

# SELIGSON & CO

## VUOSIKATSAUS 2009

### ENNUSTE 10

**VUODEKSI** (alk s. 4)

**KULTAKUUMETTA** (alk s. 11)

### KIELTOLAKI AKTIIVISELLE SALKUNHOIDOLLE?

(alk. s. 24)

PHAROKSEN KATSALUKSESSA SITTEN KEHITTYVISTÄ  
MARKKINOISTA, PHOENIXISSA NOKIASTA, PHOEBUKSESSA  
KONECRANESISTA, PÅ SVENSKA OM ALKEMISTERNAS NYA GULD ...  
JA, DAA, SE VENÄJÄKIN MUUTTUI NÄKÖJÄÄN...



SELIGSON  
& CO

*Yksinkertainen on tehokasta.*

## SISÄLLYS

MAAILMA MUUTTUU.....	3
LUVUT PÖYTÄÄN!.....	4
TUNNUSLUKIJEN MÄÄRITELMIÄ.....	9
HUOMIOITA INDEKSIRAHASTOISTA.....	18
PITÄISIKÖ AKTIIVINEN SALKUNHOITO KIELTÄÄ LAILLA? .....	24
FINANSIELLA ALKEMISTERNAS NYA GULD.....	26
KESKITTYMINEN OLENNaiseen (SARJAKUVA) .....	27
AKTIIVISET RAHASTOT	
Varainhoitorahasto Pharos .....	6
Phoenix .....	10
Phoebus .....	13
Russian Prosperity.....	16
KORKORAHASTOT	
Rahamarkkinarahasto AAA.....	19
Euro-obligaatio .....	19
Euro Corporate Bond .....	20
INDEKSI- JA KORIRAHASTOT	
Suomi-indeksirahasto.....	20
OMXH25-indeksiosuusrahasto.....	21
Eurooppa-indeksirahasto.....	21
Aasia-indeksirahasto.....	22
Pohjois-Amerikka-indeksirahasto.....	22
Global Top 25 Brands .....	23
Global Top 25 Pharmaceuticals .....	23

**Tämä katsaus** julkaistaan neljännesvuosittain.

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

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

Rahastojen viralliset **osavuositarkastukset** (puolivuosittain) 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 kontto-reiden 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 publikationerna *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)) jo siinä vaiheessa, kun tiedostoa vielä viimeistellään painokuntoon. Jos et halua painettua versiota laisinkaan, ole ystävällinen ja ilmoita siitä sähköpostilla osoitteeseen [info@seligson.fi](mailto:info@seligson.fi) – kiitos!

© Seligson & Co Rahastoyhtiö Oyj  
ja Seligson & Co Oyj, 2010  
Vastuullinen toimittaja: Ari Kaaro  
Kuvitus: Jan Fagerås

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

**Rahastoihin sijoitetun varallisuuden arvo voi nousta tai laskea, eikä ole takeita siitä, että sijoitetun pääoman saa takaisin.** On siis hyvä ymmärtää mihin sijoittaa ja sijoittaa vain sellaiseen, minkä ymmärtää.

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

# MAAILMA MUUTTUU – MIHIN SUUNTAAN?

Vuosikymmenen vaihtuminen on hyvä aika katsoa taakse ja eteen. Niin myös tehdään monissa tämänkin katsauksen artikkeleissa. Heti seuraavalta sivulta alkaen lyödään pöytään jopa konkreettiset prosenttimääräiset tuottoennusteet, tietenkin asiaan kuuluvien varoitusten.

Vanhoiden ennustusten paikkansapitävyyden tarkastelu luo tervettä skeptisismiä uusia kohtaan. Otetaan esimerkki tunnetusta amerikkalaisesta talouslehti Fortunesta. Se julkaisi elokuun 2000 numerossaan artikkelin otsikolla ”10 osaketta seuraavalle vuosikymmenelle”. Lehti pyysi vinkkejä USA:n parhaina pitämiltään osakepöimijöiltä, teki omaa tulosanalyysejä ja jopa kokeili eri yritysten tuotteita. Tuloksena oli ”kymmenen yhtiötä, joiden uskomme olevan tulevan vuosikymmenen voittajia... Kaikilla on loistava johto ja kyky menestyä tapahtuipa makrotaloudessa mitä tahansa.”<sup>1</sup>

Tavoitteena oli siis nimenomaan valita osakkeita vuosikymmenen mittaiseen sijoitussalkkuun, ei vain kerätä epämääräisiä ostovinkkejä. Mihin osakkeisiin Fortune asiantuntijoiden päätyi ja miten valinnat onnistuivat? Taulukko vastaa:

Yhtiö	Kurssimuutos
Genentech	+ 142,9 %
<b>S&amp;P 500 –indeksi</b>	<b>- 7,7 %</b>
Oracle	- 32,9 %
Univision	- 41,2 %
Charles Schwab	- 50,0 %
Morgan Stanley	- 60,8 %
Nokia	- 70,0 %
CBS/Viacom	- 72,8 %
Broadcom	- 78,0 %
Nortel	- 100,0 % (konkurssi)
Enron	- 100,0 % (konkurssi)

Kurssimuutokset US\$ välillä 1.8.2000 – 31.12.2009. CBS/Viacomin osalta CBS:n kurssi, Univisionin hinta 28.3.2007 (ostettu pois pörssistä). Lähde: Bloomberg.

Merkittävintä yllä olevassa taulukossa on ”parhaiden asiantuntijoiden” valintojen menestys indeksiin nähden. Historiallinen tuotto ja asiantuntijoiden suositukset eivät ennusta tulevaa tuottoa, puhumattakaan siitä, että ne sitä takaisivat. Tämän muistaminen antaa hyvät eväät pärjätä sijoittamisessa keskimääräistä paremmin.

Fortunen artikkelin kaltaisia esimerkkejä löytyy monia ja niiden tulokset ovat enimmäkseen samanlaisia. Suomalaisesta näkökulmasta huomio kiinnittyy siihen, että Nokia oli mukana useimmilla amerikkalaisillakin Top Ten -listoilla. Teknologian tutuimmat nimet olivat muutenkin hyvin edustettuina, silmiinpistäväenä poikkeuksena tosin vuosikymmenen aikana kurssinsa nelinkertaistanut Apple.

Voi olla, että monet pudistelevat tässä vaiheessa päätään ja ajattelevat, että ”nuo olivat niitä hulluja vuosia, kyllähän se jo silloin tiedettiin että pian tullaan rytinällä alas”.

Todistusaineisto kertoo toista. Suomalaisten yksityis- ja ammattisijoittajien salkuissa oli vuonna 2000 osakepainoa enemmän kuin pari vuotta myöhemmin markkinoiden rajun laskun jälkeen, uuden nousun kynnyksellä.<sup>2</sup> Jos tietoa oli, ei sitä kovin moni käyttänyt hyväkseen. Jotkut kuitenkin: useita

yrityksistöjä vuoden aikana tehnyt Warren Buffett kirjoitti vuotta 2000 koskevassa kirjeessään yhtiönsä muille osakkeenomistajille: ”...olemme ottaneet uuden vuosituhatteen vastaan menemällä mukaan eturivin toimialoille: tiiliteollisuuteen, mattoihin, eristeisiin ja maaleihin. Koettakaa hillitä innostustanne.”<sup>3</sup>

## Yllätysten aika

Yllätyksiä riitti 2000-luvun aikana monella talouden ja sijoittamisen osa-alueella. World Trade Centerin terrori-iskut syöksivät sijoittajien tulevaisuudenuskon pohjalukemiin syksyllä 2001, mutta jo keväällä 2003 alkoi uusi nopea nousu.

Kiina, Intia, Venäjä ja Brasilia ampaisivat vuosikymmenen lopun menestysmarkkinoiksi, vaikka olivat sen alussa vielä useimpien sijoittajien tuottotutkaimen katvealueilla. Teknohuumassa ”unohdetut” raaka-aineet nousivat huimaan buumiin – kuten myös tiilet, matot, eristeet ja maalit. Halpa lainaraha virtasi yritys- ja asuntomarkkinoille. Asuntolainojen paketointi ja viipalointi vivuttivat rahoitusalan tuotot ja pankkiirien bonukset ennätyslukemiin. Asuntojen, öljyn ja samppanjan hinnat kipusivat kilpaa kurssien kanssa.

Sitten tuli finanssikriisi. Kolme Wall Streetin todellista jättiläistä – Bear Sterns, Lehman Brothers ja Merrill Lynch – hävisivät itsenäisten yritysten joukosta; Venäjä ja monet muut aiemmat tähtimarkkinat romahtivat täysin.

Muutosten nopeutta kuvaa se, että kymmenestä vuonna 2000 markkina-arvoltaan maailman suurimmasta yhtiöstä vain kaksi – Exxon Mobil ja Microsoft – kuuluvat kymmenen suurimman joukkoon nyt.<sup>4</sup>

Mitä uusi vuosikymmen tuo tullessaan? Lähtevätkö taloudet nousuun ja keskuspankit ryhtyvät koronnoistoilla hillitsemään ennennäkemättömistä elvytystoimista kumpuavaa inflaatiota? Muuttuuko ilmasto, loppuuko öljy, miten käy Nokian, metsäteollisuuden ja Suomen?

Muutos on varmaa – ja se, että yllätyksiäkin tulee taas. Sijoittaja varautuu parhaiten tulevaan pitämällä salkkunsu ydinosan hyvin hajautettuna, korot ja osakkeet omalle riskitasolle sopivassa tasapainossa, tähtäimen riittävän pitkällä ja sijoittamisen kustannukset kurissa. Me tarjoamme jatkossakin tähän kaikkeen helpokäyttöiset ja luotettavat työvälineet.

Mallillisen menestyksellistä uutta kymmenlukua!



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

**PS.** Kirjoitin alustavasti suunnitelmistamme uuden lain mukaisen pitkäaikaissäästämisen suhteen katsauksessamme (3/2009, s. 12). Konkreettisempaa kerrottavaa ei vielä ole. Palaamme asiaan.

1 ”10 Stocks to Last the Decade”, Fortune, August 2000  
2 Lähteet: Työeläkeyhtiöiden vuosikertomukset, Sijoitustutkimuksen rahastoraportit ja Suomen Pankin Rahoitusmarkkinaraportit  
3 Berkshire Hathaway, Chairmans Letter 2000  
4 Lähde: Bloomberg

# LUVUT PÖYTÄÄN!

Tätä ette olisi arvanneet: aion seuraavassa ennustaa osake- ja korkomarkkinoiden seuraavan 10 vuoden tuotoluvut. Kyllä, ihan oikeasti konkreettisilla numeroilla.

