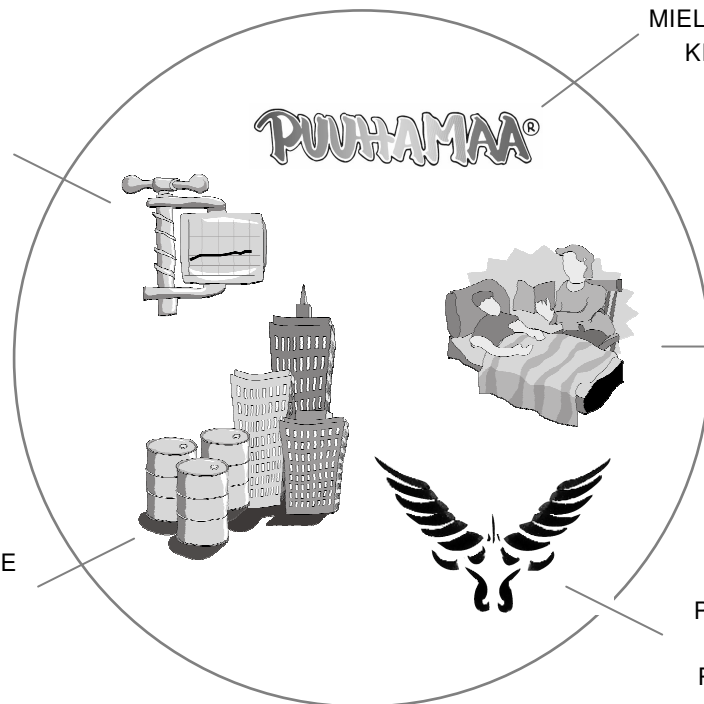


# SELIGSON & CO RAHASTOT NELJÄNNESVUOSIKATSAUS 1/4 2005

JAAKKO JOUPPI  
ON PIENTEN  
KORKOEROJEN  
PURISTUKSISSA  
S. 28

ANDERS OLDENBURGIN  
MIELESTÄ PUUHAMAA ON  
KIVA SIJOITUS S. 12



ARI KAARO KERTOO  
ILTASADUN S. 30

JARKKO NIEMI TUTKAILEE  
KIINTEISTÖ- JA RAAKA-  
AINERAHASTOJA S. 3

PETER SELIGSON:  
KAKSI VUOTTA  
PHOENIXIN SIIVIN  
S. 16

SELIGSON  
& CO

*Yksinkertainen on tehokasta*

# SISÄLLYSLUETTELO

TOIMITUSJOHTAJALTA.....	3
TUNNUSLUKUJEN MÄÄRITELMIÄ .....	5
AKTIIVISET RAHASTOT	
Pharos .....	6
Phalanx .....	10
Phoebus .....	12
Phoenix .....	16
APS Far East .....	20
Russia Prosperity.....	22
HEX25 –INDEKSIRAHASTO UUDISTUU.....	24
INDEKSI- JA KORIRAHASTOT	
HEX25 Indeksirahasto .....	25
HEX25 Indeksiosuusrahasto.....	25
Eurooppa 50 .....	26
TOPIX Core 30™ .....	26
Global Top 25 Brands .....	27
Global Top 25 Pharmaceuticals .....	27
KORKORISKIT EIVÄT POISTU, VAIKKA NE OVAT PILOSSA .....	28
KORKORAHASTOT	
Rahamarkkina .....	28
Euro Obligaatio .....	29
Euro Corporate Bond .....	29
ILTASATU .....	30

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

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

## POSTITSE VAI SÄHKÖISESTI

Jos haluatte neljännesvuosikatsaukset jatkossa postitse tai pdf-muodossa sähköpostilla, ilmoittakaa nimenne ja asiakasnumeronne joko sähköpostilla [info@seligson.fi](mailto:info@seligson.fi) tai puhelimitse asiakaspalveluumme (09-6817 8200). Muussa tapauksessa löydätte katsauksen [www-sivuiltamme](http://www.seligson.fi) aina heti sen ilmestyttyä.

## RAPPORTERING PÅ SVENSKA

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

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

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

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

Suosittelemme perehtymistä rahastoesitteisiin ennen sijoituspäätöksen tekemistä.

Julkaisumme ovat saatavissa Seligson & Co Rahastoyhtiö Oyj:stä:

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

sekä Vakuutusyhtiö Tapiolan konttoreista.

Vastuullinen toimittaja: Ari Kaaro, [ari.kaaro@seligson.fi](mailto:ari.kaaro@seligson.fi)  
Taitto: Jan Rosnell, Janomedia, [jan.rosnell@janomedia.com](mailto:jan.rosnell@janomedia.com)  
© Seligson & Co Rahastoyhtiö Oyj, 2005

## DILETANTTI TUTKAILEE KIINTEISTÖ- JA RAAKA-AINERAHASTOJA

Rahastoyhtiöiden markkinamiesten tämän vuoden kevätuotiiin kuuluvat Intian ja Kiinan lisäksi raaka-aine- ja kiinteistörahastot. Jälkimmäiset ovat kiinteistörahastolaisia odoteltaessa vielä noteerattuihin kiinteistösijoitusyhtiöihin eikä suoraan kiinteistöihin sijoittavia. Markkina on kuitenkin useimmalle suomalaiselle rahastosijoittajalle uusi kun kokemukset ”alalta” rajoittuvat yleensä omaan asuntoon. Vielä kauempana tavallisen sijoittajan sijoitusvaruudessa ovat raaka-aineet. Raaka-ainerahastojen muodikkua on helppo perustella niiden lähihistorian tuotoilla, mutta onko niistä todellista hyötyä pitkäjänteiselle sijoittajalle?

Yritän seuraavassa tehdä pika-analyysia näistä eksoottisista ja houkuttelevista markkinoista. Korostan, että en ole kummankaan sektorin asiantuntija - siirrän siis vastuun lukijalle.

### Raaka-aineista ja niiden tuotto-odotuksista

Luin hiljattain suurella mielenkiinnolla kuinka suomalaisen raaka-ainerahaston salkunhoitaja kertoi näiden rahastojen tuottaneen hyvin sekä vahvan että heikon talouskasvun aikana. Lisäetuna luvattiin vielä alhaista korrelaatiota (=hajautushyötyä) osake- ja korkomarkkinoiden nähden.

Jälleen kerran lupaus, joka kuulosti liian hyvältä ollakseen totta ja joka ehdottomasti vaati lisäselvitystä. Kullan historian tunsin, se ei ole pitänyt arvoaan pitkällä tähtäimellä edes inflaatiota vastaan. Öljystä muistin vuoden 1973 ja 1980 kriisit, jolloin ihmiset todella rajoittivat autoiluaan – nykyisellä öljyn hinnalla näin ei ole käynyt. Metallien markkinoilta muistin ”nurkanvaltauksia” ja spekulatiivisia kuplia, mutta sianliha- tai soijapapu –futuurit eivät olleet koskaan herättäneet suurempaa kiinnostusta.

Maalaisjärjellä ajateltuna raaka-aineet eivät varsinaisesti tuota mitään, ne vain ovat. Jos laitan öljytynnyrin autotallin nurkkaan lepäämään, niin sille ei käy kuten laadukkaalle viinille\* eli sen arvo siis on mitä se sillä hetkellä sattuu markkinoilla kysyntä- ja tarjontatilanteesta riippuen olemaan.

Viljan tai muiden elintarvikkeiden hinnan heiluntaa lisää luonnollisesti tarjontaan vaikuttavat sääolosuhteet. Säällä voidaan selittää myös osa energian tarpeesta, mutta tämä on tilapäistä. Säätilan ennustamiseen raaka-ainerahastojen salkunhoitajat tuskin luottavat (vaikka voisivatkin käyttää säätilan ennustamiseen teknisen analyysin menetelmiä, mutta siitä joskus myöhemmin).

Raaka-aineen hinnan voidaan kuvitella nousevan pysyvästi vain jos sen saatavuus muodostuu ongelmaksi. Maailmantalouden tai yksittäisen suuren markkinan, syklinen kasvupyrähdys näkyy raaka-aineiden hinnoissa, mutta nämä liikkeet eivät ole aikaisemmin olleet pysyviä. Jonkinasteisen poikkeuksen saattavat tehdä öljy ja jotkin eksoottiset metallit.

Raaka-ainerahastojen, erityisesti energiaan painottuvien rahastojen, on mahdollista tienata aika-ajoin lisätuottoja johdannaismarkkinoilla ns. negatiivisilla termiinipisteillä, jotka perustuvat öljyn ja sen jalosteiden ominaislaatuun. Käytännössä tämä tarkoittaa, että öljyn futuurihinnat ovat alle niiden spot-hintojen. Yksinään näillä eväillä ei kuitenkaan rakenneta menestyksellistä sijoitusrahastoa.

Karkeasti maailman raaka-aineindeksit rakentuvat näin: 70% energiaa (öljy, kaasu), 15% teollisuus- ja arvo-/jalometalleja, 10% maataloustuotteista ja 5% lihasta/karjasta. Koostumuksesta seuraa, että indeksin kehitys määrittynyt paljolti energian mukaan ja toisaalta eri suuntiin liikkuvia kohteita on monta.

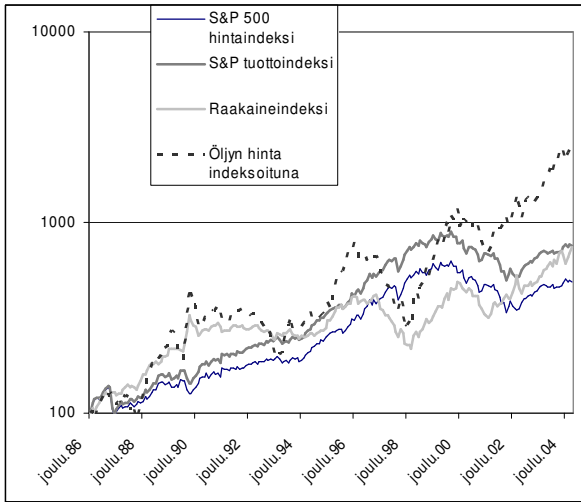
Raaka-ainetilastoja nopeasti tutkiessa tulee selväksi kolme asiaa:

- 1) Energian ja teollisuusmetallien hinnat ovat nousseet rajusti viime vuosina.
- 2) Reaalisesti (2005 dollareissa) öljyn hinta on edelleen alle ns. toisen öljykriisin (1980) tasojen (ja öljy olisi sijoituksena tällä periodilla menettänyt ostovoimaansa).
- 3) Useimpien maataloustuotteiden hinnat ovat pysytelleet rajulta hintavaihteluista huolimatta nimellisesti paikallaan (=huono sijoitus).

Näistä viimeinen havainto on ehkä mielenkiintoisin ja yllättävin. Teollistuneiden maiden maatalouspolitiikka on ihan oma ihmetyksen aiheensa, joka ei kuitenkaan kuulu tähän juttuun, joten keskitytään kahteen ensimmäiseen kohtaan.

Energian ja useiden metallien jyrkkä hintojen nousu selitetään yleensä Kiinan ja viime aikoina myös Intian talousihmeellä. Teollisuusmaiden kulutuksessa ei ole tapahtunut vastaavia muutoksia. Tämän lisäksi ns. spekulatiivinen kysyntä lisää hintaliikkeiden suuruutta – ja raaka-ainerahastot ovat itse merkittävä osa tätä ilmiötä.

Kuvassa raaka-aineindeksin kehitys vuodesta 1986 sekä vertailun vuoksi USA:n S&P 500 osakeindeksin tuotto- (osingot mukana) ja hintaversiot. Raaka-aineindeksi on ollut hyvin riipuvainen öljyn hinnan noususta. Huom! Logaritminen asteikko.



Niin tai näin, raaka-aineisiin sijoittaminen on tiukasti kiinni talouskasvusta ja tässä syklissä erityisesti Kiinan kasvusta. Arvaan (todennäköisyys osua oikeaan lienee noin 50%), että Kiinan talouskasvu jatkuu pidempään kuin raaka-aineiden hintojen raju nousu.

Varmaa on, että ne sijoittajat, jotka nyt liittyvät raaka-ainesijoittajien joukkoon ostavat salkkuunsa metalleja korkeimmalla hinnalla 16 vuoteen ja öljyä nominaalihinnaltaan kaikkien aikojen ennätystasoiilla – valitettavasti tämä ei kuitenkaan kerro mitään näiden hintojen tulevasta kehityksestä. Suomalaiselle rahastossäästäjälle raaka-aineisiin sijoittaminen voi tuoda hajautusta arvopaperimarkkinoiden syklisyyteen, mutta niiden pitkän aikavälin tuottopotentiaalia on vaikea ymmärtää – varsinkaan rahastojen yli 2% vuotuisilla hallinnointipalkkioilla. Ostamalla palan metsää saa saman hajautuksen ja positiivisen tuotto-odotuksen (jos uskoo metsän kasvavan).

### Kiinteistöjä rahasto-osuuksittain

Instituutiosijoittajien salkuissa kiinteistörahastojen osuus on kasvanut nopeasti. Halu hajauttaa myös kiinteistöriskiä kotimarkkinan ulkopuolelle on useimmalle ammattilaiselle riittävä syy niiden käyttöön. Valtaosa kansainvälisistä rahastoista tekeekin suoria kiinteistösijoituksia ja silloin suurtuotannon edut ovat selkeät. Koska niiden likviditeetti on huono (lunastuksia varten pitää myydä kivitaloja), eivät ne sovellu monille piensijoittajille eikä niitä useimmissa maissa heille saa markkinoidakaan. Sen sijaan kiinteistösijoitusyhtiöiden osakkeisiin sijoittavien rahastojen rakentaminen ja kaupittelu myös piensijoittajille on mahdollista. Nämäkin rahastot saavat hajautettua yksittäiseen kiinteistöön ja

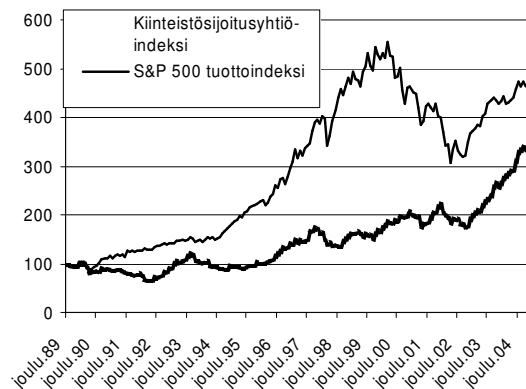
hyvässä tapauksessa myös markkinaaan liittyvää riskiä, mutta millä kulurakenteella?

Rahoitustieteessä kiinteistösijoittamisen on yleensä nähty sijaitsevan sekä riski- että tuottomielessä jossain pitkien korkosijoitusten ja osakkeiden välissä. Kiinteistö on kuin obligaatio, joka maksaa kuponkikoron sijaan vuokraa, mutta jonka pääoma on yleensä myös inflaatiolta suojattu. Kiinteistövarallisuuden kohtalonyhteys korkotasoon kannattaa muutenkin muistaa kiinteistörahastoihin sijoittaessa. Valtava määrä ahnetta rahaa hakee parasta tuottoa ja usein samalla riskiprofiililla toimivat sijoittajat liikkuvat sekä joukkolainaitta kiinteistömarkkinoilla.

Kiinteistöjen (nettovuokra)tuotot\* ovat Euroopassa nyt 6% luokkaa ja pitkällä aikajänteellä kiinteistöjen arvonnousu heijastaa inflaatiokkehitystä. Kun tätä tuottoa (siis 6% reaali-tuottoa) rasitetaan ensin rahaston hallinnointipalkkiolla, tyypillisesti 1,5-2 % vuodessa, ja siihen lisätään rahaston kaupankäyntikulut, päädytään alle 4%:n pitkän aikavälin tuotto-odotukseen. Sinisilmäisyyttäni sisällytin muuten kiinteistösijoitusyhtiöiden omat kulut netto-vuokratuottoon.

Jos kiinteistöjen hintoja ja tuotto-odotuksia arvioidaan perinteisen korkoteorian kautta (kiinteistön hinnan muodostus vastaa joukkolainaa, jonka duraatio on esim. 30 vuotta), kannattaa muistaa että nykyinen korkotaso selittää merkittävän osan alla näkyvän käyrän liikkeestä.

*Europalaisten kiinteistösijoitusyhtiöiden indeksin kehitys 1989-2005 ja vertailun vuoksi S&P 500 osakeindeksin kehitys.*



\*Nettovuokratuotoissa on huomioitu oletus kiinteistön ylläpidosta.

Euroopan pitkien korkojen kehitys 1989-2005 (Saksan valtion geneerinen 10v.)



Piensijoittajille markkinoitujen kiinteistörahastojen riskejä pohdittaessa pitää muistaa, että sijoituskohteena ovat pörssinoteeratut yhtiöt omine liiketoimintariskeineen, erityisesti velkarahan käytön osalta (nämä yhtiöt käyttävät runsaasti velkarahaa eli ”vivuttavat taseitaan” tehdessään kiinteistö-sijoituksia). Vaikka alan kehitys onkin ollut toimialajakauman rauhallisemmasta päästä, noudattaa se silti normaaleja arvopaperimarkkinoiden lainalaisuuksia.

Kokonaan oman pohdinnan aiheensa on, kuinka kiinteistö-sijoittamisen hajautusohyöty eri markkinoiden välillä toteutuu jatkossa, erityisesti Euroopassa, kun ammattisijoittajien verkot ovat samoilla vesillä. Osakemarkkinoiden opetuksen mukaan omistuksen hajautuminen yli rajojen nostaa markkinoiden korrelaatioita merkittävästi.

Koska lähes minkä tahansa markkinan poikkeuksellisen hyvillä lähihistorian tuotoilla on tapana nopeasti synnyttää uusia rahastoja, ennustan, että Suomessa nyt markkinoitavien 775 eri rahaston lisäksi runsauden pulaa täydentää vielä tämän vuoden aikana kasvava joukko kiinteistö- ja raaka-ainerahastoja.

Vaikeampi onkin sitten ennustaa mitä tulee tämän trendin jälkeen, sitten kun sijoittajat alkavat olla kypsiä raaka-aineisiin. Looginen vastapooli kiinteistöille eli ”Irtaimistorahasto” ei ehkä menisi sijoittajille kaupaksi (vaikka Helsingin Pantti Oy onkin äskettäin saanut uudet alaan uskovat omistajat).

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

## RAHASTOJEN TUNNUSLUKUIEN MÄÄRITELMIÄ

### Standardipoikkeama / volatiliiteetti

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

### Tracking error / aktiivinen riski

Tracking error mittaa sitä kuinka tarkasti rahaston tuotto seuraa vertailuindeksin tuottoa. Suuri luku eli korkea aktiivinen riski merkitsee sitä, että rahaston tuotto suhteessa vertailuindeksin tuottoon on vaihdellut voimakkaasti. Pieni aktiivinen riski taas tarkoittaa, että rahaston tuotto lähes seuraa vertailuindeksin tuottoa. Tunnusluku lasketaan ainoastaan mikäli rahastolla on vähintään 12 kuukauden tuottohistoria.

### Salkun kiertonopeus

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

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

### Kaupankäyntikulut

Rahaston pääomasta veloitettavat rahaston kaupankäyntiin liittyvät arvopaperinvälittäjille maksetut palkkiot. Ilmoitetaan prosenttilukuna keskimääräisestä pääomasta tarkastelujaksolla.

