

# SELIGSON & CO

## NELJÄNNESVUOSIKATSAUS 3 / 2009

**NOLLASUMMAPELIÄ** (s. 4)

**KESTÄVÄN KEHITYKSEN  
INDEKSIT 10 VUOTTA** (s. 19)

**KONSTEN ATT  
TÄNKÄ SJÄLV** (s. 26)



SELIGSON  
& CO

*Yksinkertainen on tehokasta.*

## SISÄLLYS

UUSIA TEHTÄVIÄ, UUSIA KASVOJA.....	3
LISÄÄ RISKIÄ?.....	3
NOLLASUMMAPELIÄ JA RISKIENHALLINTAA.....	4
PITKÄAIKAISSÄÄSTÄMISEN – AKUUTTIAKO?.....	12
TUNNUSLUKUIEN MÄÄRITELMIÄ.....	16
KESTÄVÄN KEHITYKSEN INDEKSIT 10 VUOTTA.....	19
CORPORATE GOVERNANCE – ATT TÄNKÄ SJÄLV.....	26
MYRRÄNTYÖTÄ (SARJAKUVA) .....	27
AKTIIVISET RAHASTOT	
Varainhoitorahasto Pharos .....	7
Phoenix .....	10
Phoebus .....	13
Russian Prosperity.....	17
KORKORAHASTOT	
Rahamarkkinarahasto AAA.....	21
Euro Obligaatio .....	21
Euro Corporate Bond .....	22
INDEKSI- JA KORIRAHASTOT	
Suomi-indeksirahasto.....	22
OMXH25-indeksiosuusrahasto.....	23
Eurooppa-indeksirahasto.....	23
Aasia-indeksirahasto.....	24
Pohjois-Amerikka -indeksirahasto.....	24
Global Top 25 Brands .....	25
Global Top 25 Pharmaceuticals .....	25

**Tämä katsaus** julkaistaan neljännesvuosittain.

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

Yksinkertaistettu rahastoosite muodostaa yhdessä julkaisun **Rahastojen säännöt** kanssa **Virallisen Rahastoosittien**. Suosittelemme huolellista perehtymistä rahastoositteisiin aina ennen sijoituspäätöksen tekemistä.

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

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

### Rapportering på svenska

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

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

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

### Nopeammin sähköisesti

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

© Seligson & Co Rahastoyhtiö Oyj  
ja Seligson & Co Oyj, 2009  
Vastuullinen toimittaja: Ari Kaaro  
Kuvitus: Jan Fagernäs

*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.*

## UUSIA TEHTÄVIÄ, UUSIA KASVOJA



Seligson & Co Rahastoyhtiön **back-officen** (arvonlaskennan, maksuliikenteen, osuusrekisterin ylläpidon, jne.) uutena vetäjänä on elokuun alusta alkaen toiminut *Jonas Sandström*.

Jonas on monille asiakkaillemme vanha tuttu: back-office -tiimissämme vuodesta 2005. Hän on myös nuoresta iästään huolimatta alalla hyvin kokenut. Työura sijoitusrahastojen parissa alkoi jo 16-vuotiaana ja on jatkunut päätoimena siitä lähtien.

*”Työn eri osa-alueet ovat tulleet tutuiksi ja tiimin vetäminen tuntui luonnolliselta seuraavalta askeleelta”,* kommentoi Jonas rauhalliseen tapaansa uusia haasteita.

Vapaa-ajanongelmien poistosta huolehtivat kasvavan perheen lisäksi urheilu ja vapaaehtoistyöt.

**Asiakaspalvelumme** uutena vetäjänä aloitti syyskuun alussa *Annika Åkerfelt*.

Annika on koulutukseltaan psykologiasta väitellyt tohtori. Monipuolinen kansainvälinen koulutus ja työkokemus luovat hyvän perustan vaihteleviin ja monia eri osaamisalueita vaativiin tehtäviin.



*”Seligson & Co:lle etsittiin kesällä henkilöä kehittämään sijoitusalan parasta asiakaspalvelua alan asiantuntivimmille asiakkaille.”*

*”Tuntui, että rima olisi sopivan korkealla”,* naurahtaa Annika ja jatkaa Seligson & Co:n viestinnän ja asiakaspalvelun yleislinjojen olleen jo pitkään tuttuja oman asiakkuuden kautta: *”Sitä kautta tiesin, että on olemassa hyvä pohja, mistä asioita voi lähteä kehittämään eteenpäin.”*

Sijoittamisen muuttuessa nyt harrastuksesta työksi saavat vapaa-aikana yhä suuremman painon kielet ja matkustelu, ympäristöasiat sekä tieteen tapahtumien seuraaminen.

## LISÄÄ RISKIÄ?

Takana on kaksi hurjaa neljänestä osakemarkkinoilla. Useimmat markkinat ovat nousseet puolessa vuodessa noin 50 % ja jotkin – kuten naapurimme Venäjä – jopa lähes 100 %. Samaan aikaan on korkotasoa pysynyt alhaisena ja jopa edelleen laskenut. Korkosijoitusten tuotot näyttävät taaksepäin katsottuna hyviltä nekin, mutta odotettavissa olevat eli juoksevat tuotot eivät välttämättä tunnu houkuttelevilta.

Mitä siis tehdä? Unohtaako korot ja ottaa lisää riskiä osakkeissa? Etsiäkö kokonaan uusia sijoituskohteita? Ainakin jälkimmäiseen vaihtoehtoon taipuvaisia kehotan ensin tutustumaan Jarkko Niemen seuraavalla sivulla alkavaan artikkeliin sijoittamiseen liittyvistä nollasummapeleistä. Kannattaa etsiä kohteita, joista saa *aitoa* tuottoa: metsä kasvaa, osakkeet maksavat osinkoja, jne.

Lisäriskin ottaminen ei välttämättä ole järkevää muullaakaan tavoin. Kuten aina, kannattaa miettiä ennen muuta omaa riskinottohalukkuutta ja -sietokykyä. Riski kun tarkoittaa sijoittamisessa sitä, että rahat voivat mennä. Siispä päähuomio omaan tilanteeseen ja tavoitteisiin, markkinoiden miettimisen voi jättää vähemmälle.

Kannattaa myös muistaa, että nykyiset pienemmät nominaalituotot eivät välttämättä reaalitytoiltaan eroa monien sijoituskohteiden inflaation jyllätessä mukavilta näyttäviltä nominaaliluvuista.

Ja aina voi parantaa pitkäjänteistä reaalitytootoaan varmistamalla, että sijoittamisen kustannukset eivät ole turhan korkeat. Siinä alhaiset nominaalituotot voivat jopa auttaa: prosenttien eron kustannuksissa huomaa vielä konkreettisemmin, jos rahastoyhtiöstä tulevien raporttien tuotto-luvut eivät ole korkeita. Ehkäpä siinä tämän pilven hopeareunus?

Joka tapauksessa me teemme markkinatilanteesta riippumatta parhaamme sen eteen, että asiakkaidemme pitkäjänteinen tuotto ei hukkuisi matkalla kuluihin, vaan olisi mahdollisimman hyvä.

Hyvää ja maltillista syksyä,

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

**PS.** Sitten vielä tämä ”PS” eli hallituksen esitys laiksi pitkäaikaissäätämisestä. Asiasta enemmän sivulla 12, mutta heti tässä jo tärkein: aikatauluja tai hintaindikaatioita meillä ei vielä ole.

# NOLLASUMMAPELIÄ JA RISKIENHALLINTAA

Merkittävä osa salkun- ja varainhoitajien työtä on tiukkojen sääntöjen ja kirjallisten sijoituspolitiikkojen toteuttamista sekä tiukkaa kuluseurantaa. Indeksirahastojen osalta salkunhoitajien nimenomaista ammattitaitoa on seurata tarkasti annettua indeksiä. Koska sijoittamisen kustannukset vääjäämättä vähentävät sijoittajan saamia tuottoja, on *jatkuva* kustannusseuranta ja toiminnan tehostaminen tärkeää.

Kustannusjahti jatkuu myös rahastojen muussakin hallinnossa. Asiakaspalvelussa mietitään kuinka samaan aikaan voisi parantaa ja tehostaa palvelua. Tietotekniikan odotetaan joka viikko tekevän vähemmällä enemmän ja markkinoinnin levittävän sanaa maksamatta mediatilasta.

Ei siis ihme, että alalla aina välillä haetaan korttiringistä helpotusta kuriin ja järjestykseen (*huom*: omilla rahoilla). Itse peliin olen osallistunut harvoin, mutta toisinaan notkun mukana alkuhetkiä seuraten ja joskus pidempäänkin. Mikä mielenkiintoinen laboratorio!

Kuten nyt vaikka tämä. Osa pelaajista lämmitteli ennen varsinaisen turnauksen alkamista pelaamalla perinteistä Black Jack'ia, jonka saanen ehkä suomentaa *avoventiksi*. Muutaman voitollisen kieroksen jälkeen kovana korttikuhana tunnettu it-asiantuntija pyysi lisäkorttia, vaikka kahden ensimmäisen summa oli 17. Vaatimusta pönkittääkseen hän työnsi kasan pelimerkkejä jakajaa kohti. Uhkavaatimukseen vastattiin uudella kortilla ja homma toimi kuin elokuvissa: nelonen! Seurannut juhlinta ei ollut missään rationaalisessa suhteessa saavutettuun kolmen euron voittopottiin, vaan onnistuminen on mahtavaa jo sinänsä.

Varainhoitajan ammattitautia potevana en kuitenkaan voinut olla ajattelematta, että hyvästä lopputuloksesta huolimatta pelaajan panostus ei ollut mitenkään perusteltavissa. Hyvän pelisuunnitelman pitää perustua tosiasioihin. Edes se ei tosin **takaa** virheetöntä peliä, vaan jopa oikea suunnitelma voi johtaa ainakin hetkelliseen epäonnistumiseen. Tämä vain on hyväksyttävää.

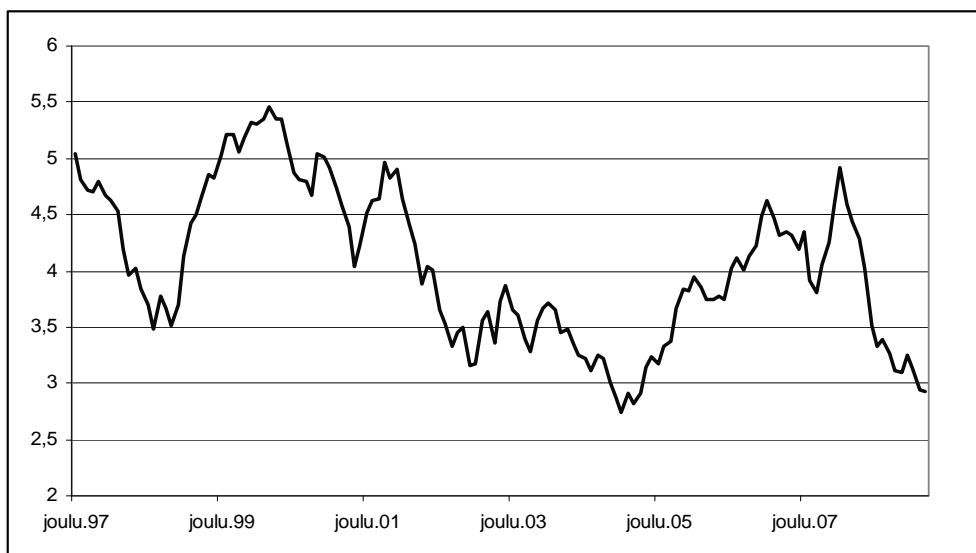
## Nollasummapelejä arvopaperimarkkinoilla

Muiden korttipelien tavoin avoventtikin on nollasummapelejä: sen minkä onnekas it-asiantuntija voittaa, joku toinen häviää. On voittoja ja tappioita, mutta varsinaista *tuottoa* ei ole.

Nollasummapelejä voi olla hauska pelata, mutta rationaalista sijoittamista ne eivät ole, vaikka sijoituspuolellakin niitä esiintyy. Nollasummapelejä ovat muun muassa valuutta-kauppa, hedgerahastojen harjoittama arbitraasi sekä johdannaiskauppa. Peleissä varma voittaja on kasino, sijoituspeleissä esimerkiksi välittäjät ja rahastonhoitajat.

Nollasummapelejä on myös markkinatuottoa korkeamman tuoton eli *alfan* tavoittelu. Jos joku onnistuu markkinatuottoa paremmin, niin joku toinen häviää sille – vaikka yleensä kuulemekin vain voittajista. Sijoittajat yhteensä häviävät markkinatuotolle erilaisista sijoittamiseen liittyvistä palveluista maksamiensa kulujen verran.

Absoluuttisina lukuina mitattuna on silti mahdollista, että kaikki riittävän pitkäjänteiset sijoittajat voittavat, koska itse alla olevat instrumentit – eli esim. yhtiöt joiden osakkeisiin sijoitetaan – tuottavat.



Kuva 1. AAA-luokiteltujen ja BBB-luokiteltujen euromääräisten joukkolainojen tuottoero. (Data: Bloomberg)

## Venttiä riskipreemioilla?

Kuvassa 1 näkyviin korkomarkkinoiden riskilisiin liittyvä venttiesimerkin kaltainen ilmiö. Kun rahoituskriisi kävi syvimmillään, nousivat yritysten lainarahasta maksamat riskiliset ennätystasojalle. Korkosijoittajille avautui poikkeuksellinen ”pelin paikka”, jossa todennäköisyydet näyttivät historiallisten konkurssitodennäköisyyksien perusteella olevan selvästi sijoittajan puolella.

Nyt kun yritykset ovat onnistuneesti emittoineet ennätysmäärän uusia lainoja markkinoille ja korkealuokkaisten yrityslainojen korkopreemiot ovat laskeneet ainakin kohtuulähelle normaaleja tasoja, voidaan todeta jaon olevan ohi.

Markkinakehityksen eri vaiheet ovat kuitenkin johtaneet siihen, että monien sijoittajien riskinottohalu on kasvanut ja varoja on siirretty korkeampien tuottojen toivossa kehnoman laatuluokan *high yield* -markkinoille. Ymmärryksen mukaan iso osa sijoittajista ei ole täysin ymmärtänyt, että samalla pelin todennäköisyydet ovat huikeasti muuttuneet.<sup>1</sup>

Yksi muutoksen indikaatio on se, miten laajalle yksinkertaisesta V-mallista alkanut ekonomistien ennustekirjo on viime aikoina levinnyt. Tarjolla on ollut kaikkia mahdollisia kirjaimia tulevan talouskehityksen kuvaamiseen. Ja kun aakkoset ovat loppuneet, on apuun haettu muita symboleja.

## Venttiä ”pääomaturvalla”

Yksi vaikeasti hahmotettava sijoitusmarkkinoiden venttipöytä löytyy ns. pääomaturvan markkinoilta, näkyvimpänä tuotteena indeksilainat. Vaikka niiden ominaisuuksista, sopivuudesta kunkin sijoittajan salkun kokonaisuuteen tai edes aiempien tuotteiden toteutuneista tuotoista ei juurikaan saa kunnollista tietoa, pyrskäähtää indeksilainojen tarjonta aina säännöllisin väliajoin uuteen markkinointivetoiseen nousuun.

Tähän on tietenkin syynsä. Lainatakseni verbaalisti lahjakasta finanssiprofessori Vesa Puttosta: ”... *indeksilainat ovat yksinkertaisesti yhdistelmiä korkosijoituksesta ja optioista, jotka mahdollistavat merkittävän piilohinnoittelun ilman, että sijoittaja huomaa mitään*”.<sup>2</sup>

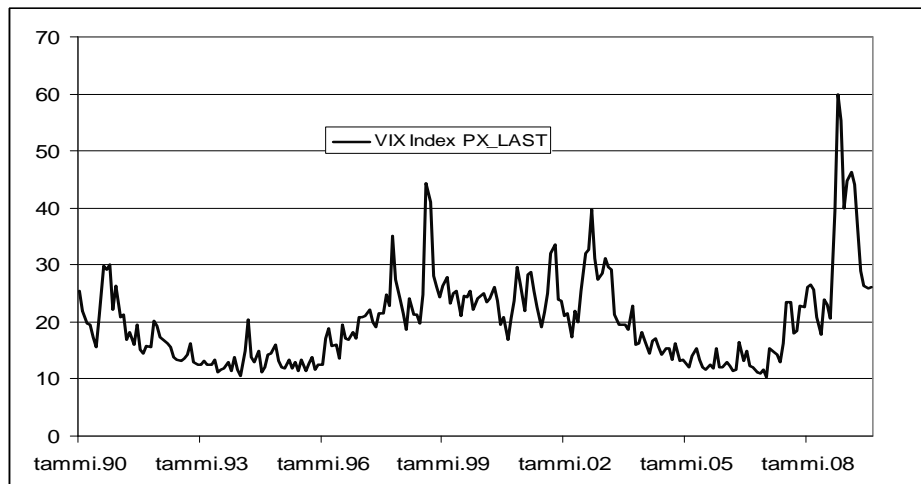
Ongelmia on erityisesti nyt, kun korot ovat alhaalla ja optioiden hinnoitteluun oleellisesti vaikuttava volatilititeetti kohtuullisen korkealla. Indeksilainat voivat alhaisten korkojen maailmassa tuntua erityisen houkuttelevilta, koska yksinkertaisista korkosijoituksista saatava tuotto jää erittäin matalaksi. Mutta katsotaanpa tarkemmin.

Kuvassa 2 alla on volatilititeetin kehitystä kuvastava VIX-indeksi<sup>3</sup> ja kuvassa 3 (s. 6) on euroalueen valtioiden obligatioindeksin kehitystä verrattu niin kutsuttuihin *high yield* -lainoihin. Mikä on näiden kuvaajien merkitys indeksilainan laatijan tai sellaista salkkuunsa harkitsevan kannalta?