Uuden vuosikymmenen kääntyminen allakasta on herättänyt monelle halun tarkastella edellisen tapahtumia – se onkin jo ehditty nimetä ”menetetyksi vuosikymmeneksi” osakemarkkinoilla. Joukkolainoista kertyneitä tuottoja on taas monissa yhteyksissä pidetty erinomaisina, vaikka ne eivät juurikaan poikkea pitkien aikasarjojen keskimääräisistä tuotoista.

Osakemarkkinoiden ällistytävä heilahdus laidasta toiseen jätti monet laskussa pelästyneet sijoittajat rannalle viime vuoden noususta, mikä on herättänyt kovasti keskustelua sijoitusten ajoittamisen mahdollisuuksista ja mahdottomuudesta. Seuraavassa käyn näitä teemoja läpi ja teen samalla ennusteen markkinoiden kehityksestä seuraavalle vuosikymmenelle, vaikka se onkin vaikeaa ja epävarmaa.

## Joukko lainoja

Joukkolainamarkkinoiden tulevien tuottojen ennustaminen on osakemarkkinoita helpompaa. Näin siitä yksinkertaisesta syystä, että niiden tulevasta tuotoista valtaosa määrittyy sijoituksen tekohetken markkinatuotoilla. Jos eurovaltion liikkeeseenlaskeman joukkolainan pitää sen erääntymiseen asti, on tärkein kokonaistuottoon vaikuttava epävarmuustekijä se miten vuotuiset kuponkituotot sijoitetaan uudelleen.

Vuonna 2000 sai Suomen valtion 10 vuoden joukkolainaa hankittua noin 5,5 % vuosituotolla. Siitä kertyy tasaisen matkan taulukolla 71 % kokonaistuotto, jos oletetaan että kupongit voidaan sijoittaa uudelleen samalla tuotolla.

Sijoittaja, joka on pitänyt salkkunsaa korkoriskin jotakuinkin paikallaan, on saanut lisäpotkua laskevista koroista. Esimerkkiä selvästi lyhyemmällä eli noin 5-6 vuoden korkoriskillä (duraatio) toimiva Seligson & Co:n Euro-obligaattiorahasto on kerännyt samalla periodilla 5,2 % keskimääräisellä vuosituotolla *kulujensa jälkeen* 66 % kumulatiivisen tuoton. Samaa logiikkaa soveltaen voin ennustaa, että euroalueen joukkolainamarkkinat (ne hyvälaatuiset) tulevat antamaan seuraavan 10 vuoden kuluessa noin 40 % tuoton.

Yrityslainamarkkinoiden arviointi on luottoriskipreemion vuoksi haasteellisempaa: mukana on huomattavasti valtionlainoja suurempi riski siitä, onko luotonottajalla kyky maksaa laina korkoineen ajoissa takaisin.

Vaikka rahoituskriisin opit ovatkin hyvässä muistissa, rohkenen silti ennusteessa turvautua pitkällä aikavälillä keskiarvohakuisuuden lakiin. Näin toimien ynnään pitkien lainojen nykyisiin tuottoihin 1,2 % marginaalin ja ennustan hyvälaatuisten yritysainojen 10 vuoden kumuloituvaksi tuotoksi 60 % – ei hassumpaa.

Osakemarkkinoita ennustettaessa on tehtävä lisäoletuksia. Lähdän seuraavassa siitä, että osakkeiden erittäin pitkän aikavälin hieman alle 10 %:n vuotuisesta tuotosta puolet on kertynyt niiden osinkoina ja toinen puoli kurssikehityksenä. Edelleen oletan, että ”normaali” P/E-arvostuskerroin<sup>1</sup> liikkuu jossakin 15:n ympärillä. Lisäksi hyväksymme, että sijoittajien optimismin tai pessimismin aste määrää kuinka paljon tämä luku ”normaalivastaan” poikkeaa.

Osakemarkkinatuotot olivat 1980- ja 90-luvuilla huomattavasti pitkien keskiarvojen yläpuolella, joka johti mm. arvostustason nousuun poikkeuksellisen korkealle. Vuoden 2000 alussa länsimaisten osakemarkkinoiden P/E luvut olivat kivunneet yli 40:n. Kun rahoitusmarkkinoiden kriisi käynnisti pörssilaskun, painuivat P/E luvut ensimmäistä kertaa sitten 90-luvun alun alle pitkän aikavälin keskiarvojen. Reaalitalouden pudotessa lamaan notkahtivat yhtiöiden tulokset.

Massiivisten elvytystoimien vuoksi maailmantalous on taas alkanut herätä henkiin ja sijoittajien usko palata. Tätä ennustellen pörssit kääntyivät viime vuonna nousuun. Esimerkiksi voimakkaasti nousseen Helsingin pörssin P/E luku on alkaneen vuoden konsensusennusteilla juuri maagisen lukuarvon 15 kieppeillä, mutta pitää muistaa että siihen pääsemiseksi ennustetaan noin 40 % prosenttien keskimääräistä tulosparannusta. Mihin päädytään, jos tätä verrataan edellisen syklin keskiarvoihin?

Perinteiset kehittyneet markkinat ovat todennäköisesti epävarman ja hitaan talouskasvun alussa. Ekonomistit uskovat Euroopan yltävän 2010 1-2 prosentin talouskasvuun ja USA:n kiihtyvän hieman nopeammin. Sieltä ei siis näihin P/E-lukujen kehitykseen voida ainakaan vielä saada selitystä.

Monien kehittyvien markkinoiden talouskasvun uskotaan olevan moninkertaista. Tätä kirjoittaessa kehittyvien markkinoiden kehitystä mittaavan MSCI Emerging Markets indeksin P/E luku oli reilut 24 eli korkeimmillaan sitten vuoden 2000 kevään.<sup>2</sup> Jotta luku asettuisi lähelle pitkän aikavälin normaalia, pitäisi kehittyvien markkinoiden tulos-tason nousta kuluvan vuoden aikana yli 60 %. Tämä voi olla haastavaa: kehittyvienkin markkinoiden kurssinoususta on iso osa johtunut kertoimien kasvusta ja dollarin heikkoudesta, ei siis ainakaan pelkästään yhtiöiden todellisesta tuloskasvusta.

Sijoittaja tämä ei ole pelottanut. Suomalaisten vuoden 2009 uusista rahastosijoituksista noin puolet suuntautui kehittyville markkinoille – toivottavasti ei tule pettymyksiä. Toisaalta on selvää, että kehittyvien markkinoiden rooli on passiivisenkin sijoittajan salkussa noussut, koska kehittyvien talouksien osuus maailman pörssien markkina-arvosta on huomattavasti kasvanut. Ne ovat siis ilman muuta ennusteessa mukana.

Keskiarvolaskulla päädyn ennustamaan hyvin hajautetulle salkulle seuraavan kymmenen vuoden aikana 3,5 % tuloskasvua ja alun johdonmukaisuuden nimissä samansuuruisia osinkoa. P/E:n osalta oletus on stabiili 15. Näillä paramet-



reillä päästään siihen, että seuraavan kymmenen vuoden osakemarkkinatuotto olisi kohtuulliset 97 %.

Sitten välttämätön varoitus: mitä tahansa voi tapahtua. Oletukset voivat olla vääriä tai tuottavuuden, talouden, politiikan, energia-alan, väestönkehityksen muutokset tai pandemiaa aiheuttavien virusten mutaatiot saattavat yllättää meidät kaikki. Katsotaan 10 vuoden päästä.

### Entä ajoitus?

Tuottoja voi aina yrittää parantaa ajoituksella. Onneksi oikoon kaikille niille, jotka poistuivat osakemarkkinoilta kesällä 2007 ja tulivat takaisin maaliskuussa 2009! Useimmilta ammattilaisilta tämä ei kuitenkaan onnistunut, asiasta enemmän sivulla 9.

Osakesijoittamisen ajoitukseen liittyvän tilastollisen analyysin klassikoksi muodostuneen tutkimuksen<sup>3</sup> mukaan pitkienkin ajanjaksojen keskituottoihin vaikuttavat paljon vain varsin harvojen, mutta kohtuullisen suurien päivämuidosten tuotot. Esimerkiksi vuosien 1963-1993 välisenä ajanjaksona 95 % tuotoista kertyi kaikista pörssipäivistä vain 1,2 % aikana. Vastaavasti 99 % kaikista tuotoista kertyi ajanjaksona, joka edusti 5,9 % kaikista kuukausista. Siksi sijoittajan päätös näkemyksen vuoksi poistua markkinalta vain muutamiksi kuukausiksi saattaa ratkaisevasti laskea hänen pitkän aikavälin tuottoaan.<sup>4</sup>

### Pysyviä arvoja

Ajoituksen ja markkina-arvostusten ennustamisen mahdottomuuden lisäksi tempoilevaa sijoittajaa rasittavat aina edestakaisista liikkeistä syntyvät kustannukset.

Kaikki sijoittajat ryhmänä ansaitsevat väkisin markkinatuoton, siis ennen sijoittamisen kuluja. Tulevinakin vuosikymmeninä suuri osa bruttotuotosta tuhoutuu kuitenkin korkeisiin palkkioihin: välityspalkkioihin, rahastojen hallintopalkkioihin, merkintäpalkkioihin, varainhoidon kuluihin, veroihin ja neuvontakuluihin. Ennustamiani tuottoja ei siis moni oikeasti tule saamaan.

Konkreettiseksi muistutukseksi tarkastellaan vielä rahastosalkkua, joka muodostuu 50 % osakkeista ja 50 % korkosijoituksista ja jonka tuotto kehittyi aiemmin esitettyjen tuottoennusteiden mukaisesti. Jos sellaisen kokoa Seligson & Co:n indeksirahastoista ja pysyy valitsemansa riskitason mukaisessa allokaatiossa, tulee tuottoa rasittavaksi kokonaiskustannukseksi (TKA) arviolta 0,5 % vuodessa. Aktiivisen sijoittajan vastaavan salkun kustannusten voidaan arvioida olevan ainakin noin 2,5 %:n luokkaa.<sup>5</sup>

Piirretään näillä oletuksilla kuva varallisuudesta vuonna 2020. Kummassakin tapauksessa on oletettu alkusijoitukseksi 10 000 euroa ja sijoitusajaksi siis 10 vuotta. Tulevaisuudesta ei voi tietää, aktiivisuus voi onnistua tai epäonnistua ja niin



edelleen, mutta yllä oleva kuva heijastaa siis oletuksia menneen perusteella tehtävissä olevien rationaalisten oletusten valossa. Kumman sinä valitset?