### Total expense ratio / TER

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

### Kokonaiskulut / TKA

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

### Välityspalkkiot lähipiirille

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

### Korkoriski (duraatio)

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

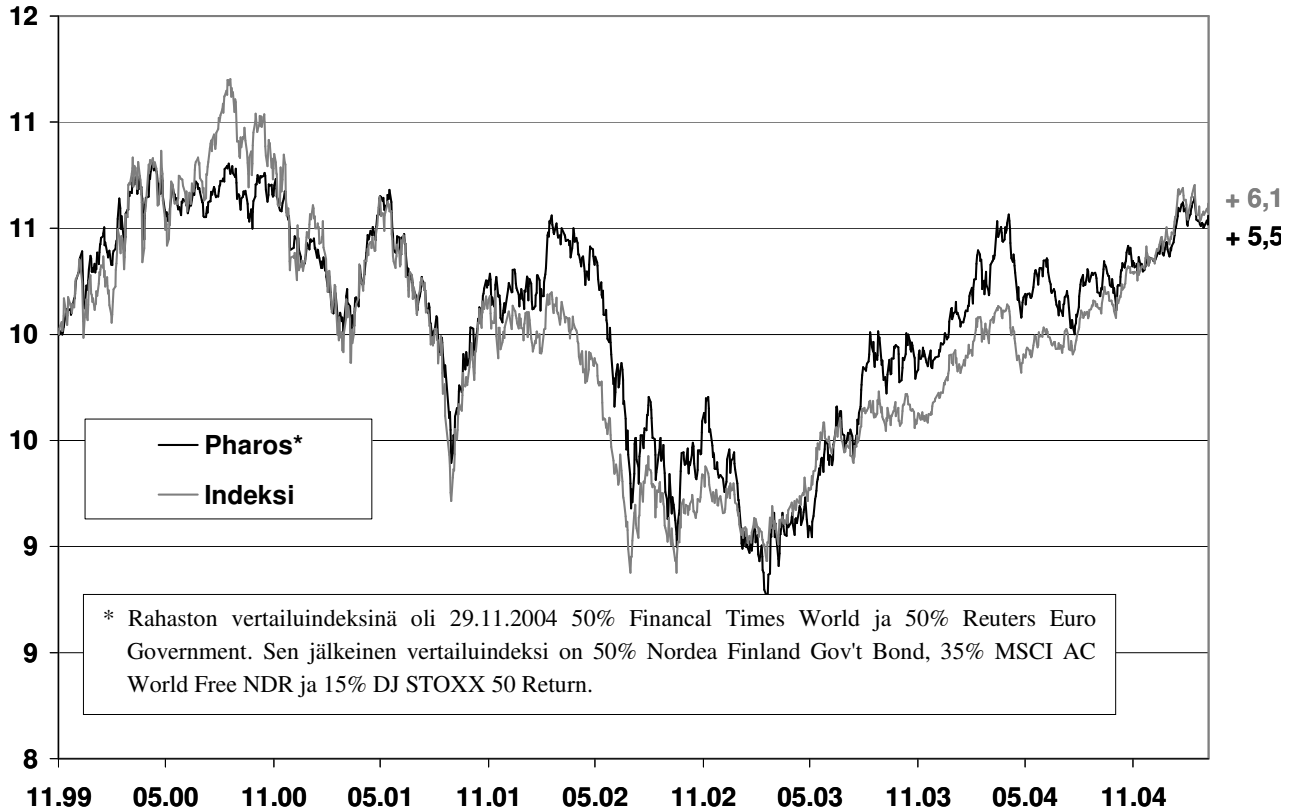
PHAROS  
31.3.2005

Varainhoitorahasto, joka sijoittaa osake- ja korkorahastoihin

## Pharos ja vertailuindeksit

Osuuden  
arvo  
euroissa

24.11.1999 - 31.3.2005



### RAHASTON AVAINTIEDOT

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

\* Peruspalkkio + kohderahastojen palkkiot \*\* Lunastuspalkkio rahastoon

### TUOTTO- JA RISKI

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

### KULUT JA TUNNUSLUVUT (annualisoituina)

1-3.2005

Palkkiot yhteensä (TER)	1,08 %
Tuottosidonnainen palkkio (sis. TER-lukuun) *	0,06 %
Kaupankäyntikulut (myös kohderahastojen)	0,11 %
Kokonaiskulut (TKA)	1,19 %
Salkun kiertonopeus	29,14 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,00 %
Tracking error	3,97 %
Lähipiiriin omistusosuus	0,08 %

\* Kohderahastojen tuottosidonnaiset palkkiot

### SUURIMMAT OMISTUKSET

Yhtiö	Maa	Osuus rahastosta
SELIGSON&CO RAHAMARKKINARAHASTO A	Suomi	18,1 %
SELIGSON&CO EURO OBLIGAATIOINDEKSIRAHASTO A	Suomi	17,6 %
SELIGSON&CO EUROOPPA 50 -INDEKSIRAHASTO A	Suomi	16,4 %
SELIGSON&CO GLOBAL TOP 25 BRANDS A	Suomi	13,4 %
S&P 500 FUTR JUN05	USA	8,3 %
VALTION OBL. 5.75% 23.2.00-11	Suomi	6,4 %
HEX25 INDEX SHARE	Suomi	5,1 %
SELIGSON&CO GLOBAL TOP 25 PHARMACEUTICALS A	Suomi	4,1 %
SIJOITUSTODISTUS NORDEA 24.05.2005	Suomi	2,8 %
SIJOITUSTODISTUS NORDEA 27.05.2005	Suomi	2,8 %

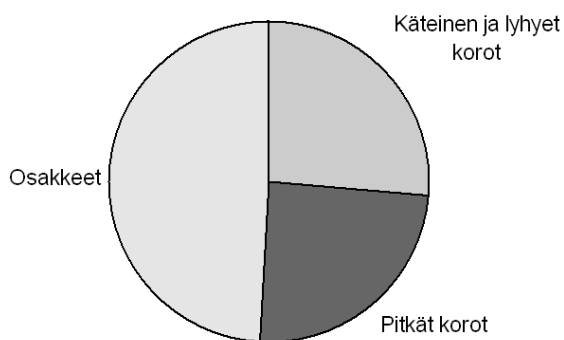
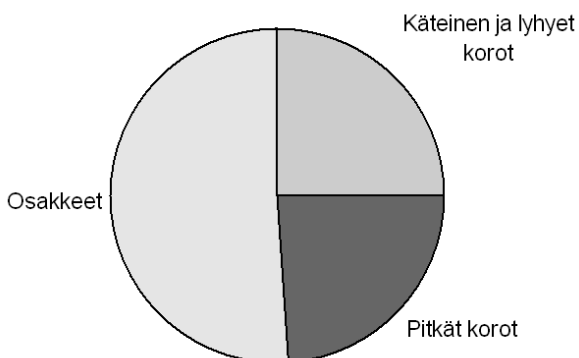
Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – [www.seligson.fi](http://www.seligson.fi)

## SALKUNHOITAJALTA

**Pharos ja markkinat**

Vuosi 2005 alkoi osakemarkkinoilla maltillisen nousun merkeissä. Japania lukuun ottamatta kaikkien Pharoksen omistamien osakerahastojen vuosineljänneksen tuotto oli positiivinen. Viime vuoden jälkipuoliskon laskijat, Aasia ja Venäjä, olivat nyt tämän neljänneksen nousukärjessä. Heilahteluistaan tunnetut Venäjän markkinat ampaisivat öljyn hintojen taas noustessa peräti 30% ylöspäin. Päätöksemme säilyttää hienoinen ylipaino näillä markkinoilla myös niiden ollessa hetkellisesti ”pois muodista” oli oikea. Korkomarkkinoilla pitkien korkojen tuotto oli tällä jaksolla lyhyiden tasolla eli n. 2% annualisoituna vuosituotoksi muunnettuna.

Osakepainomme on edelleen n. 50% ja suhteessa vertailuindeksiimme jatkamme alipainoa USAn osakemarkkinoilla. Suurin ylipainomme on kehittyvillä markkinoilla. Venäjää on salkussa 0,9% eli Venäjän pörssin markkina-arvoon nähden edelleen paljon, mutta mielestämme venäläiset osakkeet ovat yhä maltillisesti hinnoiteltuja.

**Pharos, sijoitusten jakauma 31.12.2004****Pharos, sijoitusten jakauma 31.3.2005****To BRIC or not to BRIC?**

Olemme myös tutkineet uusia sijoituskohteita kehittyviltä markkinoilta. Varsinkin ns. BRIC -maat (Brazil, Russia, India, China) ovat yleisesti olleet suuren kiinnostuksen kohteena. Moniin näistä on nyt jo saatavilla myös kustannuksiltaan edullisia indeksirahastoja. Tosin emme vielä saa sijoittaa USAssa listattuihin rahastoihin, koska Rahoitustarkastuksella ei ole tälle edellytyksenä olevaa yhteistyötä yhdysvaltalaisen valvontaviranomaisten kanssa. Tämä on Pharoksen kannalta ilman muuta harmi.

Valtava kysyntä BRIC -maiden harvoista osakkeista on kuitenkin nostanut hinnat hälyttävän korkealle (poikkeuksena siis Venäjä). Kyseisten talouksien ja yritysten kasvuvauhdit ovat toki olleet kovia, mutta melkein poikkeuksetta ne näkyvät jo osakkeiden hinnoissa. Odottelemme kaikessa rauhassa parempia ostotilanteita, joita uskomme vielä tarjoutuvan.

Pitää myös muistaa, että kehittyvien markkinoiden paino vertailuindeksissämme on vain n. 2%. Rahastossamme on nyt n. 6,5% kehittyvien markkinoiden osakkeita. Yksittäiset valinnat näillä markkinoilla eivät siten suuremmin vaikuta rahastomme kokonaistuottoon. Sen sijaan seuraamme mielenkiinnolla Japanin hidasta toipumista jo yli 20 vuotta kestäneestä alamäestä. Japanin normaalipaino – ja siis myös tämänhetkinen osuus - salkustamme on sentään n. 7%.

**Defenssireaktio?**

Toimialoista olemme suosineet ns. defenssiivisiä aloja, kuten lääketeollisuutta ja kulutustavaroita. Lääkeskandaalit Yhdysvalloissa sekä länsimaiden pyrkimys hillitä ikääntyvän väestön lääkekuluja ovat viime vuosina painaneet lääkealan osakkeita alas. Hintataso on pitkästä aikaa kohtuullinen ja perinteisesti lääketeollisuus on pärjännyt hyvin korkotason noustessa. Omat Global Top 25 Pharamaceuticals ja Global Top 25 Brands -rahastomme tarjoavat vertailukelpoisen tehokkaan tavan sijoittaa näille toimialoille.

**Suoria korkosijoituksia**

Rahaston säännöt ja jopa sijoitusrahastolaki varmistavat, ettei sijoituksia keskitetä liikaa yksittäisiin kohteisiin. Olemme obligaatio- ja rahamarkkinarahaston sijasta sijoittaneet osan korkosijoituksistamme suoraan sijoitustodistuksiin ja valtion obligaatioihin. Tuotto- ja riskimielessä lopputulos on sama. Osuudenomistaja välttyy kuitenkin korkorahastojen hallinnointipalkkioilta. Rahaston koon kasvaessa voimme sijoittaa suurempiakin osuuksia suoraan korkomarkkinoille.

**Allokaatio ja realistinen tuotto-odotus**

Olemme rahaston sijoitussuunnitelmassa määritelleet, että normaaliolosuhteissa - eli silloin kun meillä ei ole vahvaa näkemystä osakesijoitusten edullisuudesta - sijoitukset jakautuvat tasan osake- ja korkomarkkinoille. Tarkasteltaessa (esimerkiksi www -sivuillamme olevan laskurin avulla: työkalut/riskilaskuri) näiden markkinoiden historiallista tuottoa, voimme todeta, että osakkeet ovat vuosittain tuottaneet keskimäärin 9% ja pitkäät korot 5%.

Realistinen tuotto-odotus rahastollemme pitkällä aikavälillä on siis noin 7% vuodessa (kokonaiskulujen jälkeen osuudenomistajalle jää n. 5,5 - 6%). Reilun viiden vuoden historian aikana rahasto (ja sen vertailuindeksi) on tuottanut vain 0,7% vuodessa. Kyseessä on kuitenkin yksi hankalimpia ajanjaksoja nimenomaan osakemarkkinoilla kurssien pudotessa vuoden 2000 kaikkien aikojen huippulukemista. Pidemmän aikavälin tarkastelussa (yli 15 vuotta) on vertailuindeksimme tuotto jo historiallisessa keskiarvossaan eli n. 7% vuodessa. Tämäkin osoittaa, että sijoitussuunnitelman oleellinen osatekijä on siihen sopiva riittävän pitkä sijoitusaika. Muuten tulokset ovat pitkälti sattumanvaraisia.

**Hajautuksen merkitys käytännössä**

Osakemarkkinoiden korkeampaan tuottoon liittyy väistämättä myös korkeampi riski, eli tuoton heilahtelu, jota mitataan volatiliiteetilla. Historia (ja laskurimme) osoittaa, että vasta n. 10 vuoden sijoitusajan jälkeen voi olla melko varma (90%:n todennäköisyydellä), että osakesalkun tuotto on positiivinen.

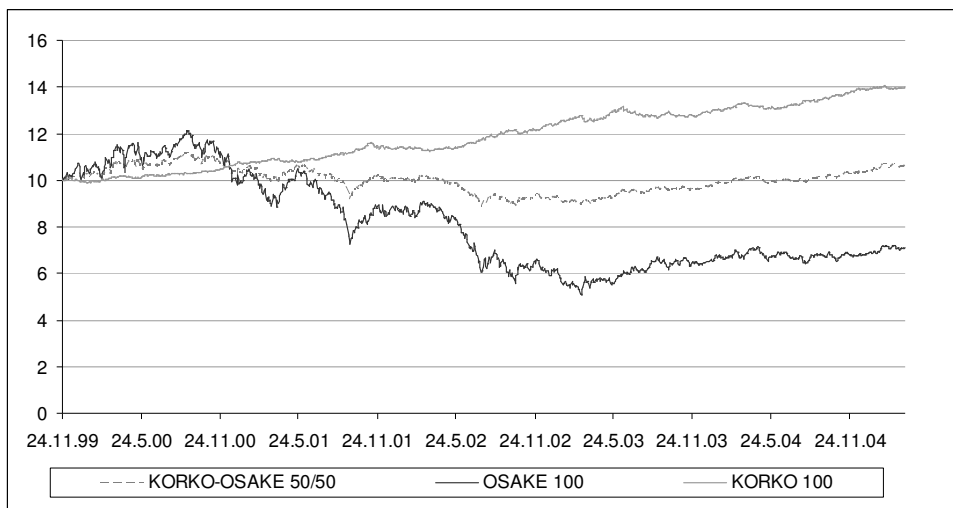
Tätä lyhyemmän sijoitusajan tappioriskiä kuvaa hyvin se, että jos olisi sijoittanut rahastomme perustamisen aikoihin pelkästään osakemarkkinoille (maailman osakemarkkinat euroissa mitattuna) olisi sijoitus edelleen n. 30% tappiolla. Osakemarkkinoiden volatiliiteettiä kuvaa myös se, että mukaan mahtuu vuosituottoja väliltä -33% (2002) ja +9% (2003).

Koska olemme hajauttaneet sijoituksiamme myös korkomarkkinoille, on rahaston tuotto ollut positiivinen ja heilahtelu huomattavasti maltillisempaa. (Laskurimme osoittaa, että jo 5 vuoden sijoitusajan jälkeen näin tuleekin olla - 90% todennäköisyydellä). Kyseinen jakso oli korkosijoittajalle poikkeuksellisen hyvä antaen n. 40% tuoton. Jatkuvat yli 8%:n vuosituotot ovat olleet korkomarkkinoiden historiassa harvinaisia poikkeuksia.

**Perussalkku ja satelliitit**

Pharoksen 50/50 valinta ei välttämättä sovi sellaisenaan kaikille. Korkosijoitukset alentavat salkun riskiä, mutta pitkällä aikavälillä myös sen tuottoa. Rahasto sopii hyvin perussalkuksi, jota voi täydentää lisäsijoituksilla.

Kuva alla näyttää erinomaisesti, miten korkosijoitukset ovat tasapainottaneet osakemarkkinoiden alamäkeä rahaston historian aikana.



*Puhtaan osakesalkun, puhtaan korkosalkun ja 50/50 tasapainoisen salkun kehitys Pharoksen olemassaoloaikana.*



Voi kuitenkin olla perusteltua sijoittaa enemmänkin osakemarkkinoille, jos ajateltu sijoitusaika on riittävän pitkä (esim. yli 15 vuotta). Jos valinta eri osakerahastojen välillä tuntuu vaikealta (ja uskoo varainhoitotiimimme kykyihin), voi osakesalkkumme koostumusta helposti seurata näistä osavuositarkastuksista ja [www-sivuillamme](http://www.sivuillamme) ja tehdä lisäsijoituksia samalla tavalla. Myös sivuillamme olevat työkalut auttavat sopivan osakepainon löytämisessä. Ostamalla Pharoksen lisäksi paria kolmea muuta osakerahastoamme pääsee vaivattomasti ja tehokkaasti haluttuun osakepainoon.

### Linjan pitää pitää

Kun sijoitussuunnitelma on oikein laadittu, tulee siitä myös pitää kiinni. Liian usein sijoittajat innostuvat tai säikähtävät turhaan ja useimmiten myös väärään aikaan. Ahneus iskee usein, kun kurssit ovat nousseet (ostetaan) ja pelko ottaa vallan, kun kurssit ovat laskeneet (myydään). Alkuperäinen sijoitussuunnitelma tahtoo näissä tilanteissa unohtua.

Pharoksen kohdalla, mikäli emme olisi tarkastaneet ja tasapainottaneet salkun koostumusta säännöllisin väliajoin, salkussa olisi nyt vain 1/3 osakkeissa ja 2/3 koroissa (ja osakesijoituksista yli 10 % Venäjän markkinoilla!).

Kurinalainen sijoittaja ei anna markkinaliikkeiden etäännyttää itseään sijoitussuunnitelmastaan ja tavoitteistaan. Salkun tasapainoa tulee siis seurata ja tarpeen vaatiessa korjata. Korjaukset voi tehdä kolmella pääasiallisella tavalla:

- a) Robin Hood -menetelmä: ota rikkailta (myy nousseita sijoituskohteita) ja anna köyhille (osta laskeneita sijoituskohteita).
- b) Ohjaa lisäsijoitukset heikommin kehittyneisiin sijoituskohteisiin. (Vähemmän kustannuksia ja veroseuraamuksia) – suosittelemme tätä!
- c) Älä tee mitään ja anna markkinoiden itse korjata sijoituskohteiden tuotot pitkän aikavälin tasolle. (Voi rasittaa hermoja liikaa...)

Korjauksia ei kannata tehdä liian usein – esimerkiksi kerran vuodessa riittää yksityissijoittajalla useimmissa tapauksissa mainiosti. Pharoksen pyrimme tasapainottamaan noin kerran vuosineljänneksessä.

