄ JA ENNUSTAMISESTA

Ennustaminen nyt vaan on *niin* vaikeaa. Tätä kirjoittaessa olisi eilisen sääennusteen mukaan pitänyt tulla lunta taivaan täydeltä, mutta ulkona paistaakin kirkas talviaurinko.

Osakekurssien kanssa kävi viime vuonna päinvastoin. Vuoden 2010 lopussa taloustiedonvälitykseen erikoistunut Bloomberg teki kyselyn 13 suuren finanssiyhtiön osakestrategille eurooppalaisten osakkeiden näkymistä vuodelle 2011.*

He kaikki olivat keskenään sangen samaa mieltä siitä, että yritysten tuloskasvu ja ennätysellisen alhaiset korot tulisivat suosimaan osakkeita selvästi enemmän kuin mitä Euroopan velkavaikeudet painaisivat kursseja.

Optimistisin kaikista oli Goldman Sachs, joka ennusti laajan eurooppalaisen Euro Stoxx 600 -osakeindeksin nousevan vuoden 2011 aikana peräti 20 %. Jopa selvästi pessimistisin analyytikko, italialaispankki Unicreditilta, uskoi lukujen jäävän plussan puolelle. Keskiarvoennuste oli 12 prosentin nousu. Lopputulos: Euro Stoxx 600 laski -8,6 %.

Bloomberg raportoi toki myös monista ei-eurooppalaisista ennusteista. Esimerkiksi sen, että ainoa analyytikko joka oli ennustanut vuoden 2010 japanilaisten osakkeiden kurssi-kehityksen oikein, povasi parinkymmenen prosentin nousua Japanin Topix-indeksille myös vuodelle 2011. Toteutuneet luvut: -18,0 %.

Opimmeko tästä mitään? Onko tulossa hyvä osakevuosi, koska monet markkinaennustajat ovat nyt paljon viime vuotta pessimistisempiä? Vai onko niin, että analyytikot (ja meteorologit) eivät osaa ammattiaan?

Ainakaan ennustamisen vaikeus ei rajoitu sijoittamiseen tai säähän, vaikka se juuri niiden kohdalla nouseekin usein esille.

Esimerkiksi moni huolella suunniteltu kallis mainoskampanja ei johdakaan siihen myyntiä edistävään lopputulokseen, jota on tavoiteltu. Näin siitä huolimatta, että klassikot *Päätä päiväsi Saludolla!* ja ”automainos” *Petojen sukua – susi jo syntyy essään!* eivät olekaan aitoja kampanjakukkasia.

Ihan oikea ennustusfloppi sen sijaan oli parikymmentä vuotta sitten kuopattu *New Coke* – muistatko vielä sen? Coca-Colan markkinaosuus oli USA:ssa pudonnut 1950-luvun alun 60 prosentista 1980-luvun alkuun tultaessa noin 25 prosenttiin ja yhtiö päätti uusia nimikkojuomansa maun. Uutta kokista testattiin huolella fokusryhmissä ja tulokset olivat *enimmäkseen* oikein hyviä. Uusi maku lanseerattiin Coca-Colan satavuotisjuhlan kunniaksi 1985.

Huolellinenkaan valmistelu ei auttanut markkinoilla, vaan uudistuksen vastustajat saivat yllätteen mediassa ja ruohon-

juuritasolla. Fidel Castro julisti uuden maun surkeuden olevan todiste lännen rappiosta (...?) ja luoteisrannikon eläkeläiset haastoivat Coca-Colan oikeuteen maun muuttamisesta (...?). Tilanne vaikutti katastrofilla. Yhtiön johto reagoi kuitenkin nopeasti ja vanha resepti palautettiin tuotantoon muutamassa kuukaudessa. Coca-Cola Classicin myynti lähti saman tien huimaan nousuun.

Esimerkkejä riittäisi. Ei ole epätavallista, että rakennus- tai IT-hankkeiden asiantuntijoiden tarkkaan laskemat budjetit ja aikataulut eivät toteudukaan ilman ylityksiä ja viivytyksiä, lääkkeiden kokeet oikeissa olosuhteissa yllättävät vuosikausia laboratoriotestejä hioneet huippututkijat tai julkaisija satsaa markkinointinsa eri kirjaan tai artistiin kuin mikä tosiasiaa menestyy.

Kaikissa näissä tilanteissa on kyse myös ennustamisen vaikeudesta ja kaikella on vaikutusta näihin liiketoimintoihin sijoittajien tuottoon. Analyytikot yrittävät ennustaa miten; se ei ole helppoa.

Koko ajan kuitenkin valmistuu voimallaitoksia ja musiikkitaloja, parannellaan internetissä toimivia elämää helpottavia asiointipalveluita (suuria ja pieniä, ks. s. 19), julkaistaan bestsellereitä ja pystytetään puuhamaita.

Hyvin hajautettu arvopaperisalkku tuottaa kärsivälliselle sijoittajalle tulevaisuudessakin, vaikka harvoin osaamme etukäteen aavistaa millaisten käänteiden kautta. Coca-Colan osakkeen arvo *kuusinkertaistui* New Coke -seikkailun alusta uutuusjuoman lopettamiseen vuonna 1992.



Ari Kaaro

ari.kaaro@seligson.fi

Suora puh. 09 – 6817 8217

* Tekstissä mainitut Bloombergin artikkelit osoitteissa:
www.bloomberg.com/news/2010-12-10/debt-woes-no-drag-for-europe-stocks-as-strategists-say-2011-will-beat-2010.html ja
www.bloomberg.com/news/2010-12-20/kathy-matsui-sees-topix-rebounding-20-as-only-strategist-correct-on-2010.html



Ei elinkeinoa ilman ennustamista.

Kuvan henkilö ansaitsee elantonsa istumalla ilmassa. Pitkälle erikoistuneen toimialan menestystekijöihin kuuluu turistivirtojen onnistunut ennustaminen.

YLI SIITÄ, MISSÄ HEDGE ON MATALIN?

Hedgerahastoilla on perinteisesti ollut USA:ssa paljon suurempi rooli kuin Euroopassa sijoittajien varallisuuden hoidon välineinä. Huolimatta asuntolainakriisin kurimuksessa luhistuneista rahastoista ja Bernie Madoffin pyramidihuijauksesta, niissä on edelleen varoja lähes 2 *triljoonan* dollarin arvosta.

Hedgerahastojen sääntely on ollut kevyempää kuin ”tavallisten” rahastojen. Tämän kääntöpuolena niihin sijoittavilta on ainakin USA:ssa vaadittu huomattavaa varallisuutta.

Hedgerahastoja verhoaa myös tietty salamyhkäisyys. Niiden tuottojen ja erityisesti tavoitellun ”alfan” eli johonkin muuhun mittariin verrattavan ylituoton täsmällistä selvittämistä on vaikeuttanut akateemiset kriteerit täyttävien riittävän laajojen kokonaisten aikasarjojen puute, koska hedgerahastot voivat itse valita mitä ne raportoivat ja kenelle.

Tilastoihin liittyvä ongelma syntyy juuri tästä raportoinnin vapaaehtoisuudesta. Vain ne hedget, jotka itse niin päättävät, päätyvät avoimiin ja useimmiten kaupallisesti ylläpidettyihin tilastoihin. Loput eivät yksinkertaisesti kerro lukujaan muuta kuin tietysti sijoittajilleen. Tällaisiin tilastoihin ja aikasarjoihin liittyy siten nk. *itsevalintavirheen* mahdollisuus.

Tutkiakseen tämän itsevalintaongelman vaikutuksia tuotto-
lukuun, on tutkijoilla ollut ratkaistavana kysymys: tuottavatko hedgerahastot todellista ylituottoa vai ovatko sellaista löytäneet tutkijat vain ”sattuneet” tutkimaan ylituottoa tuottaneita rahastoja?

Ratkaisun (uudet) avaimet

Vastauksen avaimen on katsottu olevan pohdinnoissa siitä, ketä voisivat olla ne raportoimaan haluttomat? Ensinnä tietenkin ne, joilla ei ole tarvetta markkinoida. Näitä ovat rahastot, jotka ovat alan termein ilmaistuna sulkeneet itsensä uudelta rahalta. Tällaiset ovat useimmiten hyvin menestyneitä rahastoja, joiden sijoituspolitiikka ei mahdollista määrättömien rahamäärien hoitoa – mikä lienee monen hedgesalkunhoitajan unelma... Toinen kategoria on sitten tietenkin ne, jotka eivät ”kehtaa” julkisesti paljastaa kehoja tuottojaan.

Itsevalinnan ongelma on yleensä kuitattu oletuksella siitä, että em. ”vastavoimat” neutraloivat toisensa ja käytettävissä oleva data kelpaa siten tarkastelujen pohjaksi. Tällä perusteella on koko joukko tuoreitakin tutkimuksia päätyneet siihen, että hedgejen synnyttämä lisätuotto, kaikkien tavoittelema *alfa*, on ollut keskimäärin peräti 3-5 % vuodessa.

Mutta tutkimus kehittyy. Kolme amerikkalaista tutkijaa ovat löytäneet itsevalintaongelman vaikutusten selvittämiseen yksinkertaisen, vaikkakin työlään, ratkaisun.¹ Päästäkseen käsiinsä sekä tilastoista poistuneiden rahastojen (kutsutaan niitä vaikkapa *haamurahastoiksi*) että menestyksensä tai muun syyn vuoksi suljettujen rahastojen tuottohistorioihin, tutkijat pilkkkoivat julkisesti tilastoitujen toisiin hedgeihin sijoittavien

rahastojen rahastojen tuottoja niiden sijoitus-kohteiden perusteella. Tulos oli aikaisempien julkisiin ja kaupallisiin tilastoihin perustuvien tutkimusten kannalta varsin tyly. Tutkijoiden sanoisinko akateemisen railakasta kielenkäyttöä siteeraten:

”Näyttää siltä, että merkittävä osa aikaisemmin dokumentoidusta hedgerahastojen salkunhoitajien ammattitaidosta voidaan selittää tutkimuksissa käytetyn tilastoaineiston ylöspäin vääristyneillä lukuarvoilla.”



Haamurahastojen tuotot olivat huomattavasti heikompia kuin mainituissa tilastoissa raportoitujen rahastojen. Siten, kun itsevalintaongelma huomioidaan tätä kautta, laskee rahastoluokan ylituotto aiemmin mainitusta ja mainostetusta 3-5 % vuotuisesta hyvin lähelle nolaa – tämä siis huomioiden myös ei-raportoivat huippurahastot.

Henkiinjäämisen harha (ja hankaluus)

Raportoinnissaan vaitonaisten haamujen lisäksi myös kokonaan kuolleita hedgerahastoja riittää. Kirjoitin niiden lyhyestä elinkaaresta mm. neljännesvuosikatsauksessamme 2/2006:

*”Myyntipuheissa esitellyt hedgerahastomarkkinan tuotto-
luvut kaunistelevat koko segmentin todellista tuottoja
noin 2 % p.a. Koska hedgerahastojen kirjo on laaja ja
salkunhoitajien insentiivijärjestelmä perustuu rahastojen
ylituottoon niiden vertailuindeksiin nähden, lopetetaan
kehnosti menestyneet rahastot nopeasti. Viisi vuotta siten
perustetuista hedgerahastoista on tänään hengissä
arviolta 60 %.”*

Samassa katsauksessa julkaisimme myös suomalaisten hedgerahastojen tuottoja esittelevän taulukon. Tuolloin, kuten runsasta vuotta myöhemmin (katsaus 3/2007), olivat näiden hedgerahastojen riski/tuotto-
luvut huomattavasti paremmat kuin tavallisesta rahamarkkinarahastosta ja eurooppalaisiin osakkeisiin sijoittavasta osakerahastosta muodostetulla korilla.

Nyt tuosta kirjoituksesta on kulunut hieman reilut viisi vuotta. Silloisen Suomen Sijoitusrahastoyhdistyksen Rahastoraportin kotimaisesta 16:sta hedgerahastosta on Sijoitustutkimuksen julkisissa tilastoissa jäljellä neljä.² Lisäksi tilastojen itsevalintatarhaa vahvistaa yksi ruotsalainen jo tuolloin toiminut rahasto, joka on myöhemmin rekisteröitynyt Suomeen.

Kaikkiaan hedgerahastoja on listalla 13. Toisin sanoen: kolme neljäsosaa silloisista rahastoista on joko kuollut (tilastoissa on eloonjäämisharhaa) tai siirtynyt tilastojen ulkopuolelle haamurahastoksi (itsevalintavirhe). Jos markkinoiden kehityksen ennustaminen olisi yhtä helppoa kuin näiden henkiinjäämis-
lukuun, niin voisin perustaa vaikka hedgerahaston!



Oheisessa taulukossa on sama harjoitus tehty nyt kolmannen kerran, luvut ovat rahastoraportista marraskuulta 2011. Hedgerahastojen keskimääräinen kolmen vuoden riskikorjattu tuotto on edellisten havaintojen tapaan jäänyt keskimääräisen rahamarkkinarahaston ja Eurooppa-osakerahaston yhdistelmän tuottoa huonommaksi. Vuoden vertailussa tuottoneutraalin yhdistelmän riski on hedgerahastojen eduksi.

Vielä lopullisemman totuuden alfan tavoittelun vaikeudesta saamme, kun joku onnistuu huomioimaan tutkimuksiinsa sekä henkiinjäämisharhan että itsevalintavirheen tuottoja vääristävät vaikutukset. Ryntään kuitenkin paremman tiedon edelle ja arvaan rohkeasti lopputuloksen: yhteenlaskettu alfa on edelleen nolla ja hedgerahastojen keskituotto yhtä kuin rahastojen markkinariskin mukainen tuotto miinus kaikki kulut. Todella tylsää, paikoitellen.

Älkää kuitenkaan ymmärtäkö väärin: todellisia voittajarahastojakin tulee olemaan myös hedgemaailmassa kuten ennenkin. Muutos on siinä, että nyt kun on selvitetty, että pelkästään allokoimalla varoja hedgerahastoihin ylipäättään ei pidä olettaa ylituottoa, niin kysymys kuuluu samoin kuin kaiken aktiivisen sijoitushallinnoinnin kohdalla: miten tunnistaa ”voittajat” jo etukäteen, ennen sijoituspäätöstä?

Keskiarvot kunniaan (edelleen)

Menneen vuoden aikana kuultiin monta lausumaa siitä, että maailma olisi rahoituskriisin myötä siirtynyt sijoittamisen uuteen aikakauteen, jota leimaa eri markkinoiden välisen korrelaation kasvu, volatilitteetin nousu ja halvan velkavivun käytön loppuminen. Samaan hengenvetoon on tuomittu myös keskiarvohakuisuuden (*mean reversion*) voimaan perustuvat strategiat, joita siis voidaan käyttää ja käytetään paitsi hedgerahastoissa niin myös missä tahansa sijoittamisen riskienhallinnassa. Keskiarvohakuisuuden kieltäjien ajatuksena lienee, että kun olemme havainneet, että markkinoiden sattumukset eivät seuraakaan normaalijakaamaa, ei keskiarvohakuisuusstrategiatkaan toimisi.

Maailma ei kuitenkaan ole tältä osin muuttunut, vaan ainoastaan se jakaumaoletus millä tuottoja mallinnetaan. Sillä minikäläistä jakaumaoletusta tuottojen ja riskien osalta käytetään ei kuitenkaan ole vaikutusta em. strategian toimintaan, vaan riittää, että arvostukset **heiluvat** jollakin aikavälillä sijoittajien ”pelon ja ahneuden” tai pessimismin ja optimismin myötä. (Tarkemmin katsauksessamme 1/2008 otsikolla ”Kohtalaisen jatkuva epäjatkuvuutta”, vanhat katsaukset löytyvät www.sivuiltamme.fi.)

	tuotot p.a. 3 vuotta	tuotot p.a. 12 kk	riski (volat. 12 kk)
Hedget 10 kpl /3 vuotta; 13 kpl /12 kk	3,6 %	-6,7 %	8,9 %
Osakerahastot Eurooppa 51 kpl / 3 vuotta; 56 kpl / 12 kk	9,3 %	-9,3 %	22,6 %
Rahamarkkinarahastot (€) 10 kpl / 3 vuotta; 11 kpl. 12 kk	2,3 %	0,4 %	0,1 %
Riskineutraali salkku: Eurooppa + rahamarkkinarahasto	5,0 %	-2,2 %	8,9 %
Tuottoneutraali salkku: Eurooppa + rahamarkkinarahasto	3,6 %	-6,7 %	3v: 4,4 % 1v: 16,5 %

Taulukossa on käytetty *Sijoitustutkimuksen Rahastoraportin* (marraskuu 2011) rahastoluokkien keskimääräisiä lukuja. ”Riskineutraali” salkku on muodostettu niillä painoilla (pyöristettynä täyteen prosenttiin), joilla yhdistelmän riski on sama kuin hedgerahastojen keskimääräinen riski. Vastaavasti ”tuottoneutraali” salkku on sellainen yhdistelmä keskimääräistä Eurooppa- ja rahamarkkinarahastoa, jolla yhdistelmän tuotto on identtinen hedgerahastojen ka. tuoton kanssa.

Riskineutraalin salkun kolmen vuoden **tuotto** on siten 1,4% korkeampi (p.a.) kuin hedgejen keskimäärin. Tuottoneutraali salkku on puolestaan saavuttanut saman tuoton 4,5 prosenttiyksikköä **pienemmällä riskillä**.