Yksinkertaisesti: mitä alhaisempaa tuottoa indeksilainan ”lainaosuus” antaa, sitä vähemmän on indeksilainan rakentajalla mahdollisuus hankkia osakeriskiä johdannaisten välityksellä ja mitä korkeammalla markkinoiden volatilititeetti on, sen kalliimpia nämä optiot ovat.

Kun indeksilainan ”riskittömyys” perustuu korkokomponentin laatuun (luottokelpoisuus) ja eri tavoin luottoluokiteltujen lainojen väliset korkoerot ovat nopeasti kaventuneet, on indeksilainan rakentajalla entistäkin vähemmän korkotuottoja käytettävissään. Ei siis näyttäisi olevan erityisesti ostajan markkinat.

Indeksilainan laatija voi toki aina käyttää huonompilaatuista korkokomponenttia, joka maksaa korkeampaa korkoa ja mahdollistaa siten suuremman johdannaisposition. Rakenteen riskittömyys voidaan kuitenkin selkeästi kyseenalaistaa viimeistään tällöin, siis jos osakekomponentin lisäksi myös pääoma on jo alusta pitäen uhattuna. Kannattaa muistaa, että monien Suomessakin myytyjen indeksilainojen ”pääomaturvan” tarjosivat Lehman Brothersin velkapaperit.



**Kuva 2.** Rahoitusmarkkinoiden kriisi nosti osakemarkkinoiden volatilititeetin ennätystasojalle. Vaikka huipuilta on tultu selvästi alaspäin, on volatilititeetti edelleen ”kallista”. (Data: Bloomberg)



## Ventitöntä varainhoitoa?

Arvopaperimarkkinoiden kehitys on pitkällä aikavälillä sidoksissa talouden kehitykseen. Markkinoilla toimivat sijoittelijat pyrkivät silti ennakoimaan, osittain ekonomistien arvauksiin perustuen, kurssien lähiaikoina tulevaa kehitystä – ja niin nollasummapeli jatkaa pyörimistään.

Vaarallisinta on ventti velkavivulla. Kun arvaus korotetaan johdannaisilla tai lainanotolla toiseen tai kolmanteen potenssiin, alkaa osumatarkkuus olla sen kuulun hehtaaripepssyn luokkaa. Salkunhoitajien sankaritarinat toki syntyvät usein juuri tällaisina aikoina: joku arvaa oikein ja sädekehä kirkastuu. Mutta ainakaan kukaan tuntemani ei edelleenkaan tiedä tulevaisuutta varmaksi.

Markkinoiden synnyttämää todellista epävarmuutta eli riskiä ei ole syytä edes yrittää poistaa kokonaan, koska mukana menesivät myös tuotot. Sen sijaan ainakin pahimman epävarmuuden *tunteen* voi poistaa hyvällä suunnittelulla sekä ymmärrettävällä ja maltillisella riskinotolla. Kun joku lupaa molemmat, siis korkean tuoton ilman riskiä, on hyvä esittää vanha kysymys: miksi näin lahjakas sijoittaja myykään palveluitaan muille?

Kannattaa siis tarkkaan miettiä millaista varainhoitoa haluaa: aitoa tuottoa vai nollasummapelin pelimerkkejä. Hyvällä suunnittelulla ja maltillisella toteutuksella saa varmimmin aitoa juhlimisen aihetta nimenomaan sijoitustuloksista.

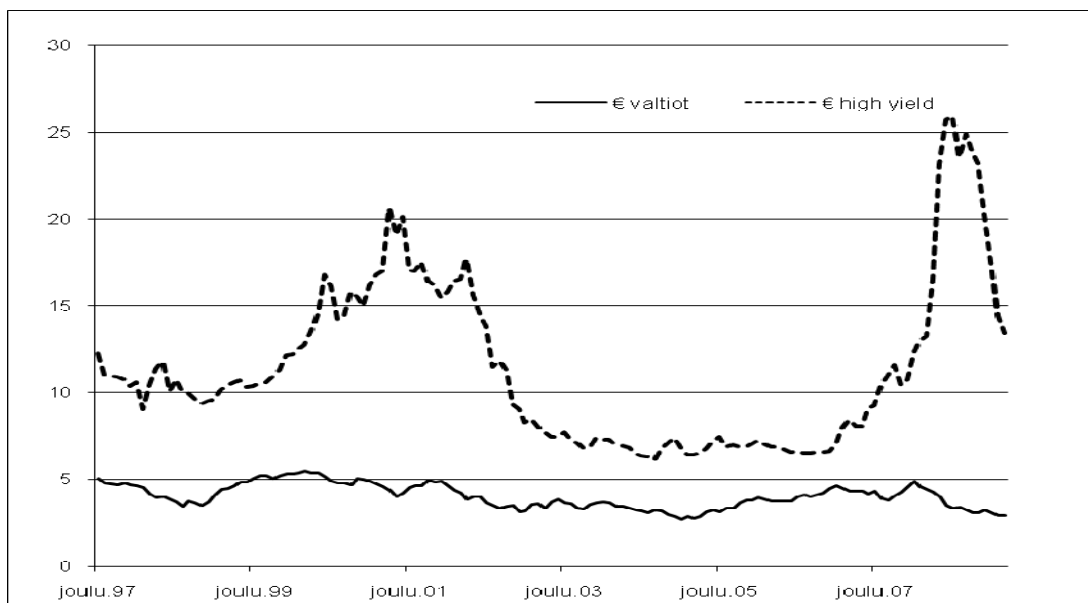
Jarkko Niemi  
toimitusjohtaja / Seligson & Co Oyj  
[jarkko.niemi@seligson.fi](mailto:jarkko.niemi@seligson.fi)

## Viitteet:

- 1) Yrityslainamarkkinoiden ominaisuuksiin kuuluu se, että markkinoilla vallitsevista noteerauksista laskettavat ikävien luottotapahtumien todennäköisyydet, joita kutsutaan riskineutraaleiksi luottotapahtumatodennäköisyyksiksi, ovat historiallisesta aineistosta laskettujen todellisten ja realisoituneiden todennäköisyyksien yläpuolella.

Käytännössä tämä merkitsee sitä, että sijoittajat saavat ottamastaan riskistä kohtuullisen kompensaaion. Erikoista on se, että riskineutraalin ja todellisen maailman välisten luottotapahtumatodennäköisyyksien suhde laskee mitä huonompilaatusiin yritysainoihin mennään, vaikka niiden luottotapahtumatodennäköisyydet kasvavat luottokelpoisuuden vähenemisen myötä.

- 2) Vesa Puttonen (2009): Finanssikriisi. "Tutkija finanssikriisin keskellä"
- 3) VIX-indeksi mittaa S&P 500 indeksiin perustuvien optioiden implisiittistä eli markkinahinnasta laskettavaa volatilitteettiä.



VARAINHOITORAHASTO PHAROS  
30.9.2009

Varainhoitorahasto, joka sijoittaa osake- ja korkomarkkinoille.



**RAHASTON AVAINTIEDOT**

Aloituspäivä	24.11.1999
Tyyppi	Yhdistelmärahasto
Rahaston koko (milj. euroa)	7,1
Vertailuindeksi	Korot: EFFAS Bond Indices EuroGovtAll (50 %) Osakkeet / maailma: MSCI AC World NDR (35 %) Osakkeet / Eurooppa: STOXX 50 NDR (15 %)
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,35 % + enintään 0,85 % p.a.*
Tuottosidonnainen palkkio	on
Merkintäpalkkio	ei
Kaupankäyntipalkkio lunastettaessa (rahastoon)	1 %, jos sijoitusaika alle 6 kk; 0,5 %, jos alle 12 kk; muuten 0 %
Salkunhoitaja	Petri Rutanen

\* Peruspalkkio + kohderahastojen palkkiot

**TUOTTO- JA RISKI**

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	9,28 %	6,68 %	7,21 %	4,60 %
Vuoden alusta	19,93 %	9,50 %	11,84 %	7,07 %
1 v	9,45 %	11,81 %	6,19 %	11,02 %
3 v	4,03 %	8,19 %	-2,80 %	8,59 %
5 v	21,41 %	6,92 %	18,68 %	7,29 %
Aloituspäivästä	24,06 %	7,24 %	19,64 %	7,76 %
Aloituspäivästä p.a.	2,21 %		1,84 %	

**KULUT JA TUNNUSLUVUT / VIITTEET**

- \* Juoksevat kulut 30.9.2009, sisältää myös kohderahastojen palkkiot
- \*\* Pharoksen kohdalla kiertonopeusluku ei sisällä kohderahastojen lukuja eikä määrärajojen uusittavia sijoitustodistuksia, talletuksia tai rahamarkkinarahastosijoituksia. Em. rahamarkkinavälinekauppojen kanssa kiertonopeusluku on 104,4 %.

**KULUT JA TUNNUSLUVUT**

1.10.2008 – 30.9.2009

Palkkiot yhteensä (TER)	1,04 % *
Tuottosidonnainen palkkio (vuoden alusta)	0,22 % / mahd. osassa kohderahastoja
Kaupankäyntikulut	ei tiedossa, koska kohderahastoina myös muita kuin Seligson & Co -rahastoja
Kokonaiskulut (TKA)	ei tiedossa, koska kohderahastoina myös muita kuin Seligson & Co -rahastoja
Salkun kiertonopeus	54,4 % **
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	5,19 %
Lähipiirin omistusosuus (30.9.2009)	3,6 %

OSAKEOMISTUKSET	Osuus rahastosta	Allokaatio
S&Co Eurooppa -indeksirahasto	18,0 %	<b>Osakesijoitukset yhteensä 61,2 %</b>
S&Co Pohjois-Amerikka indeksirahasto	14,1 %	
S&Co Aasia	4,7 %	
S&Co Phoebus	4,2 %	<b>Korkosijoitukset Yhteensä 38,8 %</b> (duraatio 3,1 v)
CIF Asia&Pacific (ex Japan)	3,0 %	
S&Co Global Top 25 Pharmaceuticals	2,8 %	
CI Emerging Markets	2,7 %	
Nasdaq 100 -indeksiosuus	2,5 %	
S&Co Russian Prosperity	2,5 %	
S&Co Global Top 25 Brands	2,4 %	
DJ STOXX Small 200 -indeksiosuus	2,3 %	
S&Co Suomi -indeksirahasto	2,0 %	
Pitkät korkosijoitukset	19,7 %	
Lyhyet korkosijoitukset	19,1 %	

## SALKUNHOITAJALTA

Kun sijoittajien enemmistö alkaa uskoa osakekurssien nousuun, kurssit vääjäämättä myös nousevat. Monet varovaisetkin asiantuntijat ovat hiljattain kääntäneet takkiaan ja alkaneet taas suosittelaa osakeostoja. Tähän tarvittiin yksi osakemarkkinoiden kaikkien aikojen parhaita puolen vuoden jaksoja.

Pharoksella on maaliskuusta asti ollut normaalityöntilanteeseen (50 %) verrattuna ylipaino osakkeissa eli 61 %. Sanonta *"ole ahne, kun muut ovat pelokkaita"* piti jälleen kutinsa: Pharoksen 9,2 %:n arvonnousu tällä vuosineljänneksellä oli miellyttävä jatko edellisen neljänneksen 11,3 %:n ennätysnousulle. Rahaston tuotto on ollut vertailuindeksiä parempi sekä vuoden alusta että rahaston aloituspäivästä lukien.

### Osakkeet

Osakesijoitustemme vertailuindeksi kipusi toisen vuosineljänneksen ennätysmäisen 18,5 %:n nousun jälkeen edelleen 14,2 %. Matkaa tasolle, jolla se oli vuoden 2007 huipussa tai 10 vuotta sitten, on kuitenkin vielä. Osakepainomme (61 %) hipoo nyt rahaston historian ennätystasoa, mutta on edelleen alle 70 %:n maksimin. Osakepainon nousu viime katsauksen 56 %:sta johtuu lähinnä kurssinoususta, mutta olen myös ohjannut rahaston nettomerkintöjä (kiitos luottamuksesta!) osakemarkkinoille.

Yllämainittu sanonta jatkuu *"...ja ole pelokas kun muut ovat ahneita"*. Ahneuden lisääntyessä lasken varmaankin rahaston osakepainoa, mutta pikkuhiljaa, markkinoiden lyhyen aikavälin liikkeitä tuijottamatta.

Sijoituksistamme parhaiten tuotti jakson aikana jälleen öljyn hinnan noususta nauttiva Venäjä (+36 %). Toiseksi parhaiten (+21 %) tuotti toukokuussa salkkumme palannut Suomi-indeksirahasto. Suomen markkinoilla on runsaasti syklisiä, suhdanneherkkiä yrityksiä, jotka kiinnostavat nyt sijoittajia. Heikoin osakesijoituksemme, Global Top 25 Pharmaceuticals, nousi +7 %. Koska lääketeollisuus on vuoden alusta jäänyt yli 20 % jälkeen osakemarkkinoiden yleisestä kehityksestä, olen hiukan lisännyt omistustamme alalla.

Uusi lisäys osakesalkkuumme on Euroopan pienyrityksiin sijoittava iShares DJ STOXX Small 200 -indeksiosuusrahasto (ETF). Pienyritysten kurssikehitys oli ennen syksyn 2008 romahdusta vuosikautia suuryhtiöitä parempi. Romahduksen jälkeen sijoittajat ovat karttaneet riskipitoisemmiksi miellettyjä pienyhtiöitä, joiden kurssit ovat siksi laskeneet suuryhtiöitä enemmän ja nousun alettuaakin jääneet isoista jälkeen.

Tämä tarjosi Pharokselle oivan ostotilaisuuden hajauttaa tähänkin omaisuusluokkaan. Rahaston kustannuksia kuvaava TER-lukukin on kohdallaan: 0,21 % vuodessa. Valitettavan heikkoa likviditeettiä lievittää jonkin verran markkinatakaus korkeintaan 3 %:n osto- ja myyntinoteerauksen välisellä erolla eli "spreadillä". Spreadin lisäksi välittäjä perii ostoista ja myynneistä välityspalkkion. Yhteensä ottaen kyseessä voi siis olla varsin korkea "merkintäpalkkio" ja myydessä "lunasuspalkkio", joita pyrin Pharoksen osalta minimoimaan välttämättä aktiivista kauppaa ETF:n osuuksilla. Pidän niitä salkkumme satelliittisijoituksena täysin likvidin Eurooppa-indeksirahaston toimiessa Eurooppa-osiomme ytimenä.

Muutoin olen pitänyt osakesijoituksiemme maantieteellisen ja toimialakohtaisen allokation melkein muuttumattomana. Jatkamme ylipainossa kehittyvillä markkinoilla ja toimialojen painoissa kallistumme vertailuindeksistämme kulutustavaroiden suuntaan, mutta vain hieman.

### Korot

Olen neljännesvuosikatsauksissa esitellyt tarkemmin lähinnä osakesijoituksiamme. Korkosijoituksista olen yleensä esittänyt vain karkean jaon pitkiin (yli 12 kk) ja lyhyisiin (alle 12 kk) sijoituksiin sekä koko position duraation. Korkosalkkumme ei tällä hetkellä alkuunkaan peilaa vertailuindeksiämme ja siksi onkin syytä selvittää miksi.

Pharoksen korkoriski eli duraatio (3,1 vuotta) on vain noin puolet indeksin 6:sta vuodesta. Talouden orastavan toipumisen myötä korot tuskin laskevat merkittävästi nykyisiltä ennätysalhaisilta tasoilta – nollaan kun on enää lyhyt matka. Pikemminkin korot kääntynevät jossain vaiheessa nousuun ja sitä odotellessa vältämme pitkiä korkosijoituksia. Lyhyidenkään korkojen juoksevassa vuosituotossa ei ole kehumista, mutta korkoriskin ollessa lähes olematon emme juuri kärsi sijoitusten mahdollisesta arvonalennuksesta.

Pharoksen osakesijoitusten maantieteellinen ja toimialakohtainen % -jako (30.6.2009).

	Eurooppa	P. Amerikka	Japani & Oseania	Kehittyvät mark.	Pharos	Indeksi
Kulutustavarat	10	8	2	2	22	17
Terveys	4	6	0	0	11	12
Rahoitus	11	4	2	2	19	20
Teknologia	4	9	1	3	17	17
Teollisuus	15	7	3	6	32	34
<b>Pharos</b>	<b>44</b>	<b>34</b>	<b>9</b>	<b>13</b>	<b>100</b>	<b>100</b>
<i>Indeksi</i>	<i>49</i>	<i>34</i>	<i>9</i>	<i>8</i>	<i>100</i>	<i>100</i>



Korkosijoituksemme poikkeavat tällä hetkellä euroalueen valtioiden obligaatioista koostuvasta vertailuindeksistä merkittävästi myös liikkeellelaskijariskin osalta. Pitkistä korkosijoitukstamme 80 % on yritysten ja kehittyvien markkinoiden valtioiden joukkolainoissa. Nämä pääosin jo viime vuonna tehdyt siirrot riskipitoisempiin korkosijoituksiin ovat tuottaneet valtionobligaatiota huomattavasti paremmin. Luokitukseltaan hyviin yrityslainoihin sijoittava Euro Corporate Bond on vuoden alusta tuottanut 9,8 %, eurovaltioiden obligaatioiden jäädessä 4,7 %:iin. Alkuvuodesta ostamamme CIF High Yield Income Opportunities (tarkemmin katsauksessa 1/2009) on puolessa vuodessa tuottanut peräti 15,9 %.