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

### Viitteet:

- 1) P/E-luku kuvaa siis yhtiön markkina-arvon ja tuloksen suhdetta. Sitä voidaan laskea monella tavalla. P viittaa markkina-arvoon jonkin tietyn ajanhetken osakekurssilla, mutta E voi olla esimerkiksi edellisen tilikauden tulos, edellisen neljänneksen annualisoitu tulos tai ennustettu tulevan tilikauden tulos. Joskus E:stä myös poistetaan kertaluonteiset erät.  
  
P/E-luku ei millään tavalla ole yksiselitteinen yhtiön arvonnittari. Periaatteessa se kertoo kuinka monen vuoden voitot tarvitaan, jotta osake maksaa itsensä takaisin nyky hinnalla, mutta käytännössä tulokset muuttuvat ajan mittaan. Luku ei myöskään millään tavalla huomioi yrityksen velkaisuutta.  
  
Rajoituksistaan huolimatta P/E-luku intuitiivisyydessään käy kuitenkin hyvin kirjoituksen epäteieteellisiin tarkoituksiin.
- 2) Lähde: Bloomberg
- 3) Stock Market Extremes and Portfolio Performance (commissioned by Towneley Capital Management) by Prof. N. Seyhun University of Michigan. Tutkimus käsittelee USA:n markkinaa.
- 4) Tutkimuksen mukaan myös pahimmat laskut osuvat vain verrattain harvoihin pörssipäiviin ja jos sijoittaja onnistuisi arvaamaan ne etukäteen, olisi sillä merkittävästi tuottoja nostava vaikutus.
- 5) Asiaan liittyy niin monia yksityiskohtia, että kyseessä on väkisin arvio. Aktiivisten rahastojen hallinnointikulut ja kaupankäyntipalkkiot (jotka näkyvät TKA-luvussa, mutta ei yleisesti käytetyssä TER-luvussa) ovat korkeammat. Toisaalta aktiivisuus maksaa kaupankäyntikuluna, veroina ja useimmille myös vääjänä ajoituksena, vaikka salkku toteuttaisiinkin esimerkiksi edullisilla ETF:illä, ks. esim. Dalbar-yhtiön sijoittajien valintoihin pureutuva tutkimussarja: [www.gaib.com](http://www.gaib.com).

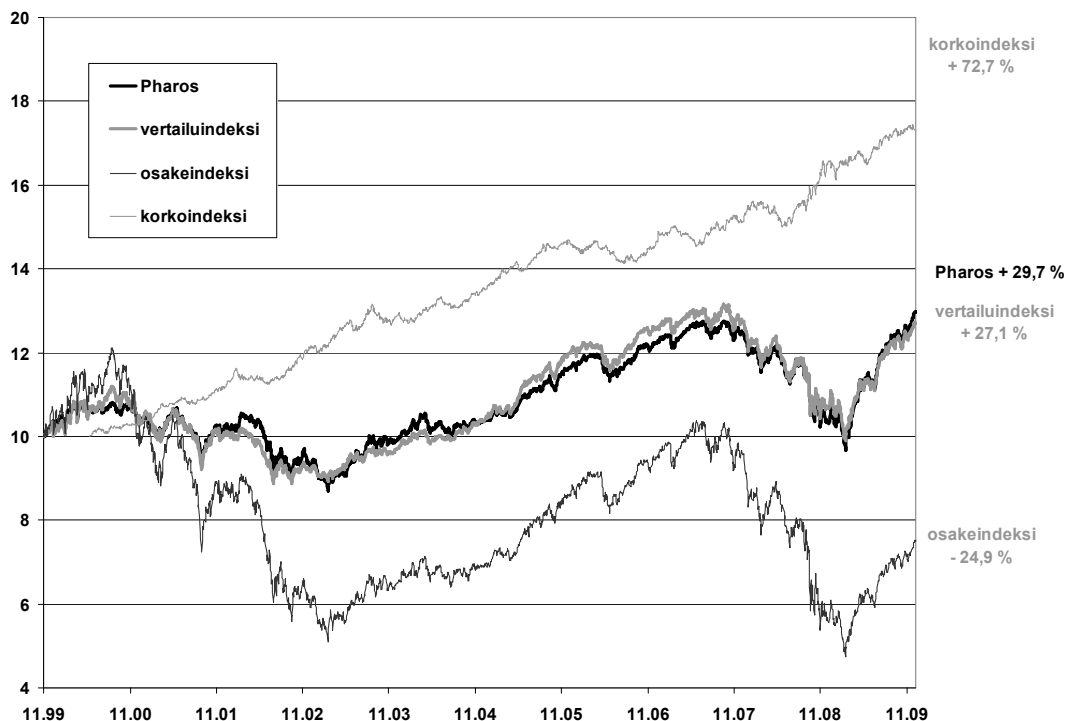
VARAINHOITORAHASTO PHAROS  
31.12.2009

Varainhoitorahasto, joka sijoittaa osake- ja korkomarkkinoille.

**Pharos ja vertailuindeksit**

Euro

24.11.1999 - 31.12.2009



**RAHASTON AVAINTIEDOT**

Aloituspäivä	24.11.1999
Tyyppi	Yhdistelmärahasto
Rahaston koko (milj. euroa)	8,2
Vertailuindeksi	Korot: EFFAS Bond Indices EuroGovtAll (50 %) Osakkeet / maailma: MSCI AC World NDR (35 %) Osakkeet / Eurooppa: STOXX 50 NDR (15 %)
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,35 % + enintään 0,85 % p.a.*
Tuottosidonnainen palkkio	on
Merkintäpalkkio	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	4,53 %	6,56 %	3,18 %	6,17 %
1 vuosi	25,36 %	8,84 %	18,47 %	9,02 %
3v	5,96 %	8,34 %	1,12 %	9,24 %
5v	25,27 %	6,99 %	22,60 %	7,76 %
10 v	25,17 %	7,24 %	22,90 %	7,91 %
Aloituspäivästä	29,68 %	7,22 %	27,13 %	7,90 %
Aloituspäivästä p.a.	2,60 %		2,40 %	

**KULUT JA TUNNUSLUVUT / VIITTEET**

\* Juoksevat kiinteät kulut 31.12.2009, sisältää myös kohderahastojen palkkiot, mutta ei niiden mahdollisia tuottosidonnaisia palkkioita.

\*\* Pharoksen kiertonopeusluku ei sisällä kohderahastojen lukuja eikä määräajoin uusittavia sijoitustodistuksia, talletuksia tai rahamarkkinarahastosijoituksia. Em. Rahamarkkinavälinekauppojen kanssa kiertonopeusluku on 93,9 %.

**KULUT JA TUNNUSLUVUT**

1.1.2009 – 31.12.2009

Palkkiot yhteensä (TER)	0,83 % *
	0,35 % (mahd. myös osassa kohderahastoja)
Tuottosidonnainen palkkio (vuoden alusta)	
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	23,6 % **
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksi-poikkeama (tracking error)	4,07 %
Lähipiirin omistusosuus (31.12.2009)	3,3 %

OSUUS OSAKESIJOITUKSISTA	Osuus osakkeista	Allokaatio
S&Co Eurooppa -indeksirahasto	26,0 %	Osakesijoitukset yhteensä 62,6 %
DJ STOXX Small 200 -indeksiosuus	4,8 %	
S&Co Suomi -indeksirahasto	2,9 %	
S&Co Pohjois-Amerikka indeksirahasto	21,0 %	Korkosijoitukset yhteensä 37,4 % (duraatio 2,5 v)
Nasdaq 100 -indeksiosuus	4,7 %	
S&Co Global Top 25 Brands	4,2 %	
S&Co Global Top 25 Pharmaceuticals	4,6 %	
S&Co Phoebus	6,0 %	
S&Co Aasia	7,6 %	
CIF Asia&Pacific (ex Japan)	4,5 %	
CI Emerging Markets	6,4 %	
S&Co Russian Prosperity	4,3 %	
MSCI Brazil -indeksiosuus	3,0 %	
Pitkät korkosijoitukset	18,9 %	
Lyhyet korkosijoitukset	18,5 %	



## SALKUNHOITAJALTA

Pharoksen osakesijoitusten vertailuindeksi jatkoi vuoden viimeisen neljänneksen aikana nousuaan (5,9 %). Osakemarkkinoilla vuosi 2009 oli 32,5 %:n nousullaan rahaston historian paras. Vielä on kuitenkin matkaa tasoille, joilla oltiin vuoden 2007 huipussa tai 10 vuotta sitten. Korko-indeksi kääntyi viimeisellä neljänneksellä -0,3 % laskuun. Kokonaisvertailuindeksin vuosituotto oli 18,5 % ja Pharoksen 25,4 %, kummatkin rahaston 10 vuoden historian ennätysiksi.

Osakepainomme (63 %) on nyt rahaston historian korkein, mutta toki alle sääntöjemme 70 %:n maksimin. Osakepainon nousu viime katsauksen 61 %:sta johtuu osittain kurssinoususta, mutta olen myös ohjannut rahaston nettomerkintöjä (kiitos luottamuksesta!) suhteellisesti enemmän osake- kuin korkomarkkinoille.

Sijoituksistamme parhaiten tuotti vuosineljänneksen aikana Venäjä (+25 %) – samoin kuin koko vuonna (+176 %). Heikoin osakesijoituksemme (+2 %) oli vuosineljänneksen aikana vasta syksyllä salkkumme ostettu eurooppalaisiin pienyhtiöihin sijoittava STOXX Small 200 -indeksiosuusrahasto. Vuositasolla perää pitää lääketieteelliseen sijoittava Global Top 25 Pharmaceuticals -rahastomme 10 %:n tuotolla.

Uusin lisäys osakesalkkumme on Brasiliaan sijoittava iShares MSCI Brazil indeksiosuusrahasto, joka 0,74 %:n vuotuisella hallinnointipalkkiolla on käsittääkseni edullisin eurooppalaisen UCITS-rahastodirektiivin vaatimukset täyttävä Brasilia-rahasto. Tuntuu toki hieman arveluttavalta tehdä merkittävä lisäsijoitus markkinoille, joilla kurssitaso on viimeisen vuoden aikana tuplaantunut, mutta salkkumme kehittyvien markkinoiden osuuden yhä kasvaessa oli haettava lisää hajautusta ja Brasilia on ollut Pharoksessa alipainotettu. Valitsemamme Brasilia-rahaston varat on hajautettu n. 70 yhtiön osakkeisiin. Öljy ja muut raaka-aineet kattavat indeksistä yli puolet.

Osakesijoitustemme maantieteellisen allokaation suhteen jatkamme vertailuindeksiimme nähden reippaassa ylipainossa kehittyvillä markkinoilla (19 % vs. 10 %) ja vastaavasti alipainossa eurooppalaisissa osakkeissa (41 % vs. 50 %). Toimialojen suhteen kallistumme hieman kulutustavaroiden suuntaan, rahoitusalan kustannuksella.