### Käteiselle käyttöä

Salkunhoitaja joutuu ottamaan kantaa myös käteisen osuuteen, mukaan lukien rahamarkkinasijoitukset. 1990-luvun loppupuolella, osakemarkkoiden hipoessa pilviä, käteinen oli kirokana. Muutama vuosi myöhemmin, osakekurssien romahdettua, käteinen oli taas kuningas. Yhdistelmärahastojen kurssikehitykset osoittavat, että harva salkunhoitaja osasi ennakoida romahdusta lisäämällä käteisen osuutta salkussaan sopivaan aikaan.

Mielestämme myös käteisellä – järkeviin lyhyen koron instrumentteihin sijoitettuna – on tärkeä asema varainhoitorahastossa. Kuten olemme nähneet, on tilanteita jolloin pieni mutta varmasti positiivinen tuotto voi olla muuhun markkina-alueeseen nähden tyydyttävä.

Tiedämme, että emme osaa ennustaa markkinoiden seuraavan vuoden tai kahden kehitystä, mutta selvissä ylilyönneissä on sijoittajan syytä olla varovainen. Pharoksella on jo yli kolmen vuoden ajan ollut noin neljännes salkustaan lyhyen koron rahamarkkinasijoituksissa.

Koska pitkät korot ovat ennätysalhaalla ja niiden tämän hetkinen vuosituotto on vain n. 3% (eli vain prosentin enemmän kuin rahamarkkinakorkojen), emme pidä mielekkäänä sijoittaa niihin nykyistä enempää. Myöskään osakemarkkinoiden painoarvoa emme halua tälle hetkellä lisätä ja siksi käteinen tai siihen rinnastettavat rahamarkkinasijoitukset ovat 25% salkusta.

### Palkkio joustaa

Osuudenomistajan kannalta on kuitenkin hyväksi, että Pharoksen hallinnointipalkkio joustaa sijoituskohteiden mukaan – se on tällaisena aikana alhainen. Kun suomalaisten yhdistelmärahastojen keskimääräinen hallinnointipalkkio on kiinteä ja yli 1,7% vuodessa, on se Pharoksessa jouston takia ollut viime aikoina vain noin 1,1%. Ja kustannuksillahan on merkitystä.



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

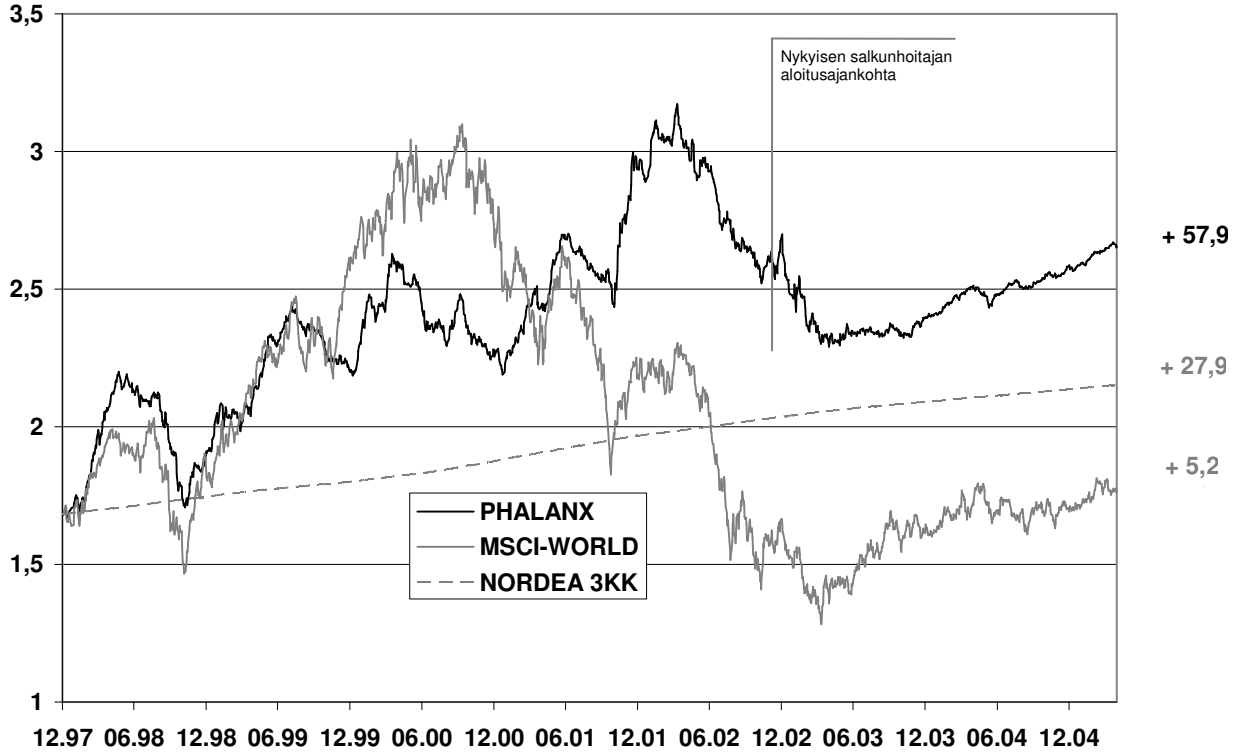
PHALANX  
31.3.2005

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

Osuuden  
arvo  
euroissa

## Phalanx ja vertailuindeksi

1.12.1997 - 31.3.2005



### RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	1.12.1997
Tyyppi	Kansainvälinen osakerahasto, hedge -rahasto
Rahaston koko (milj. euroa)	6,9
Vertailuindeksi	3kk euribor
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	1 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	on
Merkintäpalkkio	2 %
Lunastuspalkkio	€ 20
Salkunhoitaja	Martin Paasi

### TUOTTO- JA RISKI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	2,4 %	2,1 %	0,6 %	0,1 %
1 v	6,1 %	2,7 %	2,2 %	0,1 %
3 v	-11,9 %	7,5 %	8,2 %	0,2 %
5 v	2,2 %	8,4 %	18,2 %	0,2 %
Aloituspäivästä	57,9 %	9,4 %	28,0 %	0,2 %
Aloituspäivästä p.a.	6,4 %		3,4 %	

### KULUT JA TUNNUSLUVUT (annualisoituina)

1-3-2005

Palkkiot yhteensä (TER)	2,40 %
Tuottosidonnainen palkkio (sis. TER-lukuun)	0,33 %
Kaupankäyntikulut	0,00 %
Kokonaiskulut (TKA)	2,35 %
Salkun kiertonopeus	-195,33 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,00 %
Tracking error	3,57 %
Lähipiirin omistusosuus	2,34 %

### SUURIMMAT OMISTUKSET

Yhtiö	Maa	Osuus rahastosta
GUN EI CHEMICAL INDUSTRY CO	Japani	0,6 %
NUCOR CORP	Yhdysvallat	0,6 %
KINDEN CORP	Japani	0,6 %
UNIQUE ZURICH AIRPORT	Sveitsi	0,6 %
BONHEUR ASA	Norja	0,6 %
AIDA ENGINEERING LTD	Japani	0,6 %
SMEDVIG ASA-B SHS	Norja	0,6 %
TODA CORP	Japani	0,6 %
THE SANKEI BUILDING CO LTD	Japani	0,5 %
PERRIGO CO	Yhdysvallat	0,5 %

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

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

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

## SALKUNHOITAJALTA

Vuoden ensimmäisellä neljänneksellä Phalanxin arvo nousi 2.39% (2,05%) volatilitiitin ollessa 2,06% (2.54%) prosenttia (viime neljänneksen luvut suluissa). Tuotto siis nousi viime vuoden viimeiseltä neljännekseltä, vaikka volatilitiitti laski jonkun verran. Sharpen –luku (joka suhteuttaa tuoton riskiin) on nyt vuositasolla kohtuulliset 1.36, tuoton ollessa 5,9% ja volatilitiitin 2.76%. Sharpen –luvun lasku johtuu enemmänkin menneen jakson alkupäästä kuin viimeaikaisesta kehityksestä, niin kuin viimeisen neljänneksen tuotto/riskiluvuista voi päätellä.

Rahaston myydyin salkun P/B –luvut ovat jatkaneet laskuaan ostetun salkun vastaavien lukujen pysyessä ennallaan (katso taulukko alla). Toisaalta ostetun salkun keskimääräinen yrityskoko (SIZE) on suhteellisesti kasvanut myydyin salkun keskimääräistä yrityskokoa enemmän.

Merkillistä sinänsä: jos P/B –luku laskee voisi olettaa, että myös yrityskoko laskee. Tämä selittyy kuitenkin sillä, että myydyin salkun yritysten kirjanpitoarvot ovat laskeneet molempien salkkujen keskimääräisen tuoton ollessa positiivinen. Ja koska ostetun salkun tuotto on ollut suhteellisesti suurempi, Phalanxin tuotto on ollut positiivinen. Tämä näkyy myös salkkujen viimeaikaista menestystä mittaavan luvun (Success) erossa ostetun salkun hyväksi (Success -luvun ollessa 50 kehitys on ollut neutraalia).

Portf. factors vs. Mkt	P/B	Size	VIM	Success
L USA	1,5	2 515	22,8%	49,7
O Europe	1,3	870	18,0%	52,7
N Japan	0,9	692	9,6%	56,4
G Average	1,2	1 323	16,4%	53,1
Universe (6.225 shrs)				
S USA	5,6	43 734	5,4%	48,8
H Europe	6,1	20 988	3,8%	53,6
O Japan	2,3	8 710	1,9%	50,9
R Average	4,7	43 461	6,6%	50,9

Maantieteelliset erot ovat olleet huomattavia. Japani –osio on tuottanut erityisen hyvin. Ostetun salkun menestys on ollut 56.4, kun myydyin salkun vastaava luku on vain 50.9. Japanin kurssit ovat viimeisen neljänneksen aikana keskimäärin nousseet, mutta pienten ja suhteellisesti halpojen yritysten kehitys on ollut suurten ja kalliiden yritysten kehitystä huomattavasti parempaa. Yhdysvaltalaiset osakkeet ovat kokonaisuudessaan kehittyneet melko huonosti, mutta ostettu salkku paremmin kuin myyty. Siten myös yhdysvaltalaisilla osakkeilla on ollut positiivinen tuottovaikutus. Lyhyeksi myytyjä yhdysvaltalaisia osakkeita on nytkin enemmän kuin ostettuja, joten salkussa on negatiivinen USA:n nettopositio (ostetun- ja myydyin salkun yhteenlaskettu arvo). Koska olen myyneet enemmän osakkeita kuin ostanut, negatiivinen kehitys on johtanut siihen, että nettovelkamme yhdysvaltalaisissa osakkeissa on pienentynyt ja näin tuottovaikutus on ollut positiivinen.

Phalanxin Eurooppa –osion tuottovaikutus on puolestaan ollut jonkun verran negatiivinen ostetun salkun viimeisen neljänneksen Success –luvun ollessa 52,7 ja myydyin 53,6. Osakekurssit ovat siis keskimäärin nousseet Euroopassa, mutta täällä suuret ja P/B –mielessä kalliit yritykset ovat pärjänneet pieniä ja halpoja yrityksiä paremmin. Faman ja Frenchin tutkimuksiin pohjautuva Phalanxin strategia ei siis ole viimeisen kolmen kuukauden aikana toiminut Euroopan alueella. Strategiaamme onkin perusteltua toteuttaa maailmanlaajuisesti. Vaikka vakaa uskoni on, että strategiaamme pitkässä juoksussa toimii, voi se lyhyellä aikavälillä tuoda negatiivisia tuloksia tietyllä alueella. Hajauttaminen parantaa strategian toimimisen todennäköisyyttä myös lyhyellä aikavälillä.

Edellisessä raportissani kerroin, että tarkoitukseni on nostattaa jonkun verran salkun kokonaisriskiä (eli vuosittaista volatilitiittiä, noin viiteen prosenttiin nykyisestä vajaasta kolmesta prosentista) ja hakea uusia kohdeyrityksiä sekä ostettuun että lyhyeksi myytyyn salkkuun. Riskiä hieman nostamalla pyrin varmistamaan, että myös tulevaisuudessa päästäisiin tuohon 7-10 prosentin vuosituottotavoitteeseen. Tämä projekti on täydessä käynnissä ja raportoin sen edistymisessä ensi katsauksessa. Tulen todennäköisesti myös jatkossa pitämään Yhdysvaltain nettopositiota jonkun verran negatiivisena, Euroopan positiota neutraalina ja Japanin nettopositiota jonkun positiivisena.

## Uusi salkunhoitotapa nyt käytössä

Olen ottanut käyttöön viime raportissa selostetun uuden tavan Phalanxin strategiaa toteuttamiseksi. Käytämme nyt siis swap –sopimuksia ja rahasto ei varsinaisesti osta ja myy osakkeita.

Rahaston kokonaiskustannustaso on uuden salkunhoitotavan myötä laskenut, mutta se ei valitettavasti näy raportoiduissa tunnusluvuissa. Tämä johtuu siitä, että uusi toteuttamistapa on vapauttanut huomattavan osuuden rahaston pääomasta käteiseksi, joka on sijoitettuna rahamarkkinoille swap-sopimusten vakuudeksi, ja tuottaa siten meille riskitöntä korkoa. Tätä lisääntynyttä tuottoa emme kuitenkaan ole vähentäneet kuluista – kuluthan ovat joka tapauksessa kuluja ja raportoimme ne sellaisenaan – mutta käytännössä se enemmän kuin kattaa nyt TER-luvussa nähtävän kulunlisäyksen.



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

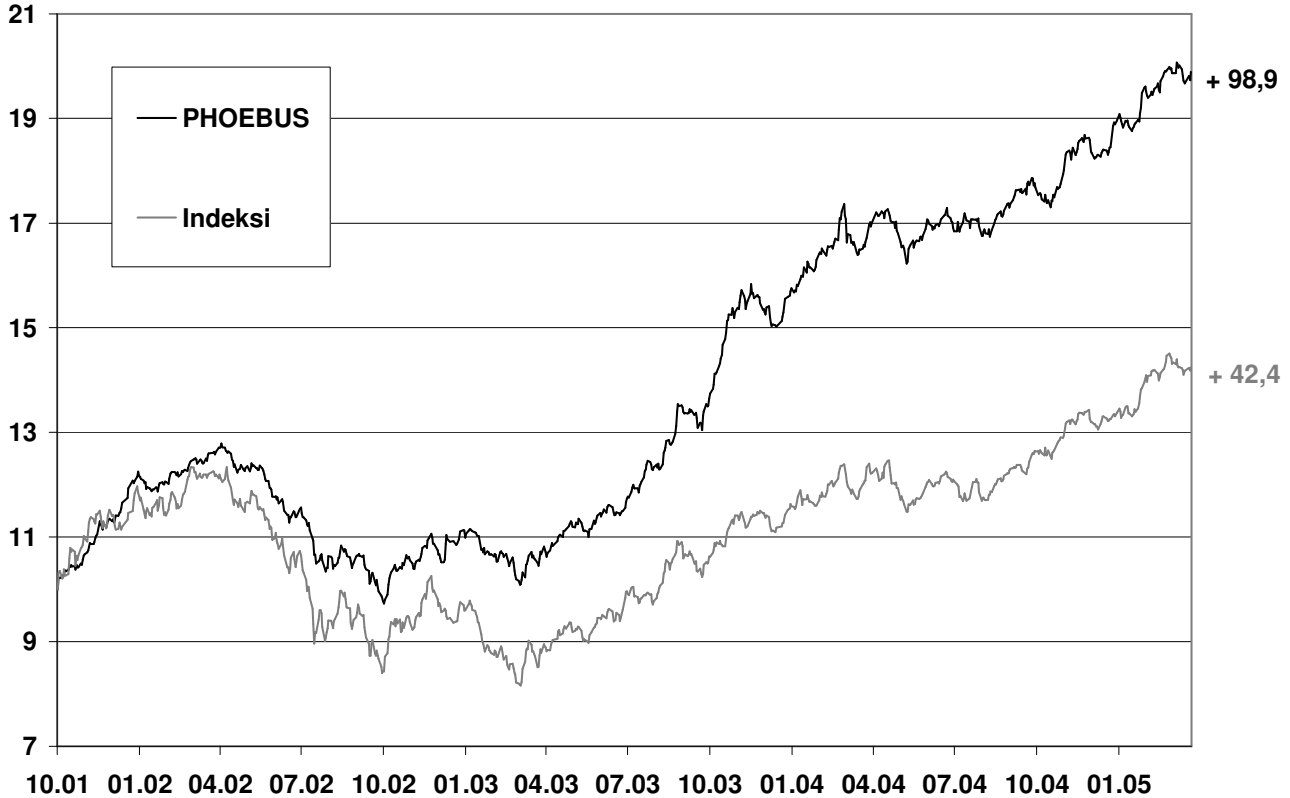
PHOEBUS  
31.3.2005

Osakerahasto, joka tekee pitkän tähtäimen sijoituksia pääosin Suomen osakemarkkinoille.

Osuuden  
arvo  
euroissa

**Phoebus ja vertailuindeksi**

10.10.2001 - 31.3.2005



**RAHASTON AVAINTIEDOT**

Aloituspäivä	10.10.2001
Tyyppi	Osakerahasto
Rahaston koko (milj. euroa)	15,8
Vertailuindeksi	75% HEX Portfolio Tuotto, 25% MSCI AC World Free NDR
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,75 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	on
Merkintäpalkkio	2 %
Lunastuspalkkio	€ 20
Salkunhoitaja	Anders Oldenburg

**TUOTTO- JA RISKI**

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	7,8 %	7,2 %	7,4 %	8,0 %
1 v	20,2 %	8,2 %	17,9 %	9,0 %
3 v	57,9 %	10,7 %	16,7 %	14,2 %
Aloituspäivästä	98,9 %	10,4 %	42,4 %	14,4 %
Aloituspäivästä p.a.	21,9 %		10,7 %	

**KULUT JA TUNNUSLUVUT (annualisoituina)**

1-3.2005

Palkkiot yhteensä (TER)	1,01 %
Tuottosidonnainen palkkio (sis. TER-lukuun)	0,25 %
Kaupankäyntikulut	0,09 %
Kokonaiskulut (TKA)	1,10 %
Salkun kiertonopeus	42,84 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,00 %
Tracking error	9,23 %
Lähipiirin omistusosuus	21,71 %

**SUURIMMAT OMISTUKSET**

Yhtiö	Maa	Osuus rahastosta
EXEL OYJ	Suomi	13,0 %
TIETOENATOR OYJ	Suomi	8,7 %
TULIKIVI OYJ-A SHS	Suomi	8,6 %
LASSILA & TIKANOJA OYJ	Suomi	8,4 %
STOCKMANN OYJ ABP-B SHARE	Suomi	7,1 %
SVENSKA HANDELSBANKEN-B SHS	Ruotsi	5,6 %
VACON OYJ	Suomi	4,9 %
TERVAKOSKEN PUUHAMAA OYJ	Suomi	3,7 %
AIR LIQUIDE	Ranska	3,2 %
NOKIAN RENKAAT OYJ	Suomi	3,2 %

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

## SALKUNHOITAJALTA

**Rahaston kehitys**

Uusi vuosi alkoi yhtä huikkeasti kuin edellinen loppui. Phoebusin vertailuindeksi nousi ensimmäisellä neljänneksellä kokonaiset 7,4%. Yllättävää kyllä, Phoebus nousi hieman tätä enemmän (7,8%). Tämä oli yllättävää ennen kaikkea siksi, että rahaston kassa oli neljänneksen aikana poikkeuksellisen iso, keskimäärin 13-14% rahaston arvosta.