Sijoittajien riskinottohalukkuuden palautuessa riskipitoisempien lainojen suurimmat ylituotot lienevät jo takana. Vuodenvaihteessa laadukkaiden yrityslainojen juokseva tuotto oli 2% parempi kuin eurovaltioiden lainojen, nyt tuottoero on enää 0,6 %. Alkanemme pikkuhiljaa taas suosia vähäriskisempiä valtionlainoja, koska yrityslainojen luottoriskiä on turha ottaa ilman riittävää korvausta. Palaamme siis hakemaan lisätuottoa lisäriskillä ennen muuta osakesijoitusten kautta.

#### Kulut

Rahastomme kulut on tärkein asia, johon voin salkunhoitajana vaikuttaa riskinottoomme puuttumatta. Indeksijä ja muut passiivisen sijoitustyylin rahastot muodostavat osakesijoituksemme ytimen eli tällä hetkellä 80 %. Aktiiviset rahastosijoituksemme joko sijoittavat kehittyville markkinoille tai niillä on selkeä indekseistä poikkeava sijoitustyyli.

Osakesijoituksista maksamamme kiinteä hallinnointipalkkio on tällä hetkellä 0,58 % (eli 0,36 % koko rahaston arvosta). Painottaessani riskipitoisempia korkoja olen joutunut siirtämään suoria korkosijoituksiamme rahastoihin ja maksamme nyt koroista hallinnointipalkkioita 0,29 % vuodessa eli 0,11 % koko rahaston arvosta.

Juoksevat kulut kaikista kohdesijoitukstamme ovat nyt yhteensä 0,47 % rahaston arvosta vuodessa eli edelleen reippaasti alle säännöissämme määrätyn 0,85 %:n katon, mutta enemmän kuin vuosi sitten, jolloin luku oli 0,31 %. Kun tähän lisätään Pharoksen oma kiinteä 0,35 % palkkio, saadaan kiinteäksi hallinnointikuluksemme 0,82 % vuodessa. Ero tuoreimpaan TER-lukumme (1,04 %) selittyy tuottosidonnaisella palkkiolla, joka lasketaan mukaan rahaston päivittäin julkaistavaan arvoon, mutta maksetaan vasta vuoden vaihteessa mikäli ylituottoa on oikeasti kertynyt kolmen vuoden ajalta. Tällä hetkellä kolmen vuoden ylituotto indeksiin nähden on 6,8 % (rahasto + 4,0 % vrt. indeksi -2,8 %).

Yllä kuvattujen toimenpiteiden aiheuttama kiinteiden kulujen pieni nousu on tällä jaksolla kannattanut. Jatkossa, jos markkinoiden pelon ja ahneuden ylilyönnit eivät ole enää yhtä selviä, ei mistään ”ylimääräisestä” kannattane maksaa. Käsitteiseni mukaan Pharos on edelleen kokonaiskuluiltaan Suomen edullisin yhdistelmärahasto. Vertailu olisi toki helpompaa, jos kaikki julkaisisivat kokonaiskulunsa.

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



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

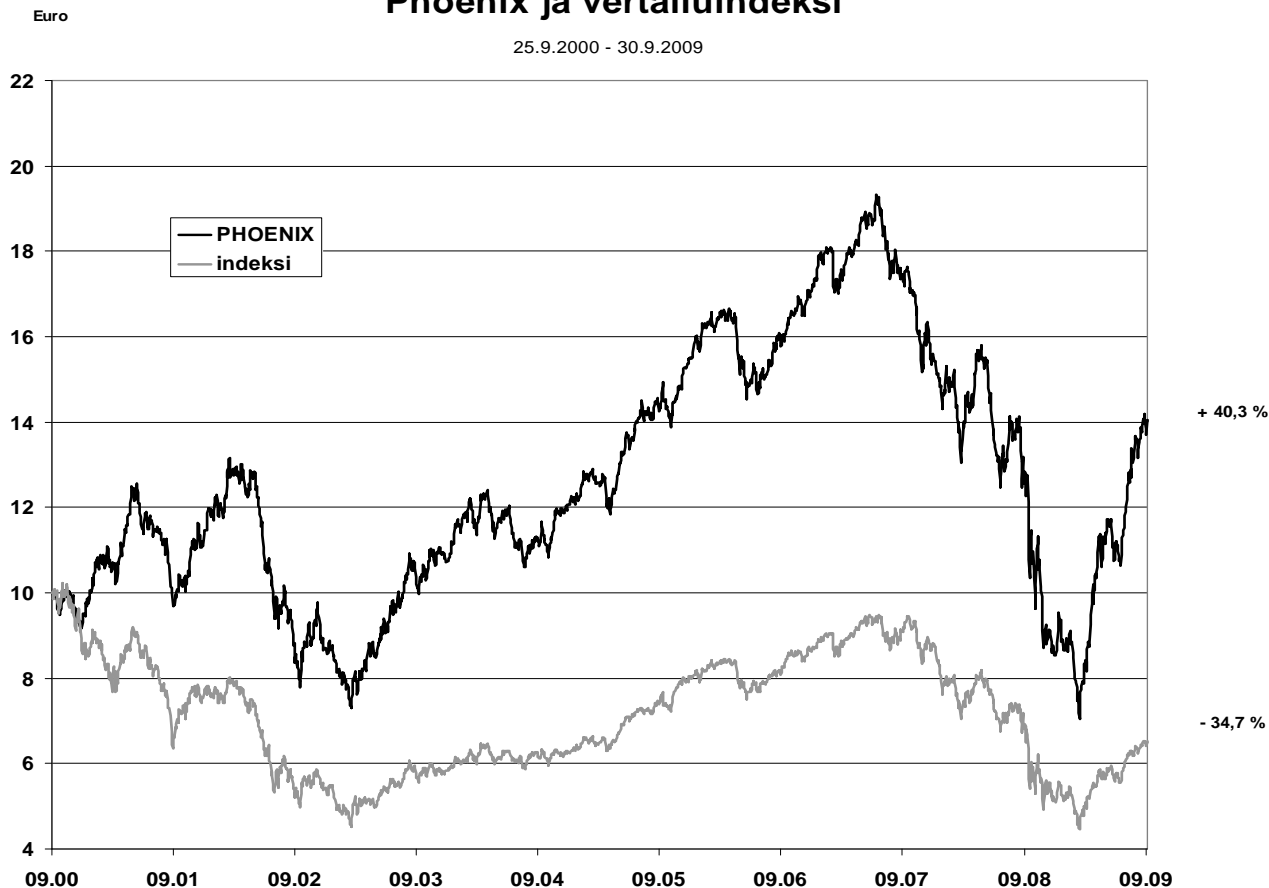
#### Pharoksen korkosijoitusten yhteenveto (30.9.2009).

	Osuus korkosijoituksista	koko salkusta	Hallinnointi- palkkio % / pa	Duraatio v.
<b>PITKÄT KORKOSIJOITUKSET (&gt;1v)</b>				
Suomen valtio 25.04.2013	12,2 %	4,7 %	0,00 %	3,6
S&Co Euro Corporate Bond	24,1 %	9,4 %	0,33 %	4
CIF Global High Income Opp	14,6 %	5,7 %	1,00 %	4,5
<i>Yhteensä</i>	<i>50,8 %</i>	<i>19,8 %</i>		
<b>LYHYET KORKOSIJOITUKSET (&lt;1v)</b>				
Sijoitustodistus SHB 21.07.2010	7,1 %	2,8 %	0,00 %	0,8
Käteinen (yön yli -korko)	7,5 %	2,9 %	0,00 %	0
S&Co Rahamarkkinarahasto AAA	34,6 %	13,5 %	0,18 %	0,3
<i>Yhteensä</i>	<i>49,2 %</i>	<i>19,2 %</i>		
<b>YHTEENSÄ</b>	<b>100,0 %</b>	<b>39,0 %</b>		
Painotettu keskiarvo			0,11 %	3,1



## Phoenix ja vertailuindeksi

25.9.2000 - 30.9.2009



### RAHASTON AVAINTIEDOT

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

### TUOTTO JA VOLATILITEETTI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	25,22 %	18,87 %	13,04 %	11,93 %
Vuoden alusta	62,15 %	26,83 %	25,54 %	21,01 %
1 v	14,34 %	32,50 %	0,62 %	30,65 %
3 v	-12,36 %	22,95 %	-21,22 %	22,09 %
5 v	25,00 %	19,17 %	5,97 %	18,30 %
Aloituspäivästä	40,30 %	18,97 %	-34,69 %	19,08 %
Aloituspäivästä p.a.	3,83 %		-4,61 %	

### KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.10.2008 – 30.9.2009

Palkkiot yhteensä (TER)	1,91 %
Tuottosidonnainen palkkio (vuoden alusta)	0,77 %
Kaupankäyntikulut	0,07 %
Kokonaiskulut (TKA)	1,98 %
Salkun kiertonopeus	7,04 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indekspoiikkeama (tracking error)	15,57 %
Lähipiirin omistusosuus (30.9.2009)	11,72 %

### SUURIMMAT OMISTUKSET

Yhtiö	Maa	Osuus rahastosta
RHODIA SA	Ranska	6,3 %
TENET HEALTHCARE CORP	Yhdysvallat	5,2 %
TATE & LYLE PLC	Iso-Britannia	4,6 %
UBS AG-REG	Sveitsi	4,4 %
MICRON TECHNOLOGY INC	Yhdysvallat	3,8 %
FIBERWEB PLC	Iso-Britannia	3,7 %
ARACRUZ CELULOSE SA-SPON ADR	Brasilia	3,5 %
AUSTRALIAN VINTAGE LTD	Australia	3,5 %
OWENS CORNING INC	Yhdysvallat	3,3 %
BOSTON SCIENTIFIC CORP	Yhdysvallat	3,2 %

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

## SALKUNHOITAJALTA

Vuoden kolmannella neljänneksellä rahaston arvo nousi 25,2 % ja sen vertailukohtana toimiva Morgan Stanley World -indeksi 13 %. Viimeksi kuluneen vuoden aikana rahasto-osuuden arvo on noussut 14,3 % ja indeksi 0,6 %. Mukavia lukuja sekä absoluuttisesti että suhteessa vertailukohtaan. Finanssikriisin yli ulottuvalla kolmen vuoden jaksolla on absoluuttinen tuotto kuitenkin ollut negatiivinen: rahastolla -12,4 % ja indeksillä -21,2 %.

Osakemarkkinat nousivat jakson aikana edelleen melkein yhtä paljon kuin vuoden toisellakin neljänneksellä. Tämä ei sinänsä ole yllättävää, kun muistaa miten voimakas paniikkireaktio painoi markkinoita sitä ennen; palautuminen kuuluu asiaan. Vaikka monet markkinakommentaattorit ovat varoitelleetkin myös nousun aikana – hyvä niin! – on silti ollut silmiinpistävää miten maaliskuun edullisilla osakehinnoilla markkinoihin suhtauduttiin negatiivisesti, mutta nyt osakkeiden kallistuessa niitä pidetään taas hyvinä sijoituskohteina. Kun enemmistö *lopettaa* varoittelemisen lienee taas syytä huolestua...

Makrotalouden uutisetkin ovat pikku hiljaa muuttuneet valoisammiksi ja kriisitalven synkkyys häipynyt taka-alalle. Myös usko Kiinan ainaiseen kasvuun on palannut ja tuonut mukanaan uuden innostuksen altistaa kehittyvien markkinoiden riskeille. Esimerkiksi suomalaisten osakerahastojen kautta elo-syyskuussa sijoitetuista varoista puolet suunnattiin kehittyville markkinoille. Markkinoiden noustessa harva kantaa huolta hajautuksen hyveistä.

Finanssikriisin jälkiselvittelyissä ovat huomion varastaneet pankkiirien bonukset ja huomattavan vähän on keskusteltu kriisin varsinaisista syistä eli kansainvälisten rahavirtojen epätasapainosta. Suurin ongelma, Kiinan ”aktiivinen” valuuttapolitiikka, ei ole hävinnyt minnekään vaan järkyttää tasapainoa edelleenkin. On mielenkiintoista nähdä mitä seurauksia siihen liittyvällä keskustelulla on sitten joskus kun se pääsee kunnolla vauhtiin.

Toinen seikka, joka edelleen hämmästyttää minua – ja anteeksi että toistan aiemmin kirjoittamaani – on se minkä yhtiöiden osakkeet ovat nousseet eniten. Nimenomaan investoinneista riippuvaisten yritysten kurssinousu on ollut erittäin voimakasta. En kuitenkaan vielä näe liikemaailmassa mitään sellaista, jonka perusteella voisin vakuuttua investointien noususta lähivuosina.

Epätasapainosta on etunsakin: syntyy erikoistilanteita. Siksi onkin edelleen jännittävää etsiä sijoituskohteita ns. valtavirran ulkopuolelta. Yksi mielenkiintoinen alue on Japani. Sen talous on ollut alamaissa jo kohta kaksi vuosikymmentä ja käännettä on odotettu jo niin kauan, että juuri kukaan ei enää usko sellaista koskaan tulevaankaan. Uuden hallituksen

kunnianhimoiset tavoitteet herättävät kuitenkin toiveita – on mielenkiintoista nähdä, muuttuvatko ne konkretiaksi.

### Laiska salkunhoitaja?

Kolmannen vuosineljänneksen aikana en sen paremmin myynyt kuin ostanut yhtään osaketta. Tässä vaiheessa joku tietenkään jo kysyy, että mistä salkunhoitajalle oikein maksetaan, mutta ehkä silti hyvä näin: kehittyihän rahasto melkein kaksi kertaa indeksiä paremmin.

Jakson alussa olin kyllä periaatteessa ostolaidalla. Vanha omistuksemme The Hartford oli jälleen joutunut vastoinkäymisiin, joita markkinat mielestäni liioittelivat. Annoin ostomääräyksen hintaan 10,5 dollaria per osake ja jäin odottamaan, kun hinta nousi 11,25 dollariin osakkeelta. Ei olisi pitänyt, sen jälkeen kurssi on nopeaan tahtiin kiivennyt 27 dollariin osakkeelta.

Olen yrittänyt lohduttaa muistelemalla profeetan taitojani. Vuoden ensimmäisessä katsauksessa kirjoitin: ”*Uskon kuitenkin, että näemme Rhodian osakkeen nousevan helmikuusta tasoa 500 % korkeammalle joskus tulevan kahden vuoden aikana...*” Silloisesta 2,13 eurosta per osake Rhodia kallistui syyskuun huippunoteeraukseen 11,08 euroa eli 520 %. Erikoistilanteet voivat olla kannattavia, kunhan ne ensin löytää ja sitten vielä oikeasti ostaa osakkeita.

Pidemmän aikavälin haasteenamme onkin ennen muuta löytää uusia houkuttelevia erikoistilanteita. Sillä puolella olen yrittänyt olla aktiivinen. Vuosineljänneksen normaalikertymä on yleensä noin 100 analysoitavaa kandidaattia ja kolmisenkymmentä yritystapaamista. Niin nytkin – perästä kuuluu.



Mylan on yksi maailman kolmesta suurimmasta geneeristen lääkkeiden valmistajista. Yhtiö valmistaa ja jakelee sekä geneerisiä lääkkeitä että itsekin käyttämiään lääkkeiden valmistukseen tarvittavia aineita eli niin sanottuja aktiivisia substansseja.

Mylan oli ensimmäisiä amerikkalaisia alan yhtiöitä, joka siirsi aktiivisten substanssien valmistuksen Intiaan. Kustannushyötyjen lisäksi se on voittanut vauhdissa. Uudet lääkekopiot valmistuvat nopeammin, mikä on suuri etu, koska USA:ssa uuden geneerisen lääkkeen ensimmäiseksi markkinoille tuova yritys saa usein kuuden kuukauden yksinoikeuden sen markkinointiin.

Mylanin kasvu noin miljardin dollarin liikevaihtoehtoa tekeväästä keskisuuresta amerikkalaisyhtiöstä 5 miljardin liikevaihtoon yltäväksi kansainväliseksi toimijaksi on mielenkiintoinen luku jo sinänsä. Siitä pörssissä seurannut erikoistilanne on puolestaan opettavainen tarina kvartaalitalouden heikkouksista.

Mylanin ensimmäiset 45 toimintavuotta yhtiön menestys rakentui geneeristen lääkkeiden suosion kasvulle ja perustaja Milan Puskar veti yhtiötään eteenpäin karismaattisen yrittäjän hehkulla. Geneerisissä lääkkeissä – kuten usein kasvavilla toimialoilla – ryhtyivät yritykset kuitenkin pikku hiljaa rakentamaan myös pysyviä kilpailuetuja ja vuosituhaten vaihteessa tuli selväksi, että Mylaninkin on niitä etsittävä. Vuonna 2002 palkattiin toimitusjohtajaksi ennen muuta yritysjärjestelykonsulttina maineensa luonut Robert Coury, joka sai tehtäväkseen viedä yhtiön uuteen kasvuvaiheeseen.

Vuonna 2007 Mylan osti intialaisen lääkkeiden valmistusaineita tuottavan Matrixin ja vähän ajan kuluttua myös saksalaisen Merck & Co:n geneeristen lääkkeiden yksikön. Ostokset maksoivat yli 7 miljardia dollaria ja Mylan velkaantui valtavasti. Osakkeen kurssi markkinoilla laski 22 dollarista 15 dollariin, vaikka integraatiosuunnitelmat ja niihin liittyvät kustannusodotukset viestittiin selkeästi ja avoimesti. Yhtiöllä oli otsaa kertoa, että ostosten kustannukset ylittäisivät hyödyt lähes kaksi vuotta ja että nopeampaa ja vakaampaa kasvua oli odotettavissa vasta sen jälkeen. Johdon näkemyksen mukaan tuleva kasvu kuitenkin lisäsi yhtiön pitkäjänteistä arvoa.