### Salkun poikkeamia

Kun Hämeen sydämessä lähestyy Toijalantietä pitkin Urjalan asemaa, tulee tienvarressa vastaan hauska kukkakaupan mainoskyltti: ”Kukkia poikkeaville!” Kehotus toteutuu omalla tavallaan myös varainhoidossa. Joka vuosi monet salkunhoitajat ottavat reippaasti aktiivista riskiä poiketen vertailuindeksistään ja onnistuneet palkitaan rahan lisäksi kukilla, kuohuvalla ja myönteisellä talouslehtijulkisuudella.

Vähemmälle huomiolle jäävät ne, joiden poikkeaminen sattui menemään ajotieltä ns. metsään. Sijoittajan ongelma on aina sama: miten onnistua valitsemaan tulevat menestyvät jo etukäteen. Historiallinen tuotto kun ei tunnetusti auta.

Pharoksen maltilliseen sijoitustyyliin kuuluu pysytellä rauhallisesti valitulla ajokaistalla. Poikkeamme sijoitus-suunnitelmastamme (vertailuindeksistämme) vain harvoin. Merkittävästi vertailuindeksistä poikkeavaa näkemystä otan vain silloin, kun markkinoiden hinnoittelu poikkeaa huomattavasti pitkän aikavälin normaalitasoista. Näin rahastoon sijoittava tietää aina, millaiseen kyytiin on astunut mukaan.

Joitakin poikkeuksia vertailuindeksistämme on silti myös rahastomme nykyrakenteessa. Korkosalkkumme ei edelleenkaan peilaa vertailuindeksiämme, jossa kaikki korkosijoitukset ovat hyvän luottokelpoisuuden omaavissa pitkissä valtion lainoissa. Puolet korkosijoituksistamme on nyt alhaisen luotto- ja korkoriskin lyhyen koron (alle 1 v) sijoituksissa. Salkun korkoriski eli duraatio, 2,5 vuotta, on reippaasti alle vertailuindeksin kuuden vuoden. Pitkät korot, lähinnä korkean luottokelpoisuuden omaavien valtioiden lainat, ovat historiallisen alhaisella tasolla. Toistaiseksi vältämme sijoittamista niihin. Pidemmistä korkosijoituksistamme 80 % on tehty alhaisemmalla korkoriskillä mutta suuremmalla luottoriskillä yritysainoihin ja heikomman luottoluokituksen eli ”high yield” valtion lainoihin.

Tällä hetkellä myös osakesalkun koostumus poikkeaa vertailuindeksistä sen verran, että eroa on syytä kommentoida. Meillä on nimittäin vertailuindeksiin nähden tuplasti enemmän sijoituksia kehittyvien markkinoiden osakkeissa.

### Kehittyvät kehittyvät

Kehittyvien markkinoiden osuus on noussut myös indekseissä. MSCI World -maailmanindeksissä niiden paino on tällä hetkellä 14 %, kun se kymmenen vuotta sitten oli muutamien prosenttien luokkaa. On selvää, että kehittyvät markkinat kuuluvat nykyisin osaksi hyvin hajautettua osakesalkkua. Koska Pharoksen osuudenomistajat ovat euroilla sijoittavia suomalaisia, on osakevertailuindeksissämme MSCI World -indeksin 70 %:n lisäksi 30 % Eurooppaa. Näin kehittyvien markkinoiden osuus vertailuindeksissämme on 10 %, mutta Pharoksen salkussa tällä hetkellä peräti 19 %.

Finanssikriisistä alkanut talousromahdus on koetellut eniten USA:n ja Euroopan kehittyneitä markkinoita. Näiden velkaantuneiden talouksien kasvun odotetaan olevan vaatimattomaa useita vuosia eteenpäin. Monien läntisten talouksien rakenteet kaipaavat täysremonttia, jota hyvinvointivaltioissa ei demokraattisella prosessilla tunnuta saatavan aikaiseksi.

Kehittyvät markkinat näyttävät sen sijaan jatkavan kehittymistään. Kymmenen vuoden takaiset velkaongelmat, joita kaikilla näistä maista ei edes ollut, on pääosin hoidettu. Myös



riippuvuus länsimarkkinoista on vähentynyt ja talouskasvun odotetaan jatkuvan 5-10 % vauhdilla.

MSCI EM -kehittyvien markkinoiden indeksissä on mukana 22 pörssin markkina-arvolla mitattuna suurinta kehittyvää taloutta. Suurimpana on 15,4 %:n painolla Brasilia ja pienin on 0,05 % painolla Puola. Kehittyneen "vanhan maailman" sijoittajat ovat niputtaneet kehittyviin maihin käytännössä kaikki ne maat ja maanosat, jotka jäävät Pohjois-Amerikan, läntisen Euroopan, Japanin ja Australian ulkopuolelle.

Tämän erittäin karkean luokituksen takia kehittyvien markkinoiden indeksiin sisällään pitämien maiden kehityksasteissa on merkittäviä eroja. Sijoittaminen Etelä-Koreaan, Singaporeen tai Hong Kongiin on aivan eri asia kuin sijoittaminen Filippiineille, Kolumbiaan tai vaikkapa Unkariin. En ole myöskään lainkaan varma ovatko esim. kehittyviksi markkinoiksi luokitellut Israel tai Etelä-Afrikka monia ns. kehittyneitä maita jotenkin "jäljessä".

Monet länsimaiset sijoittajat vierastavat edelleen liian riskipitoisiksi miellettyjä maita, kuten esim. Venäjää tai Brasiliää. Siksi näiden maiden osakkeet ovat usein vastaavia länsimaisia edullisempia. On vaikea arvioida, kuinka hyvin eri kehittyvien maiden osakekurssit heijastavat niiden todellista kasvupotentiaalia tai riskiä. Sijoitan kuitenkin miellelläni osan osakesalkustamme maihin, joissa talouden ja yritysten kasvuvauhti on nopeampaa ja osakkeet joskus jopa reilusti edullisemmin arvostettuja kuin hitaamman kasvun maissa. Riskien hallinnassa hyvä hajautus on paikallaan.

Pharos sijoittaa kehittyville markkinoille viiden eri rahaston kautta (ks. s. 7). Kuten alla olevasta taulukosta käy ilmi, olemme ylipainossa Venäjällä ja Brasiliassa. Tärkein syy tähän on näiden maiden osakkeiden edullinen arvostus. Venäläisille ja brasilialaisille yrityksille vuodelle 2010 ennustetut keskimääräiset P/E -luvut ovat 8,8x ja 13,8x, vastaavat ennusteet Kiinalle ja Intialle ovat 19,0x ja 16,2x (lähde: *Bloomberg*). Kannattaa kuitenkin huomata, että nämä ovat vain ennusteita eikä voida olla mitenkään varmoja siitä, että ne johtavat parempaan osakemarkkinatuottoon.

**Kehittyvien markkinoiden osakepainot  
Pharoksessa ja MSCI EM -indeksissä (%)**  
31.12.2009

	MSCI EM	Pharos
Brasilia	15,4	17,7
Etelä-Korea	12,4	10,5
Kiina	11,1	9,9
Taiwan	10,4	5,4
Etelä-Afrikka	7,9	1,2
Hong Kong	6,7	3,0
Intia	6,5	4,1
Venäjä	6,1	35,8
Meksiko	4,8	1,5
Israel	3,3	0,0
Muut	15,6	10,9

Kaikista osakesijoituksistamme on kehittyvillä markkinoilla 19 %, joten taulukosta voi myös laskea, että esim. Brasilian painomme on 3,3 % (17,7 % x 19 %). Vastaavasti Venäjällä (ja muissa IVY-maissa) on peräti 6,8 % osakesijoituksistamme. Salkkumme osakepainon ollessa 63 % on esim. venäläisten osakkeiden paino koko salkussa 4,3 %. Tämä johtuu ennen muuta Venäjän markkinoiden vahvasta noususta viime vuoden aikana.

### Aktiivisesti kehittyvillä

Kehittyvien maiden pörssien toimialarakenteissakin on huomattavia eroja. Öljy- ja muut raaka-aineyhtiöt kattavat suurimman osan pörssien markkina-arvosta Venäjällä (77 %) ja Brasiliassa (55 %). Kiinan pörssin Xinhua-indeksistä peräti 47 % on pankkeja ja muita rahoitusalan yhtiöitä. Intian pörssissä valmistavan teollisuuden paino on yli 40 % ja raaka-aineyrityksiä ei indeksissä ole juuri lainkaan.

Kehittyviin maihin sijoittaminen on kustannuksiltaan melkein poikkeuksetta kalliimpaa länsimaihin verrattuna. Pharoksen näiden alueiden sijoituksista maksamme vuotuista hallinnointipalkkioita vähiten Seligson & Co Aasia -indeksirahastossa (0,45 %, mukana tosin merkittävä Japani-paino) ja edellä mainitussa Brasilia-ETF:ssä (0,74 %).

Kallein aktiivisesti hoidettu rahastomme on Capital Internationalin Emerging Markets -rahasto 1,75 % palkkiolla. Venäjälle sijoittavasta Russian Prosperity -rahastosta maksamme 1,4 % kiinteää palkkiota ja 15 % tuottosidonnaista palkkiota indeksiin ylittävästä vuosituotosta.

Käytämme kehittyvien markkinoiden sijoituksissa enemmän aktiivisia rahastoja kuin kehittyneillä markkinoilla. Kehittyneemmällä markkinnoilla indeksit ovat yleensä laajempia ja monipuolisempia ja kuvaavat tehokkaammin koko maan tai maanosan taloudellista aktiviteettia. Lisäksi yritykset ovat kehittyneissä maissa laajemmalla piirillä ja perusteellisemmin analysoituja, joten indeksiin voittaminen on siten aina vain vaikeampaa. Jopa 90% Pharoksen sijoituksista kehittyneille markkinoille onkin tehty kustannustehokkaisiin passiivisiin rahastoihin.

Ainakin toistaiseksi indeksipoikkeamasta on kuitenkin kehittyvillä markkinoilla kannattanut maksaa indeksirahastoa enemmän. Russian Prosperity -rahastomme on noin kymmenen toimintavuotensa aikana tuottanut 21 % vuodessa, indeksituoton jäädessä 17 %:iin. Myös Capital Internationalin rahastot ovat tuottaneet indeksejään paremmin.