Toiminnan alusta Phoebus on tuottanut 98,9% markkinoiden tuottaessa 42,4%.

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

**Myynnit**

Pyrin käymään osakkeillamme mahdollisimman vähän kauppaa. Näin siksi, että turhat kaupat maksavat varmasti, mutta niiden vaikutus tuottoon on kaikkea muuta kuin varma.

Ensimmäisellä neljänneksellä myin osakkeita noin 1,4 miljoonan euron edestä (vajaat 10% rahaston arvosta). Volyymi vastaa kolmea neljäsosaa Phoebusin koko kulunutta neljänneestä edeltävän historian myyntien määrästä. En ole seonnut, mutta on syytä käydä kaupat läpi, jotta voisitte itse todeta tämän.

Puolet summasta johtuu siitä, että Chipsin myynti Orklalle - josta kerroin edellisessä katsauksessa - toteutui maaliskuussa. Omistimme Chipsiä vain reilun vuoden ja olisin mielelläni omistanut sitä paljon kauemmin. Nyt ei ollut vaihtoehtoa.

Neljäsosa myynneistä johtui onnistumisistamme. Vähensin Exeliä, koska yhtiön osuus salkusta oli kovan kurssinousun ansiosta kasvanut turhan suureksi. Vähensin myös Nokian Renkaita kovan kurssiryntäyksen jälkeen.

Viimeinen neljäsosa myynneistä johtui aiemmista virheistäni. Myin kaikki Carrefourin ja Merck & Co:n osakkeemme, joita minun ei olisi koskaan pitänyt ostaa.

Carrefour antoi helmikuussa potkut pääjohtajalleen Daniel Bernardille, joka minusta oli tehnyt yhtiössä hyvää työtä. Samalla Bernardin kanssa lähti joitakin muita avainjohtajia ja

hallituksen jäseniä. Kyseessä näyttäisi olleen erään omistajaperheen vallankaappaus, jonka pääarkkitehti oli surkimusyhtiö Marks & Spencerin poisotkittu johtaja.

Pidän edellen Carrefouria hyvänä ja halpana yhtiönä, mutta en pidä sekoilusta. Valtataistelu voi tuskin olla jättämättä merkkejä liiketoimintaan, enkä tällaisen jälkeen voi pitää yhtiön johtoa (= hallitusta) enää hyvänä. Päätin siksi myydä osakkeemme, jotka tuottivat meille puolessa vuodessa noin 5%.

Merck & Co veti syyskuussa kipulääkkeensä Vioxxin markkinoilta huomattuaan sen aiheuttavan sydänriskejä. Pitkän harkinnan jälkeen myin osakkeemme maaliskuun lopussa. Sijoitus oli erittäin huono, menetimme euroissa noin 60%. Pientä lohtua tuo se, että harkinta kannatti – spekulatiivisen ylilyönnin hellitettyä kurssi nousi 25% marraskuun pohjilta.

Myyntipäätös oli vaikea. Ei siksi, että en uskaltaisi tunnustaa virhettäni, vaan koska pidän edelleen Merckiä maailman ehkä eettisimpänä lääkeyhtiönä. Tämä käsitykseni jopa vahvistui Vioxx-jupakan yhteydessä. FDA on nyt todennut, että Merckin lääke ei ole sen vaarallisempi kuin kilpailijoidenkaan vastaavat. Merck ajatteli potilaita ja veti lääkkeen myynnistä. Kilpailijat ajattelivat ties mitä ja pitivät omansa markkinoilla.

Päätin kuitenkin myydä osakkeemme, koska Merckin tärkein tuote (kolesterolilääke Zocor) menettää patenttisuojansa vuoden päästä. Alansa parhaalla yhtiöllä on varaa yhteen suureen menetykseen, mutta tuskin kahteen samaan aikaan.

**Ostot**

Ainoa uusi yhtiömme on Tervakosken Puuhamaa (lisää seuraavalla sivulla). Olen myös ostanut lisää muiden yhtiöidemme osakkeita. Kassa on edelleen iso (vajaat 10% rahastosta), koska nykyiset osakekurssit eivät anna aihetta kaikkien yhtiöidemme lisäostoon.

**Hinta ja arvo**

On kulunut kaksi vuotta siitä, kun osakemarkkinat kääntyivät nousuun. Tänä aikana Phoebusin vertailuindeksi on tuottanut 67% (Suomi 81%, maailma 31%). Phoebus on tuottanut 89%. Mutta ovatko yhtiöiden arvot nousseet yhtä paljon?

Eivät tietenkään. Yhtiön arvo on tulevaisuuden osinkojen nykyarvo. Piste. On aivan selvää, ettei yhtiöiden – ei keskimäärin eikä meidän yhtiöidemme – tuloksentekeyky tästä ikuisuuteen ole kahdessa vuodessa lähes kaksinkertaistunut.

Monien yhtiöiden tulokset ovat kyllä nousseet selvästi, mutta tulokset heiluvat suhdanteiden mukana. Elämme poikkeuksellista korkeasuhdannetta – poikkeuksellista siksi, että kaikki eivät tunnista sitä korkeasuhdanteeksi (investoinnit tapahtuvat Aasiassa eivätkä enää täällä) ja poikkeuksellista siksi, että se yhdistyy erittäin alhaiseen korkotasoon.

Hyvien tulosten ja alhaisten korkojen yhdistelmä on osakesijoittajalle vaarallinen. Miksi? Koska molempien muuttujien normalisoituessa kumpikin liikkuu sijoittajan kannalta väärään suuntaan. On syytä huomata, että markkinariski on normaalia selvästi suurempi.

Tai amerikkalaisen sijoittajan Warren Buffettin sanoin: *”Price is what you pay. Value is what you get.”* Yritän varmistaa, että saamme jatkossakin ostohinnoillemme vastinetta. Se on entistä vaikeampaa.



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

## PHOEBUS YHTIÖISTÄ



Uusin sijoituksemme on Tervakosken Puuhamaa, joka

pyörittää neljää vesihuvipuistoa: Puuhamaa (Tervakoskella), Visulahti (Mikkelissä), Serena (Espoossa) ja Wasalandia (Vaasassa). Puuhamaa ja sen symboli Puuha-Nalle on takuulla sympaattinen sijoitus, mutta onko se myös kannattava sellainen?

Ajatusprosessi, joka johti minut tähän sijoitukseen, oli seuraava: Tutkin ensin Six Flags –huvipuistoa USA:ssa, joka on konkurssin partaalla (yritin ymmärtää miksi). Törmäsin sitä tehdessäni Cedar Fair –huvipuistoyhtiöön, joka on ehkä alansa parhaiten johdettu. Harkitsin siihen sijoittamista, mutta pidin sitä hieman kalliina. Prosessi sai minut ajattelemaan toimialan ansaintalogiikkaa tarkemmin.

Perinteinen huvipuisto on erittäin pääomavaltainen. Siksi niitä syntyy harvakseltaan – useimmat johtavat puistot ovat yli sadan vuoden ikäisiä. Kävijäkunta on melko lojaalia, joskin volyymit heiluvat hieman säiden mukaan. Asiakaspalvelu ja jatkuva uudistuminen ovat tekijät, jotka ratkaisevat menestyksen.

Vesipuistotoiminta on hyvin samankaltaista. Pääomavaltaisuus ei ole aivan niin suurta, mutta uusia puistoja syntyy harvoin, lähinnä koska kannattava toiminta vaatii satojatuhanisia kävijöitä. Näin aloin ajatella Puuhamaata. Ajatusympyräni sulkeutui lähempänä kotoa kuin aluksi olisin uskonut (mutta hyvä niin!).

Olin viimeksi tavannut yhtiön johdon 1990-luvun alussa (mutta pitänyt yhtiötä syrjäilmällä seurannassa), joten tapasin Erkki Mattilan ennen kuin tein mitään muuta. Vaikutukseni hyvin johdetusta yhtiöstä, jonka markkina-asema on poikkeuksellisen vahva, vahvistui entisestään.

Kasvu on suurin kysymysmerkki. Etabloituneen vesipuiston kasvu rajoittuu aika lailla hinnankorotuksiin. Esimerkiksi jaksolla 1997-2004 Puuhamaan vierailijaluvut vaihtelivat säiden mukaan 144 tuhannen ja 191 tuhannen välillä (keskimäärin 165 tuhatta). ”Sääkorjattua” kasvua ei juuri ollut. Visulahden vastaavat olivat 179-205 tuhatta (ka 193).

Kasvua lukuunottamatta muut sijoituskriteerini (markkina-asema, tase, johdon laatu ja arvostus) olivat selvästi kohdallaan. Yhtiö on käytännössä velaton ja hinnoitellaan noin P/E –lukuun 9-10 normaalivuoden tulokselle (2003/04 oli kävijämääriltään hieman keskimääräistä alempi ja käy siten hyvin ”normaalivuodeksi”, tulos per osake oli € 4,37).

Kysymykseksi jäi siis: Voinko odottaa mitään kasvua ja riittäkö vaatimattomampi kasvu kun arvostus on noin 40-45% alempi kuin yleistalouden tahdissa kasvavilla yhtiöillä?

Jos kävijämäärät eivät kasva, kasvua voi syntyä kolmesta komponentista: 1) hinnankorotukset, 2) uudet puistot ja 3) uudet liiketoiminnot. Hinnankorotukset ovat olleet 2-3% vuodessa, yhtiö on laajentunut yhdestä neljään puistoon 15 vuodessa eikä yhtiön brändien käyttö toiminnan laajentamiseen ole täysin poissuljettua. Päätin sijoittaa.

Viime kesä oli surkea ja Puuhamaan tulos kuluvalta 30.4. loppuvalta tilikaudelta tulee olemaan huono. Sillä ei mielestäni ole merkitystä. Omistamme yhtiöitämme pitkäjänteisesti ja jos yksi osasy Puuhamaan järkevään hinnoitteluun (muuten spekulatiivisesti nousseilla markkinoilla) on sijoittajien epävarmuus tuloksesta, voi se olla hyvä tilaisuus ostaa.



**STATE STREET**  
For Everything You Invest In™

Huomaan ilokseni, että olen jo esitellyt kaikki ulkomaiset yhtiömme kerran näissä katsauksissa. Olemme siis aidosti pitkäjänteisiä omistajia. Aloitan kierroksen alusta State Street -pankista, jonka esittelin myös katsauksessa 1/2002 (kolmen vuoden jakso on sikäli sopiva, että se on minimijakso jonka aikana yhtiössä ehtii tapahtua jotain olennaista uutta).

State Street on edelleen maailman johtava arvopaperisäilyttäjä ja instituutioiden varainhoitaja. Säilytyksessä sillä on 9500 miljardia dollaria, varainhoidossa 1350 miljardia ja se laskee päivittäin yli 6000 sijoitusrahaston arvoja (USA:ssa).

Kolmessa vuodessa säilytysvolyyymi on kasvanut 53%, josta suurin osa (noin 35%) johtuu Deutsche Bankin säilytysliiketoiminnan ostosta vuonna 2003. Varainhoidossa oleva volyyymi on kasvanut 75%, pääosin orgaanisesti. Tulos per osake on kasvanut 19%, eli 5,9% vuodessa.

Kasvu on ollut pettymys. Kolme vuotta sitten kirjoitin, että pankin tavoite on kasvaa reaalisesti 12-13% vuodessa. Toteutuneet luvut ovat kaukana siitä. Tämä johtuu osittain vaikeista markkinoista, mutta se osoittaa myös, että suuret yrityskaupat vievät väkisinkin yritysjohtoon aikaa ja vaikuttavat näin heikentävästi orgaaniseen kasvuun. Deutsche Bankin toimintojen integrointi näyttää onnistuneen hyvin, mutta kaksi vuotta

kestänyt projekti lienee pääsyy State Streetin oman liiketoiminnan vaatimattomaan kehitykseen.

Totesin kolme vuotta sitten, että silloisella kurssitasolla (\$54) P/E-luku on alin viiteen vuoteen (23,8x vuoden 2002 ennustetulle tulokselle). Tänään osake maksaa \$43 eli se on laskenut 20% kolmessa vuodessa (dollareissa, vielä enemmän euroissa). Mikä meni pieleen?

Vaikka tulos on noussut tasaisesti, Deutsche Bank -kaupan myötä tuloksen *kasvu* jäi jaksolla keskimäärin 6%:iin markkinoiden odottaman noin 10%:n sijaan.

Kun viime kesänä toimitusjohtaja David Spina yllättäen erosi, markkinoiden rapistunut luottamus heikkeni entisestään (todennäköisesti syyttä, koska hänen seuraajansa Ron Logue on ollut 15 vuotta talossa ja vaikuttaa hyvältä). Myös korkojen kääntyminen nousuun tulkittiin negatiivisesti (aiheesta, mutta vain lyhyellä aikavälillä).

Kurssilaskun seurauksena State Streetin arvostus on nyt noin P/E 17,4x eli hieman alle USA:n markkinoiden keskitason ja halvimmillaan yhdeksään vuoteen. Pankki on arvokkaampi tänään kuin kolme vuotta sitten – sen strateginen asema on vahvempi ja sen tulos on parempi kuin silloin - mutta sen hinta on paljon edullisempi.

Pitkäjänteisen sijoittajan kannalta tämä on hyvä tilanne. Olen hiljalleen lisännyt omistustamme, koska luotan State Streetiin tänään yhtä paljon kuin kolme vuotta sitten. Sijoituksena se on paljon turvallisempi nyt, koska hinta on edullisempi (koska markkinoiden odotukset ovat entistä pessimistisemmät). Se sopii meille.

Warren Buffettin sanoin: *It is optimism that is the enemy of the rational buyer.*

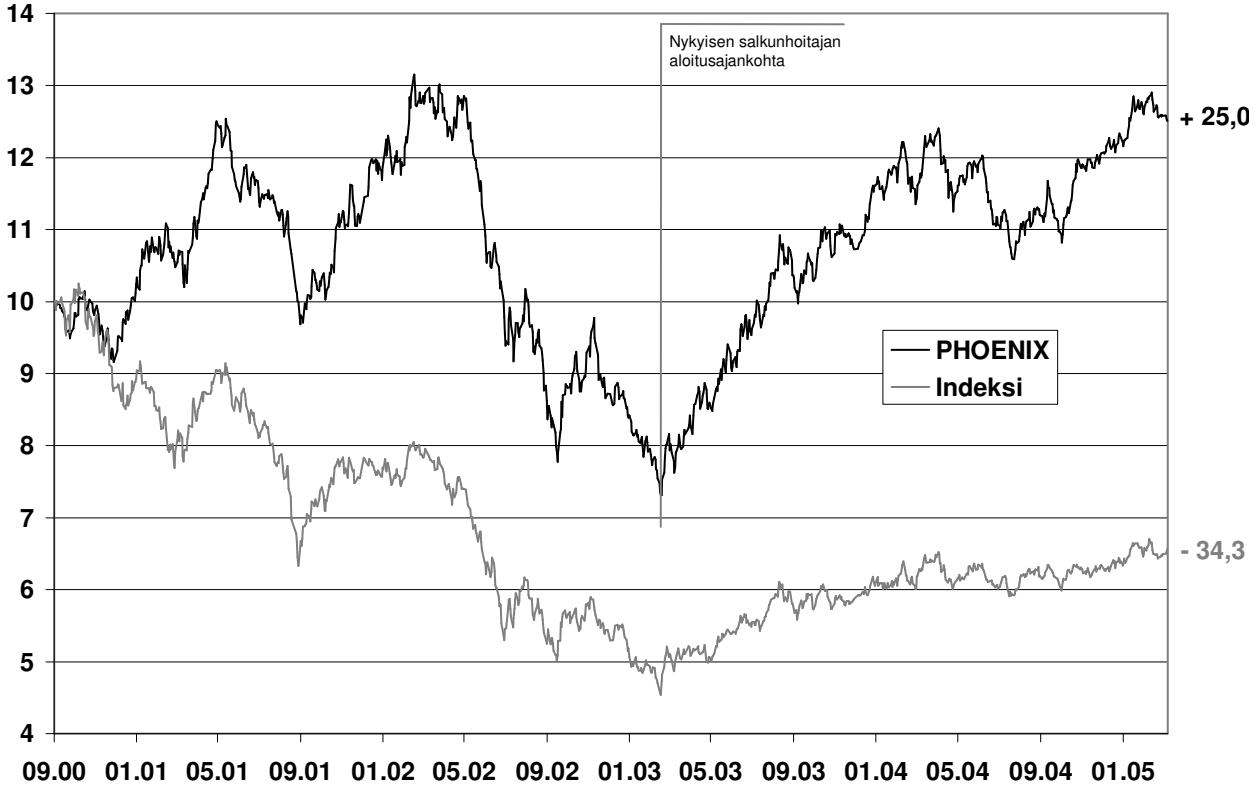
PHOENIX  
31.3.2005

Osakerahasto, joka sijoittaa maailmanlaajuisesti historiallisesti alhaisesti arvostettuihin osakkeisiin.

Osuuden  
arvo  
euroissa

**Phoenix ja vertailuindeksi**

25.9.2000 - 31.3.2005



**RAHASTON AVAINTIEDOT**

Aloituspäivä	25.9.2000
Tyyppi	Kansainvälinen osakerahasto
Rahaston koko (milj. euroa)	9,7
Vertailuindeksi	MSCI All Country World Free NDR
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	1,1 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	on
Merkintäpalkkio	2 %
Lunastuspalkkio	€ 20
Salkunhoitaja	Peter Seligson

**TUOTTO- JA RISKI**

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	2,9 %	8,8 %	4,6 %	11,1 %
1 v	6,7 %	12,4 %	5,0 %	11,5 %
3 v	-3,0 %	18,0 %	-17,5 %	17,9 %
Aloituspäivästä	25,1 %	18,0 %	-34,3 %	18,5 %
Aloituspäivästä p.a.	5,1 %		-8,9 %	

**KULUT JA TUNNUSLUVUT (annualisoituna)**

1-3.2005

Palkkiot yhteensä (TER)	1,18 %
Tuottosidonnainen palkkio (sis. TER-lukuun)	0,00 %
Kaupankäyntikulut	0,58 %
Kokonaiskulut (TKA)	1,76 %
Salkun kiertonopeus	175,27 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,00 %
Tracking error	9,62 %
Lähipiirin omistusosuus	9,71 %

**SUURIMMAT OMISTUKSET**

Yhtiö	Maa	Osuus rahastosta
BOLIDEN AB	Ruotsi	5,2 %
ALLIANZ AG-REG	Saksa	5,1 %
SAMSUNG ELECTRONICS-GDR REGS	Korean tasavalta	5,0 %
MCKESSON CORP	Yhdysvallat	4,8 %
KONINKLIJKE AHOLD NV	Alankomaat	4,6 %
SK TELECOM CO LTD-ADR	Korean tasavalta	3,8 %
RENTOKIL INITIAL PLC	Iso-Britannia	3,6 %
SVENSKA CELLULOOSA AB-B SHS	Ruotsi	3,6 %
SUN MICROSYSTEMS INC	Yhdysvallat	3,1 %
RHODIA SA	Ranska	2,9 %

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



## SALKUNHOITAJALTA

Rahaston arvo nousi vuoden ensimmäisen neljänneksen aikana 2,9% ja sen vertailuindeksi Morgan Stanley World Index samaan aikaan 4,6% (dollareissa -1,0%). Tämä oli toinen neljännes sinä aikana kun olen hallinnoinut Phoenixia, siis huhtikuusta 2003 alkaen, kun rahasto kehittyi vertailuindeksiään huonommin. Harmittaa, varsinkin kun viikkoa aikaisemmin olimme vielä prosenttien verran indeksiä edellä.