Ajatuskulku ei ollut vaikea. Mylanin tulos oli heilahdellut rajusti ja ollut hyvin riippuvainen vain muutamasta menestystekijästä. Yrityskaupoilla saavutettiin kansainvälisesti johtava asema, joka perustuu moniin rakenteeltaan aiempaa pysyvämpiin markkina-asemiin. Kvartaalitulosten kauneutta yli kaiken ylistäville markkinoille oli kahden vuoden odotusaika kuitenkin liikaa ja finanssikriisi painoi edelleen velkaisen yhtiön kurssia. Vuoden 2008 lopulla käytiin 6 dollarissa osakkeelta eli EV/EBITDA hieman yli 5 siitä huolimatta, että monet synergiaedut olivat vielä realisoitumatta.

Sellaiselle sijoittajalle, jolle kaksi vuotta on hahmottavissa oleva ajanjakso, näyttävät Mylanin luvut mielenkiintoisilta. Yhtiön ohjeistus vuodelle 2009 lupaa 1,13 – 1,20 dollarin osakekohtaista tulosta. Jos vauhti jatkuu, niin tulos per osake nousee seuraavan viiden vuoden ajan 20 % vuodessa ja velka sulaa kuin kevytmargariini auringossa. Tätä taustaa vasten ei nykyinen 16 dollarin osakekurssi tunnu kalliilta.

Palautettanne toivoen ja sitä arvostaen,



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

## PITKÄAIKAISSÄÄSTÄMINEN - akuutti kysymyskö?

Hallituksen jätettyä lakiesityksen pitkäaikaissästämisestä eduskunnan käsittelyyn, ovat monet asiakkaamme kyselleet aikooko Seligson & Co tarjota uuden lain mukaisia säästötuotteita. Ja jos, niin milloin ja millä hinnalla?

Kyllä aiomme. Aikatauluista tai hinnoista emme kuitenkaan vielä tiedä. Ja sanottakoon selvyuden vuoksi vielä sekin, että aikomus ei ole sama kuin varma lupaus, mutta tutkimme asiaa tosissamme.

Syyt epämääräisyyteen johtuvat osittain itse laista. Siinä on yhä auki olevia yksityiskohtia, joilla saattaa olla vaikutusta palvelun kustannuksiin. Uskon, että laki täsmenyy vielä valiokuntakäsittelyn aikana.

Toinen syy liittyy PS-järjestelmän rakenteeseen. Vaikka laki periaatteessa tarjoaa mahdollisuuden esimerkiksi puhtaille rahastoyhtiöille tarjota lain mukaisia palveluja, tapahtuu asiointi kuitenkin aina talletuspankkiin avattavan PS-tilin kautta. Siten ne palveluntarjoajat, joilla ei ole omaa pankkia, tarvitsevat yhteistyökumppanin. PS-tilien tarjoajille tarkoitetuille palveluille ei vielä ole muodostunut hahmotettavissa olevaa markkinaa.

Kolmas syy on tietotekniikassa. PS-tilit tulevat vaatimaan mukaantulijoilta järjestelmäinvestointeja, mutta useimmilla alan IT-toimittajilla on kehitystyö vielä kesken. Tiedossa eivät ole sen paremmin hinnat, aikataulut kuin täsmälliset ominaisuudetkaan.

Pieni sulattelu ei sitä paitsi ole lainkaan haitaksi. Uuden lain mukaiset PS-sijoitukset eivät välttämättä sovi kaikille ja kenen tahansa kannattaa kunnolla harkita ennen kuin luovuttaa ainakaan merkittävää osaa sijoitustensa likviditeetistä kymmeniksi vuosiksi pois.

Todellista kiirettä ei missään nimessä koidu kenellekään vielä edes kevääksi. Ensimmäisenkin vuoden verovähennyksiä saa tehdä missä tahansa kohtaa vuotta tehdyistä sijoituksista. Sitä paitsi uuden lain olennaisia periaatteita on, että palveluntarjoajaa voi vaihtaa kesken matkan.

Ei siis hätäillä, vaan tehdään hyvä.



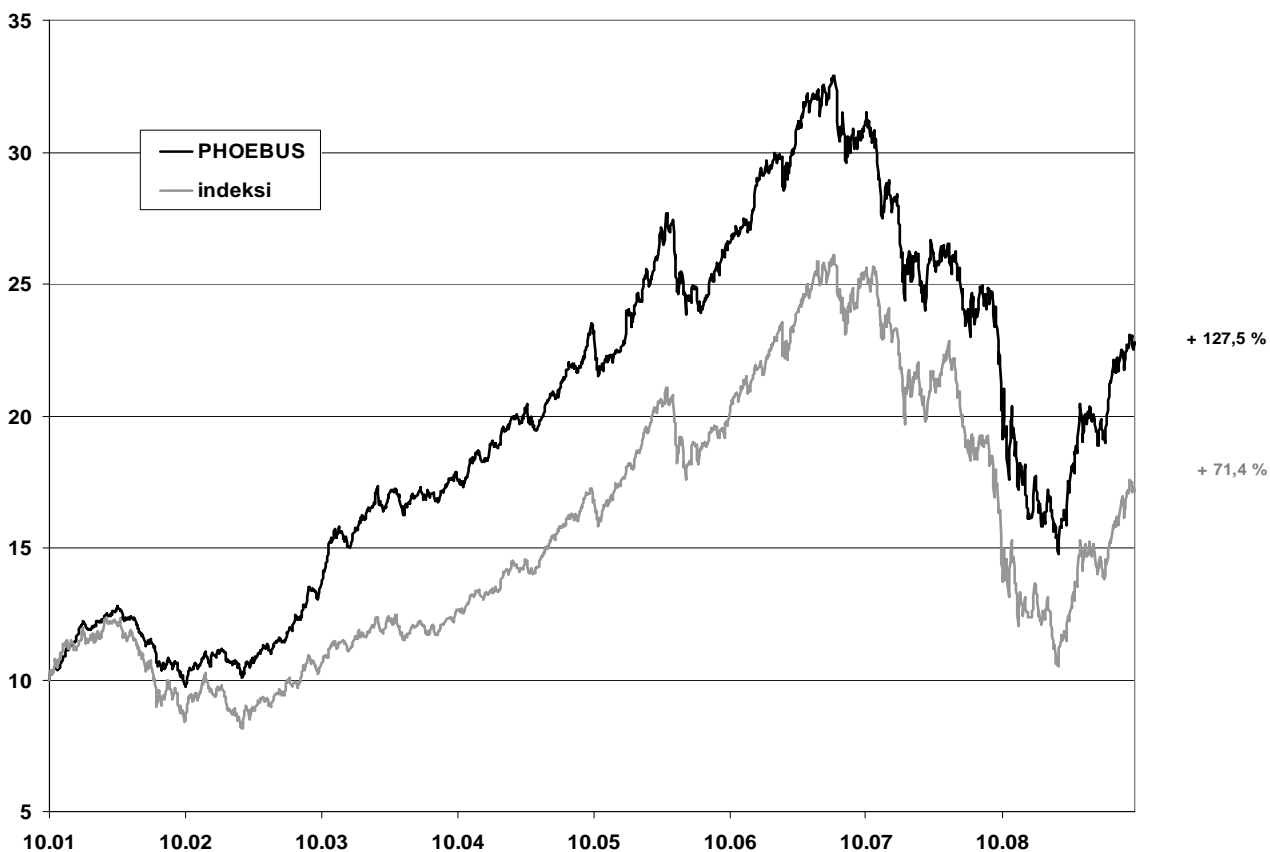
Ari Kaaro  
[ari.kaaro@seligson.fi](mailto:ari.kaaro@seligson.fi)

PHOEBUS  
30.9.2009

Osakerahasto, joka tekee pitkän tähtäimen sijoituksia pääosin Suomen osakemarkkinoille.

## Euro Phoebus ja vertailuindeksi

10.10.2001 - 30.9.2009



### RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	10.10.2001
Tyyppi	Osakerahasto
Rahaston koko (milj. euroa)	14,2
Vertailuindeksi	75% OMX Helsinki Cap GI, 25% MSCI AC World NDR
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,75 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	on
Merkintäpalkkio	2 %
Kaupankäyntipalkkio lunastettaessa (maksetaan rahastoon)	1 %, jos sijoitusaika alle 12 kk; muuten 0 %
Salkunhoitaja	Anders Oldenburg

### KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.10.2008 – 30.9.2009

Palkkiot yhteensä (TER)	0,77 %
Tuottosidonnainen palkkio (vuoden alusta)	0,0 %
Kaupankäyntikulut	0,06 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,82 %
Salkun kiertonopeus	-5,16%
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	15,53 %
Lähipiirin omistusosuus (30.9.2009)	15,93 %

### TUOTTO JA VOLATILITEETTI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	15,45 %	15,62 %	18,58 %	17,20 %
Vuoden alusta	38,33 %	23,37 %	35,30 %	24,23 %
1 v	3,53 %	28,33 %	4,76 %	29,56 %
3 v	-14,21 %	20,86 %	-13,38 %	22,09 %
5 v	27,85 %	17,50 %	39,06 %	18,43 %
Aloituspäivästä	127,47 %	15,35 %	71,42 %	17,30 %
Aloituspäivästä p.a.	10,85 %		6,99 %	

### SUURIMMAT OMISTUKSET

Yhtiö	Maa	Osuus rahastosta
LASSILA & TIKANOJA OYJ	Suomi	7,5 %
VACON OYJ	Suomi	7,1 %
AIR LIQUIDE	Ranska	6,6 %
SVENSKA HANDELSBANKEN-A SHS	Ruotsi	6,2 %
SECO TOOLS AB-B SHS	Ruotsi	5,4 %
HENNES & MAURITZ AB-B SHS	Ruotsi	5,4 %
TIETO OYJ	Suomi	5,3 %
NOKIAN RENKAAT OYJ	Suomi	4,7 %
EXEL COMPOSITES OYJ	Suomi	4,5 %
FASTENAL CO	Yhdysvallat	4,3 %

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

## SALKUNHOITAJALTA

Vuoden kolmas neljännes oli osakemarkkinoilla edelleen huikkea, vertailuindeksimme noustessa kokonaiset 18,6 %. Kuten jyrkissä nousuissa yleensä käy, Phoebus ei aivan pysynyt markkinoiden tahdissa, mutta nousi silti mukavat 15,4 %.

Vuoden alusta Phoebus on noussut 38,3 % vertailuindeksimme noustua 35,3 %. Rahaston alusta Phoebus on noussut 127,5 % ja vertailuindeksimme noussut 71,4 %.

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

### Ostot ja myynnit

Koska rahastoon tuli asiakkailta uutta rahaa, ostin neljänneksen aikana lisää osakkeita 14 yhtiössämme. Suurimmat lisäykset tein Air Liquidessa, Seco Toolsissa ja HHLA:ssa. Viiden yhtiömme osakkeita en ostanut lisää; ne ovat Vacon, Tulikivi, Vaisala, SHB ja State Street.

Myin ainoastaan Tamfeltin osakkeita, joita meillä on nyt 30 % vähemmän kuin kolme kuukautta sitten. Yhtiö päätti yhdistää osakesarjansa niin, että kantaosakkeiden omistajille tarjottiin 25 % preemio etuosakkeisiin nähden. Mielestäni tämä oli epäreilua etuosakkeiden omistajia kohtaan, johtaa-han se siihen, että kantaosakkeiden omistajat saavat jatkossa paljon suuremman osan yhtiön maksamista osingoista kuin ennen yhdistämistä. (Aiheeseen liittyvät myös kolumni sivulla 26 sekä sarjakuvamme sivulla 27.)

Phoebuksen tärkein lähtökohta on, että olemme yhtiöidemme omistajia ja pienomistajina samalla viivalla muiden omistajien kanssa. Siksi päätös oli hyvin yksinkertainen: Tamfelt ei kuulu salkkuamme. Sijoituspäätösten toimeenpanossa ei kuitenkaan kannata hätäillä. Siksi omistamme edelleen Tamfeltia, mutta se on siis hiljalleen poistumassa salkustamme kuten kerroin Phoebuksen blogissa 6. elokuuta ([www.seligson.fi/phoebus/blogi/](http://www.seligson.fi/phoebus/blogi/)).

Kassamme on merkintöjen jälkeen edelleen liian suuri, 10 % rahaston arvosta. Äkinäiset paniikkiliikkeet ovat kokeukseni mukaan varainhoidossa huonoja, joten ostan kyllä lisää osakkeita joissakin nykyisissä yhtiössämme, mutta ilman kiirettä.

Tamfeltin poistuessa salkustamme suomalaisten yhtiöidemme lukumäärä alkaa olla liian pieni kohtuullisen hajautuksen ylläpitämiseksi. Phoebuksen ei ole tarkoituskaan olla laajasti hajautettu rahasto, mutta näkisin mielelläni noin 20 yhtiötä, joista puolet kotimaisia. Kaipamme siis paria uutta yhtiötä

kotimaasta, mutta tällä hetkellä minulla ei valitettavasti ole erityisen hyviä kandidaatteja.

### Onko Phoebus ”aktiivinen” rahasto?

Puhuin kesällä erään taloustoimittajan kanssa salkussamme olevasta yhtiöstä. Ehkä pikkuskuopin toivossa (”Phoebus ostaa!”) hän innokkaana kysyi, milloin olin kyseisen yhtiön osakkeet ostanut. Langan – tai siis tukiasemasta kulkevan radiosignaalin – päässä tuli hetkeksi hiljaista kun vastasin, että keväällä 2002.

Vastaavasti eräs asiakkaamme kysyi minulta pari kuukautta sitten miten on mahdollista, että Phoebuksen salkun kiertonopeus on pienempi kuin Suomi-indeksirahastomme, vaikka Phoebuksen pitäisi olla aktiivinen rahasto? Hän taisi hieman pelätä, että ei saisi Phoebuksen indeksirahastoa korkeammalle hallinnointipalkkiolle vastinetta aktiivisemmän kaupankäynnin muodossa. Ymmärrän sen toki hyvin: palvelua ostaessani haluan itsekin rahoilleni vastinetta.

Kysymys on erityisen ajankohtainen tässä katsauksessa, onhan Phoebuksen kiertonopeus edellisen sivun taulukossa laskenut peräti pakkasen puolelle!

Miten kiertonopeus voi olla negatiivinen? Syy on kaavassa, jota Suomessa käytetään kaupankäynnin mittaamiseen. Salkunhoitajan yhteenlasketuista ostoista ja myynneistä vähennetään osuudenomistajien yhteenlasketut rahaston merkinnät ja lunastukset. Erotus jaetaan rahastopääomalla. Ajatus on sinänsä hyvä, kiertonopeus kuvastaa täten nimenomaan salkunhoitajan aktiviteettia, ei hänen asiakkaidensa.

Jos kiertonopeus on nolla, salkunhoitaja on siis täsmälleen sijoittanut asiakkaidensa merkinnät ja myynyt lunastuksia vastaavan määrän osakkeita. Jos kiertonopeus on 100 %, hän on tämän lisäksi ostanut tai myynyt rahaston kokoa vastaavan määrän osakkeita. Jos kiertonopeus on negatiivinen, kuten Phoebuksessa, salkunhoitaja on käynyt rahaston osakkeilla vähemmän kauppaa kuin osuudenomistajat ovat käyneet rahasto-osuuksillaan. Tämä on mahdollista, koska käytän rahaston kassaa puskurina.

Entä sitten Phoebuksen aktiivisuus – tai siis sen puute? Ensin on syytä miettiä, mitä käsitteellä ”aktiivinen rahasto” tarkoitetaan. Me ammattilaiset syyllystymme usein sijoituslangin käyttöön unohtaen, että asiakkaamme eivät aina ymmärrä mistä puhumme. Aivan kuten äskeisessä HS Nyt -liitteessä todettiin, että HIFK:n kiekkoliijoista juuri kukaan ei bamlaa seuran mainoksissaan käyttämään stadin slangia!

Sana ”aktiivinen” ei viittaa kaupankäyntiin, vaan rahaston riskiin ja siinäkin siis tarkkaan ottaen rahaston indeksi-

poikkeavuuden riskiin (tracking error). Aktiivinen rahasto ottaa paljon riskiä vertailuindeksiinsä nähden, passiivinen (indeksi)rahasto ei lainkaan. Vain sijoittamalla eri tavoin kuin indeksi voi voittaa indeksin. On kuitenkin hyvä muistaa, että riski on symmetristä eli indeksistä paljon poikkeava rahasto voi jäädä myös paljon jälkeen vertailukohdastaan.

Kuten tunnuslukutaulukostamme näkyy, Phoebus on näin katsottuna poikkeuksellisenkin aktiivinen rahasto. Sen indeksipoikkeama on ollut yli 15 % vuodessa, kun Suomi-indeksi-rahastossamme luku on 0,5 % ja tyypillisessä suomalaisessa osakerahastossa se on vain noin 5 %. Pyrin siis sijoittamaan hyviin yhtiöihin niiden indeksipainoista riippumatta.

Aktiivinen riski antaa mahdollisuuden ylituottoihin. Aktiivinen kaupankäynti sen sijaan useimmiten vähentää ylituoton todennäköisyyttä. Sijoittajan maksamat kulut ovat suoraan pois hänen tuotoistaan. Jokainen kauppa maksaa varmuudella, mutta jokainen kauppa ei lisää rahaston tuottoa. Siksi rahoilleen saa mielestäni parhaiten vastinetta kun salkunhoitajalla on vahva näkemys, mutta myös malttia olla hötkyilemättä.