## Älä osta ja pidä – vaan osta minulta!

Mediassa esiintyneiden sijoitusasiantuntijoiden loppuvuoden suosituimpia neuvoja on ollut ”osta ja pidä ei enää toimi, nyt on osakepoimijan markkinat”. No, nyt on hyvä aika sanoa näin, koska vuosituhannen alun huipulta lasketut 10 vuoden osaketuotot ovat vaatimattomia tai negatiivisia. Lausujat toki pyrkivät yleensä myös myymään omaa asiantuntemustaan osakepoiminnan tueksi. Sama koskee ajoitusta. Linaan Kauppalehteä (30.12.2009): *”Jatkossa ajoituksesta sijoittajan välineenä tulee entistä tärkeämpi, sillä sijoitusviisaat ennustavat markkinaheilunnan voimistuvan entisestään.”*

On toki selvää, että onnistunut osakepoiminta ja onnistunut ajoitus tuottavat tulevaisuudessa paremmin kuin markkinat keskimäärin. Mutta ei se aikaan liity: *onnistunut* aktiivisuus tuottaa keskimääräistä paremmin *aina*. Eikä aikaan liity myöskään asiaan liittyvät ongelmat: aktiivisuus tuo kustannuksia ja epäonnistumisen riskejä ja sijoittajan tai salkunhoitajan on lähes mahdotonta onnistua kerta toisensa jälkeen muita ammattilaisia paremmin.

Sitä paitsi tämä pitäisi ehkä ajatella toisin päin, kuten kollega Anders Oldenburg totesi Arvopaperilehdessä (11/2009): *”...osta ja pidä strategian mielekkäisyys kyseenalaistetaan aina, kun kurssit ovat pohjilla. Eikö tuottonäkymistä kannattaisi pikemminkin olla huolissaan kurssihuippujen aikana?”*

Käytännössä ainakin ajoittaminen on jälleen kerran osoittautunut vaikeaksi. Arvopaperi-lehden (12/2009) mukaan viime helmikuun lopussa, kun osakkeet olivat tämän syklin pohjilla, 21:stä suomalaisesta osakepainotteisesta yhdistelmärahastosta vain kahdessa osakepaino oli korkeammalla kuin normaalitylanteessa (kyllä, toinen näistä oli Pharos). Muut 19 rahastoa olivat alipainossa neutraaliallokaatioonsa nähden. Markkina-näemyksen ottaminen ei nytkään ollut kannattavaa. Peräti 18 tarkastelluista 21:stä rahastosta hävisi passiivisen rauhallisesti sijoitus suunnitelmaansa seuranneelle Pharokselle vuoden 2009 tuottovertailussa.

No, vertailuja tulee ja menee. Tärkeämpää on että pysymme valitsemallamme ajokaistalla ja etenkin se, että käsitykseni mukaan Pharos on edelleen kokonaiskuluiltaan Suomen edullisin yhdistelmärahasto. Vertailu olisi toki helpompaa, jos kaikki rahastot julkaisisivat kokonaiskuluunsa.

Lopuksi muistuttaisin vielä, että jos oma riskinottohalukkuus merkittävästi poikkeaa 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)



## RAHASTOJEN TUNNUSLUKUJEN MÄÄRITELMIÄ

### Volatiliteetti / standardipoikkeama

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

### Indeksipoikkeama (tracking error / aktiivinen riski)

Indeksipoikkeama 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 veloittavat 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 raportimme myös rahastojen kokonaiskulut. Pharoksen osalta TER sisältää myös kohderahastojen kiinteät kulut.

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

### Kokonaiskulut / TKA

Kaikki rahastopääomasta veloittavat 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.

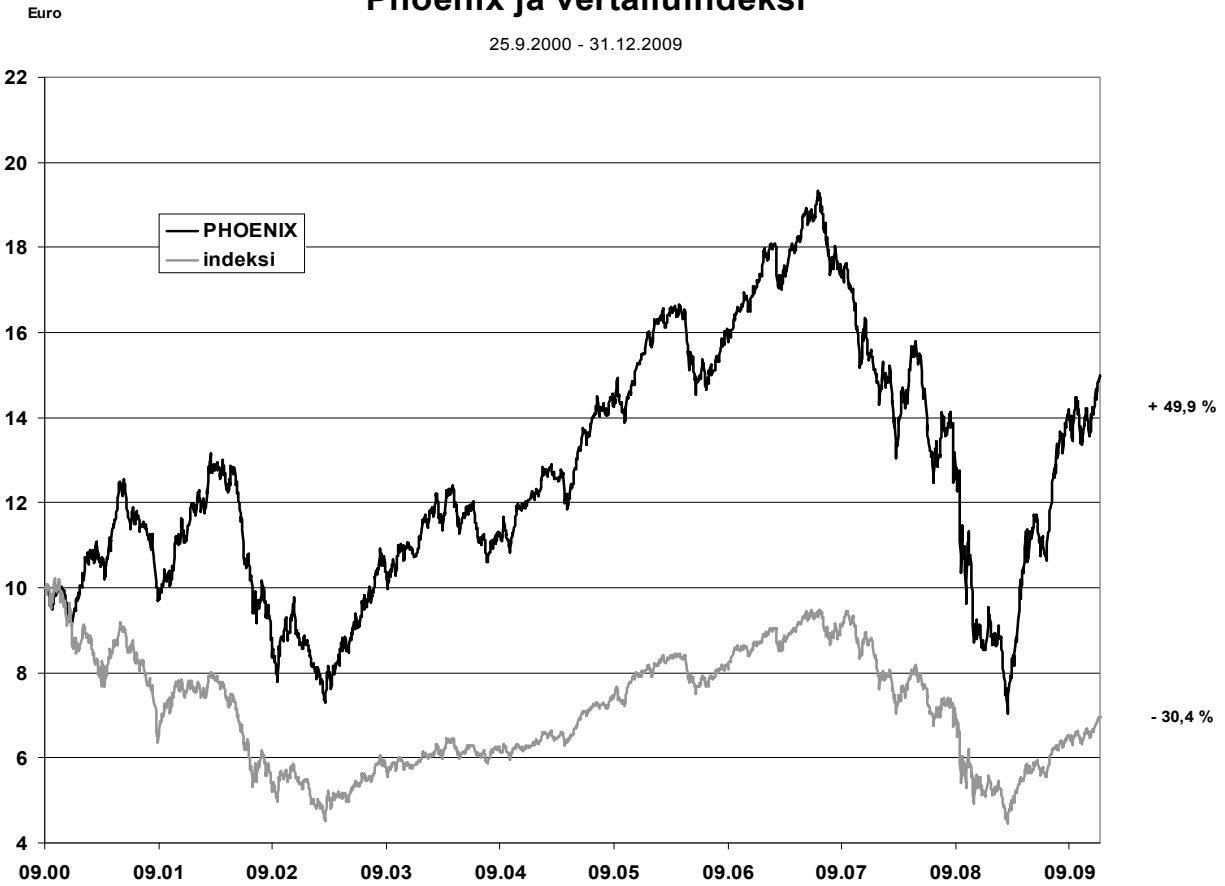
### Korkoriski (duraatio)

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 prosenttiyksikköä, niin joukkolainan arvo muuttuu (-/+) 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 indeksipoikkeaman (tracking error) lisäksi. Julkaisemme kuitenkin Sharpen luvun Sijoitusrahastoyhdistyksen suosituksen mukaisesti rahastojen virallisissa tilinpäätös- ja

## Phoenix ja vertailuindeksi



### RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	25.9.2000
Tyyppi	Kansainvälinen osakerahasto
Rahaston koko (milj. euroa)	9,7
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	6,83 %	18,47 %	6,63 %	11,61 %
1 v	73,23 %	24,96 %	33,86 %	19,05 %
3 v	-12,90 %	23,43 %	-20,20 %	22,18 %
5 v	23,27 %	19,42 %	11,11 %	18,35 %
Aloituspäivästä	49,88 %	18,95 %	-30,36 %	18,92 %
Aloituspäivästä p.a.	4,46 %		-3,83 %	

### KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.1.2009 – 31.12.2009

Palkkiot yhteensä (TER)	2,11 %
Tuottosidonnainen palkkio (vuoden alusta)	0,98 %
Kaupankäyntikulut	0,06 %
Kokonaiskulut (TKA)	2,17 %
Salkun kiertonopeus	-6,14 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksi-poikkeama (tracking error)	12,82 %
Lähipiirin omistusosuus (31.12.2009)	11,81 %

### SUURIMMAT OMISTUKSET

Yhtio	Maa	Osuus rahastosta
RHODIA SA	Ranska	5,8 %
CHAODA MODERN AGRICULTURE	Kiina	4,6 %
TATE & LYLE PLC	Iso-Britannia	4,5 %
MICRON TECHNOLOGY INC	Yhdysvallat	4,5 %
TENET HEALTHCARE CORP	Yhdysvallat	4,4 %
M-REAL OYJ-B SHARES	Suomi	3,9 %
PEARL EXPLORATION AND P-SDR	Kanada	3,9 %
UBS AG-REG	Sveitsi	3,6 %
AUSTRALIAN VINTAGE LTD	Australia	3,4 %
FIBRIA CELULOSE SA-SPON ADR	Brasilia	3,2 %

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

## SALKUNHOITAJALTA

Vuoden viimeisen neljänneksen aikana rahaston arvo nousi 6,6 % eli saman verran kuin vertailukohtana toimiva Morgan Stanley World -indeksi. Vuoden aikana rahaston arvo on noussut 73,2 % ja indeksin 33,9 %. Viimeisimmän kolmen vuoden aikana ollaan kuitenkin edelleen pakkasen puolella: rahaston kehitys -12,9 % ja indeksin -20,2 %.

Osakemarkkinoita verrataan silloin tällöin vuoristorataan: kiivetään ylös, tullaan vauhdilla alas ja lähdetään taas kiipeämään. Vuoden 2008 vauhdikkaan alamäen jälkeen oltiin viime vuonna odotetusti taas kiipeämässä. Rahaston arvo nousi vuoden loppuun mennessä suurin piirtein vuoden 2007 lopun tasolle, mutta oli edelleen parikymmentä prosenttia saman vuoden kesän huipputasojen alapuolella.

Erikoistilanteiden vuoristoradalla sekä nousut että laskut ovat usein jyrkempiä kuin markkinoilla keskimäärin, mutta ainakin toistaiseksi Phoenix on selvinnyt nousu- ja laskusyklien yli ulottuvilla vertailujaksolla yleismarkkinaa paremmin. Onnistumisen avain on päään pitäminen kylmänä myös välttämättä eteen tulevien laskuvaiheiden aikana.

### Arvostuseroissa mahdollisuus

Millaista kyytiä voimme sitten odottaa vuodelle 2010, jatkuuko kurssien kiipeäminen? Varmaksi sitä ei tiedä kukaan, mutta – kuten kirjoitin jo vuoden 2008 katsauksessakin – meneillään olevalla kriisillä on monia yhtäläisyyksiä vuosiin 1974–75. Ne raha- ja finanssipoliittiset toimet, joihin hallitukset eri puolilla maailmaa ovat ryhtyneet, ovat tuoneet riskilisät alas ja saattaneet rahoitusjärjestelmän likviditeetin hyvälle tasolle. Toimien vaikutuksilla on silti rajansa.