Jonkinlaista lohtua saadaan, jos katsotaan vuosi taaksepäin: rahasto nousi vuodessa 6,7% ja vertailuindeksi 5,0%. Ja tokihan meidän tulisi muistaa, että jatkuvaan indeksin voittamiseen ei pidä tottua. Hallinnoinnin kustannukset, joita olen taas lisännyt runsaalla osakekaupalla, pitävät huolen siitä, että kertoimet ovat indeksin pitkäjänteistä voittamista vastaan.

Vuoden 2004 markkinatrendit jatkoivat kulkuaan lähes muuttumattomalla voimalla. Monet pienmarkkinat, esimerkiksi pohjoismaiset, kipusivat edelleen 6-8% ja energia-alan nousu jatkoi ympäri maailmaa. Energiasektori nousi 17% jopa Yhdysvalloissa, missä kaikki yleisindeksit laskivat 3-8%. Teknologiaosakkeet jatkoivat laskuaan 8%:n vauhdilla. Ainoa trendi, joka tuntuu katkenneen, on kiinnostus pienempiin yhtiöihin.

Mielenkiintoista sinänsä. Sijoittajan jatkavat (kuten aina) ennustamista viivoittimella. Oletuksena on, että maailmantalouden kasvu jatkuu eikä johda inflaatioon, vaikka öljy ja muut raaka-aineet loppuvat. Korotkin pysyvät alhaalla ikuisesti. Goldman Sachs'in uusin tavoitehinta öljylle on \$105 tynnyriltä. On toki selvää, että kulutuskysynnän painopiste tulee siirtymään Aasian runsasväkisiin maihin ja tällä on pitkällä tähtäimellä suuri merkitys – mutta yleensä asiat eivät tapahdu niin nopeasti kuin keinottelijat kuvittelevat.

Kiinan kysynnän aiheuttamat raaka-aineiden hintapaineet (cheerleadereinaan maailman keinottelijoiden täysilukuinen katras) ovat alkanut tuntua myös kuluttajapäässä. Ja siitä seuraa inflaatiota tai – jos markkina on niin kilpailtu, että hintojen korotukset ovat mahdottomia – sellaisia tulosvaroituksia kuin GM:ltä ja Huhtamäeltä maailskuun lopulla ja Outokummulta huhtikuun alussa. Tällaisilla aloilla ryhdytäänkin pikku hiljaa leikkaamaan tuotantoa, mikä synnyttää raaka-aineiden vähentyvästä kysynnästä kumpuavan vasta-aallon, jonka pitäisi jossain vaiheessa (6-9 kuukautta, ehkä) näkyä myös kasvussa ja hintatasossa. Aika näyttää.

Maailma muuttuu yhä vaikeammaksi ennustaa – siis lyhyellä tähtäimellä, pitkän aikavälin kehityskulut säilyvät toki ennallaan. Joskus aiemmin spekulatio rajoittui ennen muuta pörssiin ja taloudellisesta toiminnasta syntyvän marginaalin, siis voiton ja kasvun, hinnoitteluun. Nykyisin keinottelu on osa koko tuotannon ketjua ja vieläpä tavalla, joka tekee kaikenlaisen ennakoinnin erittäin hankalaksi. Yksittäisen yhtiön voittomarginaalin pysyvyyden arviointi on usein hyvin monimutkaista.

Samalla kertaa ovat yhtiöiden voittomarginaalit historiallisesti katsottuna korkeita, näin hyvältä ei ole näyttänyt sitten kuin kaksikymmentäluvulla juuri ennen suurta maailmantalouden lamaa. Ja kun ennätystulosten arvostuskertoimet ovat nekin historiallisilla huipputasoilla, niin taas nähdään miten sijoittajat käyttävät lähinnä viivoitinta tulevaisuuden ennustamiseen. Loogisesti ajatellenhan pitäisi kertoimien olla ennemminkin matalia, jotta ne heijastaisivat ylenpalttisen kannattavuuden riskikkyyttä. Näinhän syklisillä aloilla on perinteisesti ollut.

Ennätysarvostuksiin löytyy luonnollisesti hyvät syyt: matalat korot ja ennätysalhaiset riskimarginaalit kun yhä enemmän sijoitettavaa varallisuutta etsii edes jonkinlaista tuottoa. Tästä seuraa myös joitain epäterveitä ilmiöitä. Elämme parhaillaan jonkinlaista private equity –boomin loppukiriä. Pyrkimään sijoittamaan ylisuuria rahastojaan ostavat private equity –hallinnoijat yhä suurempia yksikköjä ulos pörssissä (vain viikko ennen tämän kirjoittamisajankohtaa ostokohteita olivat tanskalainen ISS, ranskalainen Galleri Lafayette ja italialainen teleoperaattori Wind) ja saavat diileihin lisärahoitusta pankeilta, jotka ummistavat silmänsä riskeiltä. En hämmästyisi, jos muutaman vuoden päästä näkisimme taas uuden pankkikriisin, kun näitä suurella velkariskillä tehtyjä panostuksia joutuu vaikeuksiin.

Oj-joj, tähän alkaa melkein kuulostaa valitukselta. Täytyy kuitenkin muistaa, että juuri viivoitinennusteet luovat edellytykset niille tilanteille, joista Phoenix elää. Erikois-tilanteita syntyy, kun sijoittajat menettävät kaiken uskonsa ja toivonsa tiettyyn yhtiöön tai kokonaiseen markkinaan.

Saksa on tästä hyvä esimerkki. Pelko työpaikkojen puolesta on saanut saksalaiset kiristämään voittoa. Tästä kärsii muun muassa kauppa ja siten esimerkiksi sellaiset yhtiöt kuin Karstadtquelle ja Medion.

Voihan tietysti lähteä siitä, että saksalaiset eivät ikinä ryhdy shoppailemaan. Minusta se ei kuitenkaan vaikuta kovin järkevältä johtopäätökseltä, kun ottaa huomioon, että he ovat viime vuosina keskittyneet säästämään.

Kuluttajien velkaantumisasaste alkaa Saksassa olla EU:n alinta tasoa (37% käytettävissä olevista tuloista, verrattuna noin 100%:n esimerkiksi Iso-Britanniassa ja Ruotsissa). Kuitenkin myös saksalaisilla on tarpeita ja tulevaisuus tulee vielä näyttämään ruusuisemmalta sielläkin. Elpymispotentiaali on todella suuri.

### Kaksi vuotta Phoenixin siivin

Nyt on kulunut kaksi kokonaista vuotta, eli kahdeksan vuosineljännestä, siitä kun sain ryhtyä hoitamaan yhteistä varallisuuttamme Phoenixissa. Osakerahaston hallinnasta ei parissa vuodessa luonnollisestikaan voi tehdä ihmeempää johtopäätöksiä (luin kerran, että tilastollisesti merkittäviä tuloksia siitä riippuuko salkunhoitajan menestys tuurista vai taidosta voidaan vetää vasta 652:n vuoden yhtenäisen aikasarjan perusteella – siihen ei vielä nykybiotekniikalla päästä...).

Parikin vuotta antaa kuitenkin joitakin vertailukuja tarkasteltavaksi. Tänä aikana on Phoenix tuottanut 60,6% ja sen vertailuindeksi, jossa osingot ovat tietenkin mukana, on noussut 35,0%. Kuutena kahdeksasta neljänneksestä olemme onnistuneet ylittämään vertailuindeksin tuoton. Tämä lienee mahdollista tulkita niin, että valitsemamme strategiaa saattaa toimia: ehkä aliarvostettujen – siis edullisempien – osakkeiden hankinta antaa pidemmällä tähtäyksellä keskimääräistä paremman tuoton.

Osa indeksin ylittävästä tuotosta – ja vastaavasti alituksesta viimeksi kuluneella neljänneksellä – johtuu toki siitä, että salkkumme on ollut indeksiin nähden alipainossa dollari-määräisissä sijoituksissa ja dollarin arvohan on tänä aikana laskenut voimakkaasti.

Mutta on ollut myös päinvastaisia tekijöitä, sillä olemme olleet selvässä ylipainossa aloilla, jotka ovat kehittyneet markkinoiden yleistaso huonommin. Tämä on valitettavasti strategiamme varjopuoli: ongelma-alueet vetävät erikois-tilannesijoittajaa puoleensa ja se vinouttaa painotuksia. Olen aiemmissa raporteissani selvittänyt, millä tavoin pyrimme tasapainottamaan tätä tendenssiä.

Toinen valitsemamme strategian hankaluus on oikean ostoaikankohdan löytäminen. Tätä voi lieventää siten, että ei osteta kaikkea kerralla, vaan hajautetaan ostot ajallisesti.

Näin emme saa koskaan ihan parasta mahdollista ostohintaa, mutta emme myöskään huonointa.

### Muutokset salkussa

Aker Yards, Carrefour, Lukoil, Ryanair ja Teledanmark saavuttivat vuoden 2005 ensimmäisen neljänneksen aikana niille asettamani tavoitehinnat, joten myin osakkeemme.

Uusia yhtiö salkussa on muun muassa japanilainen Nissan Corp, kiinalainen Lenovo, singaporelainen Venture Corp ja amerikkalaiset Amazon, Calpine, Micron, Pfizer ja eXpressjet.

### Onko volatilitteetillä väliä?

Aiemmissa raporteissani olen joskus käsitellyt sitä, että rahastomme volatilitteetti on jonkun verran vertailuindeksiä suurempi, enkä ole myöskään löytänyt kustannustehokasta tapaa sen tasoittamiseksi.

Pientä lohtua tuo Internetissä toimivan sijoittajasivuston Motley Foolin kolumnisti Bill Mannin kommentti siitä, miten rahoitustieteilijät näkevät volatilitteetin:

*”Jos jollakin yhtiöllä on ongelmallinen vuosi ja sen yleensä vakaa kurssi laskee, niin silloin – jos mitataan volatilitteetillä – osakkeen riski on lisääntynyt samalla kun sen arvostus on alentunut. Volatilitteetti mittaa hyvin juuri sitä mitä se mittaa eli paljonko jonkin osakkeen kurssi liikkuu verrattuna markkinoihin. Minun mielestäni vakaan, mutta yliarvostetun osakkeen riski on kuitenkin suurempi kuin osakkeen, joka on aliarvostettu, vaikkakin volatiili.”*  
(www.motleyfool.com, 23.3.2005)

Olen ajatellut tulevaisuudessa kertoa näissä neljännesvuosiraporteissa myös joistakin loppuunsaatetuista erikois-tilannesijoituksista. Ehkäpä näistä ”tapauksista” voi jopa oppia jotain. Ensimmäiseksi yksi ensimmäisistä sijoituk-sistamme, SanomaWSOY, alkaen seuraavalta sivulta.



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



Sanoma oli aina WSOY:n oston asti – ja jopa jonkun verran sen jälkeen – erittäin vakavarainen ja hyvinhoidettu perheyhtiö. Se keskittyi ylläpitämään valta-asemaansa Suomen pienillä lehtimarkkinoilla poliittisesti korrektilla tavalla ja piti siten myös taseensa erittäin vahvana. Tulos ja pääoman tuotto olivat vähän vähemmän tärkeitä.

Yhtiön tavoitteet muuttuivat kuitenkin 1990-luvun lopulla radikaalisti. Tämä tuli osakemarkkinoille selväksi, kun yhtiö osti hollantilaisen VNU:n aikakauslehdet vuoden 2000 alussa. Strategisesti osto vaikutti sopivalta, sillä niinkuin SanomaWSOY:llä Suomessa oli VNU:lla johtava markkina-asema monella pienellä eurooppalaisella kielialueella, kuten Benelux –maissa ja Itä-Euroopassa.

Aluksi osto nosti Sanoman osakkeen arvostustasoa reilusti, kun markkinat toivoivat kannattavuuslukujen – etenkin oman pääoman tuoton – pikaista kohentumista. Ylivahvalla taseella toiminut yhtiö otti reilusti velkaa ja ryhtyi määrätietoiseen taseen siivoamiseen.

Markkinoiden innostus kuitenkin talttui yhtä nopeasti kuin se oli syntynytkin. Teknologia-alalta lähtenyt alamäki toi mukanaan epäluulon kaikkia kasvuinvestointeja kohtaan ja SanomaWSOY:nkin kurssi laski 60% huippulukemista. Kriittisiä kommentteja kuului taholta jos toiseltakin: suomalaisen kotimarkkinayrityksen ei pidä lähteä valloittamaan vieraita pikkumarkkinoita, velkataakka on liian suuri, hollantilaiset ovat epäluotettavia, johto epäpätevä, jne. Vaikka kannattavuus parani tasaisesti ja nettovelka väheni nopeasti, pitivät markkinat osakkeen arvostuksen itsepäisesti matalana.



Huhtikuussa 2003 arvostettiin yhtiö ainoastaan 6 \* EBITDA, jo sinänsä alhainen luku, kun ottaa huomioon liiketoiminnan vakauden. Nettovelka oli jo siinä vaiheessa vähentynyt mukavalle tasolle ja EBIT-marginaali oli 60% johdon asettamasta tavoitteesta.

Vastaavankaltaisia yhtiöitä arvostettiin samaan aikaan markkinoilla 9-10 \* EBITDA ilman, että niihin sisältyi samanlaista rakenteellista mahdollisuutta tulosmarginaalin parannukseen.

Hämmästyksensä arvostuksen alhaisuudesta vain lisäntyi, kun otti huomioon yhtiön johtavat markkina-asetat muun muassa monilla vahvan orgaanisen kasvupotentiaalin markkinoilla Itä-Euroopassa. Suurin osa SanomaWSOY:n kilpailijoista saattoivat vain unelmoida mahdollisuudesta orgaaniseen kasvuun Länsi-Euroopan tai Yhdysvaltain kehittyneillä markkinoilla.

Mitä tästä voisi oppia? Markkinat suhtautuvat usein SanomaWSOY:n tyyppiin muodonmuutosprosesseihin ensi alkuun positiivisesti. Suomessakin oli jo Sanomien ostaessa VNU:n aikakauslehdet olemassa onnistunut esimerkki vastaavasta prosessista: Instrumentarium. Markkinat aliarvioivat kuitenkin usein, miten kauan täyden hyödyn saaminen uusista mahdollisuuksista kestää. Instrumentariumin kohdalla se kesti 5 vuotta – eikä Sanomakaan näytä pääsevän vähemmällä.

Muodonmuutosprosesseihin liittyy usein suuria yrityskauppoja, mikä tekee asioista monimutkaisempia ja lisää riskiä siihen, että matkan aikana tulee myös takapakkia. Oikean ajankohdan löytäminen moiseen prosessiin sijoitettaessa on äärimmäisen vaikeaa ja riippuu täysin markkinoiden mielentilasta: jos mielialat ovat optimistiset, on yleensä aina myöhässä – ja jos pessimistiset, aina liian aikainen. SanomaWSOY:n kohdalla meillä oli onnea ja sijoitimme juuri hyvänä hetkenä. Tämä on kuitenkin enemmän poikkeus kuin sääntö.

No, pitkäjänteisen tuloksenhan pitäisi kuitenkin olla tärkeintä. Huhtikuussa 2003 SanomaWSOY:n kurssi oli € 8 ja asetin tavoitetasoksi € 19,80. Tämän katsoin ”normaaliksi” arvostustasoksi ottaen huomioon tulostason, johon yhtiön pitäisi päästä ja ne kertoimet, joilla markkinat olivat valmiit vastaavia yhtiöitä arvostamaan. Sanomien johto oli tehnyt tulosta suunnitelmien mukaan.

Koska kurssi on saavuttanut alkuperäisen tavoitetasomme, olen myynyt 60% osakkeistamme. SanomaWSOY:llä on edelleen paljon potentiaalia ja arvostus on vain kilpailijoiden tasoa – enempäänkin voisi olla aihetta. Mutta se on jo toinen asia: erikoistilanne on ohi ja tämä lintumme on noussut tuhasta entistä ehompaa.

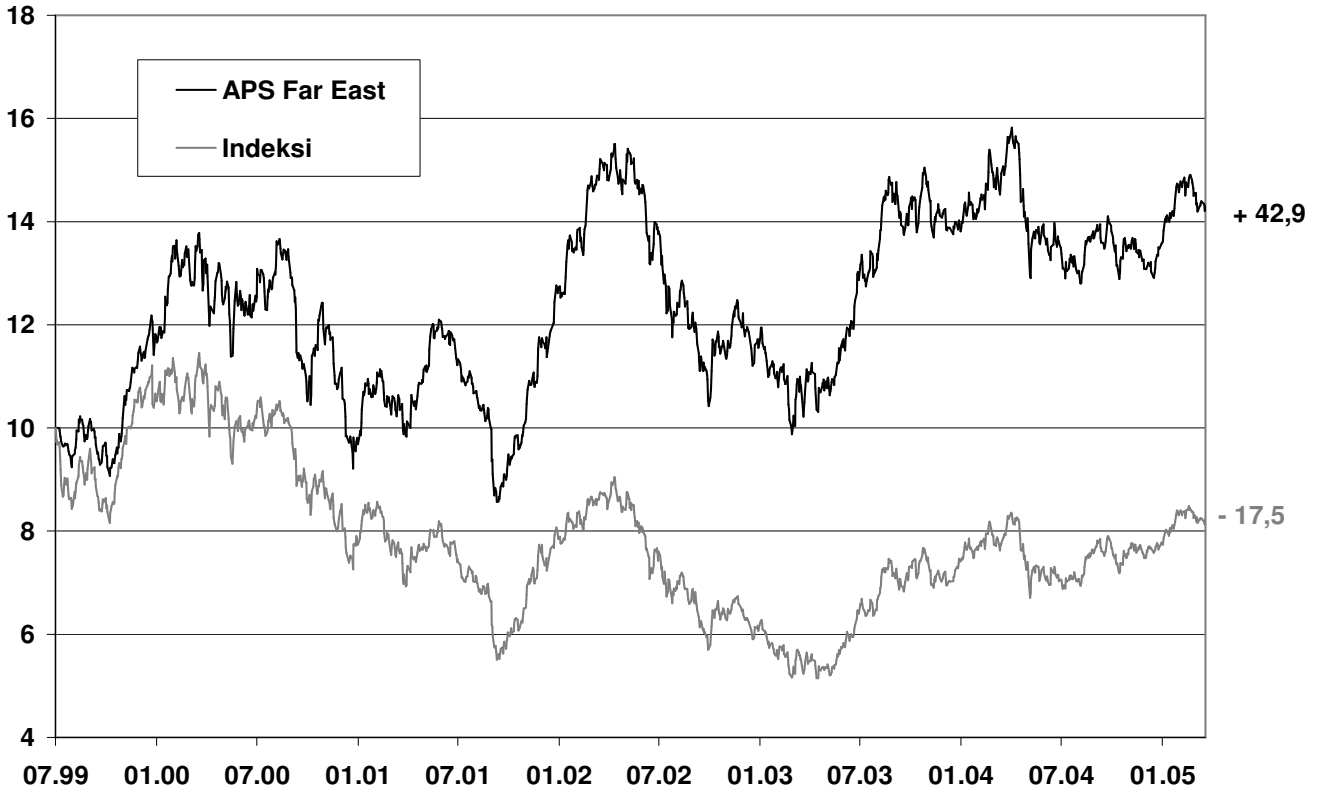
APS FAR EAST  
31.3.2005

Aktiivinen osakerahasto, joka sijoittaa Kaukoidän osakemarkkinoille.