Parhaiten tämän on mielestäni ilmaissut maailman suurimpiin rahastoyhtiöihin kuuluvan indeksirahastoihin erikoistuneen Vanguard Groupin perustaja John Bogle: *”In investing, you get what you don’t pay for.”*

## PHOEBUS-YHTIÖISTÄ



Esitellessäni Stockmannin viimeksi katsauksessa 3/2006 kerroin, että korkea arvostus oli selvästi kasvattanut sijoituksemme riskiä (ja olin siksi vähentänyt omistustamme). Olin valitettavan oikeassa. Osake osinkoineen on kolmessa vuodessa tuottanut -36 %.

Olin myös väärässä, nimittäin kehuessani yhtiön strategiaa valintoja loistaviksi. Tai ne ehkä olivat sitä vuoteen 2006, mutta ruotsalaisen Lindexin hankinta syksyllä 2007 ei ollut yhtiön loistokkaimpia hetkiä. Lindexin osto olikin uskoakseni vielä suurempi syy huonoon tuottoon kuin kolmen vuoden takainen yliarvostus tai viimeaikainen talouslama.

Lindexissä yhtiönä ei sinänsä ole mitään suurta vikaa, vaan vika oli Stockmannin maksamassa hinnassa. Kun noin 600 miljoonan kruunun liiketuloista tekevästä firmasta maksaa yli 8 miljardia kruunua, alkaa sijoitetun pääoman tuottovaatimuksen (Stockmannilla silloin 22 %) saavuttaminen edellyttää ihmeitä. Toinen vaihtoehto on, että tuottovaatimusta lasketaan, minkä Stockmann sittemmin joutuikin tekemään. Siksi en edelleenkään ymmärrä, mitä järkeä kaupassa oli osakkeenomistajien kannalta.

Suolaa haavoihin tuo vielä se, että Stockmannin joutui ker(j)äämään omistajiltaan 278 miljoonaa euroa lisää pääomaa ja senkin jälkeen ennen velaton yhtiö on nykyisin raskaasti velkaantunut. Lindexin lisäksi syynä tähän on, että Helsingin ja Pietarin tavaratalojen investointibudjetti – kolme vuotta sitten yhteensä 235 miljoonaa euroa – on paisunut kokonaiseen 435 miljoonaan euroon.

Miksi sitten edelleen omistamme Stockmannia, jos olen näinkin negatiivinen? Koska yhtiö on edelleen mielestäni hyvin hoidettu ja mainitsemani kolme virhettä (Lindex, projektien kustannushallinta ja näistä seurannut velkaantuminen) ovat sille poikkeuksellisia. Tase on ”etupainoinen”, koska Helsingin ja Pietarin tavarataloissa on jo kiinni 300 miljoonaa euroa. Valmistuttuaan 2010 lopussa niiden pitäisi (käynnistystappiojakson jälkeen) tuoda selvä tulosparannus viimeistään 2013–2014.

Vaikka osakeannit ovat kasvattaneet osakkeiden määrän neljänneksellä ja vaikka suurempi nettovelka tarkoittaa, että yhtiön P/E-luvun pitää jatkossa olla entistä alempi, pidän Stockmannin nykyistä hintaa (18,00 euroa) melko houkuttelevana. Näen hyvin, että Stockmann voisi vuonna 2013 tehdä 1,80–1,90 euroa tulosta per osake ja osakkeen arvo voisi olla 22–25 euron paikkeilla. Jos lähivuosien osinkotuotto on 3–5 %, yli 10 % kokonaisvuosituotto seuraavalle neljälle vuodelle vaikuttaa siten aivan realistiselta. Tuotto tulee toki entistä kovemalla riskillä, koska tase on heikohko.

Pidän vähittäiskaupan yhtiöistämme H&M:n ja Costcon tuotto/riski-suhdetta parempana kuin Stockmannin, mutta en ole luopumassa myöskään Stockmannista. Kolmesta virheestä palaa ehkä pesäpallossa, mutta sijoittamisessa annan Hannu Penttilän joukoille vielä pari lyöntiä. Kunhan hallitus muistaa, että A- ja B-osakkeiden hinta oli äskeisissä anneissa sama...

**PROGRESSIVE®** Vajaat kolme vuotta sitten, raportissa 4/2006, kehuin amerikkalaista autovakuuttaja Progressivea erääksi parhaista näkemistäni vahinkovakuutusyhtiöistä. Arvioni perustui markkinoita nopeampaan kasvuun, toimialan keskiarvoa parempaan vakuutustulokseen, raportoinnin avoimuuteen sekä siihen, että sijoitussalkkua hoidettiin selkeästi ja ilman turhia riskejä.

Se oli ennen kuin Progressive viime vuonna hävisi lähes 2 miljardia dollaria – 13 % koko sijoitussalkun arvosta – sijoituksillaan amerikkalaisten pankkien pääomallainoihin. Vaikka muiden sijoitusten tuotto oli osakeallokaation varovaisuudesta johtuen positiivinen, oli Progressiven salkun kokonaistuotto tämän vuoksi viime vuonna katastrofaalisen huono: -10 %. Vaikka vakuutustulos oli hyvä, huono sijoitustulos johti Progressiven ensimmäiseen tappiolliseen tulokseen 26 vuoteen.

Yhtiön puolustukseksi on toki sanottava, että johto reagoi nopeasti ja oikein. Pääomallainojen riskien toteuduttua se vähensi muita sijoitusriskejään, lähinnä osakkeissa. Samalla yhtiö päivitti strategista allokaatiotaan niin, että pääomallainat kuuluvat vastedes samaan riskiluokkaan kuin osakesijoitukset. Ajoitus osakesijoitusten vähentämiseen oli ehkä huono, mutta toimenpide varmisti, että Progressive ei tarvinnut kerjätä osakkailtaan lisää rahaa. Tätä kirjoittaessani yhtiöllä on itse asiassa reilu miljardi enemmän omaa pääomaa kuin se kokee tarvitsevänsä – harvinaista finanssialan firmassa vuonna 2009!

Arvioni varsinaisen liiketoiminnan eli vakuutustoiminnan kehityksestä oli myös hieman ylioptimistinen. Progressive on edelleen kannattavampi kuin toimiala keskimäärin, mutta yhtiö ei ole pystynyt kasvamaan entiseen tahtiin. Sen osuus markkinoista on kolmessa vuodessa itse asiassa laskenut 7,6 %:ista 7,4 %:iin. Muutos ei ole dramaattinen, mutta (entiselle) kasvuyhtiölle merkittävä.

Yhtiö on kyllä yrittänyt kasvaa. Kerroin viimeksi, että vakuutustulos oli neljättä vuotta aivan ”liian hyvä”, vuosina 2003–2006 yli 13 % nettopreemioista, kun se edellisten 5 vuoden aikana oli 4 %, mikä on Progressiveen vähimmäistavoite. Yhtiö laski siksi hintojaan noin 10 %, mutta se ei tuonut kuin reilut 10 % lisää asiakkaita. Tästäkin virheestään Progressive toki otti nopeasti oppia ja on viime aikoina panostanut entistä enemmän palveluun ja markkinointiin sekä testannut aivan uudenlaisia hinnoittelumalleja, mm. räätälöimällä vakuutus- turvan siihen hintaan, jonka asiakas on valmis vakuutuksesta maksamaan.

Haarukoin viimeksi Progressiveen normaalituloksen 1,30–1,40 dollariin per osake. Sanoisin nyt, alhaisempien korkojen maailmassa, että se on 1,20–1,30 dollari per osake eli 5–10 % pienempi. Osinkokorjattu osakekurssi on samaan aikaan laskenut lähes neljänneksen (16,50 dollariin), joten yhtiön normalisoitu P/E-luku on 13-14x. Arvostus, eli sijoittajien odotukset tulevasta, on siis laskenut selvästi.

Pettymyksiä on toki ollut sekä vakuutus- että erityisesti sijoitustoiminnassa, mutta en laskisi vielä Progressivea tyrmätyksi. Päinvastoin, olen tyytyväinen siihen, että johto reagoi nopeasti ongelmiin, ja siihen, että sijoituksen riski on pienentynyt sitä mukaa kuin markkinoiden odotukset yhtiötä kohtaan ovat laskeneet.

Progressive on ehkä hyvä esimerkki siitä, miten vaikeaa yhtiöiden analysointi on – olinhan viimeksi arvioissani aika lailla väärässä. Mutta yhtiö ansaitsee mielestäni edelleen hyvin paikkansa salkussamme.



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

## RAHASTOJEN TUNNUSLUKUJEN MÄÄRITELMIÄ

### Volatiliteetti / standardipoikkeama

Riskimittari, joka kuvaa rahaston arvon heilahtelua. Tunnusluku lasketaan edeltävän 12 kk:n jakson arvona. Luku ilmoitetaan prosentteina vuodessa.

### Indeksi-poikkeama (tracking error / aktiivinen riski)

Indeksi-poikkeama mittaa sitä kuinka tarkasti rahaston tuotto seuraa vertailuindeksin tuottoa. Suuri luku merkitsee sitä, että rahaston tuotto suhteessa vertailuindeksin tuottoon on vaihdellut voimakkaasti. Pieni aktiivinen riski taas tarkoittaa, että rahaston tuotto lähes seuraa vertailuindeksin tuottoa. Tunnusluku lasketaan edeltävän 12 kk:n jakson arvona.

### Salkun kiertonopeus

Rahaston arvopapereiden vaihtuvuus tietyllä ajanjaksolla. Luku lasketaan vähentämällä tehtyjen ostojen ja myyntien yhteissummasta merkintöjen ja lunastusten yhteissumma (summa1). Salkun kiertonopeus on saadun luvun (summa1) suhde rahaston keskimääräiseen pääomaan tarkastelujaksolla. Esimerkiksi kiertonopeus 200 % tarkoittaa siten, että tarkastelujakson aikana on myyty kaikki rahaston arvopaperit ja tilalle ostettu uudet.

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

### Kaupankäyntikulut

Rahaston pääomasta veloitettavat rahaston kaupankäyntiin liittyvät arvopaperinvälittäjille maksetut palkkiot. Ilmoitetaan prosenttilukuna *keskimääräisestä* pääomasta edeltävällä 12 kk:lla. **Huom!** Sijoitusrahastoyhdistyksen suosituksen mukaan kaupankäyntikulut tulisi laskea jakamalla euromääräinen kulu edeltävän 12 kk:n *korkeimmalla* rahastopääomalla. Tämä laskentatapa tuottaa kuitenkin mielestämme harhaanjohtavan alhaisen tuloksen ja käytämme sitä vain niissä rahastojen virallisissa tilinpäätös- ja osavuosi- raporteissa, joita Sijoitusrahastoyhdistyksen suositus koskee.

### Total expense ratio / TER

Kertoo rahaston perimien kulujen osuuden prosenttilukuna keskimääräisestä pääomasta tarkastelujaksolla. Luku sisältää rahaston pääomasta veloitettavan hallinnointi- ja säilytyspalkkion, tilinhoito- ja muut pankkikulut sekä mahdollisen tuottosidonnaisen palkkion. TER –luku *ei sisällä* esim. kaupankäyntikuluja, jonka vuoksi raportoimme myös rahastojen kokonaiskulut. Pharoksen osalta TER sisältää myös kohderahastojen kulut.

Jos rahastolla on *tuottosidonnainen palkkio*, lasketaan sen arvo alkaen edeltävästä vuodenvaihteesta kunkin rahaston sääntöjen mukaan.

### Kokonaiskulut / TKA

Kaikki rahastopääomasta veloitettavat kulut (TER + kaupankäyntikulut + mahdolliset muut kulut) prosenttilukuna keskimääräisestä pääomasta tarkastelujaksolla. TKA ei sisällä rahaston maksettavaksi koituvien lähdeverojen kustannuksia.

### Välityspalkkiot lähipiirille

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

### Korkoriski (duraatio)

Duraatio ilmaisee korkosijoituksen korkoriskin yhtenä lukuna. Korkoriski on käytännössä sijoituksen markkina-arvon herkkyys korkotason 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 %.

### Sharpen luku

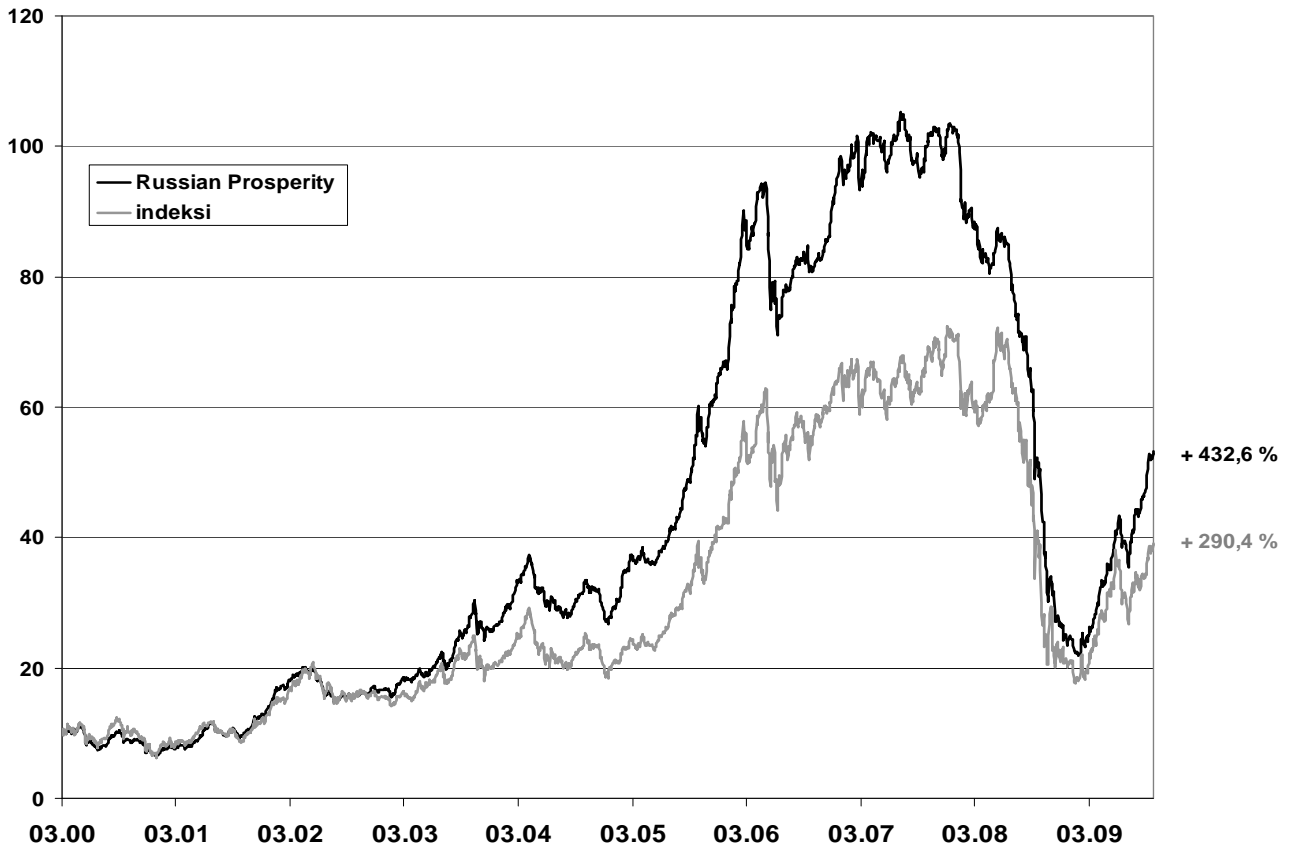
Alan käytännöstä poiketen *emme julkaise* tässä katsauksessa Sharpen lukua, koska se ei käsittääksemme tuo mitään olennaista informaatiota indeksiin verrattujen tuoton ja volatiliteetin sekä indeksi-poikkeaman (tracking error) lisäksi. Julkaisemme kuitenkin Sharpen luvun Sijoitusrahastoyhdistyksen suosituksen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



## Russian Prosperity ja vertailuindeksi

Euro

8.3.2000 - 30.9.2009



### RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	8.3.2000
Tyyppi	Osakkeet, Venäjä & IVY
Rahaston koko (milj. euroa)	89,3
Vertailuindeksi	RTS1 – Interfax (huom! hintaindeksi)
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	1,4 % p.a.
Tuotosidonnainen palkkio	on
Merkintäpalkkio (maksetaan rahastoyhtiölle)	0 - 2,5 %, riippuen merkintäsummasta
Kaupankäyntipalkkio lunastettaessa (maksetaan rahastoon)	0,5 %, jos sijoitusaika alle 6 kk; muuten 0 %
Salkunhoitaja	Petri Rutanen

### KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.10.2008 – 30.9.2009

Palkkiot yhteensä (TER)	2,33 %
Tuotosidonnainen palkkio (vuoden alusta)	0,81 %
<b>Kaupankäyntikulut</b> (arvio, suurin osa Venäjän osakekaupasta käydään ns nettokauppana ilman eksplisiittisiä välityspalkkioita)	1,16 %
Kokonaiskulut (TKA)	3,49 %
Salkun kiertonopeus	112,02 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	41,99 %
Lähipiirin omistusosuus (30.9.2009)	0,09 %

### TUOTTO JA VOLATILITEETTI

	Rahasto		Vertailuindeksi*	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	34,69 %	22,49 %	23,76 %	34,42 %
Vuoden alusta	121,36 %	24,94 %	90,68 %	42,25 %
1 v	8,07 %	33,04 %	5,35 %	58,33 %
3 v	-34,82 %	23,34 %	-29,76 %	42,62 %
5 v	68,65 %	21,46 %	67,85 %	37,30 %
Aloituspäivästä	432,63 %	23,87 %	290,38 %	37,28 %
Aloituspäivästä p.a.	19,10 %		15,29 %	

\* Huom! Kyseessä on hintaindeksi.