Jatkossa kehitys riippuu ennen muuta yritysten tulosten sekä yleisen korkotason kehityksestä. Kurssien nousu tulee edellyttämään, että tulokset paranevat ilman poliittista tekohengitystäkin. Kukaan ei tiedä, tapahtuuko tämä tänä vuonna, ensi vuonna vai myöhemmin, aika näyttää. Yksi merkittävä huoli liittyy siihen, että iso osa valtiovallan taloudelle antamasta elvytysavusta toteutuu matalien korkojen kautta. Tämä ei ole kestävä: jossain vaiheessa joko elvytys loppuu tai korot nousevat.

Meille erikoistilannesijoittajille tarjoaa eräs nykymarkkinoiden erikoisuus lupaavan mahdollisuuden. Vaikka olen työskennellyt osakkeiden parissa jo ensimmäisen kvartaalini – siis 25 vuotta – olen todella harvoin nähnyt sellaisia arvostuseroja eri yhtiöiden välillä kuin nyt. Vuoden 2009 kurssinousu on koskenut pääasiassa niin sanotusti menneen syklin yhtiöitä. Sen sijaan niiden yhtiöiden osakkeet, jotka kärsivät viimeisimmästä raaka-ainesyklistä eniten, eivät ole liikkuneet juuri minnekään. Vaikka näkemykseni markkinoiden kokonaiskehityksestä tulevalle vuodelle onkin varovainen, on helppo nähdä edellytykset sille, että onnistunut erikoistilannesijoittaminen voi taas olla mukavan nousujohteista.

### Kultakuumetta

Myös kullan markkinat muistuttavat 1970-luvusta. Kullan hinta on kohonnut pilviin kuten silloinkin ja perusteluja nousulle löytyy aina inflaatio-suojasta Kiinan ja Intian keskiluokkien mieltymyksiin asti. Vaikka kullan teollinen kysyntä on taantumassa heikentynyt, niin korukäyttö on jonkin verran lisääntynyt. Samaan aikaan on tarjonta vähentynyt, koska länsimaiden keskuspankit ovat vähentäneet myyntejään ja Kiinan ja Intian keskuspankit ovat paikallisen kulutuskysynnän trendejä seuraten hankkineet varastoihinsa lisää tätä sinänsä mitään tuottamatonta keltaista metallia.

Todellisimman syyn löytäenme kuitenkin, kuten tavallista, keinottelijoiden käyttäytymisestä. Lyhyen tähtäimen hintaheilahteluista hyötyä hakevien sijoittelijoiden kysyntä on ollut niin suurta, että esimerkiksi USA:n keskuspankin kultarahat ovat joitakin kertoja päässeet loppumaan. Uudet muodikkaat kulta-ETF:t ovat antaneet myös instituutioille mahdollisuuden kultakeinotteluun. Kahdessa vuodessa on sijoituskysyntä kasvanut 10 %:sta noin kolmanneksen kullan kokonaismarkkinasta.

Kultaoptimistien intoa epäilevät muistavat miten kävi tamperelaisen koomikkoryhmä Kummelin reilut kymmenen vuotta vanhassa elokuvassa ”Kultakuume”. Päähenkilöt päätyivät leväiseen lampeen nolossa tapahtumasarjassa, joka alkoi vahingossa kertyneestä ylinopeudesta: autossa kun oli kilometrinäytön sijasta mailimittari.

Optimistit itse puolestaan muistuttavat, että kullan hinta on reaaliarvolutassa edelleen alle vuoden 1979 tason ja todennäköisesti myös viidenneksen alle 1400-luvun huippuhinnan. Silloin Amerikan löytäminen tarviasi markkinat noin 500 vuodeksi ja nyt tullaan taas takaisin normaalitasolle. Ainoastaan uuden kullasta koostuvan planeetan löytäminen voisi estää hinnan kipuamisen kohti tähtiä. No, astrofysiikkakin edistyy, joten saapa nähdä miten käy.

### Uusia yhtiöitä meiltä ja muualta

Salkun muutokset tämän vuosineljänneksen aikana ovat menneet suunnitelmien mukaan. Yhden position myynti aloitettiin ja kolme uutta otettiin varovasti mukaan. Uusia tulokkaita ovat kiinalainen Amwig, amerikkalainen Apollo Group ja kotimainen Nokia, johon palataan jäljempänä.

Amwig on Kiinan suurin savukepakkausten valmistaja, josta lähes kaksi viidesosaa omistaa alan johtava yhtiö australialainen Amcor. Erikoistilanne syntyi liian voimakkaasta laajentumisesta ja toisilleen vieraiden yrityskulttuurien yhdistämiskitkasta. Ongelmien tullessa alkusyksystä markkinoiden tietoon, oli Amwigin osakekurssi 6,5 Hong Kongin dollaria (12,5 kesällä 2007) ja johdon julkistaessa ratkaisusuunnitelmansa putosi se peräti 3,5 dollariin. Ratkaisu lähti siitä, että laajentumishuomassa ostettu ongelmayhtiö myydään, velkoja vähennetään ja keskitytään konsernin

terveisiin osiin. Tästä markkinat eivät tykänneet, koska se tarkoitti kasvun kääntymistä negatiiviseksi vuodelle 2010. Jos ennustettu P/E 7,5x ja EBITDA 3x toteutuvat, voidaan mielestäni hyvin sennitellä yksi vuosi ilman kasvuakin.

Apollo Group on USA:n johtava koulutusyhtiö. Tällä vauhdilla kasvavalla alalla on kuitenkin nähty ongelmajaksoja melko tasaisin väliajoin ja mekin olemme niistä aiemminkin hyötäneet. Joitakin vuosia sitten omistimme Apollo Groupin suurinta kilpailijaa Career Education Corporationia (CECO) yli onnistuneesti hoidetun erikoistilannejakson. Syyt olivat hieman samankaltaisia kuin nyt Apollossa. CECOa syytettiin silloin oppimistulosten tehtäystä ja liikalaskutuksesta. Kurssi putosi ja yhtiön suurimman yksikön toimilupa oli vaarassa. Tällä kertaa Apolloa syytetään – tai oikeastaan nyt voi jo sanoa ”syytettiin” – siitä, että se laskutti myös opiskelijoista, jotka olivat jo lopettaneet tietyn lukukauden opinnot. Kurssia syytökset laskivat 75 dollarista 55 dollariin. Tätä kirjoitettaessa on asia olennaisin osin selvitetty viranomaisten kanssa. Kun tulosodotukset ovat 5,3 dollaria osakkeelta ja kasvuvauhti yli 10 % vuodessa, ei yhtiön arvostus todellakaan vaikuta korkealta.

## Nokia

Ostin meille osuuden myös Nokiasta ja koska Suomessa ainakin uskomme Nokian ja koko maan kohtaloiden olevan toisiinsa kietoutuneita, niin tätä erikoistilannetta pitää tarkastella vähän lähemminkin.

Nokian tilanne ei ole mitenkään tavaton. Nopeasti kasvavan toimialan johtava yritys tulee siihen vaiheeseen, jossa sen tuotteet alkavat lähestyä bulkkitavaraa ja alan ansaintalogiikka muuttuu. Nokian tapauksessa voidaan varmaankin rauhassa todeta myös, että matkapuhelinmarkkina on saavuttanut tietyn kypsyyden ja kasvulukujen voi odottaa lähentelevän kansantalouksien yleistä kehitystä.

Nokian tärkein vahvuuskin on ollut aika tavanomainen: kustannusjohtajuus. Kilpailutekijät kuitenkin muuttuvat ja mm. innovaatiot ja design nousevat yhä tärkeämmiksi. Nokian kyky suunnitella tuotteita suurien joukkojen käyttöön on ollut hyvä, mutta innovaatiotaidoista voi olla montaa mieltä. Yhtiö on jäänyt jälkijunaan niin simpukkapuhelimien, kosketusnäyttöjen kuin sisällön integroinninkin osalta.

Toistaiseksi Nokia on onnistunut kompensoimaan näitä heikkouksia juuri logistisilla vahvuuksillaan: kun jokin uusi innovaatio on tullut todelliseen massatuotantovaiheeseen on Nokia jälleen jyrännyt. Markkinat odottavat, että tämä tapahtuisi myös kosketusnäyttöisten älypuhelimien kohdalla.

Ongelma on kuitenkin siinä, että tuotantovoima ei välttämättä enää olekaan ratkaisevassa asemassa. Itse puhelintuotannon marginaalit alkavat lähennellä ”normaaleja” alle 10 % tasoja ja tuotantoon vaadittavaa tietotaitoa on runsaasti. Näin huomio siirtyy edistyneempiin ansaintamalleihin. Esimerkiksi Applen, Googlen ja Blackberryn tarkoituksena ei niinkään

ole ansaita itse laitteilla, vaan käyttäjille myymillään palveluilla.

Markkinat eivät luota Nokiaan palvelutuottajana. Tilannetta pahentaa se, että tätä ei tunnuta yhtiössä ymmärrettävän. Johdon lausunnot, esim. joulukuun pääomamarkkinapäivillä, jättävät aika vähän tilaa muille tulkinnoille. Johtoryhmän jäsenet ovat toinen toisensa perään kommentoineet kilpailijoita markkinoiden mielestä ylimieliseen tyyliin. Nähdäkseni Kallasvuo itse on kuitenkin osoittanut myös nöyryyttä tilanteen edessä, mikä on hyvä merkki. Markkinoilla pelätään joka tapauksessa, että Nokia saattaa olla entisen emoyhtiönsä Saloran viitoittamalla tiellä: myöskään televisiotoimialalla ei vastaanotintuotanto ole pitkään aikaan ollut menestyjien ydinalue.

Miksi sitten tietoisena kaikesta tästä ostin meille Nokian osakkeita? Koska yllä kuvattu on markkinoiden yleinen näkemys ja heijastuu siten yhtiön arvostuksessa. Markkina-arvo on 30 miljardia euroa, vaikka liikevaihto on 40 miljardia. Edes 10 % marginaaleilla ei voida puhua kalliista!

Yhtälön voi selittää sillä, että markkinoilla odotetaan että suurten volyymien puhelintuotannon marginaalit putoavat lähiaikoina noin 5 prosenttiin. Oletus kuulostaa toki aivan mahdolliselta, mutta tämäntyyppiset kehityskulut eivät useinkaan seuraa viivasuoraa kehityslinjaa.