Kyseessä on historiallisiin lukuihin perustuvat havainnot, joilla ei tule olettaa olevan ennustearvoa.

Sitten vielä edellä olevasta kumpuava uuden vuoden vuodatus: matalan riskittömän tuoton aikoina alfan kutsu voi kuulua tavallista kovempaan ja lupaus on usein kääritty monimutkaiseen ja kalliiseen pakettiin. Tunnettujen hedgerahastojen palveluksessa on varmasti iso osa toimialan parhaista voimista ja palkkiotasoista päätellen myös muut resurssit ovat kunnossa. Lisätuottojen löytyminen samoilta markkinoilta missä tuhannet muutkin vastaavat tiimit niistä kilpailevat, on kuitenkin haastavaa, kuten on nähty.

Vielä vaikeampaa on pääomaturvattujen rakenteiden kustannustehokas toteuttaminen, kun volatilitteetti on korkealla ja korot alhaalla. Johdannaiset ovat kalliita eikä rakenteeseen tarvittava korkokomponentti tuota. Tai jos tuottaa, ei tuotetta saisi kutsua pääomaturvatuksi, sillä hyvätuottoisen lainan liikkeeseenlaskija tuskin on kovin vakavarainen.

Samana asiaa voi sanoa toisinkin: kalliin vakuutuksen ostaminen on aivan yhtä vähän fiksum kuin minkä tahansa yliarvostetuksi olettamansa sijoituskohteen ostaminen. Jos haluaa halpaa suojaa, kannattaa pitää osa varoista käteisenä – riihikuiva tuskin menee muodista. Ja jos pelkää Euron puolesta voi valita valuutankin vapaasti. Markkinoiden mahdollisesti romahtaessa eli ”vakuutustapahtuman realisoituessa” on sitten millä tehdä uusia sijoituksia – vieläpä edullisesti.

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

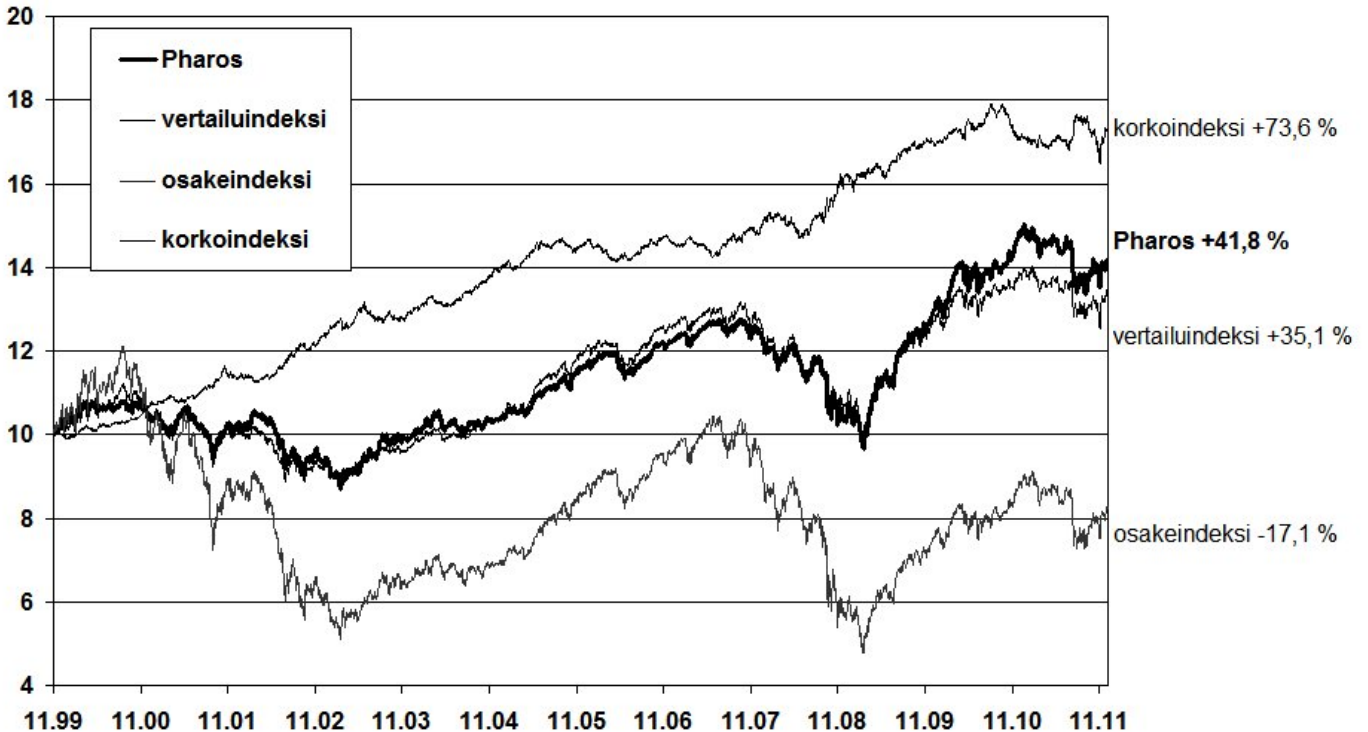
1 A.L. Aiken, C.P. Clifford, Jesse Ellis Nov 2011: *Out of the dark: Hedge fund reporting biases and commercial databases*

2 Rahastoraporttiarkisto löytyy osoitteesta www.sijoitustutkimus.fi

Pharos ja vertailuindeksit

Euro

24.11.1999 - 31.12.2011



RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	24.11.1999
Tyyppi	Yhdistelmärahasto
Rahaston koko (milj. euroa)	14,2
Vertailuindeksi	Korot: EFFAS Bond Indices EuroGovtAll (50 %) Osakkeet/maailma: MSCI AC World NDR (35 %) Osakkeet / Eurooppa: STOXX 50 NDR (15 %)
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,35 % + enintään 0,85 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	on
Merkintäpalkkio (maksetaan rahastoyhtiölle)	ei
Kaupankäyntipalkkio lunastettaessa (maksetaan rahastoon)	1 %, jos sijoitusaika alle 6 kk; 0,5 %, jos alle 12 kk; muuten 0 %
Salkunhoitaja	Petri Rutanen

TUOTTO JA VOLATILITEETTI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	3,98 %	9,18 %	4,08 %	9,04 %
1 v	-3,97 %	8,21 %	-1,88 %	7,82 %
3 v	37,05 %	8,21 %	25,86 %	7,85 %
5 v	15,84 %	8,15 %	7,43 %	8,47 %
10 v	38,42 %	7,40 %	33,62 %	7,27 %
Aloituspäivästä	41,77 %	7,33 %	35,07 %	7,79 %
Aloituspäivästä p.a.	2,92 %		2,51 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT / VIITTEET

* Juoksevat kiinteät kulut 31.12.2011 sekä rahaston oma tuottosidonnainen palkkio vuoden alusta. Luku sisältää myös kohderahastojen kiinteät palkkiot, mutta ei kohderahastojen mahdollisia tuottosidonnaisia palkkioita.

** Pharoksen kiertonopeusluku ei sisällä kohderahastojen lukuja eikä määrääjain uusittavia rahamarkkinarahastosijoituksia. Rahamarkkinasijoitukset huomioiden kiertonopeusluku on 58,90 %.

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.1.2011– 31.12.2011

Palkkiot yhteensä (TER)	0,86 %*
Tuottosidonnainen palkkio (vuoden alusta, sisältyy TER-lukuun)	0,35 % (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	-10,12 % **
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	3,51%
Lähipiirin omistusosuus (31.12.2011)	2,3 %

OSUUS OSAKESIJOITUKSISTA	Osuus osakesijoituksista	ALLOKAATIO
S&Co Eurooppa -indeksirahasto	25,7 %	Osakesijoitukset
DJ STOXX Small 200 etf	3,5 %	
S&Co Suomi indeksirahasto	2,4 %	
S&Co Pohjois-Amerikka indeksirahasto	19,6 %	
Nasdaq 100 -indeksiosuus	8,3 %	yhteensä 55,2 %
S&Co Global Top 25 Brands	6,9 %	Korkosijoitukset
S&Co Global Top 25 Pharmaceuticals	5,9 %	
S&Co Phoebus	5,1 %	
S&Co Phoenix	3,9 %	
DFA Emerging Markets Value	7,3 %	
S&Co Aasia	7,4 %	Yhteensä 44,8 % (duraatio 1,7 v)
S&Co Russian Prosperity	1,1 %	
MSCI Latin America etf	2,9 %	
Pitkät korkosijoitukset > 1v	2,6 %	
Lyhyet korkosijoitukset < 1v	42,2 %	



Vuoden 2011 loppu oli sijoitusmarkkinoilla taas kerran melkoista vuoristorataa. Maltilliselle sijoittajalle, joka ei säikähdi heiluntaa, vuosineljänneksen lopputulos oli kuitenkin mieluisa. Toistuvista synkkää tulevaisuutta povaavista talousuutisista huolimatta osakekurssit maailmalla pääsääntöisesti nousivat vuoden lopussa. Jopa ainakin median perusteella liitoksissaan natisevassa Euroopassa osakekurssit nousivat keskimäärin 6 %. Korkomarkkinatkin pysyivät yllättävän rauhallisina, vaikka välillä tuntuikin siltä, että poliitikot tekevät kaikkensa niitä hämmäntääkseen.

Osakesijoittajalle vuosi kokonaisuudessaan oli silti heikko. Osakevertailuindeksimme laski -5,1 %. Kotimaisiin osakkeisiin keskittyvät sijoittajat saivat kokea suhdanneherkän taloustemme varjopuolen, kun suomalaisten osakkeiden kurssit laskivat huomattavasti esim. laajasti hajautettua Pharoksen osakesalkkua enemmän, keskimäärin melkein kolmanneksen. Aiemmin kovasti hehkutetut kehittyvät markkinat eivät nekään enää loistaneet totuttuun malliin. MSCI Emerging Markets -indeksin mukaan tarkasteltuna laskua tuli -19 %. Euroopassa vuoden pudotus oli vajaan kymmenen prosentin luokkaa.

Vuositasolla Pohjois-Amerikka oli muutamien prosenttien nousullaan harvoja positiiviseen tuottoon ylittäneitä osakemarkkinoita. "Pako laatuun" vakaammiksi mielletyille markkinoille ja tyytyminen realistisempiin tuottotavoitteisiin on ollut kuluneen vuoden "muoti-ilmiö". Kun taloustilanne arveluttaa, sijoittajien riskin halu laskee.

Hyvin hajautetun rahaston kuten Pharoksen hallinnointi ja omistaminen on siitä mukavaa, että lähes aina löytyy valopilkkuja. Olemme olleet reippaassa ylipainossa sekä terveystoimialalla että kulutustavaroissa, jotka ovat myllerrysvuoden aikana pärjänneet hyvin. Suurimpiin lääketieteellisyhtiöihin sijoittava Global Top 25 Pharmaceuticals -rahasto nousi peräti 17 % ja maailman vahvimpiin tavaramerkkeihin sekä niistä pääosin kulutushyödykkeisiin sijoittava Global 25 Top Brands -rahasto 7 %. Tämä kaksikko on ennenkin toiminnut osakesalkun hyvänä vakauttajana vaikeina aikoina.

Koroissakin on eroja

Pharos on kuluneena vuonna keskittänyt kaikki korkosijoituksensa luokituksestaan laadukkaisiin, vaikkakin alhaisempaa kiinteää korkoa tarjoaviin kohteisiin. Korkovertailuindeksimme vuosineljänneksen tuotto oli negatiivinen (-0,1 %), joten korkosalkkumme alhainen duraatio (1,7 vuotta, verrattuna indeksimme 6 vuoteen) toimi syksyn ajan vaihteen vuoksi hyväksemme, vaikka vuositasolla kävikin toisin päin.

Vuoden vaihtuessa melkein kaikki korkosijoituksemme (94 %) olivat likvidiin käteiseen verrattavissa lyhyissä suomalaisissa rahamarkkinasijoituksissa eli pankkien sijoitustodistuksissa tai talletuksissa, Seligson & Co:n Rahamarkkinarahasto AAA:ssa ja önylikorkoa tuottavilla pankkitileillä.

Loput 6 % korkosijoituksistamme (eli koko salkusta n. 3 %) on hajautetusti euromarkkinoiden valtionlainoihin sijoittavassa Euro-obligaatio -rahastossa. Tästä rahastosta löytyy myös jonkun verran Euroopan ns. kriisimaiden joukkolainoja, mutta niiden osuus koko Pharoksen salkussa on mitättömän pieni.

Esimerkiksi Kreikan valtionlainoja on omistamassamme korkorahastossa alle 1 %, joten Pharoksen vastaava riski jää todella pieneksi. Indeksien mukaisesti toimivassa obligaatio-rahastossa on toki esim. taloudeltaan suuremman Espanjan valtionlainoja n. 10 %. Pharoksen kokonaissalkun Espanjan valtionlainariski on kuitenkin vain 0,3 %:n luokkaa. Näiden lainojen markkina-arvo näkyy Pharoksen arvossa päivittäin, joten mitään "piilojytkyjä" ei siis ole tiedossa.

Olen markkinapaniikista huolimatta, tai ehkä juuri sen takia, ostanut marraskuun lopussa Euro-obligaatorahastoa pitkästä aikaa hiukan lisää, tosin vain 100 000:lla eurolla eli alle prosentilla koko salkusta. Korot ovat ponkaisseet ylös ja obligaa-tiorahaston juokseva tuotto-odotus nousi pitkästä aikaa viiden prosentin tuntumaan. Olemme kuitenkin korkosijoituksissamme edelleen hyvin varovaisia sekä liikkeeseenlaskija- että korkoriskin suhteen. Tarkkaan Pharosta seuraavat sijoittajat ovat ehkä huomanneet, että olen lisännyt www.seligson.fi => Pharos => Rahaston sijoitukset).

Pharoksen tuotto oli vuoden aikana -4,0 %. Kokonaisvertailuindeksimme tappio oli pienempi -1,9 %. Eron syynä oli lähinnä edellä mainittu rahaston salkussa alipainossa olleiden pitkien korkojen lyhyitä korkosijoituksia parempi kehitys. Näkemykseni markkinoista ei siis vuonna 2011 antanut lisäarvoa: ero vertailuindeksiimme oli suurempi kuin rahaston kulu. Rahaston alusta laskien Pharos on tuottanut 42,0 % ja vertailuindeksimme 35,0 %.

Kulut ovat aina pois sijoittajan saamasta tuotosta

Juoksevat kulut Pharoksen kohdesijoituksista olivat 0,31 % eli edelleen selvästi alle sääntöjen salliman maksimin (0,85 %). Kuluja alentaa käteisen ja sitä vastaavien sijoitusten suuri osa korkosijoituksistamme. Yhdessä rahaston oman 0,35 %:n kiinteän hallinnointipalkkion kanssa juoksevat kulut syövät tuottoamme vuodessa 0,66 % (per 30.12.2011).

Nämä luvut ovat "listahintoja" ilman mahdollisia palkkionpalautuksia, joita Pharos suurehkona sijoittajana saa useista sijoituskohteistaan. Palkkionpalautukset maksetaan aina itse rahastoon kasvattamaan osuudenomistajien tuottoa - ei siis ns. kick-backeinä rahastoyhtiölle.

Pharoksen TER -luku oli kuluneen 12 kuukauden ajalta 0,86 %. Käsitäkseni mukaan Pharos on edelleen kiinteiltä kuluiltaan Suomen edullisin kansainvälisesti osake- ja korkomarkkinoille sijoittava yhdistelmärahasto.



Aktiivinen vai passiivinen?

Markkinoiden liikkeet ovat viime aikoina olleet suurehkoja ja jälleen kerran käyty keskustelua siitä onko passiivinen "osta ja pidä" -sijoitusstrategia järkevä. Miksi ei ostaisi aktiivisesti eri omaisuusluokkia halvalla ja pian taas myisi kalliilla? Tämä keskustelu pulppuaa esiin aina kun markkinat ovat olleet vaikeita. Kummallakin tyyllillä on kannattajansa ja kaikilla ainakin itselleen sopivat perustelut valintaansa.

Pharoksen salkunhoitajana en ole mielestäni ns. jämähtänyt kumpaankaan laitaan, vaan liikun jossain siinä välillä. Olen toisaalta "osta ja pidä" -salkunhoitaja, koska en usko, että loisin lisäarvoa yrittämällä muutaman kuukauden tai vuodentakaa välein arvata markkinoiden suuntaa. Toisaalta olen aktiivinenkin, koska seuran tarkasti salkun tasapainoa ja teen ajoittain mielestäni tarvittavia muutoksia. Jos osakekurssit ovat nousseet tai laskeneet vahvasti, säädän osakeriskiä aktiivisilla toimillani lähemmäksi salkun sijoituspolitiikan normaalia 50 % tasoa - mikä on myös rahaston sääntöjen mukainen lupaus.

Keskityn siis enemmän riskienhallintaan kuin aktiiviseen ylituoton tavoitteluun. Näin siksi, että on lähes mahdotonta tietää milloin normaalia suuremman osakeriskin ottaminen kannattaa ja milloin ei. En tiedä ainoatakaan sijoittajaa, joka olisi tässä aina muita parempi. En edes korkeita palkkioita perivien "huippuvarainhoitajien" joukossa, vaikka tunnen heistä monia läheisesti jo kymmenien vuosien takaa.