SUURIMMAT OMISTUKSET	Maa	Osuus rahastosta
TNK BP HOLDING	Venäjä	8,3 %
SURGUTNEFTGAZ	Venäjä	7,2 %
BASHNEFT	Venäjä	7,2 %
GAZPROM	Venäjä	5,8 %
LUKOIL	Venäjä	5,4 %
KAZMUNAIGAS EXPLORATION	Kazakshstan	5,0 %
COMSTAR UNITED TELESYST	Venäjä	3,6 %
URSA BANK	Venäjä	3,3 %
BASHKIRENERGO	Venäjä	3,3 %
ROSNEFT OIL COMPANY	Venäjä	3,3 %

## SALKUNHOITAJALTA

Venäläisten osakkeiden kurssit nousivat vuoden kolmannella neljänneksellä 24 % ja ovat keskimäärin kaksinkertaistuneet vuoden alusta. Russian Prosperity -rahaston arvo on vuoden alusta noussut 121 % ja RTS -vertailuindeksimme 91 %.

Syyskuu oli Venäjän markkinoiden vahvin nousukuukausi RTS-osakeindeksin 13 vuoden historian aikana. Venäläisten osakkeiden hinnat ovat kuitenkin edelleen noin puolessa toukokuun 2008 huipputasosta ja noin 40 % halvempia kuin vuoden 2007 syksyllä, jolloin öljyn ja monien muiden raaka-aineiden hinnat olivat suunnilleen nykyisillä tasoilla.

### Nousun tekijöitä

Öljynhinnan nousu on ollut tärkeimpiä syitä Venäjän osakemarkkinoiden vahvaan nousuun. Öljyn tynnyrihintana helmikuun pohjista tuplaantunut 70 dollariin, mutta on vielä alle puolet vuoden 2008 huipputasosta eli 150 dollarista. Öljyn hinnan noustessa öljy-yhtiöiden progressiivinen verotus lihottaa Venäjällä kuitenkin lähinnä valtion kassaa ja mittavia infrastruktuuriprojekteja saadaan taas käyntiin. Infrastruktuurin kehittäminen luo kuitenkin jatkossa edellytykset laaja-alaisemmalle talouskasvulle.

Venäjän talouskasvussa onkin jo selviä elpymisen merkkejä. Valtiovarainministeri Kudrin ilmoitti syyskuussa, että lama on päättynyt ja investointiaktiiviteetti taas kasvussa. Toteamus yllätti monet, sillä Kudrin on tunnettu varovaisena poliitikkona, jolla ei ole ollut tapana rummuttaa talouskasvua optimistisilla puheilla. Valtiollinen Sperbank ennustaa ensi vuoden talouskasvun nousevan +4 %:iin ja monet ulkopuoliset asiantuntijat pitävät ennustetta realistisena.

Länsimaiden talouskasvun Venäjää heikkomat näkymät ovat heijastuneet valuuttamarkkinoille. Ruplan arvo Yhdysvaltain dollariin nähden on korkeimmillaan sitten tammikuun. Pelkästään syyskuussa rupla vahvistui 6 % dollariin nähden ja euroon 4 %, vaikka öljyn hinta olikin hienoisessa laskussa. Ruplan vahvistuminen on myös siivittänyt muissa valuutoissa sijoittavien rahastojen arvonnousua, yhtenä joukossa siis Russian Prosperity Fund Euro.

Myös muilla suurilla kehittyvillä markkinoilla – Brasiliassa, Intiassa, Kiinassa – on ollut erittäin hyvä pörssivuosi. Venäjän osakemarkkinat ovat nähdäksemme edelleen joukon edullisimmat. Bloombergin analytikoilta keräämien 2010 tulosestimateiden mukaan venäläisten osakkeiden (= RTS -indeksi) P/E-luku on 8,5, kun se on Kiinalla 17,1, Intialla 16,5 ja Brasilialla 12,3. Kyseessä ovat siis kuitenkin nimenomaan ennusteet.

### Tunnelmamusiikkia

Poliittisen ilmapiirin paraneminen ja erityisesti uudelleen lämmitetyt suhteet länsimaihin ovat nekin osaltaan auttaneet osakemarkkinoita. Vaikka länsisuhteiden taloudellista merkitystä mielestämme usein liioitellaan, on tällä "tunnelmamusiikilla" edelleen suuri merkitys etenkin ulkomaisten portfoliosijoittajien suhtautumisessa Venäjään.

Moskovassa otettiin lämpimästi vastaan presidentti Obaman ilmoitus siitä, että Yhdysvallat luopuu ohjuskilvistä Puolaan ja Tsekiin. Venäjän hallitus esitti heti perään toiveen, että vihdoin saataisiin vihreätä valoa Venäjän liittymiselle maailman kauppajärjestö WTO:hon. Presidentti Medvedev ilmoitti pitkästä aikaa, että "hanke on edelleen Venäjälle prioriteetti".

Venäjän hallituksen lausumien äänensävy on ottanut taas käänteen markkinaystävällisempään suuntaan. Esimerkiksi pääministeri Putin ilmoitti eräässä sijoittajatilaisuudessa, että "Venäjä pysyy liberaalina markkinataloutena. Aiomme johdonmukaisesti vähentää valtion interventiot talouteen ja edelleen nopeuttaa yksityistämistä". Pisteenä In päälle EU:n hiljattain valmistuneessa raportissa todetaan, että Georgia (eikä siis Venäjä) aloitti viime syksyisen sodan Etelä-Ossetiassa.

### Salkku

Rahaston tärkeimmät omistukset ovat säilyneet melko ennallaan. Suurin muutos on, että luovuin Center Telecomin osakkeistamme. Onnistuimme neuvottelemaan strategisen ostajan kanssa huomattavasti pörssikurssia korkeamman kauppahinnan. Hinta oli osoitus teleyhtiöiden aliarvostuksesta alan toimialajärjestelyjen edetessä. Ostimme tilalle mm. muita teleyhtiöiden osakkeita, esim. Comstar United Telesystemsia, joka on nyt rahaston 10 suurimman omistuksen joukossa.

#### Russian Prosperity Fund Euron ja RTS-indeksin toimialapainot

Toimiala	Osuus %		
	Rahasto 30.9.2009	Rahasto 30.6.2009	Indeksi 30.9.2009
Öljy & Kaasu	52	53	56
Muut raaka-aineet	1	1	11
Teollisuus	3	2	6
Telekommunikaatio	15	13	2
Sähkö	15	18	7
Rahoitus	6	5	17
Kulutustavarat	8	8	1

Sijoitusneuvoja Prosperity Capital Managementin raporttien pohjalta,



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

# KYMMENEN VUOTTA KESTÄVÄN KEHITYKSEN INDEKSEJÄ

*Dow Jonesin ensimmäinen kestävä kehityksen indeksi perustettiin vuonna 1999. Kymmenen vuotta ei sijoittamisessa ole pitkä aika, mutta pyöreät vuodet antavat aiheen tarkastella, onko tällaisten indeksien kehitys kestävällä pohjalla.*

Kestävä kehityksen indeksiperhe on vuosien varrella lisääntynyt huomasti. Maailmanindeksin rinnalle on tuotu maantieteellisiä alaindeksijä ja vielä näistäkin eri versioita, mm. eri osakemäärittäjä ja eri toimialapaleteilla. Myös lopputuotteiden valikoima on kasvanut: tarjolla on indeksirahastoja, ETF:ejä ja futuureja. Dow Jonesin kestävä kehityksen indeksit ovat perustana jo yli 8 miljardin dollarin varallisuuden hoidolle. Seligson & Co:n Eurooppa- ja Pohjois-Amerikka-indeksirahastot ovat seuranneet kestävä kehityksen indeksejä heinäkuusta 2008 ja Aasia-indeksirahasto huhtikuusta 2009.

Indeksien yritysvalinnat tekee sveitsiläinen Sustainable Asset Management (SAM). SAM on luonut yritysvalintaan selkeän ja kattavan prosessin. Tärkeitä kriteereitä ovat mm. hyvä hallintotapa (corporate governance), riskien- ja kriisinhallinta, ympäristönäkökohtien huomioonottaminen, henkilöstön kohtelu sekä eri toimialoja varten räätälöidyt lisäkriteerit. Prosessista saa yleiskuvan videoblogistamme ”Miten rakennetaan kestävä kehityksen indeksejä?”, joka löytyy www-soiviteella [www.seligson.fi/suomi/ajankohtaista/videoblogi/](http://www.seligson.fi/suomi/ajankohtaista/videoblogi/).

## Ihan oikeita indeksejä!

Meiltä on kysytään silloin tällöin johtavatko markkina-arvoista poikkeavat yhtiövalinnat passiivisen indeksirahaston muuttumiseksi aktiivisesti hallinnoituksi rahastoksi.

Vastaus on helppo: ei. Aktiivisen sijoitushallinnoin ydin on siinä, että salkunhoitaja pyrkii voittamaan valitun indeksin tekemällä valintoja sen mukaan mitä hän on mieltä yhtiöiden tulevasta arvosta verrattuna tämän hetken kurssitasoon.

Kestävä kehityksen indekseissä taas ei oteta kantaa arvostukseen, vaan yhtiöt valitaan nimenomaan SAM:in arvioinnin perusteella.

**Huom!** Kuvan indeksit ovat USA:n dollareissa, koska se on niiden laskennassa käytetty valuutta. Koska dollarin kurssi euroon nähden on kyseisenä aikana heikentynyt voimakkaasti, näyttäsivät euromääräiset kuvaajat selvästi heikompia tuottolukuja. Kehitys kulkisi tuki silloinkin ns. käsi kädessä.

Valintaprosessin ohella indeksien rakentamisen lähtökohtana on sama toimialajako kuin Dow Jonesin ”normaaleissa” indekseissä. Yhtiöt valitaan siis indekseihin nimenomaan toimialoittain.

Tästä on kaksi etua. Se, että etsitään nimenomaan toimialojen parhaita kestävä kehityksen yrityksiä, tekee vertailusta ”reilumpaa”. Esimerkiksi lentoyhtiön vertaaminen vaikkapa vakuutusyhtiöön olisi muuten erittäin haasteellista. Lisäksi syntyy yhtiöiden välistä kilpailua: jos haluaa olla mukana indekseissä tulee olla jatkuvasti toimialansa ykkösten joukossa.

Toisaalta tämä indeksin rakentamistapa pitää huolta siitä, että lopputuloksena syntyy talouden eri sektorit huomioonottava tasapainoinen kokonaisuus, joka soveltuu hyvin esimerkiksi juuri pitkäjänteisille sijoittajilla tarkoitetun rahaston perustaksi. Tätä edesauttaa hyvin myös se, että Dow Jones / SAM ymmärtävät pitää kiertonopeuden kurissa: osakevalikoimaa päivitetään ainoastaan kerran vuodessa.

Kestävä kehitys on viime vuosina tullut yhä enemmän esille myös yrityksissä ja valikoituminen mukaan Dow Jonesin indekseihin nähdään selvästi tärkeäksi. Joissakin yrityksissä hyvä pistemäärä indeksien pohjana toimivassa kestävä kehityksen arvioinnissa on jopa yksi komponentti johdon kannustepalkkion määräytymisessä.

Tähän mennessä nähdyn perusteella voimmekin hyvin siteerata erästä aluksi epäileväistä rahastojemme sijoittajaa: ”Näin jälkikäteen olen ihan tyytyväinen uusiin indekseihin ja erityisesti niiden käyttäytymiseen volatiilina aikoina (tietysti hieman aikaista sanoa). Ne käyvät kauppaa kuin indeksirahastot, käyttäytyvät indeksin tavoin ja ovat indeksirahaston hintaisia. Mitäs minä enempää rahastolta vaatimaan :-)”

## Käymme yhdessä ain..?

Ainakin kymmenen ensimmäisen vuotensa aikana Dow Jonesin kestävä kehityksen indeksi (DJSI World) on seurannut tarkasti ehkä tunnetuimman maailman osakemarkkinoita kuvaavan indeksin eli MCSI Worldin kehitystä.



(Data: Bloomberg)

## Uusimmat päivitykset

Dow Jonesin kestävä kehityksen indeksien vuosittainen päivitys tehtiin syyskuussa, mikä aiheutti joitain muutoksia Eurooppa-, Aasia- ja Pohjois-Amerikka -rahastoissamme. Indeksistä pois pudonneet yritykset eivät välttämättä ole "huonontuneet" edellisestä vuodesta, vaan vertailuryhmän muut ovat vain onnistuneet arvioinnin kriteereillä paremmin.

Dow Jones STOXX Sustainability -indeksin päivityksen myötä Eurooppa-indeksirahastoon tuli 14 uutta ja poistui 20 yritystä. Indeksissä on tällä hetkellä 154 eri yhtiötä. Maa-jakautumassa ei tapahtunut suuria muutoksia: Iso-Britannia on yhä suurin noin 27 % painolla (aiemmin 29 %), seuraavina tulevat Sveitsi (18 %, aiemmin 15 %) ja Saksa (16 % / 15 %).

Toimialajakauma muuttui hieman enemmän. Rahoitussektorin paino tippui UBS:n poistuminen myötä kolme prosenttiyksikköä ja terveyssektorin osuus nousi 3,5 prosenttiyksikköä lääkeyhtiö Roche Holdingin liittyessä indeksiin.

Pohjois-Amerikka-indeksirahastomme seuraa Dow Jones Sustainability North America -indeksiä, johon valittiin 26 uutta yhtiötä kahdeksan poistuvan tilalle, joten yhtiöiden lukumäärä nousi 139:ään. Yhdysvaltojen paino on edelleen noin 90 % ja Kanadan 10 %. Kohdealueeseen lisäksi kuuluvan Meksikon indeksipikajuna ei vielä ole päässyt perille asti.

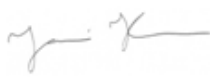
Aasia-indeksirahastomme seuraa Dow Jones Sustainability Asia/Pacific -indeksiä. Syyskuun tarkistuksessa indeksiin tuli 21 uutta yritystä ja poistui 13. Päivityksen jälkeen yhtiöiden lukumäärä nousi 130:een. Japanin maapaino tippui hieman, alle 60 %:iin, Australian pysyi vajaan kolmanneksessa. Osuuttaan indeksissä kasvatti eniten Etelä-Korea, Samsung Electronicsin valinta mukaan nosti maan painon yli 10 %:n.

Aasia-indeksirahaston tunnusluvuissa (s. 24) näkyvä korkea kiertonopeusluku johtuu huhtikuussa toteutetusta Japani-indeksirahaston ja APS Far Eastin sulautumisesta ja muuttumisesta Aasia-indeksirahastoksi. Rahasto on myös lyhyessä ajassa jäänyt melko paljon indeksistään. Rahastolla oli sulautumisen jälkeen Taiwanin ja Etelä-Korean osakekaupankäynnissä ilmenneiden (kertaluonteisten) vaikeuksien vuoksi liikaa käteistä markkinoiden noustessa. Jatkossakin tulee eroja koska rahaston ja indeksin arvostusajankohdat poikkeavat toisistaan, mutta nämä erot ovat joillakin jaksoilla positiivisia, toisilla negatiivisia ja tasaantuvat ajan mittaan.

Kaiken kaikkiaan Dow Jones ja SAM indeksituottajina ymmärtävät erinomaisesti sen, että indeksien avulla hoidetaan oikeaa varallisuutta ja pyrkivät tosissaan tekemään sen tehokkaaksi. Vaikka yhtiöiden lukumääräiset muutokset olivat tässä päivityksessä isoja, ei rahastoille aiheutunut suuria kaupankäyntivolyymejä. Tästä on hyvä jatkaa.



Jaana Timonen  
jaana.timonen@seligson.fi



Jani Holmberg  
jani.holmberg@seligson.fi

## OMAN LOMPAKON KESTÄVÄ KEHITYS

Yleisin kysymys, jota meiltä kestävä kehityksen indeksirahastoista kysytään on yksinkertainen: voidaanko olettaa että niiden tuotto olisi parempi (tai huonompi) kuin samoille markkinoille sijoittavien "tavallisten" indeksien?

Lyhyt vastaus kuuluu, että moista oletusta ei voida tehdä – siis kumpaankaan suuntaan.

Keskenään edes jonkin verran erilaiset indeksit tuottavat varmasti hieman erilaisia tuloksia yksittäisinä vuosina, mutta on mahdotonta etukäteen tietää miten päin muutokset milloinkin menevät. Pitkän ajan tuotto-odotus sen sijaan ei muutu: niin kutsuttu palautuminen keskiarvoon on yksi rahoitusvälineiden vahvimpia ilmiöitä.

On toki mahdollista leikitellä erilaisilla ajatuksilla. Voidaan väittää, että kestävä kehityksen kriteerein valitut osakkeet olisivat "muotia" ja siksi liian korkealle arvostettuja.

Edelleen voidaan ounastella, että rahastojemme aiempia indeksejä laajemmat kestävä kehityksen indeksit hyötyisivät jonkin verran niin sanotusta pienyhtiöilmioista ja tuottaisivat siten paremmin (mutta suuremmalla volatiliiteetilla).

Jotkut ovat olettaneet, että kestävä kehityksen indeksien kiertonopeus olisi nykyisiä indeksejä suurempi ja siksi niitä seuraaville rahastoille seuraisi enemmän kaupankäyntikustannuksia.

Voidaan myös teoretisoida, että kestävä kehityksen indeksien muutoksia "vastaan" ei käydä samalla tavalla kauppaa kuin joidenkin yleisimpien "tavallisten" indeksien muutoksia vastaan, mikä siten parantaisi kestävä kehityksen indeksien asemaa. (Kaupankäynti indeksin muutosta vastaan tarkoittaa siis sitä, että oletetaan että jotkut markkinatoimijat yrittävä arvata tunnetuimpien indeksien tulevia muutoksia ja esimerkiksi ostaa juuri ennen muutosta sellaisia osakkeita, jotka otetaan indeksiin mukaan ja joita indeksejä seuraavat sijoittajat siten muutoksen tapahtuessa hankkivat.)