Vaikka näenkin vain heikohkoja signaaleja siitä, että Nokian johto ymmärtää yhtiön perustavanlaatuiset ongelmat ja valmistelee todellisia toimenpiteitä niiden ratkaisemiseksi, uskon huhujen kuninkaan kuolemasta olevan ennenaikaisia. Vantaan joessa ehtii vielä virtaamaan vuolaasti kevätauringon sulattamaa vettä ennen kuin niin pitkällä ollaan.

Vuodelle 2010 näen hyvät mahdollisuudet kurssinousuun, mikäli kolme asiaa osuu kohdalleen: 1) kosketusnäyttöisten puhelinten kysynnän odotettu kasvu, 2) laman lykkäämä vanhojen puhelinten uusimissyklin alkaminen ja 3) laman jäljiltä alentuneet komponenttihinnat. Jos nämä hyvinkin mahdolliset seikat toteutuvat vuoden aikana suotuisasti, nähdään nopeasti myös markkinoiden odotuksia korkeampia kannattavuuslukuja.

Pitää muistaa, että markkinoiden suhtautuminen Nokian on nyt negatiivinen ja odotukset alhaiset. Mielestäni kahden prosentin marginaaliparannus on realistinen. Jos se yhdistyy piristyvän talouden myötä korkeampiin tuotantomääriin, niin Nokia voi lyödä markkinoiden ennusteet puolella – ja siitäkos kurssi saisi siivet alleen!

Palautettanne toivoen ja sitä arvostaen,



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

PHOEBUS  
31.12.2009

Osakerahasto, joka tekee pitkän tähtäimen sijoituksia pääosin Suomen osakemarkkinoille.

## Euro Phoebus ja vertailuindeksi

10.10.2001 - 31.12.2009



### RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	10.10.2001
Tyyppi	Osakerahasto
Rahaston koko (milj. euroa)	14,3
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

### TUOTTO JA VOLATILITEETTI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	2,96 %	11,84 %	4,85 %	14,45 %
1 v	42,43 %	21,04 %	41,86 %	22,14 %
3 v	-19,70 %	20,96 %	-18,12 %	22,28 %
5 v	26,94 %	17,61 %	35,60 %	18,62 %
Aloituspäivästä	134,21 %	15,25 %	79,73 %	17,22 %
Aloituspäivästä p.a.	10,89 %		7,38 %	

### KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.1.2009 – 31.12.2009

Palkkiot yhteensä (TER)	0,77 %
Tuottosidonnainen palkkio (vuoden alusta)	0,0 %
Kaupankäyntikulut	0,06 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,83 %
Salkun kiertonopeus	-11,05%
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	10,25 %
Lähipiirin omistusosuus (31.12.2009)	16,36 %

### SUURIMMAT OMISTUKSET

Yhtiö	Maa	Osuus rahastosta
VACON OYJ	Suomi	7,5 %
LASSILA & TIKANOJA OYJ	Suomi	7,3 %
AIR LIQUIDE	Ranska	7,0 %
SVENSKA HANDELSBANKEN-A SHS	Ruotsi	7,0 %
HENNES & MAURITZ AB-B SHS	Ruotsi	6,0 %
TIETO OYJ	Suomi	5,6 %
SECO TOOLS AB-B SHS	Ruotsi	5,3 %
NOKIAN RENKAAT OYJ	Suomi	5,0 %
FASTENAL CO	Yhdysvallat	4,7 %
TULIKIVI OYJ-A SHS	Suomi	4,4 %

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

## SALKUNHOITAJALTA

Vuosi 2009 oli osakemarkkinoilla melkoista vuoristorataa, mutta siitä tuli kaiken kaikkiaan erinomainen. Vertailuindeksimme nousi kokonaiset 41,9 % ja Phoebus vielä hieman tätäkin enemmän eli 42,4 %.

Vuoden viimeinen neljännes oli hieman rauhallisempi, joskin edelleen paljon normaalia parempi. Vertailuindeksimme nousi 4,8 % ja Phoebus 3,0 %. Vuoden jokaisella neljänneksellä Phoebus käyttäytyi kuten suhteellisen matalariskisen rahaston pitääkin: laskuissa se kehittyi markkinoita paremmin, mutta jäi jyrkissä nousuissa jälkeen. Nettona lopputulos oli siis kuitenkin markkinatuottoon nähden positiivinen.

Rahaston alusta Phoebus on noussut 134,2 % ja vertailuindeksimme on noussut 79,7 %.

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

Metson ostotarjous Tamfeltista tarjosi tilaisuuden myydä loput osakkeemme, kuten viime katsauksessa kerroin aikovani tehdä. Ostotarjouksen ansiosta saimme 30 % paremman hinnan kuin jos olisin myynyt kaikki osakkeemme heti elo-syyskuussa, joten tienasimme ajallisen hajautuksen ansiosta noin 65 000 euroa.

Tamfeltin myynnin jälkeen suomalaiset sijoituksemme olivatkin sitten jo turhankin vähälukuiset, kuten viimeksi kerroin. Ostin meille uutena yhtiönä Konecranesia, josta enemmän alla. Lisäksi ostin lisää Seco Toolsia, H&M:ää ja Hamburger Hafenia.

Nettona ostin osakkeita noin 1,2 % rahaston arvosta ja asiakkaat lunastivat omistuksistaan 2,7 %. Lisäksi kurssit nousivat, joten vielä syyskuussa ylisuuri kassamme (10 %) oli vuoden lopussa jo melko normaalilla tasolla eli 6 % rahaston arvosta.

### Lisätuottoa osakelainauksesta

Kerroin vuosi sitten Phoebuksen blogissa (03/09) www-sivuillamme, että Phoebus on aloittanut osakkeidensa lainaamisen Handelsbankenin kautta ja lupasin palata aiheeseen, kunhan meille on kertynyt lisää kokemusta lainaustoiminnasta.

Viime vuonna Phoebus tienasi osakelainauksesta 18 006 euroa eli 0,15 % rahaston arvosta. Tämä siitä huolimatta, että toiminta käynnistyi kunnolla vasta huhtikuussa ja aloitin lainaamalla lähes ainoastaan suomalaisia osakkeitamme.

Käytännössä osakelainaus tarkoittaa, että siirrämme väliaikaisesti osakkeet vastapuolelle vuotuista preemiota ja 105 prosentin vakuutta vastaan. Laina on irtisanottavissa kolmen päivän varoitusaajalla.

Osakkeiden ollessa lainassa rahasto ei pysty käyttämään niiden äänivaltaa, mutta saa kaikki muut osakkeisiin kuuluvat oikeudet, kuten esimerkiksi osingot.

Miksi sitten joku haluaa lainata osakkeitamme? Yleensä siksi, että hän haluaa myydä osaketta lyhyeksi eli myydä osakkeita, joita hänellä ei ole. Joskus kuuleekin osakelainaukseen kritisoitavan siitä, että se edistää lyhyeksi myyjien toimintaa ja siten laskee osakkeiden hintoja. Minusta argumentti on huono. Toimivilla markkinoilla hinta asettuu kyllä kohdalleen joka tapauksessa ja on kaikkien etu, että markkinat toimivat mahdollisimman hyvin.

Relevantimpi kysymys liittyy lainaustoiminnan riskeihin. Kun omistamme osakkeemme, säilyttäjämme (Handelsbanken) pitää ne erillään omista varoistaan. Jos säilyttäjä menisi nurin, se ei vaikuttaisi meihin mitenkään. Lainassa olevat osakkeet sen sijaan ovat pankin varoja, joita voimme osittain menettää, jos pankki menisi konkurssiin. Siksi pankki asettaa meille vakuuden, joka on siis 105 % lainattujen osakkeiden arvosta.

Parin viime vuoden aikana olemme lukeneet useista miljardi-luokan osakelainauksepäristä niin vakuutusyhtiöillä, eläke-rahastoilla kuin sijoitusrahastoillakin. Kaikissa tapauksissa kyse on ollut käteisvakuudesta (USA:ssa alan standardi), jonka sijoittaminen on epäonnistunut.

Seligson & Co:n rahastot eivät käytä käteisvakuutta, vaan saamme vakuudeksi korkealuokkaisen arvopaperin (tällä hetkellä valtion obligaation), jonka vapautamme sellaisenaan kun laina loppuu. Jälleensijoitusriskiä meillä ei siis ole ja vastapuoliriskikin on vakuudella rajattu käytännöllisesti katsoen olemattomaksi.

On syytä huomata, että useissa maissa rahastoyhtiö ottaa itselleen suuren osan rahaston lainaustuotoista, vaikka osuudenomistajat kantavat koko riskin. Tällöin syntyy tietysti intressiristiriitä lainaustuottojen maksimoinnin ja lainausriskien minimoinnin välillä. Phoebuksessa ei tätä ristiriitaa ole, kuten ei ole muissakaan osakkeita lainaavissa rahastoissamme. Kaikki saamamme tuotot menevät suoraan rahastolle (lainausagenttimme Handelsbanken ottaa toki ensin oman osansa tuotoista).

Tuottona 0,15 % ei ehkä kuulosta kovin suurelta. Se on kuitenkin viidesosa Phoebuksen kiinteästä hallinnointipalkkiosta ja siten mielestäni merkittävä säästö meille osuudenomistajille.

Lisäkin potentiaalia voi olla, kunhan toiminta kattaa koko vuoden ja suuremman osan salkustamme. Toisaalta viime vuosien skandaalit ovat ehkä vähentäneet joidenkin instituutioiden lainanantohaluja ja siten nostaneet preemiot hieman normaalia korkeammiksi. Aika näyttää – palaan aiheeseen taas jonkun vuoden päästä, kun kokemusta on kertynyt jälleen hieman lisää.

## PHOEBUS-YHTIÖISTÄ

## KONECRANES

Perunalastuilla ja teollisuusnostureilla ei taida toimialoina olla paljonkaan yhteistä? Konecranes on silti osakkeena ollut minulle hyvin samankaltainen kokemus kuin Chips. Pidän kumpaakin yhtiötä loistavana pitkälle toistakymmentä vuotta ennen kuin vihdoinkin uskalsin sijoittaa.

Ensikoketukseni Konecranesiin tapahtui 1990-luvun alussa, sen ollessa vielä Koneen nosturidivisioona. Toimitusjohtajana oli nykyinen hallituksen puheenjohtaja Stig Gustavson, jota arvostan yritysjohtajana korkealle. Analytykkona seurasin ihmetellen ensin miten halvalla Kone myi yhtiön IK:lle 1994 ja sitten miten kalliilla IK toi yhtiön pörssiin 1996. Listauksen jälkeen minua hermostutti yhtiön jatkuvasti korkea arvostus ja sen lukuisat yritysostot.