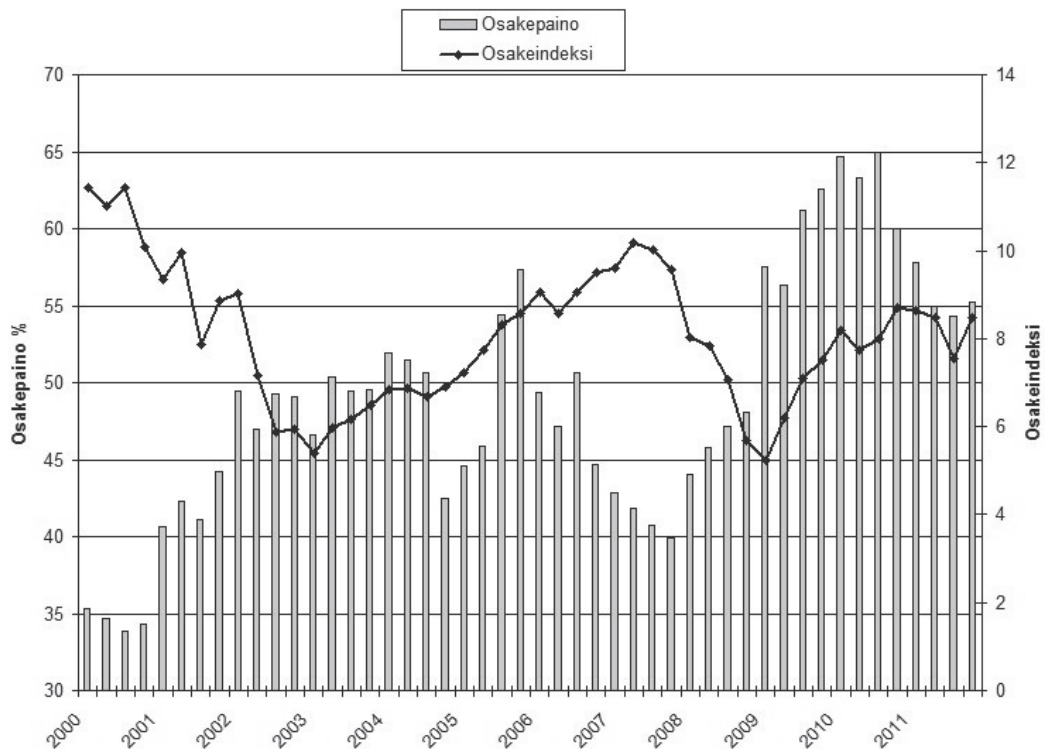
Pharokselle ja allekirjoittaneelle sopii olla ottamatta vahvasti kantaa markkinoihin – ainakaan kovin usein. Talouden syklejä ja tunnuslukuja voi toki seurata vaikka kuinka tarkkaan: se on monille työ ja toisille intohimoinen harrastus. Vaikeus on seuraamisen muuttaminen hyödyksi. Kaikki kaupankäynti maksaa ja sijoittamisen kustannusten minimointi on varmin tapa parantaa tulosta.

Indeksirahastotkaan eivät muuten todellisuudessa ole täysin passiivisia. Indeksirahastoon ostetaan tai myydään osakkeita sen mukaan, miten indeksinlaskija päivittää indeksin koostumusta, kunkin indeksin sääntöjen mukaan. Tämä on sijoittajalle hyväksi: salkun tasapainottaminen tapahtuu automaattisesti ja kustannustehokkaasti. Suoraan osakkeisiin sijoittava "osta ja pidä" -sijoittaja ei nauti moisesta palvelusta, vaan joutuu miettimään ja toteuttamaan omat tasapainotuksensa. Passiivisessa sijoitushallinnossa ei siten tuoteta asiakkaille markkinanäkemyksiä, vaan nimenomaan *palvelua*.

Pharos ei kuitenkaan ole passiivinen indeksirahasto, joka seuraisi tiukasti korkoihin ja osakkeisiin tasapainoin sijoittavaa vertailuindeksiään, vaan sijoitusrajamme ovat 30 – 70 % osakkeissa. Olen viime vuosina ottanutkin muutaman kerran poikkeuksellisen vahvasti kantaa markkinoihin nähden. Kuten alla oleva kaavio osoittaa, olen usein toiminut jonkin verran ns. markkinoita vastaan.

Esimerkiksi 2007 lopulla kun osakemarkkinat olivat nousseet melkein yhtäjaksoisesti jo viitisen vuotta, laskin salkun osakepainon alle 40 %:iin. Vastaavasti finanssikriisin seurauksena, kun osakekurssit laskivat vahvasti 2008 – 2009, nostin osakepainon peräti 65 %:iin.

Pharoksen osakepaino ja osakevertailuindeksin kehitys





Hienosäättöä

Pharoksen osakepaino oli jakson lopussa 55 % eli lähes samoissa lukemissa kuin edellisen neljänneksen lopussakin. Osakepaino olisi osakekurssien nousun myötä korkeampikin, jos olisin ostanut kaikilla rahastoon tulleilla uusilla varoilla osakkeita 50/50-periaatteella. Olen siis tavallaan hiukan myynyt osakeriskiä "juustohöylämenetelmällä", koska kurssit nousivat viimeisen vuosineljänneksen aikana näinkin vahvasti.

Vastarannan kiiski kun olen, en ole kovin huolissani kurssitason kestävyydestä, koska talusmediat ovat jo pullollaan negatiivisia uutisia. Käteistä riittänee pönkittämään kurssinousua sitten kun se sijoittajien enemmistön mielestä taas joskus alkaa. Pharoksessa nykyinen lievä ylipaino osakkeissa jo nyt on mielestäni perusteltua.

Oleellisin muutos osakesijoituksissamme on, että olen hie-man keventänyt painoamme kehittyvillä markkinoilla. Yksi kevennetyistä, Venäjälle sijoittava Russian Prosperity Fund Euro, on ollut oikea kultamunahanemme: 437 % tuottoa kymmenessä vuodessa! Venäläiset osakkeet ovat edelleen useimpiin suuriin kehittyviin talouksiin nähden edullisia.

Olemme edelleen Venäjällä ylipainossa kehittyvien markkinoiden indeksiin nähden ja kehittyvillä markkinoilla ylipainossa maailmanmarkkinaindekseihin nähden. Ostin salkkuun takaisin myös pienen määrän Suomi-indeksi-rahastoa, noin kolmanneksen halvemmalla kuin se olisi maksanut vuosi sitten.

Aloitamme uuden vuoden vertailuindeksiimme nähden alipainossa Euroopassa (41 % / 49 %). Suurin suhteellinen ylipaino on Pohjois-Amerikassa (38 % / 33 %). Toimialoista suosimme edelleen kulutustavara- ja terveyssektoreita lähinnä rahoitus- ja teollisuussektoreiden kustannuksella. Tarkemmin kaaviossa alla.

Syksyn "vaikeilla" markkinoilla Pharoksen rahastopääoma on jatkanut kasvuaan. Kiitokset sekä uusille osuudenomistajille että niille maltillisille sijoittajille, jotka pysyivät sijoitussuunnitelmassaan markkinahälinästä huolimatta!

Muistuttaisin vielä, että jos oma riskinottohalukkuus merkittävästi poikkeaa Pharoksesta, voi tehdä kuten allekirjoittanut eli täydentää Pharosta muilla sijoituksilla oman aikajänteen ja tavoitteiden mukaan. Olen sijoittanut merkittävän osan arvopaperiomaisuudestani Pharokseen, koska uskon, että rahaston maltillinen "hötkyilemätön" sijoitustyylillä sekä 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

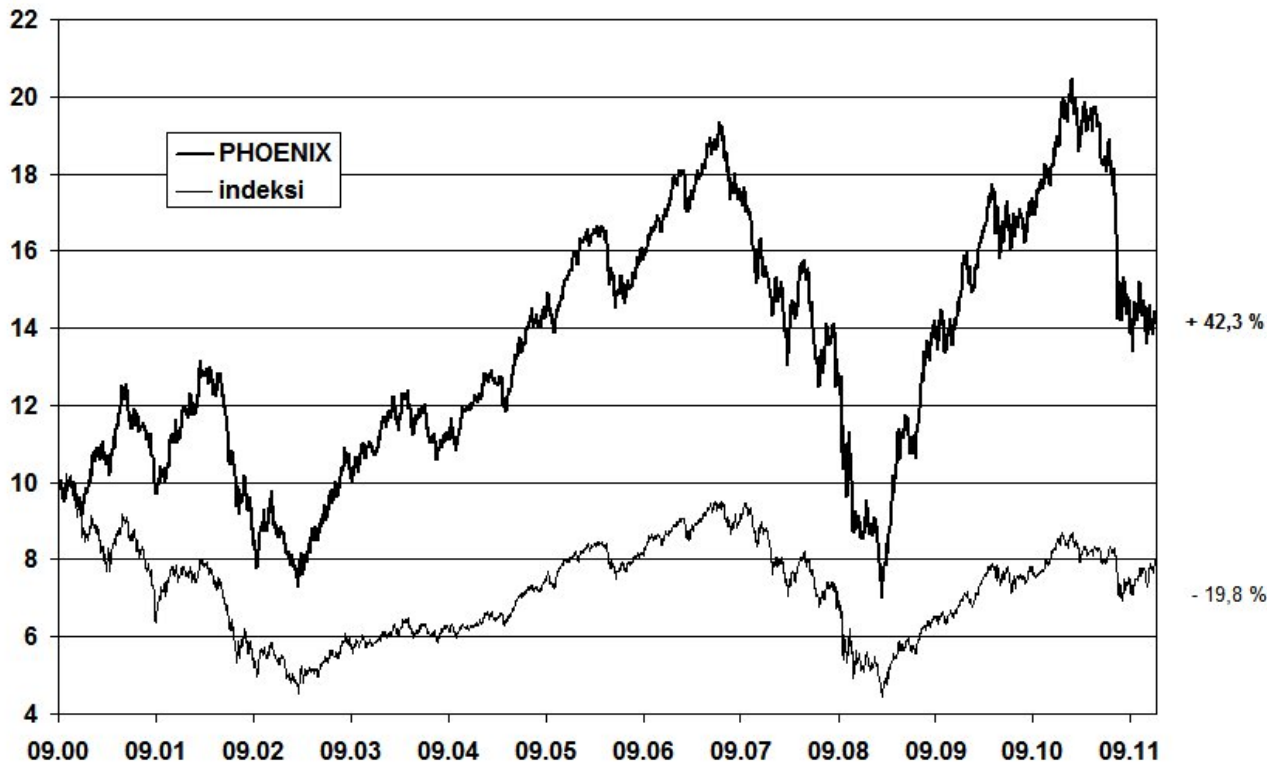
Pharoksen osakesijoitusten maantieteellinen ja toimialakohtainen prosenttijakauma 30.12.2011						
	Eurooppa	P. Amerikka	Japani & Oseania	Kehittyvät	Pharos	Indeksi
Kulutustavarat	11	9	2	2	24	18
Terveys	6	8	1	0	15	10
Rahoitus	7	3	2	3	15	21
Teknologia	3	11	2	1	17	15
Teollisuus	14	7	2	6	29	36
Pharos	41	38	9	12	100	100
Indeksi	49	33	8	11	100	100



Phoenix ja vertailuindeksi

Euro

25.9.2000 - 31.12.2011



RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	25.9.2000
Tyyppi	Kansainvälinen osakerahasto
Rahaston koko (milj. euroa)	10,5
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

1.1.2011 – 31.12.2011

Palkkiot yhteensä (TER)	1,38 %
Tuottosidonnainen palkkio (vuoden alusta, sisältyy TER-lukuun)	0,24 %
Kaupankäyntikulut	0,05 %
Kokonaiskulut (TKA)	1,43 %
Salkun kiertonopeus	21,21 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksi-poikkeama (tracking error)	9,94 %
Lähipiirin omistusosuus (31.12.2011)	10,17 %

TUOTTO JA VOLATIILITEETTI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiiliteetti	Tuotto	Volatiiliteetti
3 kk	0,39 %	23,69 %	10,36 %	15,88 %
1 v	-23,92 %	21,96 %	-4,81 %	16,07 %
3 v	64,52 %	21,49 %	53,98 %	16,36 %
5 v	-17,29 %	21,91 %	-8,20 %	19,57 %
10 v	24,32 %	19,17 %	3,65 %	17,78 %
Aloituspäivästä	42,34 %	19,04 %	-19,79 %	18,26 %
Aloituspäivästä p.a.	3,18 %		-1,96 %	

SUURIMMAT OMISTUKSET

Maa

Osuus rahastosta

AUSTRALIAN VINTAGE LTD	Australia	6,6 %
TENET HEALTHCARE CORP	Yhdysvallat	5,1 %
FIBERWEB PLC	Iso-Britannia	4,3 %
UBS AG-REG	Sveitsi	3,9 %
MYLAN INC	Yhdysvallat	3,7 %
PFIZER INC	Yhdysvallat	3,5 %
ELECTRONIC ARTS INC	Yhdysvallat	3,4 %
GAZPROM OAO-SPON ADR	Venäjä	3,1 %
HUTCHISON WHAMPOA LTD	Hongkong	3,1 %
SUPERVALU INC	Yhdysvallat	3,0 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

SALKUNHOITAJALTA

Vuoden 2011 viimeisen neljänneksen aikana Phoenixin osuuden arvo nousi 0,4 % ja vertailukohtana toimiva Morgan Stanley World –indeksi nousi 10,4 %. Koko vuoden aikana rahasto-osuuden arvo kuitenkin laski -23,9 % ja indeksi -4,8 %. Viimeksi kuluneen kolmen vuoden aikana rahasto-osuus on kasvattanut arvoaan 64,5 % ja indeksi 54,0 %.

Vuosi 2011 oli erikoistilannesijoittajalle keho, vaikka alku vaikuttikin aina toukokuuhun asti mainiolta. Sen jälkeen Phoenix on tuottanut tappiota sekä absoluuttisina lukuina että verrattuna indeksiin. Yhtä synkkiä vertailulukuja emme ole nähneet sitten Lehman Brothersin konkurssista alkaneen finanssikriisin kurjimpina kuukausina vuoden 2008 lopussa.

Markkinoilla kartetaan nyt kaikkea, mikä koetaan normaalitasoa riskialttiimmaksi. Tämä on toki ollut tavallista epävarmoina aikoina ennenkin, mutta näyttäisi siltä, että moinen trendi vain vahvistuu kriisi kriisiltä, kuten esimerkiksi tammi-kuun alan Saksan joukkovelkakirjojen negatiivinen (!) korkotaso hyvin osoittaa. Arvostukset ovat nyt vielä vinoutuneempia kuin edellisen kriisin aikana, vaikka en mitenkään osaa nähdä tilannetta pahempaa.

Uusi vuosi, uusi kuusi?

Monelle taloutta seuraavalle alkaa valjeta, että emme ehkä käykään läpi ainoastaan finanssi- tai poliittista kriisiä, vaan ennemminkin *järjestelmäkriisiä*. Sellaista, jollaiseen näköjään ajaututaan aina jonkin vuosikymmenen välein, kun maailmantalous tarvitsee uusia pelisääntöjä.

Ensimmäisen maailmansodan jälkeen syntynyt järjestelmä joutui koetukseen 1930-luvun kriisissä. Toisen maailmansodan jälkeen luotiin uusi järjestys, jonka mukaan elettiin 1970-luvulle asti. Silloinen turbulenssi synnytti ne pelisäännöt, joiden mukaan on tultu aina nykyhetkeen asti.

Ei varmaan sattumaa, että rakenteet asetetaan kyseenalaiseksi siinä vaiheessa, kun vanha tasapaino on vinksahtanut ja johtanut suuriin jännitteisiin. Talouden tasapainon järkkäminen puolestaan on täysin luonnollista ja jopa toivottavaa. Kehitys kehittyy, kun uudet valtiot raivaavat itselleen tilaa maailmantalouden mahtitehtijöinä, kuten Japani 1970-luvulla ja Kiina nyt. Tämä dynamiikka toimii kasvun moottorina.

Koko vastuuta nykykriisistä ei siten voitane laittaa vain vastuuttomien pankkiirien ahneuden tiliin, yhtä vähän kuin 70-luvulla vaikeuksien syy olisi muka ollut vain öljyllä rikastumaan pyrkivien arabien. Ratkaisu tuskin löytyy siitä, että rangaistaan tavallaan järjestelmän heikkouksien sanansaattajina toimineita pankkeja tai edes valtiontalouksia vastuuttomasti hoitaneita poliitikkoja, vaikka sen suuntaista populismia paljon esiintyykin.

Kansainvälisesti ratkaisuja on haettu etsimällä uusia pelisääntöjä G20:n, WTO:n, Kyoton sopimuksen sekä EU:n

huippukokouksien kautta. EU-kokouksia lukuun ottamatta näihin ratkaisuyrityksiin ei ole kiinnitetty kovinkaan paljon huomiota nimenomaan talousjärjestelmän näkökulmasta – ja silloin kun on, niin juuri sillä skeptisismillä, joka yleensäkin liittyy uusien sääntöjen hapuilevaan hakemiseen.

Kaikki talousmyllerrys ei siis ainakaan välttämättä ole vain sitä pintakuuhun, miltä se päivittäisessä katsonnassa saattaa vaikuttaa. Sijoittajan näkökulmasta voitaneen olettaa, että pitkän epävarman jakson jälkeen taas jossain vaiheessa huoahdetaan ja hyväksytään uusi vaikkakin ainakin osin kaoottisestikin syntynyt järjestys. Silloin yksittäiset kriisi-indikaattorit vaivaavat taas vähemmän ja markkinat saattavat sivuuttaa esimerkiksi pankin kaatumisen tai kokonaisen maan velkajärjestelyn kokonaisuuden kannalta lähes olankohautuksella. Huomio kiinnittyy jälleen yhtiöiden kasvuun ja kassavirtaan eli sijoituskohteiden arvostuksiin. Riskiliset alenevat ja erikoistilannesijoittajalla on sadonkorjuun aika. Mutta milloin?