On myös esitetty kestävä kehityksen arvioinnin kertovan niin paljon yhtiöiden toiminnan hyvästä organisoinnista ja niiden valmistautumisesta maailman muuttumiseen sekä yllättäviinkin riskeihin, että arvioinnissa erinomaisesti pärjänneitä yhtiöitä voidaan pitää poikkeuksellisen hyvin johdettuina ja siten todennäköisesti myös hyvinä pitkäjänteisen sijoittajan omistuksina.

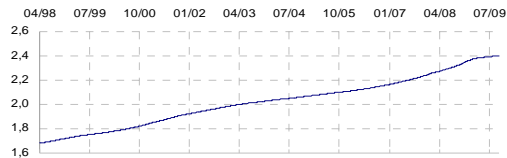
Argumentteja siis löytyy. Ne perustuvat kuitenkin oletuksiin. Järkevä kokonaisarvio on siten se, että pitkän aikavälin tuotto-oletus ei muutu. Tätä arvioita tukee myös käytettävissä oleva lyhyt historia eli edellisen sivun kaaviossa esitetty kymmenen vuoden vertailu tunnetuimman maailman indeksin MSCI Worldin ja Dow Jones Sustainability World -indeksin välillä.



## RAHAMARKKINARAHASTO AAA

30.9.2009

## ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Rahamarkkinarahasto, joka sijoittaa eurooppalaisiin lyhytaikaisiin korkoinstrumentteihin.

## RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	1.4.1998
Tyyppi	Lyhyet korot, euro-alue
Rahaston koko (milj. euroa)	269,0
Vertailuindeksi	3 kk euriborindeksi
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,18 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintäpalkkio	ei
Lunastuspalkkio	ei
Salkunhoitaja	Jani Holmberg / Jaana Timonen

## TUOTTO JA VOLATILITEETTI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	0,31 %	0,04 %	0,31 %	0,07 %
Vuoden alusta	1,57 %	0,17 %	1,60 %	0,18 %
1 v	3,29 %	0,17 %	3,31 %	0,18 %
3 v	11,70 %	0,15 %	12,29 %	0,19 %
5 v	16,50 %	0,14 %	17,59 %	0,16 %
10 v	36,14 %	0,15 %	39,46 %	0,17 %
Aloituspäivästä	42,73 %	0,15 %	46,46 %	0,17 %
Aloituspäivästä p.a.	3,14 %		3,37 %	

## KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.10.2008 – 30.9.2009

Palkkiot yhteensä (TER)	0,18 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,01 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,19 %
Salkun kiertonopeus	6,70 %
Lainaluokitukset (rating)	AAA / AA / A 100 %
Salkun korkoriski (duraatio)	0,26
Välityspalkkiot lähipiirille	0,00 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	0,08 %
Lähipiirin omistusosuus (30.9.2009)	0,55 %

## SUURIMMAT OMISTUKSET

	Maa	Osuus rahastosta
Määräaikainen talletus Tapiola 17.12.2009	Suomi	4,5 %
Määräaikainen talletus Tapiola 27.10.2009	Suomi	3,7 %
Sijoitustodistus Nordea 02.11.2009	Suomi	3,7 %
Yritystodistus Itella Oyj 28.01.2010	Suomi	3,7 %
Sijoitustodistus Aktia 15.03.2010	Suomi	3,3 %
Sijoitustodistus SHB 09.11.2009	Suomi	3,0 %
Sijoitustodistus Pohjola Pankki Oyj 01.12.2009	Suomi	3,0 %
Sijoitustodistus Ålandsbanken 01.02.2010	Suomi	3,0 %
Määräaikainen talletus Helsingin OP Pankki 01.10.2009	Suomi	2,7 %
Määräaikainen talletus Helsingin OP Pankki 20.10.2009	Suomi	2,6 %

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

## EURO-OBLIGAATIO

30.9.2009

## ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Obligaatioindeksirahasto, joka seuraa euroalueen valtioiden liikkeelle laskemien lainojen indeksiä.

## RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	14.10.1998
Tyyppi	Pitkät korot, euro-alue
Rahaston koko (milj. euroa)	51,4
Vertailuindeksi	EFFAS Bond Indices Euro Govt All > 1Yr
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,28 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintäpalkkio	ei
Kaupankäyntipalkkio lunastettaessa (maksetaan rahastoon)	0 % (0,2 %, jos sijoitusaika alle 3 kk)
Salkunhoitaja	Jani Holmberg / Jaana Timonen

## TUOTTO JA VOLATILITEETTI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	2,47 %	3,71 %	2,84 %	3,34 %
Vuoden alusta	3,55 %	4,52 %	4,40 %	4,29 %
1 v	10,15 %	5,06 %	10,60 %	4,89 %
3 v	15,31 %	4,55 %	15,67 %	4,13 %
5 v	23,13 %	3,94 %	25,22 %	3,72 %
10 v	64,98 %	3,74 %	70,17 %	3,64 %
Aloituspäivästä	65,09 %	3,75 %	70,25 %	3,68 %
Aloituspäivästä p.a.	4,68 %		4,95 %	

## KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.10.2008 – 30.9.2009

Palkkiot yhteensä (TER)	0,28 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,02 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,30 %
Salkun kiertonopeus	-59,80 %
Lainaluokitukset (rating)	AAA / AA / A 100 %
Salkun korkoriski (duraatio)	5,84
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	3,37 %
Lähipiirin omistusosuus (30.9.2009)	0,01 %

## SUURIMMAT OMISTUKSET

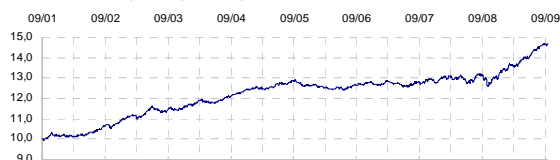
	Maa	Osuus rahastosta
Saksan valtion obligaatio 3,50% 04.01.2016	Saksa	10,2 %
Ranskan valtion obligaatio 4,25% 25.04.2019	Ranska	9,3 %
Italian valtion obligaatio 4,25% 01.08.2014	Italia	8,3 %
Ranskan valtion obligaatio 3,50% 25.04.2015	Ranska	8,1 %
Saksan valtion obligaatio 6,25% 04.01.2024	Saksa	7,5 %
Hollannin valtion obligaatio 3,75% 15.07.2014	Alankomaat	7,2 %
Itävallan valtion obligaatio 3,90% 15.07.2020	Itävalta	6,9 %
Saksan valtion obligaatio 4,0% 04.01.2018	Saksa	6,2 %
Espanjan valtion obligaatio 5,0% 30.07.2012	Espanja	4,2 %
Suomen valtion obligaatio 4,375% 04.07.2019	Suomi	4,2 %

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

**EURO CORPORATE BOND**

30.9.2009

**ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)**



Obligaatioindeksirahasto, joka seuraa yritysten liikkeelle laskemien euromääräisten lainojen indeksää.

**RAHASTON AVAINTIEDOT**

Aloituspäivä	14.9.2001
Tyyppi	Pitkät korot, euro-alue
Rahaston koko (milj. euroa)	58,5
Vertailuindeksi	Merrill Lynch EMU Corporates Non-Financial Index
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,33 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintä-/lunastuspalkkio (maksetaan rahastoyhtiölle)	ei
Kaupankäyntipalkkio lunastettaessa (maksetaan rahastoon)	0 % (0,2 %, jos sijoitusaika alle 3 kk)
Salkunhoitaja	Jani Holmberg / Jaana Timonen

**TUOTTO JA VOLATILITEETTI**

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	3,25 %	2,94 %	4,41 %	2,45 %
Vuoden alusta	9,76 %	3,68 %	14,36 %	3,34 %
1 v	12,94 %	4,31 %	14,43 %	3,88 %
3 v	15,30 %	3,80 %	16,65 %	3,31 %
5 v	20,62 %	3,32 %	24,57 %	2,98 %
Aloituspäivästä	46,81 %	3,28 %	55,22 %	3,10 %
Aloituspäivästä p.a.	4,89 %		5,61 %	

**KULUT JA TUNNUSLUVUT**

1.10.2008 – 30.9.2009

Palkkiot yhteensä (TER)	0,34 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,12 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,46 %
Salkun kiertonopeus	-15,45 %
Lainaluokitukset (rating)	AAA 4 %, AA 14 %, A 52 %, BBB 30 %
Salkun korkoriski (duraatio)	4,31
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	2,48 %
Lähipiirin omistusosuus (30.9.2009)	0,01 %

**SUURIMMAT OMISTUKSET**

	Maa	Osuus rahastosta
E.ON INTL FINANCE BV 5,75% 07.05.2020	Saksa	2,7 %
ROCHE HLDGS INC 5,625% 04.03.2016	Sveitsi	2,5 %
DEUTSCHE TELEKOM INT FIN 4,0% 19.01.2015	Saksa	2,4 %
GDF SUEZ 6,25% 24.01.2014	Ranska	2,3 %
ELECTRICITE DE FRANCE 4,625% 06.11.2013	Ranska	2,2 %
SHELL INTERNATIONAL FIN 4,50% 09.02.2016	Alankomaat	2,0 %
GLAXOSMITHKLINE CAPITAL 5,625% 13.12.2017	Iso-Britannia	1,7 %
TELECOM ITALIA FIN SA 7,25% 24.04.2012	Italia	1,7 %
ENEL-SOCIETA PER AZIONI 5,25% 20.06.2017	Italia	1,7 %
TELEFONICA EUROPE BV 5,125% 14.02.2013	Espanja	1,6 %

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

**SUOMI -INDEKSIRAHASTO**

30.9.2009

**ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)**



Suomalaisiin osakkeisiin sijoittava indeksirahasto.

**RAHASTON AVAINTIEDOT**

Aloituspäivä	1.4.1998
Tyyppi	Osakerahasto, Suomi
Rahaston koko (milj. euroa)	34,0
Vertailuindeksi	OMX Helsinki Benchmark Cap_GI
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,45 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintä-/lunastuspalkkio (maksetaan rahastoyhtiölle)	ei
Kaupankäyntipalkkio (maksetaan rahastoon)	0,1 % merkittäessä ja lunastettaessa (0,5 % lunastettaessa, jos sijoitusaika < 6 kk)
Salkunhoitaja	Jani Holmberg / Jaana Timonen

**TUOTTO JA VOLATILITEETTI**

	Rahasto		Vertailuindeksi*	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	19,36 %	21,72 %	19,81 %	21,51 %
Vuoden alusta	39,93 %	30,56 %	40,77 %	31,46 %
1 v	6,17 %	35,63 %	6,98 %	36,19 %
3 v	-13,73 %	27,32 %	-11,43 %	27,51 %
5 v	38,81 %	22,87 %	39,18 %	22,98 %
10 v	42,60 %	25,82 %	23,91 %	26,04 %
Aloituspäivästä	89,75 %	26,10 %	60,65 %	26,43 %
Aloituspäivästä p.a.	5,72 %		4,21 %	

\* Hintaindeksi 30.6.2005 asti, 1.7.2005 alk. Helsinki Benchmark Cap –tuottoindeksi.

**KULUT JA TUNNUSLUVUT**

1.10.2008 – 30.9.2009

Palkkiot yhteensä (TER)	0,46 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,13 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,59 %
Salkun kiertonopeus	39,70 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	0,52 %
Lähipiirin omistusosuus (30.9.2009)	0,12 %

**SUURIMMAT OMISTUKSET**

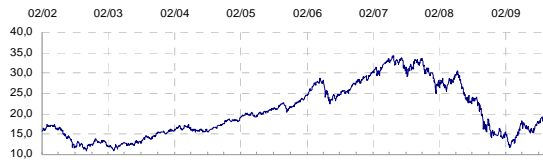
	Maa	Osuus rahastosta
Yhtiö	Maa	Osuus rahastosta
SAMPO OYJ-A SHS	Suomi	9,0 %
NOKIA OYJ	Suomi	8,9 %
FORTUM OYJ	Suomi	8,4 %
UPM-KYMMENE OYJ	Suomi	5,8 %
KONE OYJ-B	Suomi	4,4 %
TELIASONERA AB	Ruotsi	4,3 %
NORDEA BANK AB - FDR	Ruotsi	4,1 %
STORA ENSO OYJ-R SHS	Suomi	4,1 %
WARTSILA OYJ-B SHARES	Suomi	3,7 %
KESKO OYJ-B SHS	Suomi	3,0 %

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

## OMXH25 -INDEKSIOUSRAHASTO

30.9.2009

## ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



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

## RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	8.2.2002
Tyyppi	Osakerahasto, Suomi
Rahaston koko (milj. euroa)	145,6
Vertailuindeksi	OMX Helsinki 25 -osakeindeksi
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,11 - 0,18 % (rahaston koon mukaan)
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintäpalkkio	- / osakevälityspalkkio
Lunastuspalkkio	- / osakevälityspalkkio
Salkunhoitaja	Jani Holmberg / Jaana Timonen

## TUOTTO JA VOLATILITEETTI

	Rahasto		Vertailuindeksi*	
	Tuotto**	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	20,35 %	24,34 %	20,22 %	24,34 %
Vuoden alusta	27,09 %	34,00 %	27,08 %	34,11 %
1 v	-2,68 %	40,14 %	-2,74 %	40,25 %
3 v	-25,62 %	30,22 %	-25,76 %	30,22 %
5 v	15,59 %	25,11 %	15,60 %	25,12 %
Aloituspäivästä	23,04 %	23,42 %	22,95 %	23,39 %
Aloituspäivästä p.a.	2,75 %		2,74 %	

\* Huom! Hintaindeksi. \*\* OMXH25-indeksiosuusrahaston tuotto- ja volatiluissa ei ole otettu huomioon rahastosta maksettua tuotto-osuutta. Tuotto-osuuskorjattu luku julkaistaan Internetissä [www.seligson.fi](http://www.seligson.fi).

## KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.10.2008 – 30.9.2009

Palkkiot yhteensä (TER)	0,17 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,06 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,23 %
Salkun kiertonopeus	31,02 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	0,22 %
Lähipiirin omistussuosuus (30.9.2009)	0,0 %

## SUURIMMAT OMISTUKSET

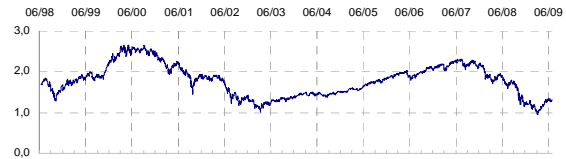
Yhtiö	Maa	Osuus rahastosta
SAMPO OYJ-A SHS	Suomi	10,6 %
NOKIA OYJ	Suomi	9,8 %
FORTUM OYJ	Suomi	9,7 %
KONE OYJ-B	Suomi	7,7 %
UPM-KYMMENE OYJ	Suomi	6,8 %
TELIASONERA AB	Ruotsi	6,3 %
NORDEA BANK AB - FDR	Ruotsi	4,9 %
STORA ENSO OYJ-R SHS	Suomi	4,4 %
METSO OYJ	Suomi	3,9 %
WARTSILA OYJ-B SHARES	Suomi	3,6 %

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

## EUROOPPA –INDEKSIRAHASTO

30.9.2009 (1.7.2008 asti Eurooppa 50 –indeksirahasto)

## ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Osakeindeksirahasto, joka seuraa DJ STOXX Sustainability -indeksiä.

## RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	15.6.1998
Tyyppi	Osakerahasto, Eurooppa
Rahaston koko (milj. euroa)	40,1
Vertailuindeksi	DJ STOXX Sustainability 1.7.2008 asti DJ STOXX 50 NDR
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,45 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintä-/lunastuspalkkio (maksetaan rahastoyhtiölle)	ei
Kaupankäyntipalkkio (maksetaan rahastoon)	0,1 % merkittäessä ja lunastettaessa (0,5 % lunastettaessa, jos sijoitusaika < 6 kk)
Salkunhoitaja	Jani Holmberg / Jaana Timonen

## TUOTTO JA VOLATILITEETTI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	17,60 %	19,62 %	17,76 %	19,58 %
Vuoden alusta	25,59 %	27,61 %	25,84 %	24,31 %
1 v	-1,19 %	36,35 %	-0,55 %	36,39 %
3 v	-23,97 %	26,46 %	-22,22 %	28,86 %
5 v	4,85 %	21,67 %	8,65 %	23,45 %
10 v	-16,36 %	23,54 %	-9,58 %	24,40 %
Aloituspäivästä	-8,55 %	23,77 %	2,47 %	24,40 %
Aloituspäivästä p.a.	-0,79 %		0,22 %	

## KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.10.2008 – 30.9.2009

Palkkiot yhteensä (TER)	0,46 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,16 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,62 %
Salkun kiertonopeus	13,21 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	0,51 %
Lähipiirin omistussuosuus (30.9.2009)	0,32 %

## SUURIMMAT OMISTUKSET

Yhtiö	Maa	Osuus rahastosta
HSBC HOLDINGS PLC	Iso-Britannia	5,4 %
NESTLE SA-REGISTERED	Sveitsi	4,2 %
BANCO SANTANDER SA	Espanja	3,6 %
TOTAL SA	Ranska	3,6 %
NOVARTIS AG-REG	Sveitsi	3,4 %
ROCHE HOLDING AG-GENUSSCHEIN	Sveitsi	3,1 %
TELEFONICA S.A.	Espanja	3,1 %
E.ON AG	Saksa	2,3 %
SIEMENS AG-REG	Saksa	2,1 %
BNP PARIBAS	Ranska	2,0 %

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

**AASIA -INDEKSIRAHASTO**  
30.9.2009 (31.3.2009 asti Japani –indeksirahasto)

**ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)**



Osakeindeksirahasto, joka seuraa DJ Sustainability Asia Pacific -indeksiä.