Osuuden  
arvo  
euroissa

**APS Far East ja vertailuindeksi**

13.7.1999 - 31.3.2005



**RAHASTON AVAINTIEDOT**

Aloituspäivä	13.7.1999
Tyyppi	Osakkeet, Kaukoitä
Rahaston koko (milj. euroa)	49,7
Vertailuindeksi	MSCI AC Far East Free ex-Japan
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	1,2 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	on
Merkintäpalkkio	0 – 2,5 %, riippuen merkintäsummasta
Lunastuspalkkio	0 % (0,5 %, jos sijoitusaika on alle 6 kk)*
Salkunhoitaja	APS Asset Management

\*Lunastuspalkkio maksetaan rahastoon.

**TUOTTO- JA RISKI**

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	8,1 %	11,9 %	7,3 %	12,5 %
1 v	-4,1 %	16,3 %	4,0 %	18,8 %
3 v	-6,0 %	19,9 %	-5,8 %	21,9 %
5 v	6,7 %	22,2 %	-26,3 %	23,6 %
Aloituspäivästä	42,9 %	22,0 %	-17,6 %	23,6 %
Aloituspäivästä p.a.	6,4 %		-3,3 %	

**KULUT JA TUNNUSLUVUT (annualisoituina)**

1-3-2005

Palkkiot yhteensä (TER)	1,49 %
Tuottosidonnainen palkkio (sis. TER-lukuun)	0,27 %
Kaupankäyntikulut	0,73 %
Kokonaiskulut (TKA)	2,22 %
Salkun kiertonopeus	126,61 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,00 %
Tracking error	8,21 %
Lähipiiriin omistusosuus	0,32 %

**SUURIMMAT OMISTUKSET**

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

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

## SALKUNHOITAJALTA

### Talous ja markkinat

Aasian osakemarkkinoiden alkuvuoden kehitys on ollut epäyhtenäistä. Tammi-helmikuussa alueen pörssit nousivat vahvasti etenkin Koreassa ja tsunamiaallon aiheuttaman jälleenrakennustyön nostattamassa Thaimaassa. Maaliskuussa mm. uusiin ennätyksiin nousseen öljyn hinnan takia alueen pörssit ottivat pääosin takapakkia. Ensimmäinen vuosineljännes päättyi kuitenkin vertailuindeksimme 7,3%:n nousuun etenkin suuren painon omaavan Korean yli 8%:n nousun ansiosta.

Kiinan hallituksen pyrkimykset hillitä taloutensa vahvaa kasvua ovat toistaiseksi osoittautuneet melko tehottomiksi. Tämän seurauksena öljyn ja muiden raaka-aineiden hinnat ovat kääntyneet uuteen nousuun. Positiivista on, että Kiinan markkinoiden imusta riippuvaisten Korean ja Taiwanin vientiteollisuuden näkymät jatkuvat valoisina.

### Rahaston kehitys

Rahaston arvo nousi jakson aikana 8,1% samalla kun vertailuindeksi nousi 7,3%. Taustalla on ylipainomme Koreassa sekä viime vuonna heikon tuloksen tuottanut ylipaino teollisuusyrityksissä ja alipaino esimerkiksi rahoitusallalla.

Viime vuonna rahasto jäi ensimmäistä kertaa vertailuindeksistään. Näin tulee selkeää tyyliä noudattavalle sijoittajalle aina silloin tällöin käymään. Vuosi on kuitenkin lyhyt aika mitata osakesalkun menestystä ja uskomme, että viime vuoden ongelmat ovat ohimeneviä.

Pidemmillä aikavälillä rahaston kehitys on edelleen selvästi indeksiä edellä: aloituspäivästään lukien rahaston tuottanut 42,9% (6,4% vuodessa) ja vertailuindeksi -17,6% (-3,3% vuodessa).

### Rahaston sijoitukset

Jatkamme edelleen selkeällä ylipainolla Korean ja Singaporen markkinoilla ja alipainolla Hong Kongissa. Toimialoista alipainotamme edelleen rahoitus-, ja telekommunikaatioalaa ja valtavirrasta poiketen myös kiinteistöalaa. Keskitymme edelleen hiukan pienempien ja vähemmän tunnettujen yhtiöiden osakkeisiin, jotka mielestämme ovat edullisemmin hinnoiteltuja.

Korealaiset osakkeemme, varsinkin telakkayhtiö Daewoo Shipbuilding & Marine, pärjäivät jakson aikana erinomaisesti. Olemme vähentäneet omistustamme mm. Hyundai Fire and Marine, sekä Dongbu vakuutusyhtiöissä koska uskomme hintakilpailun kiristyvän.

Ostimme osakkeet kun ala oli pois muodista ja nyt kun arvostustasot ovat nousseet, päätimme siirtää osan varoista kahden mielestämme edullisesti hinnoitellun pankin osakkeisiin (Hana Bank ja Kookmin Bank).

Kymmenen suurimman omistuksen joukkoon on tullut myös korealainen autonvalmistaja Kia Motors. Myimme samalla alalla toimivan ja mielestämme kalliimman Hyundai konsernin osakkeita.

Taiwanissa olemme edelleen vähentäneet omistustamme hyvän tuoton meille antaneessa golfmailojen valmistajassa FuShengissä. Viime vuodesta lähtien kurssikehitys on ollut heikko, koska yhtiön raaka-ainekustannukset ovat nousussa, edullisemmin valmistetut varastot hiipumassa ja Kiinasta tulevat halvat kopiot nakertavat markkinaosuutta.

Singaporelainen sopimusvalmistaja Venture Corporation on jo pitkään ollut salkkumme suurimpia omistuksia. Yhtiö on 15 vuoden historiansa aikana kasvattanut nettotulostaan keskimäärin yli 35% vuodessa. Vuonna 2004 kasvu kääntyi 12%:in laskuun ja osakekurssi romahti yli 20%. Olemme pitäneet vajaan 6%:n painon yhtiössä ostamalla lisää. Uskomme yhtiön potentiaaliin mm. seuraavista syistä:

- Ulkoistamistrendi ei ole hiipumassa ja jopa muotoilun ja logistiikan ulkoistaminen yleisty.
- Yhtiön perustajat ja alkuperäinen johtoryhmä ovat edelleen aktiivisesti mukana.
- Yhtiöllä on hyvin hajautettu asiakaskunta ja se ei ole riippuvainen yhdestäkään suuresta asiakkaasta tai toimialasta.

2005 onkin alkanut lupaavasti. On tullut uusia asiakkaita ja olemassaolevat asiakkaat – esim. HP, jonka printtereitä Venture valmistaa – ovat lisänneet tilauksiaan.

### Strategia

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

APS Asset Management

PROSPERITY RUSSIA  
31.3.2005

Aktiivinen osakerahasto, joka sijoittaa Venäjän osakemarkkinoille.

**Prosperity Russia ja vertailuindeksi**

Osuuden  
arvo  
euroissa

8.3.2000 - 31.3.2005



**RAHASTON AVAINTIEDOT**

Aloituspäivä	8.3.2000
Tyyppi	Osakkeet, Venäjä
Rahaston koko (milj. euroa)	19,7
Vertailuindeksi	RTS1 - Interfax
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	1,4 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	on
Merkintäpalkkio	0 - 2,5 %, riippuen merkintäsummasta
Lunastuspalkkio	0 % (0,5 %, jos sijoitusaika alle 6 kk)*
Salkunhoitaja	Martin Paasi

\*Lunastuspalkkio maksetaan rahastoon.

**TUOTTO- JA RISKI**

	Rahasto		Vertailuindeksi*	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	27,9 %	16,8 %	14,6 %	18,9 %
1 v	2,6 %	19,1 %	-16,4 %	28,7 %
3 v	91,1 %	22,2 %	28,8 %	31,1 %
5 v	252,5 %	25,6 %	112,1 %	37,0 %
Aloituspäivästä	266,1 %	25,5 %	133,2 %	37,5 %
Aloituspäivästä p.a.	29,2 %		18,2 %	

\* Huom! Hintaindeksi.

**KULUT JA TUNNUSLUVUT (annualisoituna)**

1-3.2005

Palkkiot yhteensä (TER)	3,45 %
Tuottosidonnainen palkkio (sis. TER-lukuun)	1,91 %
Kaupankäyntikulut	0,53 %
Kokonaiskulut (TKA)	3,98 %
Salkun kiertonopeus	-9,99 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,00 %
Tracking error	11,75 %
Lähipiirin omistusosuus	5,38 %

**SUURIMMAT OMISTUKSET**

Yhtiö	Maa	Osuus rahastosta
LUKOIL-US\$	Venäjä	9,6 %
TYUMEN OIL-BOARD US\$	Venäjä	7,7 %
SURGUTNEFTEGAZ-PFD \$US	Venäjä	5,6 %
ORENBURGNEFT-PFD \$US	Venäjä	5,3 %
UDMURTNEFT-\$US	Venäjä	5,0 %
WIMM-BILL-DANN FOODS-US\$	Venäjä	4,6 %
CENTRAL TELECOMMUNICAT-PFD \$	Venäjä	4,5 %
YUZHNAVAYA TELECOMMUNICAT-PFD\$	Venäjä	4,2 %
VIMPELCOM-SP ADR	Venäjä	4,1 %
DALNEVOSTOCHNAYA KOMPAN-\$US	Venäjä	3,8 %

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



## SIJOITUSNEUVOJALTA

**Helpotusta poliittisissa paineissa?**

Vuonna 2004 aikana Venäjän talousuutisia hallitsi huoli siitä, että Putinin hallinnon toimet veivät joidenkin tarkkailijoiden mielestä maata kohti vanhaa valtionkontrollia. Tämän vuoden alku on kuitenkin näyttänyt paremmalta. Hallinnon vapaa-mielinen siipi tuntuu lisänneen vaikutusvaltaansa. Jos näin todella on, pitäisi sillä olla suotuisia vaikutuksia myös talouselämälle.

Putin tapasi hiljattain Venäjän liike-elämän edustajia ja lupasi uudistuksia, joiden avulla liiketoiminnan riskit pienenisivät. Näitä ovat ainakin se, että kommunismin jälkeisiin yksityistämisiin liittyvät avoimet kysymykset vanhenisivat uusien määräysten mukaan suurimmassa osassa tapauksista jo kolmessa vuodessa nykyisen kymmenen asemesta. Näin monet yritykset saisivat toimintarauhan. Myös yli-innokkaiden veroviranomaisten toimille luvattiin asettaa rajoja yleishallinnon taholta.

Venäjälle ominaiset liiketoiminnan riskit eivät lopu tähän. Mutta pelkästään jo se tosiasia, että Putin on valmis keskustelemaan näistä kysymyksistä ja etsimään keinoja liike-elämän edellytysten parantamiseksi, on suotuisa merkki. Liiketoiminnan yleisen riskitason alenemisen pitäisi edesauttaa myös talouskasvua ja osakkeiden arvostustasoa.

**Talouskasvu jatkuu**

Venäjän talous kasvoi vuonna 2004 saatavilla olevien laskelmien mukaan 7,1%. Vuoden 2005 kaksi ensimmäistä kuukautta ovat yltäneet vasta 4,4%:n annualisoituun vauhtiin, mutta tämä johtuu osittain alkuvuoden pidennetystä uuden vuoden vapaasta. Oletamme, että koko vuoden luku nousee yli 6%:n.

Raaka-aineiden, muun muassa öljyn ja metallien, hinnat ovat jatkaneet nousuaan 2005 ja Venäjä on tietenkin hyötynyt tästä kehityksestä suuresti. Lisäksi ennusteet öljyn hinnan pitkäaikaisesti kestävästäkin tasosta ovat jatkuvasti nousseet.

Venäläisillä öljy-yhtiöllä on sitä paitsi mielenkiintoinen ”suoja” hintojen laskua vastaan: suuri osa nykyisistä ennätyshinnoista verotetaan tietyn kynnyksen jälkeen valtion kassaan. Yritysten tulokset eivät siis välttämättä merkittävästi kärsi kohtuulliseksi jäävästä hintatason laskusta.

Valtiontalouden uudistukset jatkuvat. Nyt vuoden alkupuoliskolla on ohjelmassa kiinteän linjan teleyritysten yksityistäminen. Tämän prosessin pitäisi parantaa teleoperaattorien tehokkuutta ja siten myös alan yritysten osakekursseja.

Näyttää siltä, että myös energiasektorin rakennemuutos jatkuu. Yksityistäminen on nykyisten suunnitelmien mukaan tarkoitus saattaa loppuun joidenkin vuosien kuluessa.

**Hyvä alkuvuosi**

Sekä Venäjän osakemarkkinoiden että rahaston alkuvuosi on ollut erinomainen. Osuuden arvo kasvoi 27,9% vertailuindeksin noustessa 14,6%.

Maaliskuu oli markkinoilla selvästi huonompi kuin vuoden kaksi ensimmäistä kuukautta. Rahastomme selvisi jonkin verran markkinoita paremmin etenkin siksi, että Orenburgneft (eli TNK-BP) menestyi mainiosti ja sen painoarvo rahastossa on suuri.

Venäjän osakemarkkinoiden keskimääräinen arvostustaso on p/e -luvulla mitattuna noin 5-7, joten se on yksi edullisimmista kehittyvistä markkinoista. Kun tähän yhdistetään maan vahvana jatkuva talouskasvu ja valtion taseen erinomainen kunto, saadaan hyvä alusta myös osakemarkkinoiden tulevillekin kasvumahdollisuuksille.

Prosperity Capital Management

HEX25 –INDEKSIRAHASTOSTA  
SELIGSON & CO SUOMI

HEX25 –indeksirahaston osakevalikoima laajentuu, kuten jo edellisessä katsauksessa kerroimme. Samalla sen uudeksi nimeksi tulee Seligson & Co Suomi –indeksirahasto.

Tarkoituksena on tehdä rahastosta tähänastista kattavampi otos suomalaisesta osakemarkkinasta. Niille, jotka haluavat sijoittaa nimenomaan Helsingin Pörssin 25:een vaihdetuimpaan osakkeeseen, säilyy valikoimissamme edelleen HEX25 Indeksiosuusrahasto.

Vielä vuoden vaihteessa ajatuksemme oli, että rahaston seurattavaksi indeksiksi tulisi HEX Portfolioindeksi. Helsingin Pörssi on kuitenkin ilmoittanut lanseeraavansa piakkoin uuden indeksin nimeltään OMX Helsinki Benchmark. Se on suunniteltu nimenomaan sijoitettavaksi indeksiksi ja sopii siten Portfolioindeksiä paremmin rahastomme uudeksi tiennäyttäjäksi.

Sekä Benchmark että Portfolio koostuvat Helsingin Pörssin pää-listan osakkeista. Päätimme valita Benchmarkin, koska se kuvastaa paremmin tasapainoista hajautettua sijoitusta Suomen osakemarkkinoille.

Benchmark -indeksin edut voi tiivistää kolmeen kohtaan:

**Likviditeetti.** Benchmark-indeksi karsii pois päällistan vähiten vaihtuvan kolmasosan ja indeksiin kelpuutetaan ainoastaan kunkin yhtiön likvidein osakesarja. Näinollen indeksissä on edustettuna se osa Suomen osakemarkkinasta johon todellisuudessa voi varansa tehokkaasti hajauttaa.

**Vapaa vaihdanta.** Indeksä laskettaessa mukaan otetaan ainoastaan ne osakkeet joiden katsotaan olevan sijoittajien tavoiteltavissa. Esimerkiksi Fortumin tapauksessa Suomen valtion suuri omistus johtaa siihen, että ainoastaan alle puolet yhtiön osakekannasta on todellisuudessa markkinoilla. Näillä rajoituksilla syntyy todenmukaisempi kuva siitä, mitkä osakkeet markkinaa vievät ylös/alas.

**Kaupankäyntikulut.** Portfolio –indeksissä yhtiöiden painot tarkistetaan lähes reaaliajassa, 10 minuutin välein. Tämä johtaa siihen, että indeksoinnin aiheuttamat kaupankäyntikulut saattavat nousta korkeiksi etenkin, jos indeksin suuret yhtiöt ovat volatiileja tai liikkuvat usein yleistä markkinasuuntaa vastaan. Benchmark –indeksissä painon-tarkistukset tapahtuvat harvemmin, jolloin on todennäköisempää, että rebalansoinnista johtuvat kaupankäyntikulut pysyvät kurissa. Tämä on parempi lähtökohta, koska kuluilla on aina merkitystä.

Taulukko alla esittää eri suuruisten yhtiöiden osuutta Portfolio- ja Benchmark –indekseissä:

markkina-arvo (miljoonaa euroa)	Portf	kpl	Bench	kpl
alle 100	1,6 %	29	0,6 %	7
100 – 500	8,5 %	40	8,2 %	29
500 – 1 000	5,5 %	10	5,0 %	7
1 000 – 2 000	22,4 %	21	24,6 %	15
2 000 – 5 000	10,8 %	5	12,5 %	4
5 000 – 10 000	24,2 %	4	22,4 %	3
yli 10 000	27,0 %	4	22,7 %	4

Toimialajakauman kannalta Portfolio- ja Benchmark –indeksit muistuttavat hyvin pitkälle toisiaan, kuten taulukosta alla käy ilmi.

	Portfolio	Benchmark
Eiintarviketeollisuus	2,2 %	2,5 %
Energia	10,8 %	6,3 %
Kauppa	3,4 %	3,5 %
Kemianteollisuus	4,6 %	5,0 %
Kuljetus ja liikenne	1,5 %	1,2 %
Metalliteollisuus	12,4 %	14,3 %
Metsäteollisuus	19,4 %	19,7 %
Monialaryitykset	0,2 %	0,2 %
Muu teollisuus	3,5 %	3,8 %
Muut palvelut	4,9 %	4,9 %
Pankit ja rahoitus	10,3 %	8,9 %
Rakennusteollisuus	0,4 %	0,3 %
Sijoitus	1,2 %	1,1 %
Tietoliikenne ja elektroniikka	19,6 %	18,3 %
Vakuutus	1,4 %	1,6 %
Viestintä ja kustannus	4,2 %	4,4 %

Huom! Benchmarkin tiedot perustuvat molemmissa taulukoissa omiin arvioihimme, koska indeksä ei oikeasti vielä lasketa.

Uusilla säännöillä ja uudella vertailuindeksillä rahastostamme tulee Euroopan Unionin direktiivin mukainen tavallinen sijoitusrahasto eli ”UCITS” rahasto. Se ei siis enää jatkossa ole erikoisjoiutusrahasto, joten esimerkiksi huoltaja saa sijoittaa siihen huollettavan varoja ilman viranomaisen lupaa. Rahaston hallinnointipalkkio säilyy entiseen tapaan alhaisena – 0,5 % vuodessa, ilman merkintäpalkkiota.