Kenpä tietäisi sen. Ainakaan nyt ei voi sanoa tilanteen olevan vakaa. Ei ole ihme, että erikoistilanteiden riskipremiot ovat korkeat, kun esimerkiksi eri valtioiden 10-vuotisten lainojen tuotot vaihtelevat 0,8 prosentista 37 prosenttiin vuodessa riippuen siitä, miten markkinat enemmän tai vähemmän objektiivisesti arvioivat niiden luottoriskejä.

Vastaavasti löytyy yhtiöitä, joiden EV/EBITDA on 2, mikä merkitsee sitä, että yhtiö ansaitsee markkina-arvonsa verran noin kolmessa vuodessa korkojen, verojen ja investointien jälkeen. Jos maailma ei lopu ja yhtiöllä on silloin vähintään sama arvo kuin nyt, on tuotto noin 33 % vuodessa – tai äärettömän, riippuen vähän siitä, miten asian haluaa nähdä.

Riskilisien kasvu ja sitä kautta huono vuosi Phoenixille kirpaisee toki sekä salkunhoitajaa että rahaston kaikkia sijoittajia, mutta tarkoittanee myös hyviä tuottoja tulevaisuudessa, kunhan pidämme kurinalaisesti kiinni valitusta strategiastamme.

Salkun muutokset

Vuosineljänneksen aikana ostin meille neljän yhtiön osakkeita ja myin pois kaksi. Lisäksi menetimme yhden yhtiöstämme konkurssin kautta ja kirjasimme yhden arvon pyöreään nolnaan.

Myin pois osakkeemme Amgenissa ja Atrium European Real Estate –yhtiössä. Molemmat kehittyivät vuoden 2011 aikana hyvin, mutta en näe niissä enää vastaavaa potentiaalia kuin muissa markkinoilla avautuneissa erikoistilanteissa.

Monet muistanevat, että kolmannen neljänneksen aikana ostimme laadukkaita yhtiöitä edullisesti. Vuoden viimeisen neljänneksen ostokset olivat hyvin erilaisia. Otimme mukaan kolme korkean riskin osaketta, Thomas Cookin, Netflixin ja Gulf Sands Petroleum.

Laatua edullisesti -linjaa edustanee tosin edelleen neljäs ostos eli vanha tuttavamme HR Block (tarkemmin alla).

Huonon syksyn oikein ”kruunasi” Elcoteqin konkurssi sekä se, että Chaoda Modern Agriculturen pörssikauppa keskeytettiin siksi aikaa, kun yhtiön johtoa vastaan esitettyjä syyteitä selvitetään. Koska yhtiön tilanteesta ei saatu jakson aikana uutta faktatietoa eikä kaupankäyntiä ole aloitettu uudestaan, kirjassimme yhtiön arvon varovaisuuden vuoksi nolnaan.

H&R BLOCK

HR Block avustaa yli 13 % amerikkalaisista veronmaksajista veroilmoituksen teossa ja on siten selvä markkinajohtaja hyvin hajanaisella toimialueella. Veroilmoitusten kautta yhtiö tietää tarkkaan asiakkaidensa taloustilanteen ja tarjoaa heille myös rahoituspalveluja, mm. luottokortteja.

Matka erikoistilanneyhtiöksi alkoi vuosituhat alussa. Silloin HR Block panosti myös asuntoluottojen välitykseen ja yksityisyrittäjien konsultointiin.

Vierailin yhtiössä keväällä 2006 ja se edesauttoi ymmärrystäni silloin vielä edessä olevasta subprime-ongelmasta (ks. katsaukset 2/2006 ja 1/2007). Yhtiön silloisesta liike-toiminnan kasvusta suuri ja jatkuvuudeltaan varsin hutera osa tuli juuri näiden lainojen välittämisestä. Kun USA:n kiinteistö-kupla puhkesi, katosi myös tämä tulovirta ja HR Blockin osake putosi 30:sta dollarista alimmillaan kymmeneen.

Yhtiön johto tarttui näin syntyneisiin haasteisiin esimerkillisellä tavalla, keskittäen toiminnan takaisin yhtiön ydinosamiseen. Konsultointiin erikoistuneen tytäryhtiön RSM McGladreyn myynti saatiin joulukuussa päätökseen 475 miljoonalla dollarilla. Nyt HR Block on velaton ja keskittyy täysin veroilmoitusten täyttämisen avustamiseen, vero-ohjelmistopalveluihin sekä joihinkin valikoituihin rahoitusalan oheispalveluihin (esim. veronpalautus etukäteen yhtiön luottokortille).

Subprime-kriisin jälkiselvittelyissä kärsivät myös yhtiön ydintoiminnot ja kasvu hiipui negatiiviseksi. Parin viime vuoden aikana on trendi saatu kääntymään ja sekä markkinaosuudet että uusasiakashankinta ovat taas selvässä nousuvireessä. Kun vielä ottaa huomioon, että uusien asiakkaiden ikä- ja demografinen jakauma on liiketoiminnalle suotuisa ja käänne on tehty kutakuinkin lamanomaisissa olosuhteissa, ovat ennusmerkit tulevalle kasvulle mielestäni hyvät.

HR Blockin ydintoimintojen käyttökate on odotetusti pikku hiljaa noussut vuoden 2007 26,7 prosentista lähelle 30 prosenttia, mutta liikevaihto ei ole juuri liikahtanut kolmen miljardin dollarin tasosta. Tämä selittää sen, että osakkeen nykyarvolla (16 \$), ei hinnassa juurikaan ole kasvuodotuksia. Yhtiö ansaitsi tilivuoden 2010/11 aikana 1,35 dollaria osakkeelta. Nyt kuluvalle tilivuodelle odottavat markkinat noin 1,5 dollaria osakkeelta ja jaksolle 2012/13 noin 1,7 dollaria.

Markkina-arvo on noin 4,7 miljardia dollaria ja käyttökate ilman konsultointia noin 860 miljoonaa dollaria. Päädyimme siis EV/EBITDA:an noin 5,5 toimialalla, jossa on hyvin vähän investointitarpeita ja vapaa kassavirta siten korkea.

Konsultoinnin myynnin myötä vahvistunut tase sai yhtiön myös nostamaan osinkoaan 0,6 dollarista vuodessa 0,8:aan dollariin eli noin 5 % tuottotasolle. Viime vuonna ja edeltävänä yhtiö käytti 80 % vapaasta kassavirrasta omien osakkeidensa oston. Siten vuosina 2009-11 yhtiö käytti kaiken kaikkiaan 1,2 miljardia dollaria eli 90 % vapaasta kassavirrastaan osinkoihin ja omien osakkeiden oston.

Minusta kyseessä on siis varsin mainio ”blokki” edulliseen hintaan. Kun subprime-kriisi pikku hiljaa siirtyy muistojen hämärään ja luottamus yhtiön uuteen kasvuun kasvaa markkinoilla, on varsin perusteltua olettaa, että arvostuskertoimetkin voivat nousta ainakin markkinoiden keskiarvotasolle.

Palautettanne toivoen ja sitä arvostaen,



Peter Seligson, salkunhoitaja
peter.seligson@seligson.fi

PHOEBUS

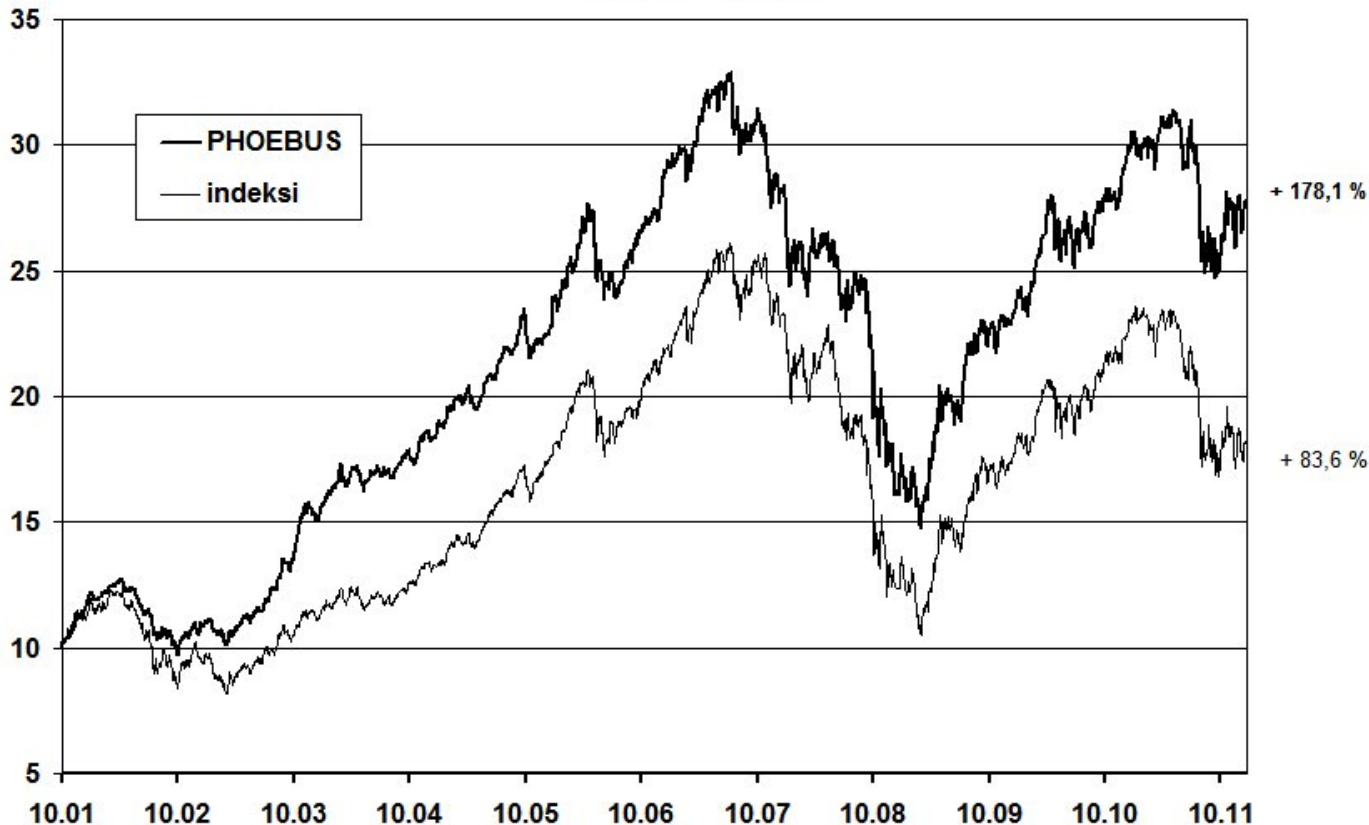
31.12.2011

Osakerahasto, joka tekee pitkän tähtäimen sijoituksia pääosin Suomen osakemarkkinoille.

Euro

Phoebus ja vertailuindeksi

10.10.2001 - 31.12.2011



RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	10.10.2001
Tyyppi	Osakerahasto
Rahaston koko (milj. euroa)	18,4
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

TUOTTO JA VOLATILITEETTI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	8,31 %	18,47 %	4,92 %	25,31 %
1 v	-7,04 %	18,43 %	-19,90 %	21,41 %
3 v	69,14 %	18,11 %	44,90 %	19,89 %
5 v	-4,64 %	19,28 %	-16,37 %	20,90 %
10 v	133,13 %	15,58 %	60,22 %	17,49 %
Aloituspäivästä	178,13 %	15,49 %	83,59 %	17,51 %
Aloituspäivästä p.a.	10,52 %		6,12 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.1.2011 – 31.12.2011

Palkkiot yhteensä (TER)	1,48 %
Tuottosidonnainen palkkio (vuoden alusta, sisältyy TER-lukuun)	0,73 %
Kaupankäyntikulut	0,02 %
Kokonaiskulut (TKA)	1,50 %
Salkun kiertonopeus	-9,97 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,00 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	8,37 %
Lähipiirin omistusosuus (31.12.2011)	13,86 %

SUURIMMAT OMISTUKSET

	Maa	Osuus rahastosta
FASTENAL CO	Yhdysvallat	6,7 %
VACON OYJ	Suomi	6,7 %
AIR LIQUIDE SA	Ranska	6,6 %
HENNES & MAURITZ AB-B SHS	Ruotsi	6,1 %
SECO TOOLS AB-B SHS	Ruotsi	5,9 %
SVENSKA HANDELSBANKEN-A SHS	Ruotsi	5,7 %
NOKIAN RENKAAT OYJ	Suomi	5,6 %
HARLEY-DAVIDSON INC	Yhdysvallat	5,1 %
COSTCO WHOLESALE CORP	Yhdysvallat	5,0 %
EXCEL COMPOSITES OYJ	Suomi	4,6 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

SALKUNHOITAJALTA

Kreikan, Italian ja muiden Etelä-Euroopan maiden velka-huolien jatkumisesta huolimatta vuoden viimeinen neljännes oli osakemarkkinoilla positiivinen. Phoebuksen vertailuindeksi nousi 4,9 %. Toisin kuin nousevilla markki-noilla yleensä, Phoebus pärjäsi indeksiä paremmin osuuden arvonnoudesta 8,3 %.

Vuonna 2011 Phoebuksen arvo laski -7,0 % ja vertailuindeksimme laski -19,9 %. Rahaston alusta lukien Phoebus on noussut 178,1 % ja vertailuindeksi 83,6 %.

Luvut ovat poikkeuksellisia. Vuoden 2011 suhteellista ylituottoa edesauttoivat monet tekijät. Emme omistaneet täydellisesti romahtanutta Nokkaa, jonka paino vertailuindeksissämme on 7,5 %. Omistuksistamme Fastenal kehittyi loistavasti ja Sandvikin ostoparjous Seco Toolsista auttoi kertaluonteisesti (tästä tarkemmin yhtiöesittelyssä jäljempänä).

Yhtiömme pärjäävät huonoilla markkinoilla yleensä suhteellisesti ottaen hyvin, koska niiden liiketoiminta- ja taseriskit ovat keskimääräistä pienemmät, mikä ei kuitenkaan ollut pääselitys rahaston ylituottoon. Ei siis kannata odottaa vastaavan ylituoton toistuvan edes vaikka markkinat laskisivat, puhumattakaan siitä, että samaa nähtäisiin toistuvasti nousevilla markkinoilla! Riski on yleensä symmetrinen: jos Phoebus pystyy joskus hyvänä vuonna 13 % ylituottoon, se saattaa myös huonona vuonna jäädä saman verran indeksituotosta jälkeen.

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

Ostot ja myynnit

Joulukuussa myin osakkeita ensimmäistä kertaa lähes kahteen vuoteen! Hyvän kurssikehityksen ansiosta amerikkalainen Fastenal oli noussut ylivoimaisesti suurimmaksi sijoitukseksimme, jopa 8,5 prosenttiin Phoebuksen arvosta. Pidän Fastenalista paljon, mutta sen arvostus on kurssinousun jälkeen korkea, kokonaiset 35x vuoden 2011 tulos. Siksi päätin rajata riskejämme ja myin reilun viidesosan omistuksestamme 329 000 eurolla.

Ostin neljänneksen aikana lisää neljän yhtiömme osakkeita yhteensä 605 000 eurolla. Suuruusjärjestyksessä nämä olivat Tikkurila, Oriola-KD, Stockmann ja Konecranes. Ostosta huolimatta kassamme kasvoi rahastoon tulleiden merkintöjen vuoksi ja on nyt 6,9 % Phoebuksen arvosta - eli hieman liian. Tulen jatkamaan osakeostoja, mutta epälikvideissä osakkeissa se vie oman aikansa ja yritän ostaa järkeviin hintoihin (yleensä päivinä, jolloin kurssit laskevat). Hiljaa hyvä tulee.

Suomi-rahasto vai ei?

Huomasin vuodenvaihteessa, että rahastoluokittelija Morningstar on siirtänyt Phoebuksen rahastoluokasta ”Suomi, osakkeet” luokkaan ”Maailma, joustava, osakkeet”. Muita Suomeen rekisteröityjä rahastoja tässä luokassa ovat FIM:in Forte, Mondo ja Varainhoito 100, Seligson & Co Phoenix ja Tapiola Kasvu. Näillä rahastoilla ei käsittääkseni ole juuri mitään yhteistä keskenään...

Muutos on kuitenkin sikäli luonteva, että Phoebus ei ole ns. Suomi-rahasto, kuten kerroin viime katsauksessamme. Maapainomme eivät kuitenkaan ole juuri muuttuneet kolmeen vuoteen, joten en osaa sanoa miksi Morningstarin muutos tehtiin nyt.