**RAHASTON AVAINTIEDOT**

Aloituspäivä	29.12.1999
Tyyppi	Osakerahasto, Aasia
Rahaston koko (milj. euroa)	13,6
Vertailuindeksi	Dow Jones Sustainability Asia Pacific 31.3.2009 asti TOPIX Core 30 Return Index
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,45 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintä-/lunastuspalkkio (maksetaan rahastoyhtiölle)	ei
Kaupankäyntipalkkio (maksetaan rahastoon)	0,1 % merkittäessä ja lunastettaessa (0,5 % lunastettaessa, jos sijoitusaika < 6 kk)
Salkunhoitaja	Jani Holmberg / Jaana Timonen

**TUOTTO JA VOLATILITEETTI**

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	7,57 %	15,72 %	10,30 %	17,65 %
Vuoden alusta	11,86 %	22,46 %	15,75 %	24,24 %
1 v	-4,58 %	30,62 %	-1,23 %	32,23 %
3 v	-32,29 %	24,31 %	-29,86 %	25,19 %
5 v	-11,37 %	21,70 %	-4,59 %	22,43 %
Aloituspäivästä	-69,76 %	24,65 %	-67,37 %	25,70 %
Aloituspäivästä p.a.	-11,53 %		-10,84 %	

**KULUT JA TUNNUSLUVUT**

1.10.2008 – 30.9.2009

Palkkiot yhteensä (TER)	0,65 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,34 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,99 %
Salkun kiertonopeus	113,23 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	5,33 %
Lähipiirin omistusosuus (30.9.2009)	0,82 %

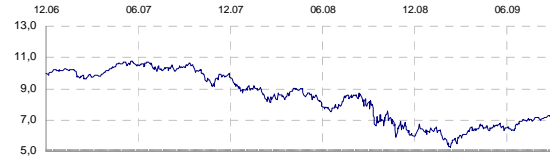
**SUURIMMAT OMISTUKSET**

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

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

**POHJOIS-AMERIKA –INDEKSIRAHASTO**  
30.9.2009 (1.7.2008 asti USA –indeksirahasto)

**ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)**



Osakeindeksirahasto, joka seuraa DJ Sustainability North America -indeksiä.

**RAHASTON AVAINTIEDOT**

Aloituspäivä	29.12.2006
Tyyppi	Osakerahasto, Pohjois-Amerikka
Rahaston koko (milj. euroa)	12,9
Vertailuindeksi	DJ Sustainability North America 1.7.2008 asti Dow Jones Industrial Average TR
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,43 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintä-/lunastuspalkkio (maksetaan rahastoyhtiölle)	ei
Kaupankäyntipalkkio (maksetaan rahastoon)	0,1 % merkittäessä ja lunastettaessa (0,5 % lunastettaessa, jos sijoitusaika < 6 kk)
Salkunhoitaja	Jani Holmberg / Jaana Timonen

**TUOTTO JA VOLATILITEETTI**

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	11,62 %	15,44 %	11,94 %	16,07 %
Vuoden alusta	19,60 %	28,28 %	20,38 %	28,92 %
1 v	-5,28 %	38,31 %	-4,42 %	38,99 %
Aloituspäivästä	-26,91 %	28,19 %	-26,43 %	28,81 %
Aloituspäivästä p.a.	-10,75 %		-10,54 %	

**KULUT JA TUNNUSLUVUT**

1.10.2008 – 30.9.2009

Palkkiot yhteensä (TER)	0,46 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,11 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,58 %
Salkun kiertonopeus	27,88 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	1,22 %
Lähipiirin omistusosuus (30.9.2009)	0,40 %

**SUURIMMAT OMISTUKSET**

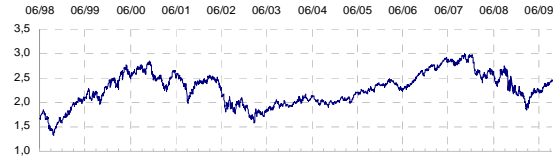
Yhtiö	Maa	Osuus rahastosta
MICROSOFT CORP	Yhdysvallat	4,4 %
GENERAL ELECTRIC CO	Yhdysvallat	3,8 %
JPMORGAN CHASE & CO	Yhdysvallat	3,8 %
PROCTER & GAMBLE CO	Yhdysvallat	3,7 %
JOHNSON & JOHNSON	Yhdysvallat	3,6 %
INTL BUSINESS MACHINES CORP	Yhdysvallat	3,4 %
CHEVRON CORP	Yhdysvallat	3,1 %
CISCO SYSTEMS INC	Yhdysvallat	2,9 %
COCA-COLA CO/THE	Yhdysvallat	2,4 %
HEWLETT-PACKARD CO	Yhdysvallat	2,4 %

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



**GLOBAL TOP 25 BRANDS**  
30.9.2009

**ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)**



Osakekorirahasto, joka sijoittaa maailman arvostetuimpiin tavaramerkkeihin.

**RAHASTON AVAINTIEDOT**

Aloituspäivä	18.6.1998
Tyyppi	Osakerahasto, maailma
Rahaston koko (milj. euroa)	36,1
Vertailuindeksi	50% MSCI Consumer Discretionary NDR 50% MSCI Consumer Staples NDR
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,6 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintä-/lunastuspalkkio (maksetaan rahastoyhtiölle)	ei
Kaupankäyntipalkkio (maksetaan rahastoon)	0 % merkittäessä ja lunastettaessa (0,5 % lunastettaessa, jos sijoitus aika < 6 kk)
Salkunhoitaja	Jani Holmberg / Jaana Timonen

**TUOTTO JA VOLATILITEETTI**

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	9,65 %	11,84 %	10,68 %	12,80 %
Vuoden alusta	13,02 %	20,72 %	19,27 %	20,78 %
1 v	-3,94 %	28,09 %	0,19 %	28,06 %
3 v	-2,52 %	20,67 %	-16,26 %	20,27 %
5 v	24,25 %	17,44 %	6,36 %	17,07 %
10 v	19,93 %	18,95 %	-1,56 %	17,28 %
Aloituspäivästä	45,53 %	19,45 %	2,88 %	17,36 %
Aloituspäivästä p.a.	3,38 %		0,25 %	

**KULUT JA TUNNUSLUVUT**

1.10.2008 – 30.9.2009

Palkkiot yhteensä (TER)	0,61 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,11 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,71 %
Salkun kiertonopeus	-19,84 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	8,05 %
Lähipiirin omistusosuus (30.9.2009)	0,15 %

**SUURIMMAT OMISTUKSET**

Yhtiö	Maa	Osuus rahastosta
UNILEVER NV-CVA	Alankomaat	7,5 %
COCA-COLA CO/THE	Yhdysvallat	7,3 %
MCDONALD'S CORP	Yhdysvallat	7,1 %
PROCTER & GAMBLE CO	Yhdysvallat	6,8 %
THE WALT DISNEY CO.	Yhdysvallat	6,6 %
COLGATE-PALMOLIVE CO	Yhdysvallat	4,1 %
DANONE	Ranska	3,8 %
BAYERISCHE MOTOREN WERKE AG	Saksa	3,8 %
KELLOGG CO	Yhdysvallat	3,7 %
NIKE INC -CL B	Yhdysvallat	3,7 %

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

**GLOBAL TOP 25 PHARMACEUTICALS**  
30.9.2009

**ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)**



Osakekorirahasto, joka sijoittaa maailman suurimpien lääkeyritysten osakkeisiin.

**RAHASTON AVAINTIEDOT**

Aloituspäivä	17.1.2000
Tyyppi	Osakerahasto, lääketieteellinen
Rahaston koko (milj. euroa)	20,3
Vertailuindeksi	MSCI Pharma & Biotech NDR
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,6 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintä-/lunastuspalkkio (maksetaan rahastoyhtiölle)	ei
Kaupankäyntipalkkio (maksetaan rahastoon)	0 % merkittäessä ja lunastettaessa (0,5 % lunastettaessa, jos sijoitus aika < 6 kk)
Salkunhoitaja	Jani Holmberg / Jaana Timonen

**TUOTTO JA VOLATILITEETTI**

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	6,54 %	9,87 %	8,05 %	11,67 %
Vuoden alusta	3,71 %	16,04 %	5,17 %	18,79 %
1 v	1,53 %	25,01 %	0,48 %	26,96 %
3 v	-12,89 %	18,25 %	-19,36 %	19,56 %
5 v	6,45 %	15,59 %	-3,53 %	16,96 %
Aloituspäivästä	-13,94 %	17,12 %	-24,79 %	19,01 %
Aloituspäivästä p.a.	-1,53 %		-2,89 %	

**KULUT JA TUNNUSLUVUT**

1.10.2008 – 30.9.2009

Palkkiot yhteensä (TER)	0,61 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,15 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,76 %
Salkun kiertonopeus	-26,03 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	3,75 %
Lähipiirin omistusosuus (30.9.2009)	0,30 %

**SUURIMMAT OMISTUKSET**

Yhtiö	Maa	Osuus rahastosta
ROCHE HOLDING AG-GENUSSCHEIN	Sveitsi	6,8 %
NOVARTIS AG-REG	Sveitsi	6,4 %
GLAXOSMITHKLINE PLC	Iso-Britannia	6,1 %
PFIZER INC	Yhdysvallat	6,1 %
JOHNSON & JOHNSON	Yhdysvallat	6,0 %
SCHERING-PLOUGH CORP	Yhdysvallat	4,8 %
WYETH	Yhdysvallat	4,0 %
TEVA PHARMACEUTICAL-SP ADR	Israel	3,8 %
BRISTOL-MYERS SQUIBB CO	Yhdysvallat	3,8 %
NOVO NORDISK A/S-B	Tanska	3,8 %

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

# CORPORATE GOVERNANCE

## - ELLER OM KONSTEN ATT TÄNKA SJÄLV

Under de senaste veckorna har medierna skrivit ovanligt mycket om *corporate governance*, dvs. god företagsstyrning. De finska Aktiespararna arbetar för att förvaltningsråden i börsbolag skulle avskaffas och politikerna i diverse länder försöker införa ett tak för bonusar inom finansbranschen. Även härvan om valfinansiering kan kanske definieras som ett slags kris i corporate governance för Finland Inc?

Själv har jag försökt fästa uppmärksamhet vid den orättvisa som uppstår då börsbolag kombinerar sina olika aktieserier till skilda priser. Bäst att börja med lite bakgrund.

I januari 1998 då jag ännu jobbade som analytiker på en bankfirma gjorde jag en studie av de finska börsbolagens styrelser och informationsgivning utifrån ett amerikanskt perspektiv (med metodik från tidningen *Business Week*). Studien väckte stort intresse för inget motsvarande hade tidigare gjorts i Finland. Centralhandelskammaren och EK hade visserligen året innan publicerat Finlands första CG-rekommendation, men ämnet var ännu okänt för de flesta.

De största bristerna inom finsk företagsstyrning för 12 år sedan var att en stor del av börsbolagen hade förvaltningsråd som utsåg bolagets styrelse, att styrelsen till en stor del bestod av personer som arbetade för bolaget och att nästan alla finska styrelser bestod enbart av finska medborgare. Man kunde faktiskt ha trott att det uppstått någon anomali i den globala fördelningen av intellektuellt kapital!

### Nya tider

Mycket har ändrats sedan dess och t.ex. Värdepappersföreningens arbete kan applåderas. De publicerade sin första rekommendation 2003 och en ny kod för bolagsstyrning 2008. Förbättringen inom börsbolagens CG har varit både stor och snabb. Idag är förvaltningsråd och av företaget beroende styrelsemedlemmar sällsynta och de flesta bolag ägnar mycket uppmärksamhet åt hur de behandlar CG-frågor.

De 59 (!) rekommendationer som Värdepappersmarknadsföreningen har utfärdat är dock på inget sätt heltäckande eller ens i alla avseenden särdeles vettiga. Varför skall t.ex. minst två styrelsemedlemmar vara oberoende av de största aktieägarna? Om inte ägaren skall bestämma i sitt bolag – vem skall bestämma? Det att han/hon inte får kränka de övriga ägarnas intressen är en annan sak, som enligt min åsikt bör stipuleras i lagen. *Det* kan inte vara bara en rekommendation.

Jag undrar också ofta vad en "oberoende" styrelseledamot är? Ett mellanstort börsbolag betalar årligen 30–40 000 euro åt varje styrelsemedlem och trevliga människor sitter ofta i 4–5 styrelser. Man bör väl vara ganska välbemedlad för att kunna påstå att man är helt oberoende av den årsinkomst på 120–200 000 euro som styrelseuppdragen ger?

I min studie från 1998 placerade sig Fiskars, Metra (Wärtsilä) och Tamfelt bland de 10 bästa bolagen ur ett CG-perspektiv. Alla tre bolagen har nyligen slagit ihop sina aktieserier på ett sätt som är orättvist för minoritetsägarna. Detta visar tydligt hur svårt det är att skilja mellan de bolag som genuint ser alla aktieägare som jämställda och de som bara följer reglernas och rekommendationernas bokstav.

### Favoriter: Buffett & Puuha-Nalle

Faktum är att vi inte behöver 59 rekommendationer utan en gyllene princip som framförts av försäkringsbolaget Berkshire Hathaways huvudägare Warren Buffett i bolagets "Ägarens manual" (hur många finska bolag har en sådan?): *"Although our form is corporate, our attitude is partnership. Charlie Munger and I think of our shareholders as owner-partners, and of ourselves as managing partners."*

Buffett kunde ha strukturerat sitt bolag som en placeringsfond och lyft ett arvode på 1 % årligen för att förvalta fonden. Istället jobbar han för 100 000 dollar per år och anställer 18 medhjälpare på huvudkontoret för en total kostnad på ca 30 miljoner dollar motsvarande 0,02 % av bolagets värde. Vi aktieägare sparar alltså 1,5 miljarder per år på herr Buffetts generositet. Tack Warren!

Det är knappast någon överraskning att Buffett, vars bolag har både röststarka A-aktier och röstsvaga B-aktier, har rådgivit sina aktieägare att B-aktien inte borde vara nämnvärt billigare än A-aktien (relativt det nominella värdet, som är 1/30 av A-aktiens). *"Our attitude is partnership."* Om jag var tvungen att välja ett enda bolag som jag litar fullständigt på i alla väder skulle mitt val vara självklart.

Och i Finland då? Min absoluta favorit av alla de bolag vi ägt är det lilla nöjesparksbolaget Puuharyhmä. Bolaget var en CG-mardröm: hela styrelsen var beroende av bolaget och de största aktieägarna. Men styrelsen lyfte aldrig några arvoden (!) och VD Erkki Mattila nöjde sig med en årslön på 68 570 euro (2005). Då spanska Aspro Ocio köpte Puuharyhmä fick minoritetsägarna givetvis samma pris som huvudägarna.

### Välj dina affärspartners!

Jag tycker att dessa exempel tydligt visar hur viktigt det är att med omsorg välja sina affärspartners, alltså ledningen i de bolag man placerar i. Därför är företagsledningen (begreppet omfattar både operativ ledning och styrelse) det allra viktigaste kriteriet för fonden Phoebus, som jag förvaltar.

Att bedöma personer är subjektivt och mycket svårt. Jag har gjort många misstag och kommer att göra fler. Men jag gör mitt bästa även framöver och jag försöker fokusera mig på själva människorna snarare än på hur bolagen uppfyller CG-rekommendationer på papper. Vi behöver reglering, men en förnuftig placerare behöver mer än så.

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

# MYYRÄNTYÖTÄ

ja sen torjuntaa



Voi sikanauta sentään! Eikö näitä myyriä saa millään kuriin?

Etkös vois itse tehdä jotain?

Perustetaanko firma?

Pitää kiirettä. Mutta voin laittaa puolet fyrkasta, jos sä hoidat homman.



Ninkun mulle A-osakkeita, joilla on äänivalta ja sulle B:tä, joilla sama osinko?

ok

Hieman myöhemmin...

MYYRÄT MÄKEEN OY



Herra toimitusjohtaja, olisi yritysjärjestelyehdotus - mainio ja edukas!

Mmmm?



Hyvä myyrävuosi, paljon osinkoa. Yhdistetään osakesarjat: äänivaltaisilla 1,2 per vanha osake ja vallattomilla vain yksi.

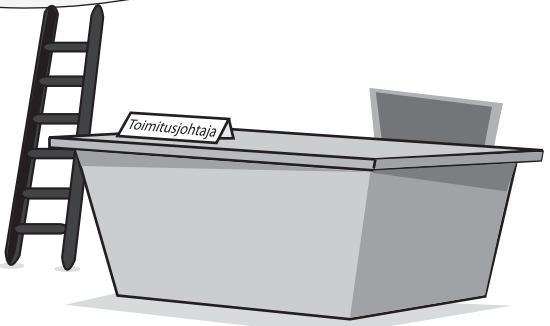
Saat enemmän osinkoa. Ja enemmistön, valta säilyy. Laskuni maksaa tietenkin firma. Joko aloitetaan?

Rrrggghhhrrrr!!! Näkisin punaista, jos ei olis mustavalkoinen sarjakuva - mäkeen siitä!



Yhtiökumppani, ehditkö palaveriin: toimialalaajennus!

JA NÄADÄT MYYRÄT MÄKEEN OY



## SELIGSON & CO

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

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

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

## PALVELUMME

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

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

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

## YKSINKERTAINEN ON TEHOKASTA!

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



SELIGSON & CO RAHASTOYHTIÖ OYJ

Erottajankatu 1-3, FIN-00130 Helsinki puh. (09) 6817 8200 fax (09) 6817 8222 sähköposti info@seligson.fi  
[www.seligson.fi](http://www.seligson.fi)