*Sami Vartiainen*

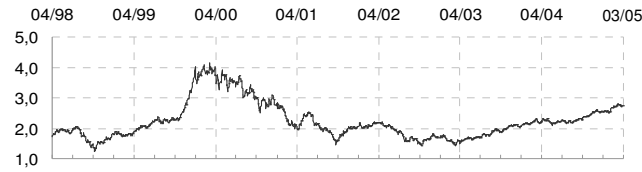
Sami Vartiainen  
[sami.vartiainen@seligson.fi](mailto:sami.vartiainen@seligson.fi)



**HEX25 -INDEKSIRAHASTO**

31.3.2005

**ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)**



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

**RAHASTON AVAINTIEDOT**

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

\*Lunastuspalkkio maksetaan rahastoon.

**TUOTTO- JA RISKI**

	Rahasto		Vertailuindeksi*	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	8,1 %	10,2 %	6,8 %	10,4 %
1 v	23,8 %	12,0 %	20,8 %	12,2 %
3 v	27,2 %	19,2 %	16,5 %	19,3 %
5 v	-27,0 %	26,5 %	-38,7 %	26,6 %
Aloituspäivästä	61,2 %	27,5 %	34,5 %	27,9 %
Aloituspäivästä p.a.	7,1 %		4,3 %	

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

**KULUT JA TUNNUSLUVUT (annualisoituina) 1-3.2005**

Palkkiot yhteensä (TER)	0,51 %
Tuottosidonnainen palkkio (sis. TER-lukuun)	-
Kaupankäyntikulut	0,13 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,64 %
Salkun kiertonopeus	7,21 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,00 %
Tracking error	0,32 %
Lähipiirin omistusosuus	0,04 %

**SUURIMMAT OMISTUKSET**

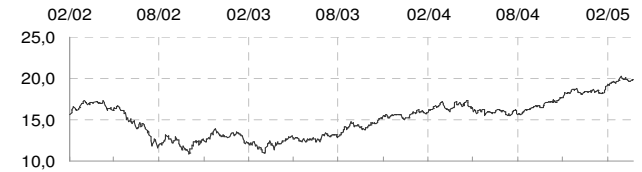
Yhtiö	Maa	Osuus rahastosta
UPM-KYMMENE OYJ	Suomi	9,8 %
FORTUM OYJ	Suomi	9,8 %
NOKIA OYJ	Suomi	9,5 %
STORA ENSO OYJ-R SHS	Suomi	9,3 %
SAMPO OYJ-A SHS	Suomi	9,0 %
TELIASONERA AB	Ruotsi	7,7 %
NORDEA AB - FDR	Ruotsi	5,0 %
KONE OYJ-B SHS	Suomi	4,3 %
TIETOENATOR OYJ	Suomi	4,0 %
ELISA COMMUNICATIONS OYJ-A S	Suomi	3,3 %

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

**HEX25 INDEKSIOSUUSRAHASTO**

31.3.2005

**ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)**



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

**RAHASTON AVAINTIEDOT**

Aloituspäivä	8.2.2002
Tyyppi	Osakerahasto, Suomi
Rahaston koko (milj. euroa)	144,8
Vertailuindeksi	HEX25 -osakeindeksi
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,17 - 0,25 % (rahaston koon mukaan)
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintäpalkkio	- / osakevälityspalkkio
Lunastuspalkkio	- / osakevälityspalkkio
Salkunhoitaja	Sami Vartiainen

\* Noteerattu Helsingin Pörssissä

**TUOTTO- JA RISKI**

	Rahasto		Vertailuindeksi*	
	Tuotto**	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	8,0 %	10,8 %	6,7 %	11,0 %
1 v	19,6 %	12,7 %	20,7 %	12,2 %
3 v	16,3 %	18,8 %	16,4 %	18,7 %
5 v	-	18,6 %	-	18,5 %
Aloituspäivästä	26,5 %	18,6 %	24,7 %	18,5 %
Aloituspäivästä p.a.	7,8 %		7,3 %	

**KULUT JA TUNNUSLUVUT (annualisoituina) 1-3.2005**

Palkkiot yhteensä (TER)	0,23 %
Tuottosidonnainen palkkio (sis. TER-lukuun)	-
Kaupankäyntikulut	0,05 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,28 %
Salkun kiertonopeus	27,11 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,00 %
Tracking error	0,27 %
Lähipiirin omistusosuus	0,00 %

**SUURIMMAT OMISTUKSET**

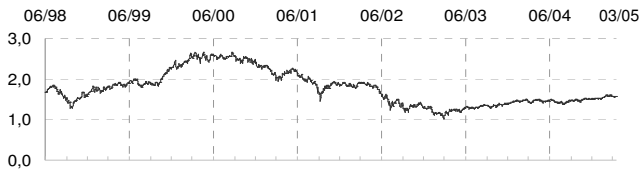
Yhtiö	Maa	Osuus rahastosta
UPM-KYMMENE OYJ	Suomi	9,8 %
FORTUM OYJ	Suomi	9,6 %
NOKIA OYJ	Suomi	9,4 %
STORA ENSO OYJ-R SHS	Suomi	9,1 %
SAMPO OYJ-A SHS	Suomi	9,0 %
TELIASONERA AB	Ruotsi	7,7 %
NORDEA AB - FDR	Ruotsi	5,0 %
KONE OYJ-B SHS	Suomi	4,4 %
TIETOENATOR OYJ	Suomi	3,9 %
ELISA COMMUNICATIONS OYJ-A S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

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

**EUROOPPA 50 –INDEKSIRAHASTO**

31.3.2005

**ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)**



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

**RAHASTON AVAINTIEDOT**

Aloituspäivä	15.6.1998
Tyyppi	Osakerahasto, Eurooppa
Rahaston koko (milj. euroa)	38,3
Vertailuindeksi	DJ STOXX 50
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,5 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintäpalkkio	0 %
Lunastuspalkkio	0 % (0,5 %, jos sijoitusaika alle 6 kk)*
Salkunhoitaja	Sami Vartiainen

\*Lunastuspalkkio maksetaan rahastoon.

**TUOTTO- JA RISKI**

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	4,2 %	8,0 %	4,5 %	8,1 %
1 v	9,2 %	11,2 %	10,0 %	11,2 %
3 v	-17,7 %	24,1 %	-15,6 %	24,2 %
5 v	-39,1 %	24,5 %	-36,6 %	24,5 %
Aloituspäivästä	-6,3 %	24,5 %	1,7 %	24,8 %
Aloituspäivästä p.a.	-1,0 %		0,3 %	

**KULUT JA TUNNUSLUVUT (annualisoituina) 1-3.2005**

Palkkiot yhteensä (TER)	0,51 %
Tuottosidonnainen palkkio (sis. TER-lukuun)	-
Kaupankäyntikulut	0,45 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,96 %
Salkun kiertonopeus	0,06 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,00 %
Tracking error	0,32 %
Lähipiirin omistusosuus	0,42 %

**SUURIMMAT OMISTUKSET**

Yhtiö	Maa	Osuus rahastosta
BP PLC	Iso-Britannia	6,6 %
HSBC HOLDINGS PLC	Iso-Britannia	5,3 %
VODAFONE GROUP PLC	Iso-Britannia	4,9 %
TOTAL FINA ELF SA	Ranska	4,2 %
GLAXOSMITHKLINE PLC	Iso-Britannia	4,0 %
ROYAL DUTCH PETROLEUM	Alankomaat	3,8 %
NOVARTIS AG-REG SHS	Sveitsi	3,5 %
NESTLE SA-REGISTERED	Sveitsi	3,3 %
ROYAL BANK OF SCOTLAND GROUP	Iso-Britannia	3,1 %
UBS AG-REGISTERED	Sveitsi	2,7 %

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

**TOPIX CORE 30™**

31.3.2005

**ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)**



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

**RAHASTON AVAINTIEDOT**

Aloituspäivä	29.12.1999
Tyyppi	Osakerahasto, Japani
Rahaston koko (milj. euroa)	29,5
Vertailuindeksi	TOPIX Core 30™
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,5 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintäpalkkio	0 %
Lunastuspalkkio	0 % (0,5 %, jos sijoitusaika alle 6 kk)*
Salkunhoitaja	Sami Vartiainen

\*Lunastuspalkkio maksetaan rahastoon.

**TUOTTO- JA RISKI**

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	-0,8 %	11,0 %	-0,4 %	11,0 %
1 v	-12,0 %	18,7 %	-11,9 %	18,4 %
3 v	-25,4 %	23,6 %	-23,1 %	23,8 %
5 v	-65,8 %	25,9 %	-66,0 %	27,0 %
Aloituspäivästä	-65,2 %	26,5 %	-64,3 %	27,7 %
Aloituspäivästä p.a.	-18,2 %		-17,8 %	

**KULUT JA TUNNUSLUVUT (annualisoituina) 1-3.2005**

Palkkiot yhteensä (TER)	0,50 %
Tuottosidonnainen palkkio (sis. TER-lukuun)	-
Kaupankäyntikulut	0,02 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,52 %
Salkun kiertonopeus	-8,82 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,00 %
Tracking error	1,29 %
Lähipiirin omistusosuus	0,33 %

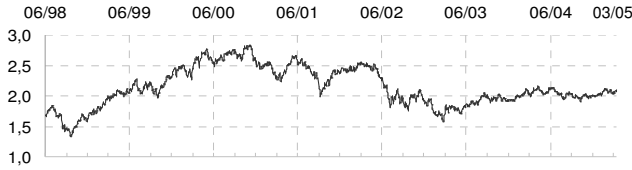
**SUURIMMAT OMISTUKSET**

Yhtiö	Maa	Osuus rahastosta
TOYOTA MOTOR CORP	Japani	12,4 %
NTT DOCOMO INC	Japani	7,8 %
MITSUBISHI TOKYO FINANCIAL	Japani	5,2 %
MIZUHO FINANCIAL GROUP INC	Japani	5,2 %
CANON INC	Japani	4,4 %
HONDA MOTOR CO LTD	Japani	4,3 %
NISSAN MOTOR CO LTD	Japani	4,3 %
TAKEDA CHEMICAL INDUSTRIES	Japani	3,9 %
SUMITOMO MITSUI FINANCIAL GR	Japani	3,9 %
NIPPON TELEGRAPH & TELEPHONE	Japani	3,8 %

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

**GLOBAL TOP 25 BRANDS**  
31.3.2005

**ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)**



Osakekorirahasto, joka sijoittaa maailman arvostetuimpiin tavaramerkkeihin.

**RAHASTON AVAINTIEDOT**

Aloituspäivä	18.6.1998
Tyyppi	Osakerahasto, maailma
Rahaston koko (milj. euroa)	28,1
Vertailuindeksi	50% MSCI Consumer Discretionary 50% MSCI Consumer Staples
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,6 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintäpalkkio	0 %
Lunastuspalkkio	0 % (0,5 %, jos sijoitusaika alle 6 kk)*
Salkunhoitaja	Sami Vartiainen

\*Lunastuspalkkio maksetaan rahastoon.

**TUOTTO- JA RISKI**

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	5,0 %	10,4 %	4,1 %	9,3 %
1 v	1,3 %	11,4 %	2,4 %	11,4 %
3 v	-17,2 %	19,3 %	-20,3 %	16,7 %
5 v	-19,5 %	19,6 %	-19,4 %	17,0 %
Aloituspäivästä	24,3 %	20,3 %	-2,2 %	17,2 %
Aloituspäivästä p.a.	3,3 %		-0,3 %	

**KULUT JA TUNNUSLUVUT (annualisoituina) 1-3.2005**

Palkkiot yhteensä (TER)	0,60 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,08 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,69 %
Salkun kiertonopeus	-4,46 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,00 %
Tracking error	4,55 %
Lähipiirin omistusosuus	0,78 %

**SUURIMMAT OMISTUKSET**

Yhtiö	Maa	Osuus rahastosta
THE WALT DISNEY CO.	Yhdysvallat	7,7 %
GILLETTE COMPANY	Yhdysvallat	7,3 %
MCDONALD'S CORPORATION	Yhdysvallat	7,1 %
UNILEVER NV-CVA	Alankomaat	6,9 %
COCA-COLA CO/THE	Yhdysvallat	5,6 %
NOKIA OYJ	Suomi	4,1 %
GROUPE DANONE	Ranska	3,7 %
SONY CORP-SPONSORED ADR	Japani	3,6 %
NIKE INC -CL B	Yhdysvallat	3,5 %
L'OREAL	Ranska	3,4 %

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

**GLOBAL TOP 25 PHARMACEUTICALS**  
31.3.2005

**ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)**



Osakekorirahasto, joka sijoittaa maailman suurimpien lääkeyritysten osakkeisiin.

**RAHASTON AVAINTIEDOT**

Aloituspäivä	17.1.2000
Tyyppi	Osakerahasto, lääketieteellisyys
Rahaston koko (milj. euroa)	19,2
Vertailuindeksi	MSCI Pharma & Biotech
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,6 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintäpalkkio	0 %
Lunastuspalkkio	0 % (0,5 %, jos sijoitusaika alle 6 kk)*
Salkunhoitaja	Sami Vartiainen

\*Lunastuspalkkio maksetaan rahastoon.

**TUOTTO- JA RISKI**

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	1,9 %	10,1 %	3,7 %	11,4 %
1 v	-0,3 %	12,0 %	-2,2 %	14,1 %
3 v	-30,8 %	17,6 %	-34,8 %	20,4 %
5 v	-23,5 %	17,6 %	-23,5 %	20,1 %
Aloituspäivästä	-21,0 %	18,1 %	-25,0 %	20,5 %
Aloituspäivästä p.a.	-4,4 %		-5,4 %	

**KULUT JA TUNNUSLUVUT (annualisoituina) 1-3.2005**

Palkkiot yhteensä (TER)	0,61 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,04 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,65 %
Salkun kiertonopeus	-7,60 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,00 %
Tracking error	4,18 %
Lähipiirin omistusosuus	0,55 %

**SUURIMMAT OMISTUKSET**

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

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

## KORKORISKIT EIVÄT POISTU, VAIKKA NE OVAT PILOSSA

### Korkoriski

Alkanut vuosi on saanut ekonomistit jälleen sankoin joukoin ennustamaan tulevia korkomuutoksia sekä pitkän että lyhyen koron markkinoilla. Yksi ennakoi keskuspankin nostavan ohjauskorkoja alkusyksystä, toinen loppuvuodesta, joku ennustaa korkoja laskettavan. Pitkien korkojen nousua on povattu jo toista vuotta. Kukaanhan ei oikeasti tiedä mitä (korko)markkinoilla tulee tapahtumaan - uudet uutiset ovat vielä kirjoittamatta. Kokonaan huomiotta voi jättää median päivittäiset kommentit 0,02%:n muutoksista vuoden euribor tasoissa, niillä ei ole edes uutisarvoa. Pitkän koron dramaattinen historiallinen kehitys näkyy toimitusjohtajan katsauksen kuvissa sivuilla 3-4.

### Luottoriski

Jotkut lyhyen koron rahastot pitävät sisällään edelleen pitkiä, eri luottoluokituksen omaavia yrityslainoja, eikä niitä mielletä riskiksi, onhan kyseessä ”riskitön vaihtoehto pankkitalletukselle”. Nämä rahastot eivät sovellu riskittömyyttä tavoittelevalle rahastosijoittajalle.

Pitkän koron rahastojen tuotot heilahtelevat duraationsa mukaisesti korkojen noustessa tai laskiessa, kuten ne ovat aina tehneet. Yrityslainarahastoihin liittyvä vastapuoliriski (korkoriskin lisäksi) ilmoitteli olemassaolostaan, kun GM antoi tulosvaroituksen ja sen liikkeelle laskemien pitkien joukkolainojen hinnoittelu muuttui rajusti. Niin sanottujen investment grade -yrityslainojen (BBB) korkoeron valtion-obligaatioihin kapeni keskimääräisestä 1,25%:sta noin 0,50%:iin vuoden 2003 alkupuoliskolla. Korkeero on pysynyt historiallisen alhaisena koska liikkeeseenlaskijoilla ei viimeisen kahden vuoden jaksolla ole ollut mainittavia maksuhäiriöitä ja sijoittajat ovat riskejä kaihtamatta hakeneet lisätuottoja alhaisten obligaatiokorkojen päälle.

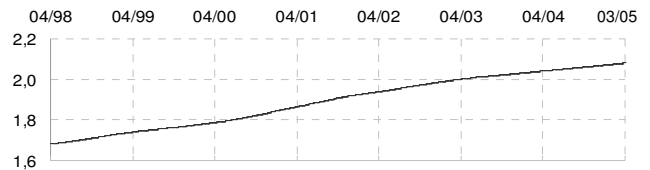
Korkosijoitukset kuuluvat kuitenkin hyvin hajautettuun sijoitussalkkuun. Sijoittajan tulee korkomuutosten arvailun sijaan keskittyä korkorahastojen rakenteessa mahdollisesti piileviin riskeihin. Arvopaperimarkkinoiden keskiarvohakuisuus toimii ainakin pitkällä aikavälillä myös korkomarkkinoilla. Yritysten liikkeeseen laskemien joukkolainojen lisätuotto suhteessa valtion lainoihin on tällä hetkellä ennennäkemättömän pieni. Tästä voi ilman ennustajan lahjoja päätellä, että riskistä saatu korvaus on normaalia pienempi.



Jaakko Jouppi, korkoasiantuntija  
jaakko.jouppi@seligson.fi

## RAHAMARKKINARAHASTO 31.3.2005

### ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Rahamarkkinarahasto, joka sijoittaa eurooppalaisiin lyhytaikaisiin korkoinstrumentteihin.

### RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	1.4.1998
Tyyppi	Lyhyet korot, euro-alue
Rahaston koko (milj. euroa)	95,9
Vertailuindeksi	3 kk rahamarkkinaindeksi
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,2 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintäpalkkio	0 %
Lunastuspalkkio	0 %
Salkunhoitaja	Jarkko Niemi

### TUOTTO- JA RISKI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	0,5 %	0,1 %	0,6 %	0,1 %
1 v	1,9 %	0,1 %	2,2 %	0,1 %
3 v	7,3 %	0,1 %	8,2 %	0,2 %
5 v	16,4 %	0,2 %	18,2 %	0,2 %
Aloituspäivästä	23,7 %	0,2 %	26,4 %	0,2 %
Aloituspäivästä p.a.	3,1 %		3,4 %	

### KULUT JA TUNNUSLUVUT (annualisoituina)

	1-3.2005
Palkkiot yhteensä (TER)	0,20 %
Tuottosidonnainen palkkio (sis. TER-lukuun)	-
Kaupankäyntikulut	0,02 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,22 %
Salkun kiertonopeus	156,33 %
Lainaluokitukset (rating)	AAA 100 %
Salkun korkoriski (duraatio)	0,25
Välityspalkkiot lähipiirille	0,00 %
Tracking error	0,09 %
Lähipiirin omistusosuus	1,48 %

### SUURIMMAT OMISTUKSET

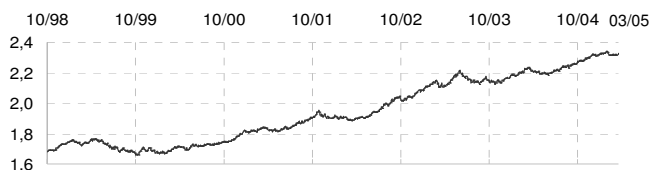
	Maa	Osuus rahastosta
Valtion velkasitoumus 10.05.2005	Suomi	20,8 %
Valtion velkasitoumus 12.04.2005	Suomi	9,4 %
Sijoitustodistus Ålandsbanken 06.05.2005	Suomi	7,3 %
Sijoitustodistus SHB 03.06.2005	Suomi	5,2 %
Yritystodistus Kapiteeli 16.06.2005	Suomi	5,2 %
Sijoitustodistus Sampo 12.09.2005	Suomi	5,2 %
Sijoitustodistus Nordea 01.04.2005	Suomi	4,2 %
Sijoitustodistus OKO 23.5.2005	Suomi	4,2 %
Yritystodistus Sampo Oyj 16.06.2005	Suomi	4,2 %
Yritystodistus Kapiteeli 23.06.2005	Suomi	4,2 %

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

## EURO-OBLIGAATIOINDEKSIRAHASTO

31.3.2005

## ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



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

## RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	14.10.1998
Tyyppi	Pitkät korot, euro-alue
Rahaston koko (milj. euroa)	26,2
Vertailuindeksi	Reuters Euro Government
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,3 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintäpalkkio	0 %
Lunastuspalkkio	0 % (0,2 %, jos sijoitusaika alle 3 kk)*
Salkunhoitaja	Jarkko Niemi

\*Lunastuspalkkio maksetaan rahastoon.