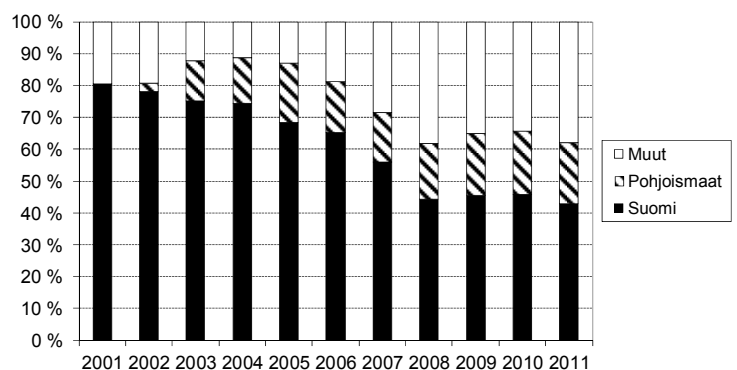
Sijoittajan kannalta on joka tapauksessa arvioitsijoiden luokitteluja huomattavasti tärkeämpää miettiä, onko rahaston vertailuindeksi oikea. Näin siksi, että rahaston tavoitteena on ylittää vertailuindeksi ja rahaston tuottosidonnainen palkkio on kiinni tämän tavoitteen toteutumisesta. Vertailuindeksin valinta vaikuttaa siis siihen, maksako sijoittaja tuottosidonnaista palkkiota oikeilla perusteilla.

Vertailuindeksimme on koko Phoebuksen toiminnan ajan koostunut 75 % Suomen ja 25 % maailman osakemarkkinoista. Moni omistaja on kysynyt onko vertailukohta enää relevantti, kun Phoebus tällä hetkellä omistaa suomalaisia osakkeita huomattavasti tätä vähemmän? Pitääkö sijoittajan allokatiota suunnitellissaan edelleen nähdä Phoebus Suomeen painottavana rahastona vai pikemmin maailmanlaajuisena?

Phoebuksen historian aikana Suomi-painomme on koko ajan laskenut (ks. kaavio alla). Suurin pudotus tapahtui 2006-2008 ja johtui, kuten olen ennenkin kertonut, kahdesta asiasta: pidin suomalaisia osakkeita ulkomaisia osakkeita kalliimpina ja minun on ollut vaikeampaa löytää laadukkaita yhtiöitä Suomesta kuin ulkomailta. Ensimmäinen syy on syklinen, toinen on rakenteellinen.

Tarkkaavainen rahaston seuraaja on huomannut, että olen viime syksyn kurssilaskun jälkeen ostanut vain suomalaisia osakkeita. Se ei ole sattumaa.

Phoebuksen sijoitukset maittain 2001-2011



Arvostukset ovat korjaantuneet ja moni hyvä suomalainen yhtiö on tällä hetkellä ulkomaisia verrokkejaan halvempi. Rakenteellinen ongelma sen sijaan ei ole poistunut. Suomen pörssissä on edelleen 15-20 yhtiötä, joita emme omista, mutta joita voisin periaatteessa joskus ostaa. Ei sen useampia.

On luultavaa, että Suomen osuus Phoebuksen salkussa tulee nousemaan, mutta on epätodennäköistä, että se nousisi 75 prosenttiin. Toisaalta: onko Handelsbanken yhtään enemmän ruotsalainen pankki kuin Nordea? Millä tavoin Sandvik on ruotsalaisempi kuin Cargotec? Nykyinen vertailuindeksimme on mielestäni relevantti, jos pohjoismaiset sijoituksemme edustavat noin 75 % rahastosta. Phoebuksen historian keskiarvo on 76 %.

Voi tietysti kysyä, eikö olisi parempi, että vertailuindeksi tällöin koostuisi esimerkiksi 55 % Suomesta, 20 % Ruotsista ja 25 % maailmasta? Teoriassa ehkä, mutta käytännössä uskon, ettei monimutkaisemmalla indeksillä olisi lisäarvoa. Asiaa on kuitenkin syytä miettiä jatkossakin.

Entä miten Phoebusta pitää tarkastella salkun allokaatiossa? Itse näkisin sen salkun mausteena, kuten aktiiviset rahastot yleensäkin. Aktiivisen rahaston salkunhoitajalle maksetaan siitä, että hän yrittää lyödä indeksin, jonka takia hänen on poikettava indeksistä. Siksi aktiivisen rahaston rakenne lähes määrätelmällisesti vaihtelee ajan myötä, eikä aktiivinen rahasto siten useinkaan ole hyvä allokaatiotyökalu. Allokaatiota varten on olemassa indeksirahastoja, joiden rakenne ajan myötä on melko vakio.



Esittelin viimeksi uuninvalmistaja Tulikiven vajaat kolme vuotta sitten, katsauksessamme 1/2009. Kirjoitin silloin, että en odota suhdanteiden paranevan lähiaikoina.

Pidin silti osakkeen ja yhtiön riskejä aiempaa pienempinä, koska takana oli kolmen vuoden jakso, jonka aikana osakkeen kurssi tuli alas kuin kivi eli -79 %, henkilöstöä vähennettiin -28 % ja Kermansaven integrointi saatiin pääosin valmiiksi.

Phoebus maksoi silloin 15,87 euroa per osuus ja Tulikivi 0,70 euroa per osake. Sen jälkeen Phoebus on tuottanut 75,3 % ja Tulikivi osinkoineen vain 4,2 %. Tulikivi on siten edelleen ollut merkittävä jarru Phoebuksen kehitykselle, ollen tällä jaksolla Phoebuksen toiseksi huonoin sijoitus Vaisalan jälkeen.

Huono sijoitustuotto ei ole mikään ihme. Kolmessa vuodessa yhtiön liikevaihto on laskenut 12 % ja liiketulos on kääntynyt 3,5 miljoonan voitosta viime vuoden noin 2,2 miljoonan tappioon. Moni Phoebuksen omistaja onkin kysynyt, onko Tulikiven heikko kehitys oire sukupolvenvaihdoksen epäonnistumisesta, Kermansaven oston epäonnistumisesta vai mistä? Onko näin huonosti kannattavaa yhtiötä enää järkeä omistaa? Kysymys on relevantti.

Vastausta haettaessa on tärkeää katsoa mikä osuus huonosta tuloksesta johtuu yhtiön virheistä ja mikä ulkoisista tekijöistä sekä ennen kaikkea, miten yhtiön johto reagoi ulkoisten tekijöiden aiheuttamiin tulospainaisiin. Itse näen asian niin, että Tulikivi on viime vuosina kohdannut neljä pääongelmaa: Suomen jakelu, vaihtoehtoiset lämmitysratkaisut, Euroopan heikko rakennussuhdanne ja finanssikriisi. Mielestäni se on reagoinut niihin kohtalaiseen hyvin.

Vuonna 2007 toteutettu Suomen jakelun muutos oli raskas. Yhtiön tulisijamyynä Suomessa laski 2006-2008 yli 15 % ja markkinaosuus noin viisi prosenttiyksikköä. Sen jälkeen iski finanssikriisi, joka laski tulisijamarkkinoita yli 20 %. Jakelutie näyttää nyt olevan paremmalla mallilla. Kuluttajia palvelevat edelleen 35 Tulikivi-studiota eli sama määrä kuin 2007, mutta pienten rautakauppojen yhteydessä olevien Tulikivi-pisteiden määrä on kymmenkertaistettu 150:een ja ketjuyhteistyö S-ryhmän kanssa saatu käyntiin.

Paremmen jakelupeiton ja uusien tuotteiden ansiosta Tulikiven uunimyynti Suomessa kasvoi vuonna 2010 noin 20 % ja markkinaosuus nousi. Trendi jatkui viime vuonna. Myynti on silti edelleen alempi kuin 2006, koska markkinat ovat taantuneet ilma- ja maalämpöpumppujen vietyä asiakkaita uuninvalmistajilta. Samaan aikaan Tulikiven vienti on supistunut kolmannoksen, johtuen ymmärtääkseni enemmän markkinoiden kuin yhtiön huonoudesta. Vertailun vuoksi pääkilpailija Nunnalahden Uunin liikevaihto laski 2008-2010 40 % 25 miljoonasta 15 miljoonaan euroon, joten Tulikivi ei ole ongelmiseen yksin.

Alemmat volyymit vaativat alempaa kustannustasoa ja tässäkin Tulikivi on reagoinut. Viime vuonna se vähensi henkilöstöä yli 20 %. Viidessä vuodessa henkilöstön määrä on puolittunut. En iloitse tästä, mutta se mielestäni osoittaa, että johto osaa reagoida muutospainaisiin.

Yhtiön jatkuva kutistuminen ei tietenkään pidemmällä tähtäimellä vaurastuta sijoittajaa. Uuneja kuitenkin tarvitaan jatkossakin ja haluaisin nähdä miten Tulikivi pärjää paremmissa suhdanteissa ennen kuin luovun osakkeistamme. Phoebuksen kannalta riski on nykyään hyvin pieni, koska Tulikivi on kurssilaskun jälkeen 2 % painolla pienimpiä sijoituksiamme.



Ruotsalaisen kääntöterien valmistajamme Seco Toolsin esittelin ensimmäisen kerran reilut kolme vuotta

sitten katsauksessa 3/2008 - esittely jäi samalla viimeiseksi. Emoyhtiö Sandvik, joka omistaa Seco Toolsista 60 %, tarjoutui marraskuun alussa ostamaan loputkin osakkeet. Hinta on 1,2 Sandvikin osaketta yhtä Seco Toolsin osaketta vastaan, mikä tarkoittaa noin 20 % preemiota. Koska Sandvik omistaa jo enemmistön Seco Toolsista, osto toteutuu varmasti ja tulemme jatkossa omistamaan Sandvikia. Mutta kuinka paljon?

Sandvikin Tooling-divisioona on suoraan verrattavissa Seco Toolsiin. Kääntöterissä yhtiöiden yhteinen osuus maailman markkinoista on noin 25 %. Sandvikin tuotevalikoima on hieman laajempi ja Tooling on tehnyt 2000-luvulla keskimäärin 18 % liiketulosta, kun Seco Toolsin tulos on ollut 19 %. Pääoman tuotossa ero on suurempi (Sandvik 24 %, Seco Tools 32 %) lähinnä siksi, että Sandvik on tehnyt enemmän yritysostoja. ”Uusi Tooling”, joka sisältää siis Seco Toolsin, on 36 % Sandvikin liikevaihdosta ja 50 % tuloksesta.

Sen lisäksi saamme – tai oikeammin ehkä joudumme hieman vastahakoisesti ottamaan – kaksi muuta Sandvikin liiketoiminta-aluetta: kaivos- ja rakennusteollisuuden koneet sekä erikoisteräksset.

Ensin mainittu koostuu pääosin suomalaisesta Tamrockista ja on viime vuosina hyötynyt kaivosteollisuuden ennennäkemättömästä investointibuumista. Tämän sektorin osuus Sandvikin liikevaihdosta ja liiketuloksesta on reilut 40 % ja se on kymmenen vuoden perspektiivissä ollut laadukas, tehden 11 % liiketulosta ja yli 20 % pääoman tuottoa.

Erikoisteräksset ovat huonompaa liiketoimintaa. Keskimäärin pääoman tuotto on ollut 9 % liikevoiton oltua noin 7 % liikevaihdosta. Tämä osa-alue edustaa reilua 20 % Sandvikin liikevaihdosta, mutta vain 10-15 % tuloksesta.

Konsernirakenne muuttuu hieman vuoden 2012 alusta. Sandvikin uusi toimitusjohtaja, teräsyhtiö SSAB:sta rekrytoitu Olof Faxander, päätti jakaa yhtiön viiteen divisioonaan entisen kolmen sijasta. Pidän uutta jakoa hieman keinotekoisena, mutta enemmän minua huolestuttaa toki se, että Sandvikin uudesta 10 hengen johtoryhmästä kokonaiset 6 henkilöä on työskennellyt yhtiössä alle 4 vuotta. Positiivista Faxanderin uudistuksissa kuitenkin on, että alisuorittajia ei enää tulla suvaitsemaan. Huonoimmat liiketoiminnot (kuten teräksset) joutunevat myyntilistalle, jos niiden rakenteellinen kannattavuus ei oleellisesti parane 2-3 vuodessa.

Seco Tools on ollut erinomainen sijoitus. Syyskuusta 2008 vuoden 2011 loppuun se tuotti euroissa osinkoineen 62 %, Phoebuksen tuottaessa samalla jaksolla 26 %. Siten yhtiön paino salkussamme on noussut enemmän kuin mitä itse olen sitä aktiivisesti nostanut ja on nyt 5,9 %. Pidän tätä hieman liiallisena painona Sandvikille, koska uuteen johtoon ja uuteen organisaatioon liittyy tavanomaista enemmän riskejä. Tulen siksi todennäköisesti hieman vähentämään omistustamme, kun tilanne on siihen sopiva.

Toivotan silti innolla Sandvikin tervetulleeksi salkkuumme! Mainitsin jo aikanaan Seco Toolsia ostaessani, että Sandvik voisi jossain vaiheessa olla sille vaihtoehto. Vaikka vaihtoehto nyt toteutuikin pakolla, se toteutui myös ostopremion kera. Mikäs sen parempaa!



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

10 ÅR AV EURO(KRIS?)

Det blev inget riktigt bra tioårsjubileum för euron. När EU:s ledare enas om preciseringar till existerande regelverk (t.ex. Maastricht-avtalet) möter de mest marknadens hän.



En sund skepticism mot hållbarheten i dessa överenskommelser är förståelig med tanke på de europeiska politikernas svaga trovärdighet. Den stora skiljelinjen är kanske ändå mellan amerikansk-brittisk och germansk ekonomisk politik. Populärt kan skillnaden beskrivas som tillväxtbaserade åtgärder vs. sparsamhetsiver.

Marknaden, påhejad av finansiell media dominerad av det amerikansk-brittiska perspektivet, tar klar ståndpunkt för den amerikansk-brittiska modellen. Detta förklarar säkert en annan del av den skepticism mot euron och eurosamarbetet som råder, då den är uppbyggd på den germanska modellen.

Ett intressant perspektiv till diskussionen gav den tyska tevekanalen ZDF häromveckan i sin 10-års tillbakablick på euron ur ett tyskt perspektiv. Man jämförde inflationen i Tyskland under eurotiden med de tio åren innan den: köpkraftsförsämringen har varit exakt den samma.

Man kan alltså se det som så att D-marken har fortsatt sitt liv i euron vilket också syns i att euron förstärkts under de senaste tio åren från 0,89 till 1,30 – alltså något mer än köpkraftspariteten – mot den amerikanska dollarn, precis som D-marken också hade som vana att göra.

I ett längre perspektiv har den germanska modellen något överraskande gett bättre avkastning än den av media så upphöjda amerikanska modellen. Trots att kvartalsjämförelser ger bilden av att USA alltid växer mera, har Tyskland, och tyskarna, i praktiken ökat sin ekonomiska välfärd betydligt snabbare under varje decennium sedan andra världskriget.

Från år 1989 till år 1999 steg Tysklands BNP (i USD räknat) från 1217 till 2137 miljarder \$, eller 76 %, medan USA:s steg från 5482 till 9287 miljarder \$, eller 71 %.

Mellan år 1999 och år 2009 steg Tysklands BNP från 2137 till 3307 miljarder \$, eller 54 %, och USA:s från 9287 till 14014 miljarder \$, eller 50 %.

På kvartalsbasis i USD räknat ser visserligen USA:s siffror alltid bättre ut, men över årtionden betraktade och i samma valuta vinner Tyskland konstant.

Hur ofta berättas detta åt oss i pressen?



Peter Seligson
peter.seligson@seligson.fi

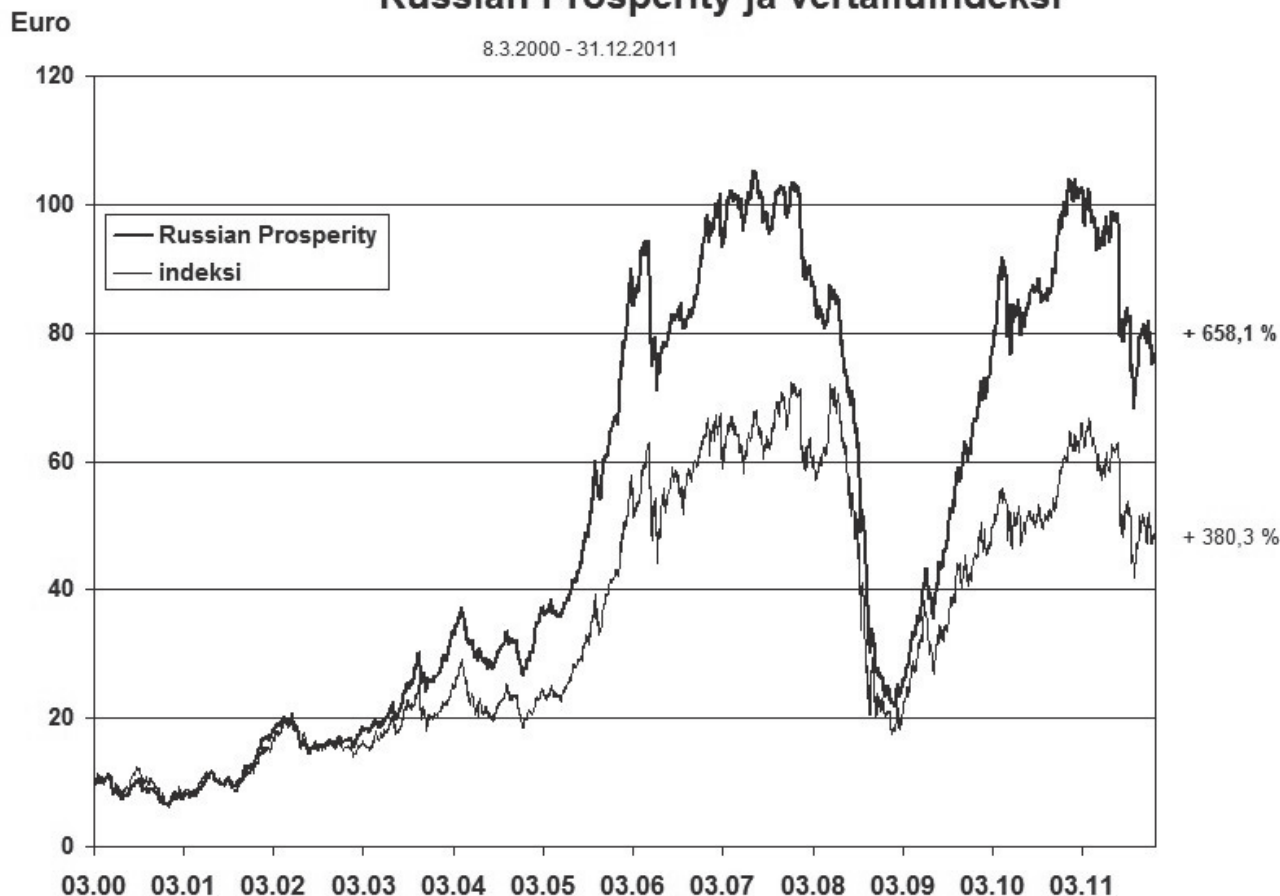
Datakällor: www.usgovernmentspending.com/us_gdp_history
ja [www.indexmundi.com/germany/gdp_\(official_exchange_rate\).html](http://www.indexmundi.com/germany/gdp_(official_exchange_rate).html)

RUSSIAN PROSPERITY FUND EURO

31.12.2011

Aktiivinen osakerahasto, joka sijoittaa pääosin Venäjän osakemarkkinoille.