## TUOTTO- JA RISKI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	0,7 %	2,8 %	1,2 %	3,0 %
1 v	4,6 %	2,8 %	6,0 %	2,9 %
3 v	23,1 %	3,6 %	24,6 %	3,7 %
5 v	36,0 %	3,4 %	38,5 %	3,4 %
Aloituspäivästä	38,4 %	3,5 %	41,7 %	3,5 %
Aloituspäivästä p.a.	5,1 %		5,5 %	

## KULUT JA TUNNUSLUVUT (annualisoituina)

1-3.2005

Palkkiot yhteensä (TER)	0,31 %
Tuottosidonnainen palkkio (sis. TER-lukuun)	-
Kaupankäyntikulut	0,09 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,39 %
Salkun kiertonopeus	-5,19 %
Lainaluokitukset (rating)	AAA 100 %
Salkun korkoriski (duraatio)	5,15
Välityspalkkiot lähipiirille	0,00 %
Tracking error	0,83 %
Lähipiirin omistusosuus	0,02 %

## SUURIMMAT OMISTUKSET

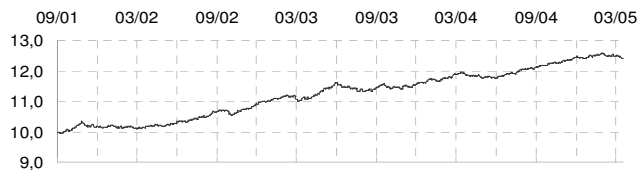
	Maa	Osuus rahastosta
Valtion obl. 5.75% 23.2.00-11	Suomi	25,1 %
Valtion obl. 5.375% 04.07.02-13	Suomi	20,8 %
Valtion obl. 5.00% 25.4.98-09	Suomi	16,0 %
Valtion obl. 4.25% 04.05.04 - 04.07.15	Suomi	13,2 %
Valtion obl. 3.00 % 04.07.2008	Suomi	6,5 %
Saksan Valtion Obl. 5% 4.7.2011	Saksa	4,2 %
Valtion obl. 2,75% 04.07.2006	Suomi	3,8 %
Valtion obl. 5.00% 23.5.01-4.7.07	Suomi	2,6 %

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

## EURO CORPORATE BOND

31.3.2005

## ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



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

## RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	17.9.2001
Tyyppi	Pitkät korot, euro-alue
Rahaston koko (milj. euroa)	13,9
Vertailuindeksi	Reuters Euro Corporate Bond
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,35 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintäpalkkio	0 %
Lunastuspalkkio	0 % (0,2 %, jos sijoitusaika alle 3 kk)*
Salkunhoitaja	Jarkko Niemi

\*Lunastuspalkkio maksetaan rahastoon.

## TUOTTO- JA RISKI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	0,1 %	2,5 %	0,7 %	2,3 %
1 v	4,3 %	2,5 %	5,7 %	2,5 %
3 v	22,5 %	3,1 %	26,0 %	3,1 %
Aloituspäivästä	24,3 %	3,1 %	28,6 %	3,2 %
Aloituspäivästä p.a.	6,3 %		7,4 %	

## KULUT JA TUNNUSLUVUT (annualisoituina)

1-3.2005

Palkkiot yhteensä (TER)	0,37 %
Tuottosidonnainen palkkio (sis. TER-lukuun)	-
Kaupankäyntikulut	0,44 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,80 %
Salkun kiertonopeus	-93,44 %
Lainaluokitukset (rating)	AAA 8,3 %, A 47,1 %, BBB 44,0 %
Salkun korkoriski (duraatio)	4,76
Välityspalkkiot lähipiirille	0,00 %
Tracking error	0,82 %
Lähipiirin omistusosuus	0,03 %

## SUURIMMAT OMISTUKSET

	Maa	Osuus rahastosta
Valtion obl. 5.75% 23.2.00-11	Suomi	7,3 %
UPM-Kymmene JVK 6,125% 23.01.2012	Suomi	4,1 %
Bayer AG JVK 6,00%, 10.04.2012	Saksa	4,1 %
Gas Natural Finance JVK 6,125 % 10.02.2010	Espanja	4,1 %
Michelin Finance JVK 6,125% 16.04.2009	Ranska	4,0 %
Volvo treasury Ab JVK 5,375% 26.01.2010	Saksa	3,9 %
Tele Danmark JVK 5,20 % 28.01.2010	Tanska	3,9 %
Fortum Oyj JVK 4,625 % 19.11.2010	Suomi	3,8 %
KPN NV JVK 4,75% 05.11.2008	Alankomaat	3,8 %
France Telecom JVK 7,25% 28.01.2013	Ranska	3,5 %

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



## ”JUHANI – ONNELLINEN SALKUNHOITAJA”

*POIKA: Isiii, mä oon pessy jo hampaat, tuu lukeen iltasatu.*

*ISÄ: Oo koo. Luetaanko taas ammateista?*

*POIKA: Joo, vaikka NHL-jääkiekkoilijoista!*

*ISÄ: Mmmm...jätetään se vielä....otetaan tänään vaikka tää:*

Olipa kerran poika nimeltään Juhani. Hänellä oli monia eri toiveammatteja. Hän halusi metsuriksi – koska niillä on moottorisaha – ja kumparelaskijaksi. Joka vuosi Juhani keksi jotain uutta, vaikka vanhemmat sanoivat, että ammatinvalintaa ehtii hyvin miettimään kun näkee miten koulu sujuu.

Juhani menestyi koulussa erinomaisesti, kirjoitti ylioppilaiskokeissa kuusi laudaturia ja pääsi helposti Kauppakorkeakouluun, josta valmistui maisteriksi kepeästi kolmessa vuodessa. Valmistuttuaan Juhani pääsi heti töihin Suuren Pankin Pankkiiriliikkeeseen puhelinmeklariksi.

Hän oli ollut Pankkiiriliikkeessä jo opiskeluaikana kesätöissä, hakien oikeille työntekijöille pitsaa ja kokista. Siitä sai vain vähän palkkaa ja vielä vähemmän kiitosta, mutta Juhani teki aina parhaansa. Kesän lopulla hän oli jo inut kuka milloinkin halusi kinkku-ananasta ja kuka tonnikala-sipulivuohenjuustoa, kuka lightia ja kuka lemonia.

Työ puhelinmeklarina olikin sitten jotain ihan muuta. Nyt Juhani sai Pankin tärkeiltä analyytikoilta tietoja siitä, mitä osakkeita asiakkaiden tulisi ostaa ja mitä myydä. Hän soitti asiakkaille ja kertoi, että Larox laskee tai Nokia nousee. Ja mitä enemmän asiakkaat ostivat tai myivät osakkeita, sitä enemmän Juhani sai bonuksia.

Niin kului seitsemän kuukautta. Sitten Juhani sai vastuun MegaMustardin listautumisannin myynnistä. MegaMustard oli kehittänyt sinappijauheesta torjunta-aineen mansikkatuholaisille, joita oli vuosi aiemmin levinnyt Venäjältä maan kaikille mansikkaviljelmille. Analyytikkojen mukaan business kasvaisi räjähdysmäisesti, kun tuholaiset alkaisivat levitä Ruotsiin, Viroon ja Eurooppaan. Myös Juhanan myyntityö onnistui yli odotusten ja bonuksia putoili kuin plussapalloja. Elämä hymyili.

Juhani uskalsi vihdoinkin kosiä Tiinaa, jonka oli tavannut Kauppiksen graduseminaarissa. Keväällä he menivät naimisiin ja Tiina oli niin onnellinen. He hankkivat Suuren Pankin Kiinteistövälittäjän kautta paritalon puolikkaan Vantaalta ja jouluksi syntyi ihastuttava Annu-Liina. Nuoripari haaveili enää pienestä pojasta ja merenrantahuvilasta kaupungissa, mutta he päättivät olla kärsivällisiä – ainakin joitakin vuosia.

Vanhemmat varoittelivat nuoria tavoittelemasta kaikkea heti ja stressaamasta liikaa. ”Merenrantahuvila kaupungissa on ihan hirveän kallis”, sanoivat he. ”Elämä on”, vastasivat Tiina ja Juhani.

Seuraavana keväänä työ kävi kuitenkin hankalammaksi. Juhani oppi karvaasti kokemuksen kautta, että analyytikkojen ennusteet menivät monesti metsään ja asiakkaat menettivät paljon rahaa. Lisäksi alkoi kierrellä huhuja, että mansikkatuholaiset eivät biologien ennusteiden mukaan leviäisikään enää Suomesta eteenpäin yhtä nopeasti kuin ne olivat levinneet täällä. MegaMustardin kurssi laski kuin aidan yli mansikkamaan puolelle lasketelleen lehmän häntä. Asiakkaat olivat vihaisia saamistaan huonoista neuvoista ja Juhani tuli hyvin surulliseksi.

”Tämä ei vetele”, sanoi Juhani vihdoinkin Pomolle, ”en voi luottaa analyytikkojen arvioihin ja asiakkaani eivät voi hyvin.”

”No mutta kauppa käy, eikös vaan? Välityspalkkioita tulee myynneistä niin että kirstussa kolisee...”, höristeli Pomo.

”En halua vain välityspalkkioita, haluan myös välittää”, älähti Juhani. ”Siis asiakkaistani. Sitä paitsi tiedän paljon analyytikkoja paremmin mihin kurssit ovat menossa. Mutta Pankin suosituksista kun ei saa poiketa!”

”Vai tietää Juhani mihin kurssit on menossa, siinäpä meillä veitikka”, naureskeli Pomo.

Hän soitti tuttavalleen Pankin Rahastopomolle: ”Mulla olisi täällä yksi nuori mies, joka tietää mihin kurssit on menossa. Mitä...? Joo, ihan fiksu on muuten. Kato, sähän sanoit eilen Einossa, että sun pitää vaihtaa se Kansanrahaston salkunhoitaja, että näyttäis että edes jotain tehdään...”

Ja niin Juhani tuli Salkunhoitaja. Hän sai hoidettavakseen Pankin suuren Kansanrahaston, ensin yhdessä kokeneemman kanssa ja vähän ajan kuluttua ihan yksin.

Juhani oli loistava salkunhoitaja. Yritysten tiedotteita lukemalla hän osasi päätellä paljon paremmin kuin tuhannet kollegansa miten kunkin yrityksen liiketoiminta oli kehittymässä. Siksi hän osasi aina ostaa hyvissä ajoissa ennen kuin jonkin osakkeen kurssinousu vielä edes kunnolla kaapi lähtökuopissaan ja myydä ennen kuin muut vielä näkivät edes unia tulevasta notkahduksesta.

Yhtä taitava Juhani oli kansantalouden tulkitsijana. Hän ymmärsi nopeasti, että taloustieteilijöiden arviot toteutuvat miten sattuu ja kehitti itse oman excel-mallin, jonka avulla hän pääsi hyvin tarkkoihin tuloksiin. Niinpä Juhani osasi ajoittaa Kansanrahaston varojen sijoittamisen eri korko- ja osakemarkkinoille juuri oikein.

Juhani luotsaamana Kansanrahasto nousi rahastotaivaan kirkkaimmaksi tähdeksi ja sinne suorastaan virtasi lisää rahaa. Rahastopomo kehui Juhania ”kultapojakseen”.

Myös Tiinalle ja Juhanielle syntyi kultapoika, Armas-Lalli, ja he muuttivat isoon asuntoon Ullanlinnassa. Kansanrahasto peri hallinnointipalkkiota yli 2% vuodessa ja siitä liikenä jo Juhaniellekin hyvä palkka. Merenrantahuvilaan kaupungissa ei sentään ollut varaa, mutta varmaan senkin aika vielä tulisi. Elämä hymyili jälleen, eikä Tiina ollut Juhaniinsa pettynyt.

Juhani oli tosin aika usein poissa kotoa. Hän kävi paljon osakekauppaa ja sai välittäjiltä kutsuja matseihin ja matkoille. Joskus häntä vähän mietitytti se, että meklarit, jotka saavat palkkionsa Kansanrahaston sijoittajien varoista, tuhlaavat rahaa häneen, joka saa myös palkkaa samasta salkunhoidosta. Mutta sitten hän taas muisti, että Kansanrahastohan menestyi juuri hänen ansiostaan – oli hän aamuperignonsa ansainnut!

Pari meklarikaveria yritti houkutellessa Juhania mukaan vasta perustamaansa hedgerahastoon. Niiden palkkioilla merenrantahuvila kaupungissa olisi kuulemma vain parin vuoden kysymys. Mutta Juhani ei innostunut: hoitaessaan Kansanrahastoa hän ei rikastunut nopeasti, mutta asetti taitonsa lähimmäistensä käyttöön. Pitäähän ihmisellä olla ihanteita!

Eräänä aamuna kun Juhani oli suunnittelemassa päivän kauppia eri pörssissä, joiden yhtiöt hän tunsi kuin omat taskunsa, pyysi Rahastopomo Juhaniin huoneeseensa.

”Juhani”, Rahastopomo sanoi vakavana, ”Ylin Johto haluaa sinut pois Kansanrahastosta hoitamaan InstituutioMandaatteja. Se on suuri kunnia sinulle, mutta hirveä menetys minulle.”

”Ja minulle!”, kuohahti Juhani, ”Minä haluan hoitaa tavallisten ihmisten rahoja, en aio missään nimessä suostua!”

”Pakko mikä pakko, Ylin Johto on päättänyt”, sanoi Rahastopomo. ”ViestinVääntölä saa tehdä tiedotteen, joka kertoo miten tämä sittenkin on viisautta ja kaikkien parhaaksi.”

Ylin Johto oli kuitenkin aliarvioinut sankarimme päättäväisyyden. Juhani ajatteli, että jos ei saanut hoitaa Kansanrahastoa, ei hän tarvinnut Suurta Pankkiakaan. Hän soitti meklarikavereilleen, että olisi sittenkin valmis hoitamaan heidän uutta GarantFix –hedgerahastoaan.

Juhaniin käsissä GarantFix menestyikin ennennäkemättömällä tavalla, jopa paremmin kuin Kansanrahasto. Nyt Juhani sai tehdä ihan minkälaisia kauppia vain halusi ja lisätä parhaisiin diileihinsä kunnon vivun velkarahalla.

Taivaalle alkoi kuitenkin jälleen kerääntyä synkkiä pilviä. Maailmantalous kyllä puksutti mukavasti eteenpäin, mutta hedgerahastojen markkinoille oli ilmaantunut liikaa yrittäjiä. Juhani löysi erilaisten rahoitusinstrumenttien hinnoitteluerosta enää yhä pienempiä ja pienempiä prosenttimääräisen voiton mahdollisuuksia. Hän joutui ottamaan valtavasti lisää velkavipua saadakseen sellaista tuottoa kuin GarantFix oli sijoittajilleen luvannut.

Eräänä päivänä Juhaniin puhelin soi kesken hummerilounaan. ”Äkkiä tänne!”, soitettiin toimistolta. Markkinat olivat aivan sekaisin, kaikki hinnat liikkuvat väärin suuntiin ja sadat hedgerahastot antoivat paniikinomaisesti myyntimääräyksiä. GarantFixinkin positiot olivat pahasti punaisella ja kulmahuoneessa väiteltiin siitä, olisiko parempi lentää Aasiaan vai Argentiinaan niin kauan kuin vielä pääsee lähtemään.

”RAUHOITTUKAA! RAUHOITTUKAA KAIKKI!”, huusi Juhani minkä ikinä ääntä sai. ”Tulkaa tänne ja katsokaa näitä käyriä!” Hän kokosi toimiston väen suureen avotilaan ja heijasti Bloombergin molemmat ruudut seinälle. ”Nyt tehdään näin...”, aloitti Juhani ja antoi kaikille tarkat ohjeet.

Ja niin tapahtui, että suurin osa hedgerahastoista meni nurin ja lopetti toimintansa, mutta GarantFix teki oikeat liikkeet juuri oikealla hetkellä ja selvisi kriisistä entistä ehompana.

Seuraavalla viikolla soitti Juhaniin jälkeen huonosti menestyneen Kansanrahaston uusi salkunhoitaja. Suuri Pankki oli päättänyt tehdä Kansanrahastosta rahastojen rahaston ja halusi keskustella isosta sijoituksesta GarantFixiin.

Sitten soitti Kiinteistövälittäjä. MegaMustardin perustaja oli myymässä merenrantahuvilaansa kaupungin sydämessä. Hän oli jäänyt kiinni siitä, että oli itse levittänyt mansikkatuholaisia ympäri Suomea. Luonnostaan ne eivät levinneet juuri lainkaan ja tuholaismyrkyllä ei siten ollut markkinoita - koko firma oli menossa konkurssiin. Juhani sopi, että hän ja Tiina lähtisivät katsomaan huvilaa heti illalla.

Juhani oikaisi jalkansa nahkarahille ja pyysi kauppiaslaista kesäharjoittelijaa hakemaan strutsi-rucolapitsan Kämpin keittiöstä – ja yhden ZikZack lime lightin ilman kofeiinia. Hän oli onnellinen mies.

*POIKA: Se oli kiva satu. Laitetaanko mun rahat sieltä SäästöDigiBoxista tonne Ratanksviikisiin?*

*ISÄ: Ei, ei missään tapauksessa. Ei edes Kansanrahastoon. Sun rahat – ja mun – me sijoitetaan alhaisilla kustannuksilla hyvin hajautetusti indeksirahastoihin.*

*POIKA: Ilvesvarastoihin...? Mutta isi, jos me tiedettäis missä se Juhani on töissä?*

*ISÄ: Kuule, tollasia Juhaneita ei niin helposti oikeasti...*

*POIKA: Ai onks se vähän niin kuin Ihmeperhe tai Möhköfanti?*

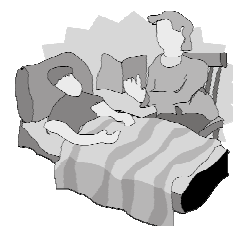
*ISÄ: No vähän sinne päin. Nyt nukutaan, hyvää yötä.*

*POIKA: Hyvää yötä, isi.*

*Ari Kaaro*

Ari Kaaro,  
ari.kaaro@seligson.fi

*Kirjoittajan pojan iltasatusuosikkeja ovat Topi Traktori ja Muumit.*







## SELIGSON & CO

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

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

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

## RAHASTOMME

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

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

## YKSINKERTAINEN ON TEHOKASTA!

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



SELIGSON & CO RAHASTOYHTIÖ OYJ

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

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