Russian Prosperity ja vertailuindeksi



RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	8.3.2000
Tyyppi	Osakkeet, Venäjä & IVY
Rahaston koko (milj. euroa)	113,5
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 %
Salkunhoitaja	Jonathan Aalto

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.1.2011 – 31.12.2011

Palkkiot yhteensä (TER)	1,54 %
Tuottosidonnainen palkkio (vuoden alusta, sisältyy TER-lukuun)	0,00 %
Kaupankäyntikulut **	0,75 %
Kokonaiskulut (TKA)	2,28 %
Salkun kiertonopeus	-36,39 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	14,60 %
Lähipiirin omistusosuus (31.12.2011)	0,09 %

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

TUOTTO JA VOLATILITEETTI

	Rahasto		Vertailuindeksi*	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	3,87 %	18,48 %	7,34 %	29,92 %
1 v	-22,89 %	20,60 %	-19,80 %	27,89 %
3 v	215,03 %	20,83 %	134,61 %	31,00 %
5 v	-22,68 %	22,05 %	-27,12 %	37,12 %
10 v	437,52 %	21,43 %	264,67 %	33,74 %
Aloituspäivästä	658,01 %	23,03 %	380,32 %	36,00 %
Aloituspäivästä p.a.	18,69 %		14,20 %	

* Huom! Kyseessä on hintaindeksi.

SUURIMMAT OMISTUKSET

Maa Osuus rahastosta

Maa	Osuus rahastosta
BASHNEFT	Venäjä 8,7 %
TNK-BP	Venäjä 8,4 %
GAZPROM	Venäjä 8,2 %
SURGUTNEFTEGAS	Venäjä 7,6 %
DIXY GROUP	Venäjä 4,9 %
TRANSNEFT	Venäjä 4,7 %
MAGNIT	Venäjä 4,7 %
MHP	Ukraina 4,6 %
MRIYA	Ukraina 4,1 %
MVIDEO	Venäjä 3,1 %

SALKUNHOITAJALTA

Venäjän osakemarkkinaa kuvaava RTS-indeksi nousi vuoden viimeisellä neljänneksellä keskimäärin 7,3 % ja Russian Prosperity Fund Euro -rahaston arvo nousi 3,9 %. Vuoden aikana rahaston arvo kuitenkin laski -22,9 % ja RTS-indeksi -19,8 %.

Rahaston oli vuoden aikana ylipainossa heikosti menestyneissä sektoreissa kuten kulutustavaroissa ja (sähkö-)energiassa. Rahasto pyrkii pitkällä aikavälillä indeksiä parempaan tuottoon, mutta väliin mahtuu valitettavasti myös jaksoja, jolloin rahasto pärjää indeksiä heikoimmin.

Venäjän pörssiä on painanut edelleen jatkuva euroalueen velkakiiri sekä osin myös duuman vaaleja seuranneet mielenosoitukset. Pörssin vaihtelut ovat välillä olleet hyvinkin voimakkaita. RTS on kuitenkin poikkeuksellisesti seurannut muiden kehittyvien maiden markkinoiden kulkua, mikä voi ehkä pitää merkinä Venäjän markkinoiden vakiintuneemasta asemasta sijoittajien salkuissa.

Duuman vaalit

Venäjän duuman vaalit pidettiin 4. joulukuuta. Hallitseva valtapuolue Yhtenäinen Venäjä säilytti yksinkertaisen enemmistön saamalla 238 edustajaa vaikka menettikin 77 paikkaa. Vaalin voittajat olivat Kommunistinen puolue 92 edustajalla sekä Oikeudenmukainen Venäjä 64 edustajalla. Myös Liberaalidemokraattinen puolue paransi asemiaan. Muiden puolueiden tuki ei riittänyt duumapaikkaan koska Venäjällä on seitsemän prosentin äänikynnys.

Tulos tarkoittaa, että oppositiopuolueiden yhteinen äänimäärä on n. 60 % korkeampi kuin viimeisellä nelivuotisella parlamenttikaudella. Suurin uutinen oli kuitenkin väitetty vaalivilppi mikä sai pääministeri Putinin ehdottamaan valvontakameroiden asentamista äänestyspaikoille.

Vaikka vaalin valvonnassa olikin puutteita on Yhtenäinen Venäjä edelleen maan suosituin puolue ja venäläiset ovat olleet tyytyväisiä puolueen tapaan johtaa maata kohti taloudellista vakautta. Duuman vaalin tulokset tarkoittavat, että puolue jatkaa Venäjän uudistamista mutta joutuu huomioimaan myös vahvistetun opposition vaatimuksia. On kuitenkin hyvä muistaa, että Venäjän perustuslaki keskittää vallan presidentille (presidentti valitsee myös hallituksen) eikä duumalle. Ensi vuoden presidentinvaaleja pidetään talouden kannalta tärkeimpinä.

Toimiala	RPFE %	RTS %
Öljy & kaasu	44	51
Muut raaka-aineet	6	17
Teollisuus	4	1
Telekommunikaatio	10	5
Energia (sähkö)	10	6
Rahoitus	4	18
Kulutustavarat	22	2

WTO-jäsenyys

Venäjä hyväksyttiin joulukuussa maailman kauppajärjestön WTO:n jäseneksi 18 vuoden prosessin jälkeen. Liittymisen myötä Venäjä on sitoutunut laskemaan tuonti- ja vientitulleja, avaamaan palvelusektoria ulkomaiselle kilpailulle ja noudattamaan WTO:n kauppasääntöjä. Lisääntynyt kilpailu parantaneet talouden tuottavuutta ja hyödyntää kotitalouksien kulutusta. WTO-jäsenyyden ennakoidaan lisäävän myös ulkomaisia sijoituksia. Toimialoista eniten arvioidaan hyötyvän metalli- ja kemianteollisuuden. Öljy- ja kaasualan vaikutukset ovat varsin pienet.

Joulukuussa vahvistui Micex- ja RTS-pörssien yhdistyminen. Tavoitteena on luoda kansainvälinen kauppapaikka, joka alentaa osakekaupan kuluja ja lisää likviditeettiä. Yhdistyneen pörssin toivotaan houkuttelevan entistä enemmän venäläisiä yrityksiä laskemaan liikkeelle osakkeita kotimaassaan sekä lisäävän ulkomaisten sijoittajien kiinnostusta. Tarkoitus on myös tasapainottaa Venäjän osakemarkkinoita luomalla vahva kotimainen sijoittajakunta.

Salkku

Rahaston sijoitukset eivät ole merkittävästi muuttuneet neljänneksen aikana. Öljy- ja kaasuyhtiöt Bashneft, TNK-BP, Gazprom ja Surgutneftegas kattavat 32 % koko salkusta. Yhtiöt ovat P/E-luvultaan halpoja sekä hyviä osingonmaksajia. Venäjän osinkotuotot ovat edelleen noin 30 % alemmat kuin kehittyvillä markkinoilla yleensä, vaikka osinkotaso on noussut. Rahaston kärkisijoitukset maksavat kaikki yli 10 % osingon ja myös Gazprom ilmoitti vastikään nostavansa osinkonsa 8,39 ruplaan osakkeelta, mikä nykykurssilla tarkoittaisi noin 5 prosentin osinkotuottoa.

Salkusta on vuosineljänneksen aikana poistunut öljy-yhtiö Tatneft ja olemme vähentäneet omistusta kazakstanilaisessa teleyrityksessä Kazakh Telecomissa. Vastaavasti rahaston omistusta on lisätty Magnit kauppaketjussa, teleyhtiö Mobile Telesystemsissä sekä ukrainalaisessa maatalousyhtiössä Mriyassa. Paluun salkkuun teki Uralilla Pohjois-Kaukasialla ja Keski-Venäjällä toimiva sähköyhtiö Enel OGC-5.

Rahaston sijoitukset valitseva Prosperity Capital Management (PCM) on luottavainen vuoden 2012 suhteen. Vladimir Putin palanee presidentiksi. Putinin ensimmäisen kauden aikana Venäjän käynnistettiin yksityistämisojelma, ulkomaiset suorat investoinnit kasvoivat ennätysvauhdilla ja tulovero leikattiin 13 prosenttiin. Putin loi myös pohjan maan finanssipolitiikalle, joka on tehnyt Venäjästä lähes velattoman. PCM odottaa kasvun jatkuvan.

*Prosperity Capital Managementin
raporttien pohjalta,*



Jonathan Aalto
salkunhoitaja
jonathan.aalto@seligson.fi

UUTTA OMA SALKKU -PALVELUSSA

Vuodesta 2002 käytössä olleen Oma salkku -verkkopalvelun toimintoja laajennettiin viimeksi kesällä 2010, jolloin otettiin käyttöön lunastustoimeksiannot sekä parannettiin tietoturvaa tekemällä mahdolliseksi saada hälytyksiä tai seurata kirjautumislokien avulla palveluun käyttöä.

Joulukuussa 2011 avasimme Oma salkkuun vaihtopalvelun, joka kattaa kaikki rahastomme. Käytännössä tämä tarkoittaa, että Oma salkun kautta voi nyt jättää samalla kertaa sekä lunastustoimeksiannon että ohjeen merkintätoimeksiannosta lunastetuilla varoilla.

Tällöin lunastetut varat maksetaan asiakkaan vastatilin sijaan suoraan toisen rahaston tilille ja merkintä tähän ”uuteen” rahastoon toteutuu rahaston sääntöjen mukaisesti maksun päästyä perille. Näin säästyy aikaa ja vaivaa verrattuna siihen, että asiakas lunastaisi rahat omalle vastatililleen ja tekisi merkinnän sen jälkeen itse.

Rahamarkkinarahastosta lunastus- ja/tai vaihtotoimeksiannot voi jättää useamman kerrallaan. Koska muissa rahastoissa osuuden arvo tyypillisesti heiluu Rahamarkkinarahastoa enemmän, näistä voi Oma salkku -palvelun kautta tehdä ainakin toistaiseksi vain yhden toimeksiannon kerrallaan.

Myös FIFO-periaatteesta (”First In, First Out” eli vanhimmat ostoerät ensin) poikkeavat lunastukset sekä vaihdot rahastojen tuotto-osuuksiin tulee edelleen tehdä asiakaspalvelumme kautta esim. puhelimitse tai sähköpostitse. Sähköpostiviestien

perilletulo ei ole aivan sataprosenttisen varmaa, joten mikäli kuittausta viestiin ei noin yhden pankkipäivän kuluessa kuulu, on hyvä soitella perään.

Vaikka laajensimmekin Oma salkun lunastuspalvelua kattamaan myös vaihdot, emme sillä halua kannustaa jatkuvaan rahastojen vaihtelemiseen, vaan rohkaisemme mieluummin pitkäjänteiseen mietittyä suunnitelmaa seuraavaan oman salkun hallintaan. Vaihdoilla on silti sijansa, kuuluuhan hyvään suunnitelmaan myös salkun ajoittainen tasapainotus.

Kannattaa myös muistaa, että esimerkiksi verotuksen näkökulmasta vaihto on yhtä kuin lunastus ja uusi merkintä. Toisin sanoen: jos lunastus tapahtuu voitolla, on kyseessä luovutusvoittoverotettava pääomatulo. Lunastustappiot voi toki vähentää voitoista.

Asiakaspalvelumme, IT-ratkaisut mukaan lukien, kehittyvät jatkuvasti asiakkaidemme toivomusten ja palautteen pohjalta. Kiittäen vilkkaasta palautteesta ja lisää toivoen!



Sami Eriksson
järjestelmäasiiantuntija
it@seligson.fi



Raportit	Rahastoluotain	Toimeksiannot	Asiakaspalvelu	Tietoturva	Poistu palvelusta
----------	----------------	---------------	----------------	------------	-------------------

Merkintä
Lunastus / vaihto
Merkintä- ja lunastuspäivät
Avoimet lunastukset

Asiakkaan nimi: Seligson & Co Esittelysalkku
Asiakastunnus: 13355

RAHASTON NIMI	Kpl	Rahaston arvo 03.01.2012
Seligson & Co Rahamarkkinarahasto AAA (A)	950,5700	2 344,39 EUR
Lunastettava rahamäärä:	1 000,00 EUR	

Mikäli valittu lunastussumma ylittää lunastuspäivänä salkussa olevien rahasto-osuuksien markkina-arvon, lunastetaan kaikki salkussa olevat ko. rahaston osuudet.

Lunastettava summa siirretään: Rahastoyhtiölle ilmoitetulle vastatilille (111111-22222) Toiseen rahastoon:

Valitse
Seligson & Co Aasia-indeksirahasto (A)
Seligson & Co Global Top 25 Brands (A)
Seligson & Co Euro-obligaatio (A)
Seligson & Co Euro Corporate Bond (A)
Seligson & Co Eurooppa-indeksirahasto (A)
Seligson & Co Kehittyvät markkinat (A)
Seligson & Co Global Top 25 Pharmaceuticals (A)
Seligson & Co Pharos (A)
Seligson & Co Phoebus (A)
Seligson & Co Phoenix (A)
Seligson & Co Pohjois-Amerikka -indeksirahasto (A)
Seligson & Co Russian Prosperity Fund Euro (A)
Seligson & Co Suomi-indeksirahasto (A)

Mikäli haluaa, että lunastus suoritetaan normaalitytanteessa vain vastatilille merkintä- ja lunastuskäytäntö poikkeaa muista rahastoista.

Syötä toivottu uusi päivämäärä tähän:

Pvm (pp.kk.vvvv):

Tarkasta toimeksianto

Vaihtopalvelun perusajatus on yksinkertainen: vaihdon yhteydessä määritellään, että vastatilin asemesta lunastuksesta saatavilla varoilla merkitään jotain toista rahastoa.

Oma salkusta saa kätevästi myös vuodenvaihteen salkku- ja verottajaraportit.

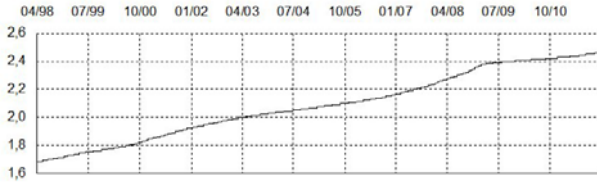
Yli 90 % asiakkaistamme käyttää Oma salkku. Ohjeet tunnusten hankkimiseksi löytyvät www.seligson.fi/suomi/asiointi/omasalkku/ ja yleisimmillä pankkitunnuksilla saa ne käyttöön heti.

Tunnukset voi myös tilata asiakas-palvelustamme, puh. 09—6817 8200.

PASSIIVISET RAHASTOT

RAHAMARKKINARAHASTO AAA
31.12.2011

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Rahamarkkinarahasto, joka sijoittaa lyhytaikaisiin eurooppalaisiin korkoinstrumentteihin.

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	1.4.1998
Tyyppi	Lyhyet korot, euro-alue
Rahaston koko (milj. euroa)	286,9
Vertailuindeksi	3 kk euriborindeksi
Hallinnointi- ja säilytyspalkkiot	0,18 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintäpalkkio	ei
Lunastuspalkkio	ei
Salkunhoitajat	Jani Holmberg / Inari Nilsson

TUOTTO JA VOLATILITEETTI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	0,47 %	0,07 %	0,43 %	0,10 %
1 v	1,52 %	0,07 %	1,32 %	0,08 %
3 v	4,34 %	0,07 %	3,92 %	0,10 %
5 v	13,90 %	0,14 %	13,91 %	0,18 %
10 v	28,09 %	0,13 %	29,74 %	0,15 %
Aloituspäivästä	46,62 %	0,15 %	49,80 %	0,17 %
Aloituspäivästä p.a.	2,82 %		2,98 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.1.2011 – 31.12.2011

Palkkiot yhteensä (TER)	0,18 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,01 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,20 %
Salkun kiertonopeus	32,31 %
Salkun korkoriski (duraatio)	0,28
Välityspalkkiot lähipiirille	0,00 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	0,02 %
Lähipiirin omistusosuus (31.12.2011)	0,66 %

SUURIMMAT OMISTUKSET

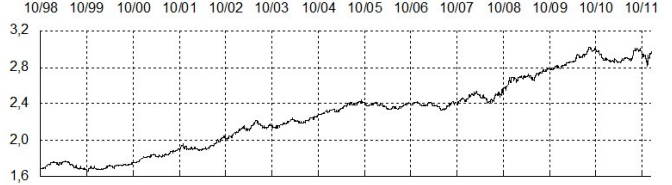
Maa Osuus rahastosta

Sijoitustodistus Tapiola Pankki 10.4.2012	Suomi	4,5 %
Sijoitustodistus SHB 02.04.2012	Suomi	3,5 %
Sijoitustodistus Nordea 06.06.2012	Suomi	3,5 %
Sijoitustodistus Nordea 27.01.2012	Suomi	2,8 %
Sijoitustodistus SHB 13.02.2012	Suomi	2,8 %
Sijoitustodistus Ålandsbanken 04.01.2012	Suomi	2,4 %
Sijoitustodistus Tapiola Pankki 14.03.2012	Suomi	2,4 %
Sijoitustodistus Ålandsbanken 21.03.2012	Suomi	2,4 %
Sijoitustodistus Aktia 25.04.2012	Suomi	2,4 %
Määräaikainen talletus AsuntoHypoPankki 09.01.2012	Suomi	2,1 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

EURO-OBLIGAATIO
31.12.2011

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Obligaatioindeksirahasto, joka seuraa euroalueen valtioiden liikkeelle laskemien

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	14.10.1998
Tyyppi	Pitkät korot, euro-alue
Rahaston koko (milj. euroa)	43,3
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

TUOTTO JA VOLATILITEETTI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	-1,11 %	7,20 %	-1,15 %	6,87 %
1 v	2,49 %	4,90 %	1,52 %	4,93 %
3 v	10,32 %	4,13 %	7,12 %	4,23 %
5 v	23,83 %	4,38 %	19,16 %	4,23 %
10 v	55,78 %	3,90 %	52,92 %	3,84 %
Aloituspäivästä	75,89 %	3,79 %	74,70 %	3,73 %
Aloituspäivästä p.a.	4,36 %		4,31 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.1.2011 – 31.12.2011

Palkkiot yhteensä (TER)	0,28 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,02 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,30 %
Salkun kiertonopeus	-17,52 %
Lainaluokitukset (rating)	AAA 56,8 %, AA 16,6 %, A 21,0 % BBB 2,2 %, CCC 0,9 %
Salkun korkoriski (duraatio)	5,73
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	1,63 %
Lähipiirin omistusosuus (31.12.2011)	0,01 %

SUURIMMAT OMISTUKSET

Maa Osuus rahastosta

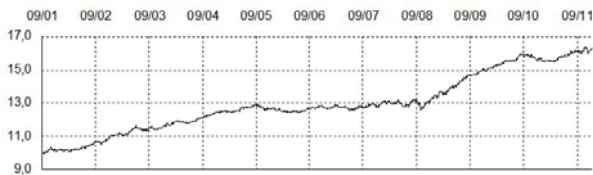
Ranskan valtion obligaatio 4,25% 25.04.2019	Ranska	9,6 %
Italian valtion obligaatio 4,25% 01.08.2014	Italia	9,2 %
Saksan valtion obligaatio 6,25% 04.01.2024	Saksa	9,0 %
Italian valtion obligaatio 4,25% 01.03.2020	Italia	7,1 %
Ranskan valtion obligaatio 3,50% 25.04.2015	Ranska	6,5 %
Saksan valtion obligaatio 4,0% 04.01.2018	Saksa	5,7 %
Saksan valtion obligaatio 3,50% 04.01.2016	Saksa	5,4 %
Ranskan valtion obligaatio 5,50% 25.04.2029	Ranska	5,0 %
Hollannin valtion obligaatio 3,75% 15.07.2014	Alankomaat	4,8 %
Espanjan valtion obligaatio 4,10% 30.07.2018	Espanja	4,6 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

EURO CORPORATE BOND

31.12.2011

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Obligaatioindeksirahasto, joka seuraa yritysten liikkeelle laskemien euromääräisten lainojen indeksia.

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	14.9.2001
Tyyppi	Pitkät korot, euro-alue
Rahaston koko (milj. euroa)	40,6
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

TUOTTO JA VOLATILITEETTI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	1,69 %	3,65 %	1,61 %	4,03 %
1 v	4,02 %	3,44 %	4,17 %	3,43 %
3 v	21,96 %	3,20 %	27,45 %	3,03 %
5 v	28,53 %	3,53 %	29,83 %	3,18 %
10 v	61,01 %	3,21 %	70,22 %	3,01 %
Aloituspäivästä	63,13 %	3,22 %	73,00 %	3,05 %
Aloituspäivästä p.a.	4,87 %		5,46 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.1.2011 – 31.12.2011

Palkkiot yhteensä (TER)	0,34 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,04 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,37 %
Salkun kiertonopeus	-9,61 %
Lainaluokitukset	AAA 2,2 %, AA 17,1 %, A 43,2 %, BBB 36,9 %
Salkun korkoriski (duraatio)	3,95
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	1,48 %
Lähipiirin omistusosuus (31.12.2011)	0,01 %

SUURIMMAT OMISTUKSET

Maa Osuus rahastosta

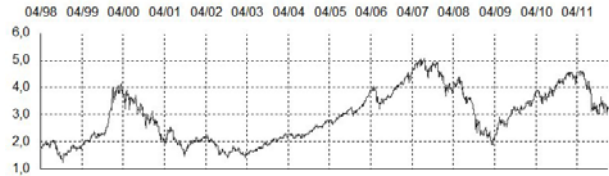
ELECTRICITE DE FRANCE 6,25% 25.01.2021	Ranska	2,2 %
ENEL-SOCIETA PER AZIONI 5,25% 20.06.2017	Italia	2,0 %
VEOLIA ENVIRONNEMENT 4,375% 16.01.2017	Ranska	1,9 %
TELEFONICA EUROPE BV 5,125% 14.02.2013	Espanja	1,8 %
ENI SPA 4,75% 14.11.2017	Italia	1,8 %
E.ON INTL FINANCE BV 5,75% 07.05.2020	Saksa	1,8 %
SIEMENS FINANCE 5,125% 20.02.2017	Saksa	1,8 %
GDF SUEZ 6,25% 24.01.2014	Ranska	1,7 %
SHELL INTERNATIONAL FIN 4,50% 09.02.2016	Alanko- maat	1,7 %
GAS NATURAL 4,125% 26.01.2018	Espanja	1,7 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

SUOMI-INDEKSIRAHASTO

31.12.2011

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Suomalaisiin osakkeisiin sijoittava indeksirahasto.

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	1.4.1998
Tyyppi	Osakerahasto, Suomi
Rahaston koko (milj. euroa)	38,5
Vertailuindeksi	OMX GES Sustainability Finland Index
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,45 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintä-/lunastuspalkkio (maksetaan rahastoyhtiölle)	ei
Kaupankäyntipalkkio lunastettaessa (maksetaan rahastoon)	0,1 % merkittäessä ja lunastettaessa (0,5 %, lunastettaessa jos sijoitusaika < 6 kk)
Salkunhoitaja	Jani Holmberg / Inari Nilsson

TUOTTO JA VOLATILITEETTI

	Rahasto		Vertailuindeksi*	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	3,38 %	31,67 %	3,41 %	31,70 %
1 v	-27,26 %	28,98 %	-27,02 %	29,04 %
3 v	40,76 %	26,05 %	42,82 %	26,32 %
5 v	-23,02 %	26,60 %	-20,44 %	26,72 %
10 v	60,83 %	22,55 %	48,86 %	22,62 %
Aloituspäivästä	90,87 %	25,82 %	62,99 %	26,10 %
Aloituspäivästä p.a.	4,81 %		3,61 %	

* 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

1.1.2011 – 31.12.2011

Palkkiot yhteensä (TER)	0,45 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,13 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,58 %
Salkun kiertonopeus	43,21 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	0,33 %
Lähipiirin omistusosuus (31.12.2011)	0,14 %

SUURIMMAT OMISTUKSET

Maa Osuus rahastosta

FORTUM OYJ	Suomi	10,1 %
KONE OYJ-B	Suomi	10,0 %
NOKIA OYJ	Suomi	9,2 %
UPM-KYMMENE OYJ	Suomi	7,8 %
WÄRTSILA OYJ	Suomi	7,7 %
METSO OYJ	Suomi	6,7 %
STORA ENSO OYJ-R SHS	Suomi	5,1 %
KESKO OYJ-B SHS	Suomi	4,4 %
ORION OYJ-CLASS B	Suomi	3,7 %
YIT OYJ	Suomi	2,5 %

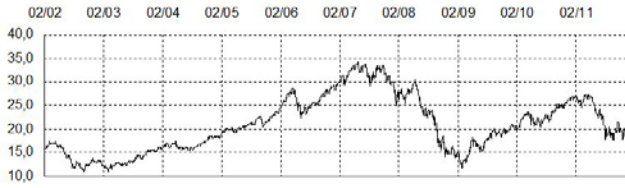
Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

PASSIIVISET RAHASTOT

OMX HELSINKI 25 -INDEKSIOUUSRAHASTO

31.12.2011

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



OMXH25 -indeksiosuusrahasto 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)	150,6
Vertailuindeksi	OMX Helsinki 25 -osakeindeksi
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,11– 0,18 % (rahaston koon mukaan)
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintäpalkkio	- / osakevälityspalkkio
Lunastuspalkkio	- / osakevälityspalkkio
Salkunhoitaja	Jani Holmberg / Inari Nilsson

TUOTTO JA VOLATILITEETTI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto*	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	4,74 %	37,52 %	4,79 %	37,68 %
1 v	-22,98 %	30,19 %	-26,11 %	30,18 %
3 v	45,18 %	27,84 %	28,13 %	28,08 %
5 v	-18,28 %	28,75 %	-33,27 %	28,92 %
Aloituspäivästä	80,90 %	23,76 %	23,97 %	23,95 %
Aloituspäivästä p.a.	6,17 %		2,19 %	

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

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.1.2011 – 31.12.2011

Paikkiot yhteensä (TER)	0,16 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,02 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,18 %
Salkun kiertonopeus	14,90 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoiikkeama (tracking error)	0,22%
Lähipiirin omistusosuus (31.12.2011)	0,0 %

SUURIMMAT OMISTUKSET

Maa Osuus rahastosta

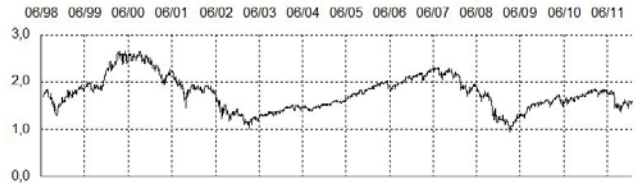
KONE OYJ-B	Suomi	10,5 %
SAMPO OYJ-A SHS	Suomi	10,1 %
FORTUM OYJ	Suomi	9,8 %
NOKIA OYJ	Suomi	8,0 %
TELIASONERA AB	Ruotsi	6,7 %
UPM-KYMMENE OYJ	Suomi	6,6 %
METSO OYJ	Suomi	5,8 %
WÄRTSILA OYJ	Suomi	5,6 %
NOKIAN RENKAAT OYJ	Suomi	4,8 %
STORA ENSO OYJ-R SHS	Suomi	3,9 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

EUROOPPA-INDEKSIRAHASTO

31.12.2011

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Osakeindeksirahasto, joka seuraa DJ Sustainability Europe-indeksiä.

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	15.6.1998
Tyyppi	Osakerahasto, Eurooppa
Rahaston koko (milj. euroa)	52,4
Vertailuindeksi	DJ Sustainability Europe 20.9.2010 asti DJ STOXX Sustainability
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,45 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintä-/lunastuspalkkio (maksetaan rahastoyhtiölle)	ei
Kaupankäyntipalkkio (maksetaan rahastoon)	0,1 % merkittäessä ja lunastettaessa (0,5 % lunastettaessa, jos sijoitusaika < 6 kk)
Salkunhoitaja	Jani Holmberg / Inari Nilsson

TUOTTO JA VOLATILITEETTI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	7,92 %	24,22 %	7,97 %	26,74 %
1 v	-9,97 %	23,63 %	-9,79 %	24,31 %
3 v	29,74 %	22,44 %	31,25 %	22,73 %
5 v	-24,70 %	24,55 %	-22,30 %	24,73 %
10 v	-17,16 %	22,55 %	-11,22 %	22,66 %
Aloituspäivästä	-5,53 %	23,24 %	6,88 %	23,49 %
Aloituspäivästä p.a.	-0,42 %		0,49 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.1.2011 – 31.12.2011

Paikkiot yhteensä (TER)	0,46 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,03 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,49 %
Salkun kiertonopeus	-8,40 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoiikkeama (tracking error)	0,73%
Lähipiirin omistusosuus (31.12.2011)	0,23 %

SUURIMMAT OMISTUKSET

Maa Osuus rahastosta

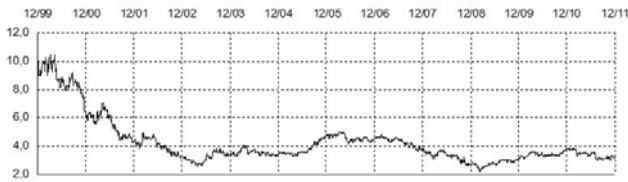
NESTLE SA-REG	Sveitsi	5,7 %
NOVARTIS AG-REG	Sveitsi	4,5 %
HSBC HOLDINGS PLC	Iso-Britannia	4,1 %
ROCHE HOLDING AG-GENUSSCHEIN	Sveitsi	3,6 %
TOTAL SA	Ranska	3,4 %
BRITISH AMERICAN TOBACCO PLC	Iso-Britannia	2,8 %
SIEMENS AG-REG	Saksa	2,5 %
TELEFONICA SA	Espanja	2,1 %
RIO TINTO PLC	Iso-Britannia	2,0 %
BASF SE	Saksa	1,9 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

AASIA-INDEKSIRAHASTO

31.12.2011

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Osakeindeksirahasto, joka seuraa DJ Sustainability Asia Pacific -indeksiä.

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	29.12.1999
Tyyppi	Osakerahasto, Aasia
Rahaston koko (milj. euroa)	20,3
Vertailuindeksi	Dow Jones Sustainability Asia Pacific 31.3.2009 asti TOPIX Core 30 Return Index
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,45 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintä-/lunastuspalkkio (maksetaan rahastoyhtiölle)	ei
Kaupankäyntipalkkio (maksetaan rahastoon)	0,1 % merkittäessä ja lunastettaessa (0,5 % lunastettaessa, jos sijoitusaika < 6 kk)
Salkunhoitaja	Jani Holmberg / Inari Nilsson

TUOTTO JA VOLATILITEETTI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	5,35 %	19,17 %	6,51 %	19,56 %
1 v	-12,74 %	18,95 %	-11,89 %	19,80 %
3 v	22,47 %	18,36 %	30,16 %	19,63 %
5 v	-27,36 %	21,69 %	-22,48 %	22,66 %
10 v	-24,94 %	21,94 %	-14,52 %	22,56 %
Aloituspäivästä	-66,89 %	23,38 %	-63,31 %	24,42 %
Aloituspäivästä p.a.	-8,79 %		-8,01 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.1.2011 – 31.12.2011

Palkkiot yhteensä (TER)	0,48 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,03 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,51 %
Salkun kiertonopeus	6,47 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	3,38%
Lähipiirin omistusosuus (31.12.2011)	0,27 %

SUURIMMAT OMISTUKSET

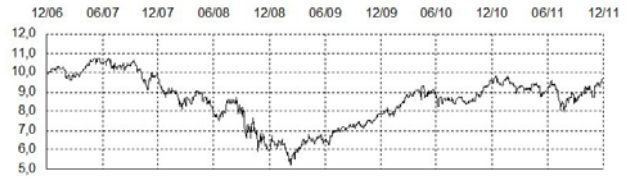
	Maa	Osuus rahastosta
BHP BILLITON LTD	Australia	5,6 %
TOYOTA MOTOR CORP	Japani	5,0 %
SAMSUNG ELECTR-GDR	Korean tasavalta	5,0 %
COMMONWEALTH BANK OF AUSTRALIA	Australia	3,9 %
TAIWAN SEMICONDUCTOR-SP ADR	Taiwan	3,2 %
WESTPAC BANKING CORP	Australia	3,1 %
MITSUBISHI UFJ FINANCIAL GROUP	Japani	3,0 %
AUST AND NZ BANKING GROUP	Australia	2,8 %
NATIONAL AUSTRALIA BANK LTD	Australia	2,6 %
SUMITOMO MITSUI FINANCIAL GR	Japani	1,9 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

POHJOIS-AMERIKA-INDEKSIRAHASTO

31.12.2011

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Osakeindeksirahasto, joka seuraa DJ Sustainability North America -indeksiä.

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	29.12.2006
Tyyppi	Osakerahasto, Pohjois-Amerikka
Rahaston koko (milj. euroa)	29,2
Vertailuindeksi	DJ Sustainability North America 1.7.2008 asti Dow Jones Industrial Average TR
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,43 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintä-/lunastuspalkkio (maksetaan rahastoyhtiölle)	ei
Kaupankäyntipalkkio (maksetaan rahastoon)	0,1 % merkittäessä ja lunastettaessa (0,5 % lunastettaessa, jos sijoitusaika < 6 kk)
Salkunhoitaja	Jani Holmberg / Inari Nilsson

TUOTTO JA VOLATILITEETTI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	12,73 %	19,50 %	12,86 %	20,31 %
1 v	3,56 %	19,13 %	4,48 %	19,57 %
3 v	60,33 %	21,02 %	65,15 %	21,60 %
5 v	-2,02 %	24,14 %	0,93 %	24,73 %
Aloituspäivästä	-2,02 %	24,14 %	0,93 %	24,73 %
Aloituspäivästä p.a.	-0,41 %		0,19 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.1.2011 – 31.12.2011

Palkkiot yhteensä (TER)	0,45 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,02 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,47 %
Salkun kiertonopeus	-16,00 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	0,63 %
Lähipiirin omistusosuus (31.12.2011)	0,05 %

SUURIMMAT OMISTUKSET

	Maa	Osuus rahastosta
INTL BUSINESS MACHINES CORP	Yhdysvallat	4,5 %
CHEVRON CORP	Yhdysvallat	4,5 %
GENERAL ELECTRIC CO	Yhdysvallat	3,9 %
PROCTER & GAMBLE CO/THE	Yhdysvallat	3,8 %
JOHNSON & JOHNSON	Yhdysvallat	3,7 %
AT&T INC	Yhdysvallat	3,7 %
INTEL CORP	Yhdysvallat	2,6 %
MERCK & CO. INC.	Yhdysvallat	2,4 %
VERIZON COMMUNICATIONS INC	Yhdysvallat	2,3 %
MCDONALD'S CORP	Yhdysvallat	2,1 %

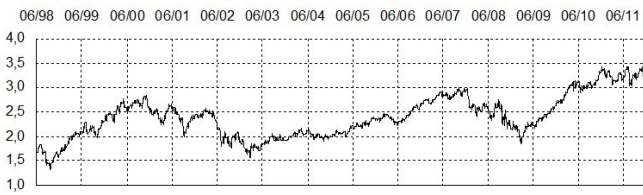
Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

PASSIIVISET RAHASTOT

GLOBAL TOP 25 BRANDS

31.12.2011

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Osakekorirahasto, joka sijoittaa maailman arvostetuimpiin tavaramerkkeihin.

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	18.6.1998
Tyyppi	Osakerahasto, maailma
Rahaston koko (milj. euroa)	91,4
Vertailuindeksi	50% MSCI Consumer Discretionary NDR 50% MSCI Consumer Staples NDR
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,6 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintä-/lunastuspalkkio (maksetaan rahastoyhtiölle)	ei
Kaupankäyntipalkkio (maksetaan rahastoon)	0,5 % lunastettaessa, jos sijoitusaika < 6 kk
Salkunhoitaja	Jani Holmberg / Inari Nilsson

TUOTTO JA VOLATILITEETTI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	10,17 %	13,66 %	9,97 %	15,09 %
1 v	7,26 %	15,02 %	5,15 %	16,41 %
3 v	65,03 %	16,02 %	72,94 %	17,40 %
5 v	33,81 %	18,47 %	16,45 %	18,96 %
10 v	45,11 %	17,63 %	22,58 %	16,97 %
Aloituspäivästä	112,50 %	18,67 %	49,16 %	17,17 %
Aloituspäivästä p.a.	5,72 %		3,00 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.1.2011 – 31.12.2011

Palkkiot yhteensä (TER)	0,61 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,04 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,65 %
Salkun kiertonopeus	12,92 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	4,23 %
Lähipiirin omistusosuus (31.12.2011)	0,10 %

SUURIMMAT OMISTUKSET

Maa Osuus rahastosta

COCA-COLA CO/THE	Yhdysvallat	6,8 %
WALT DISNEY CO/THE	Yhdysvallat	6,7 %
PROCTER & GAMBLE CO/THE	Yhdysvallat	6,6 %
MCDONALD'S CORP	Yhdysvallat	6,6 %
GOOGLE INC-CL A	Yhdysvallat	6,6 %
HENNES & MAURITZ AB-B SHS	Ruotsi	3,4 %
NESTLE SA-REG	Sveitsi	3,4 %
KELLOGG CO	Yhdysvallat	3,3 %
COLGATE-PALMOLIVE CO	Yhdysvallat	3,3 %
KRAFT FOODS INC-CLASS A	Yhdysvallat	3,3 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

GLOBAL TOP 25 PHARMACEUTICALS

31.12.2011

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Osakekorirahasto, joka sijoittaa maailman suurimpien lääkeyritysten osakkeisiin.

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	17.1.2000
Tyyppi	Osakerahasto, lääketeollisuus
Rahaston koko (milj. euroa)	47,0
Vertailuindeksi	MSCI Pharma & Biotech NDR
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,6 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintä-/lunastuspalkkio (maksetaan rahastoyhtiölle)	ei
Kaupankäyntipalkkio (maksetaan rahastoon)	0,5 % lunastettaessa, jos sijoitusaika < 6 kk
Salkunhoitaja	Jani Holmberg / Inari Nilsson

TUOTTO JA VOLATILITEETTI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	12,67 %	12,26 %	12,04 %	15,01 %
1 v	17,16 %	13,65 %	14,03 %	16,06 %
3 v	43,59 %	13,64 %	41,06 %	16,36 %
5 v	23,73 %	16,36 %	11,66 %	18,21 %
10 v	2,47 %	15,73 %	-13,01 %	17,79 %
Aloituspäivästä	19,15 %	16,38 %	0,87 %	17,79 %
Aloituspäivästä p.a.	1,48 %		0,07 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.1.2011 – 31.12.2011

Palkkiot yhteensä (TER)	0,62 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,04 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,66 %
Salkun kiertonopeus	5,48 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	3,10 %
Lähipiirin omistusosuus (31.12..2011)	0,11 %

SUURIMMAT OMISTUKSET

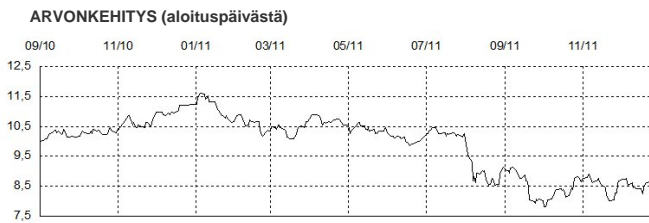
Maa Osuus rahastosta

ROCHE HOLDING AG-GENUSSCHEIN	Sveitsi	7,1 %
MERCK & CO. INC.	Yhdysvallat	6,9 %
JOHNSON & JOHNSON	Yhdysvallat	6,7 %
PFIZER INC	Yhdysvallat	6,4 %
NOVARTIS AG-REG	Sveitsi	6,1 %
BIOGEN IDEC INC	Yhdysvallat	4,6 %
BRISTOL-MYERS SQUIBB CO	Yhdysvallat	4,0 %
ALLERGAN INC	Yhdysvallat	3,8 %
CELGENE CORP	Yhdysvallat	3,7 %
AMGEN INC	Yhdysvallat	3,6 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

KEHITTYVÄT MARKKINAT

31.12.2011



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)	17,9
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	6,3 %	21,9 %	7,8 %	20,1 %
1 v	-23,5 %	20,4 %	-15,1 %	16,2 %
Aloituspäivästä	-13,9 %	18,7 %	-6,4 %	18,2 %
Aloituspäivästä p.a.	-10,7 %		-5,0 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.1.2011 – 31.12.2011

Palkkiot yhteensä (TER)	A: 0,90 % I: 0,65 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Salkun kiertonopeus	-21,79 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	0,04 %
Lähipiirin omistusosuus (31.12.2011)	0,05 %
Kaupankäyntikuluja ja kokonaiskuluja (TKA) emme ainakaan toistaiseksi voi julkaista, koska rahastosta, johon syöttörahastona toimiva Seligson & Co Kehittyvät Markkinat sijoittaa, ei niitä ole saatavilla.	

KERRANKIN KUNNON TUTKIMUS!

Sijoitusmaailma on täynnä tutkimuksia, jotka eivät kestä kriittistä tarkastelua. Muodikas ns. vastuullinen sijoittaminen on yksi niistä alueista, jolla tällaista myös esiintyy, kirjoittaa *Petre Pomell*.

Puolueellisia ja muuten keuhkotautisia tutkimuksia hutaitaan usein maailmalle sellaista tahtia, että heikompaa hirvittää. Ilmiön seurauksena kaikenkarvaiset sijoitus-palveluiden myyjät voivat todistella asiakkailleen, kuinka juuri heidän tuotteensa ovat markkinoiden parhaita. Kuulostaako tutulta? Niinpä.

Ilokseni törmään aika ajoin myös laadukkaasti tehtyihin tutkimuksiin. Harvard Business Schoolin (HBS) tutkijoilta ilmestyi marraskuun lopussa työpaperi nimeltään *The Impact of a Corporate Culture of Sustainability on Corporate Behavior and Performance*, jonka tutkimus-sokkeli on kunnolla valettu.

Mielenkiintoinen tutkimusasetelma

Tutkijat **Eccles**, **Ioannou** ja **Serafeim** jakoivat pitkällisen pohjatyön jälkeen 180 pörssi-yhtiötä korkeaa vastuullisuutta tai ”kestävän kehityksen standardeja” (*high sustainability*) ja vastaavasti matalaa vastuullisuutta (*low sustainability*) noudattaviin yrityksiin.

Tutkijat kahlasivat ensin läpi vastuullisuus- ja vuosi-raportteja sekä lukivat firmojen nettisivuja saadakseen kattavan käsityksen yritysten vastuullisuuden historiasta.

Seuraavaksi tutkijat tekivät yli 200 (!) henkilöhaastattelua yritysten johtoportaita, jotta ymmärrys syvenisi ja viherpesua harjoittavat yritykset saataisiin eroteltua. Tutkimus-jakso oli 1993–2010. Otoksen ajallista pituutta voi pitää erittäin kattavana.

Kirjoittajavieras: sijoitusvalituksen moniottelija **Petre Pomell** on tutkinut sijoittamista intohimoisen tarmokkaasti jo 15 vuoden ajan. Hän on toiminut mm. vapaana toimittajana ja yrittäjänä.

Petre toimittaa ja ylläpitää *valistunutsijoittaja.com* blogi- ja keskustelupalstaa sekä ideoi uusia sijoitusteemoihin liittyviä bisneskeskejä. Vuoden alussa hänet nimitettiin Arvopaperilehden kehityspäälliköksi.

Kirjoittajan näkemykset ovat luonnollisesti hänen omiaan.



Suurin osa nykyisistä vastuullisen sijoittamisen ja kestävän kehityksen yritystutkimuksista kärsii kahdesta seikasta.

Päällimmäisin ongelma ovat lyhyet aikasarjat. Tällöin ongelmana on, etteivät vastuullisen yritystoiminnan aiheuttamat positiiviset tai negatiiviset ilmiöt ehdi vaikuttaa yrityksiin merkittävästi.

Toisen ongelman aiheuttaa nuorehkon tutkimustradition keskittyminen osakkeiden hintakehitykseen ja sen muutokseen. Valistuneet ja pitkäjänteiset sijoittajat tietävät, kuinka häiriöherkkä kurssikehitys on menestyksen lyhytjänteisenä mittarina. Kursseihin kun vaikuttavat lukemattomat markkinatarkkijat, joiden keskinäiset painoarvot ja korrelaatiot vaihtelevat ennalta arvaamattomasti.

Oikeat näkökulmat

HBS:n tutkijat ovat ensimmäistä kertaa kysyneet tarkastelemaan vastuullisuusasioita suoraan yritysten kannattavuuskehityksen näkökulmasta, ilman kurssiliikkeiden kohinaa.

Myös finanssiteoreettisesta näkökulmasta katsottuna tutkimus on harvinaisen pätevä. Vertailusalkkujen kontrollointi suoritettiin Fama/Frenchin nelifaktorimallin mukaisesti. Tutkimus kattoi sekä tasajakoiset että markkina-arvopainotteiset portfoliot. Ryhmät olivat sektoriallokaatioiden, yrityskoon, rahoitusrakenteen ja oletettujen kasvumahdollisuuksien mukaan identtiset.

Kärsivällinen sijoittaja voittaa

Vastuullisen sijoittajan peruskysymys liittyy yritysten kykyyn tehdä rahaa. Maksaako vastuullisuus lopultakin liikaa yrityksille?

Joku voisi olettaa vastuulliseen liiketoimintaan sitoutuneen yrityksen maksavan liikaa palkkoja ja muita työntekijöiden hyvinvointiin liittyviä kuluja, jolloin yritykset ryhmänä alisuoriutuisivat markkinaindekseihin nähden. Ehkä bisnesmahdollisuuksiakin joudutaan passaamaan, koska ne eivät sovi vastuullisen yrityksen arvoihin ja normeihin.

HBS:n tutkimuksen lopputulemana tutkijat totesivat pelot turhiksi. Sijoittaminen vastuullisiin yrityksiin näyttää kannattavan sekä kurssikehityksen että kirjanpidollisen performanssin kautta.

Erot ilmenevät tosin vasta pitkällä aikavälillä, joka tässä tutkimuksessa oli siis 18 vuotta. Lyhyen aikavälin ylisuuria voittoja vastuullisesta toiminnasta on siis turha odottaa. Mutta mistäpä muustakaan?

Tutkijoiden mukaan vastuullisesti toimivat yritykset kykenevät generoimaan huomattavasti suurempia tuottoja kuin verokkiryhmä. Vaikuttaisikin siltä, että vastuullisuudesta syvällisesti omaksuttuna toimintatapana on tulossa eräs yrityselämän pitkäaikaisista kilpailueduista. Fiksu toimija houkuttelee sitoutuneempaa pääomaa ja valveutuneempia työntekijöitä kuin kilpailijansa.

Tutkijoiden mukaan vastuullisella toiminnalla kyetään saavuttamaan myös lojaalimpi ja tyytyväisempi asiakaskunta sekä paremmat suhteet osakkeenomistajiin. Ehkä kaikki tämä myötävaikuttaa kollektiiviseen innovaatiokykyyn, joka on yksi tärkeimmistä pysyvistä kilpailueduista yrityksille.

Tutkimuksessa vastuullisiin yrityksiin vuonna 1993 markkina-arvopainotteisesti sijoitettu dollari oli kasvanut 22,6 taalaan vertailujakson lopussa. Verokkiryhmässä yhden viherreäselkäisen arvo oli kasvanut vain 15,4 dollariin. Tasajakoisessa portfoliossa vastuullinen taala oli kasvanut 14,3 dollariin ja vastuuton verrokki oli päässyt 11,7 taalaan. Kun tulokset yhdistettiin Fama/Frenchin nelifaktorimallin kanssa, olivat erot tilastollisesti merkittäviä.

Petre Pomell

www.valistunutsijoittaja.com

Referoitu tutkimus on luettavissa ilmaiseksi ja rekisteröitymättä osoitteessa: www.hbs.edu/research/pdf/12-035.pdf

SELIGSON & CO:N KESTÄVÄN KEHITYKSEN RAHASTOT

Seligson & Co:n maantieteelliset indeksirahastot Eurooppa, Pohjois-Amerikka, Aasia ja Suomi seuraavat ns. kestävän kehityksen -kriteerejä.



On tietenkin mukava kuulla hyvin tehdyistä tutkimuksista, jonka mukaan tästä ei ainakaan ole haittaa sijoittajan saamalla pitkäjänteiselle tuotolle. Rationaalinen sijoittaja ei kuitenkaan odota myöskään ylituottoa verrattuna ilman tällaisia kriteerejä muodostettuihin indekseihin.

Kannattaa huomata myös, että "vastuullisuus" ei ole täsmällisesti määritelty käsite. Kestävän kehityksen indeksien osakevalinnat eivät välttämättä perustu juuri niihin kriteereihin, joita oli käytetty yllä esitellyssä tutkimuksessa.

Keskenään edes jonkin verran erilaiset indeksit tuottavat varmasti hieman erilaisia tuloksia yksittäisinä vuosina, mutta on mahdotonta etukäteen tietää miten päin muutokset milloinkin menevät. Pitkän ajan tuotto-*odotus* ei silti muutu: niin kutsuttu palautuminen keskiarvoon on yksi hyvin hajautettujen rahoitusinstrumenttien vahvimpiä ilmiöitä.

Keskustelemme mielellämme asiasta tarkemminkin.

Ari Kaaro

ari.kaaro@seligson.fi

Suora puh. 09 – 6817 8217

MARKKINA

Se olet sinä!



Poliitikot ei kans muuta tee kuin nuoleskelee markkinoita!

Ainakin ne yrittää!

No just joo. Joku raja markkinoiden ahneudelle, sanon minä!

Haluaisitko rajuja päätöksiä, joista seuraa että sun osakkeiden arvot laskee?



No just. Arvaa!

Haluaisitko, että sun eläkevarojen hoitaja sijoittaisi miellyttääkseen poliitikkoja?

No just. Johonkuhun pitää voida luottaa.

Sijoittaisitko rahastoon, joka tekis tahallaan tappiota?



No just. Sikamainen ehdotus!

Siinä näet, markkina olet sinä!

No just, okei. Mutta eiks ne vois keskittyä järkkään mulle markkinana vähän enemmän elintilaa?

No just. Hyvää uutta vuotta kuule vaan!



SELIGSON & CO

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

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

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

PALVELUMME

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

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

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

YKSINKERTAINEN ON TEHOKASTA!

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

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



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