Olin väärässä. Konecranes on kehittynyt tasaisen hyvin IK:n viitoittamalla tiellä. Yritysostot on otettu hyvin haltuun ja yhtiö on ilman lisäpääomaa tullut nettovelattomaksi. Kolmesatoista vuodessa liikevaihto on kuusinkertaistunut (14 %/v) ja tulos kymmenkertaistunut (20 %/v). Osuus maailmanmarkkinoista oli v. 2000 noin 10 %, nyt 17 % ja tavoite 30 %. Osakekurssi on kuusinkertaistunut liikevaihdon tahdissa.

Investointibuumien vuosien 2007 ja 2008 tulokset olivat kuitenkin poikkeuksellisia. Yhtiö tuskin enää saavuttaa vastaavia katteita, liikevoittoprosenttihan oli peräti kaksinumeroinen. Tehdasteollisuuden alhainen kapasiteetin käyttöaste – nyt noin 70 % kun normaali käyttöaste on 85 % – kertoo selvästi, että uusia kapasiteetti-investointeja ei useaan vuoteen tarvita. Ei myöskään korvausinvestointeja, ovathan boominvuosina hankitut laitteet vielä kauan huippuaterässä. Edes huoltoliiketoiminta, jonka osuus yhtiön toiminnasta on reilu kolmannes, ei ole vaikeille ajoille immuuni.

Vaikka olettaisimme, että yhtiö ei olisi rakenteellisesti parantunut vuosista 1995–2006, jolloin liike-tulos oli keskimäärin 6 % ja laskisimme ”normaalin” liikevaihdon olevan 20–25 % alle vuoden 2008 tason, niin Konecranes tekisi noin 100 miljoonan euron ”normaalia” liike-tulosta. Kun yhtiön bruttoarvo nykykurssilla (19 euroa) on 1,1 miljardia euroa, tarkoittaa tämä sitä, että ”normalisoitu velaton P/E” on noin 14,5x. Useimmille konepajayhtiöille luku olisi korkea, mutta Konecranesin laatuun nähden en pidä hintaa liian kovana.

Huomatkaa myös, että tuloksen normalisointiin käyttämäni oletukset ovat varovaisia. Laskenhan, että ”normaali” tulos on vain 40 % vuoden 2008 tuloksesta. Sinänsä olen melko varma, että Konecranes on tänään vahvempi yhtiö kuin se oli 15 vuotta sitten, mutta varovaisuus on ennustamisessa hyve (ainakin kun ennusteet tehdään sijoituspäätöksen tueksi) – se luo sijoituksellemme turvamarginaalia.

Teollisuustuotannosta riippuvista yhtiöistämme pidän Seco Toolsia ja Fastenalia parempina kuin Konecranesia. Ne ovat vähemmän riippuvaisia investoinneista ja ehkä juuri siksi

keskimäärin kannattavampia. Mutta Konecranes on suomalaisten konepajayhtiöiden parhaimmistoa ja halusin Tamfeldin tilalle nimenomaan suomalaisen yhtiön.

Chips pysyi salkussamme vain reilun vuoden, kunnes Orkla osti koko yhtiön. Toivokaamme, että Konecranes tuo meille iloa kauemmin.



Esittelin amerikkalaisen vähittäiskauppa-ketjumme Costcon viimeksi vajaat kolme vuotta sitten katsauksessa 1/2007. Siitä lukien yhtiö on ollut Phoebuksen toiseksi paras sijoitus (Fastenalin jälkeen), vaikka sen euromääräinen hinta onkin noussut vain 3 %.

Hyvälle yhtiölle kuuluvaan tapaan Costcossa ei oikeastaan ole kolmessa vuodessa tapahtunut mitään erikoista. Se on lisännyt kauppajensa määrää 15 % eli hieman aiempaa hitaammin, mikä lienee matalasuhdanteessa järkevää. Liikevaihto on kasvanut 19 %, liike-tulos 9 % ja tulos per osake 7 %. Hieman matalammat katteet selittyvät lähinnä sillä, että bensin hinnannousu näkyy liikevaihdossa, mutta ei tuloksessa.

Yhtiön kansainvälistyminen on jatkunut maltillisena. Costcon 527 kaupasta joka kahdestoista on nyt Pohjois-Amerikan ulkopuolella. Viimeisen kolmen vuoden aikana avatuista 69 kaupasta joka kuudes on kansainvälinen. Yhtiö on tällä jaksolla laajentanut toimintansa yhteen uuteen maahan eli Australiaan. Costcon tavoittena on nykyisessäkin taloustilanteessa tuplata myymälöidensä määrä kymmenessä vuodessa.

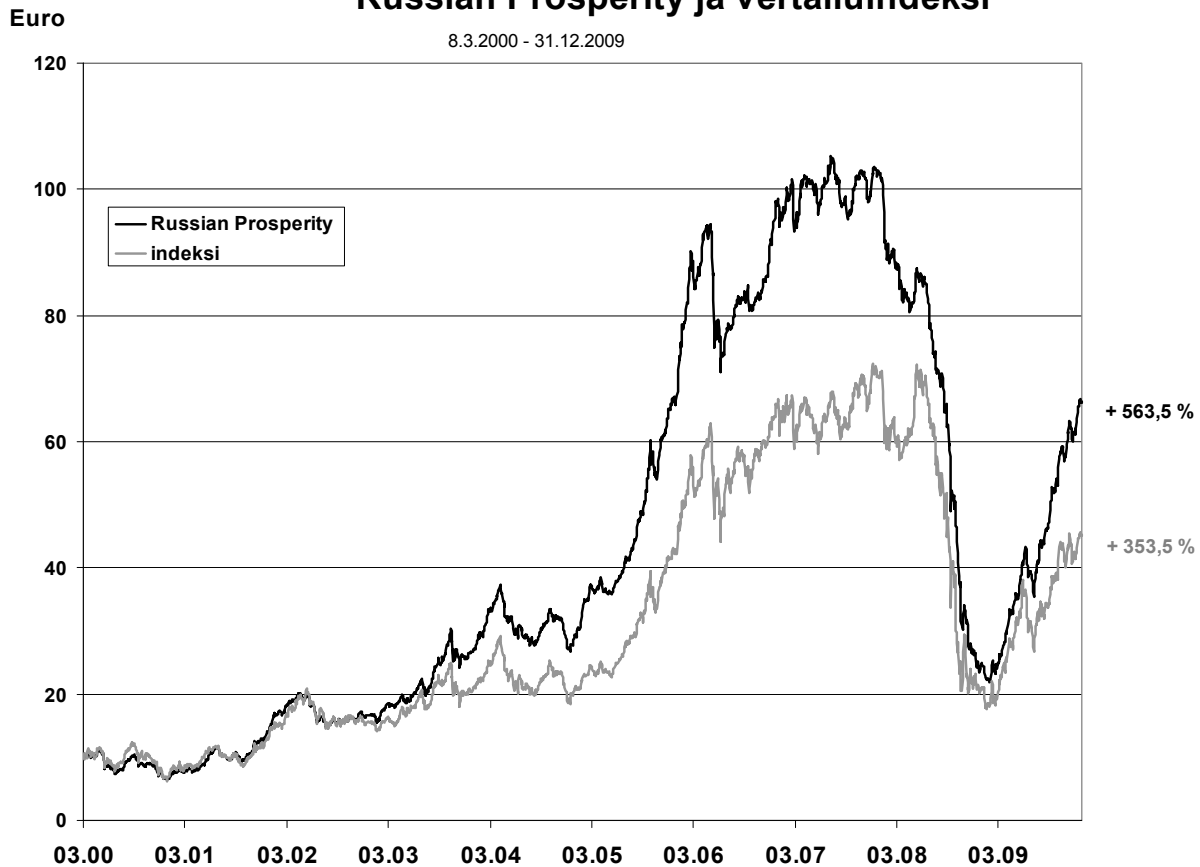
Osakekurssi on siis viime kerrasta noussut hieman, samoin osakekohtainen tulos. Tase on edelleen erinomaisessa kunnossa, yhtiön nettokassa on reilut 1,4 miljardia dollaria. Costcon arvostus ei siis ole juuri muuttunut. P/E-luku on nykykurssilla (60 USD) noin 24,4x, mikä ei ole näin laadukkaalle yhtiölle poikkeuksellisen korkea. Useimpien muiden osakkeidemme arvostus on kuitenkin jonkin verran laskenut, joten suhteellisesti Costco on nyt ehkä hieman vähemmän kiinnostava kuin kolme vuotta sitten.

Suurin kysymysmerkki on edelleen se, miten yhtiö hoitaa vääjäämättä lähestyvän johdon sukupolvenvaihdoksen. Toimitusjohtaja Jim Sinegal ja hallituksen puheenjohtaja Jeff Brotman, kumpikin perustajia, ovat jo 73 ja 67 vuoden ikäiset. Toisaalta kymmenhenkisen johtoryhmän jäsenistä kahdeksan on ollut Costcon palveluksessa yli 25 vuotta (ja loput kaksi 24 vuotta!), joten hallitus löytää kyllä melkoisella varmuudella Sinegalille kokeneen seuraajan yhtiön sisästä.

Toivoin viimeksi, että pysyisimme Costcon omistajina kauemmin kuin ne 5 vuotta, jotka omistimme Walmexia. Toistaiseksi näyttää hyvältä ja olen edelleen hyvin tyytyväinen sijoitukseemme.

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

## Russian Prosperity ja vertailuindeksi



### RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	8.3.2000
Tyyppi	Osakkeet, Venäjä & IVY
Rahaston koko (milj. euroa)	111,7
Vertailuindeksi	RTS1 – Interfax (huom! hintaindeksi)
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	1,4 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	on
Merkintäpalkkio (maksetaan rahastoyhtiölle)	0 - 2,5 %, riippuen merkintäsummasta
Kaupankäyntipalkkio lunastettaessa (maksetaan rahastoon)	0,5 %, jos sijoitusaika alle 6 kk; muuten 0 %
Salkunhoitaja	Petri Rutanen

### KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.1.2009 – 31.12.2009

Palkkiot yhteensä (TER)	3,22 %
Tuottosidonnainen palkkio (vuoden alusta)	1,69 %
<b>Kaupankäyntikulut</b> (arvio, suurin osa Venäjän osakekaupasta käydään ns nettokauppana ilman eksplisiittisiä välityspalkkioita)	1,05 %
Kokonaiskulut (TKA)	4,27 %
Salkun kiertonopeus	69,45 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	24,06 %
Lähipiirin omistusosuus (31.12.2009)	0,09 %

### TUOTTO JA VOLATILITEETTI

	Rahasto		Vertailuindeksi*	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	24,57 %	16,37 %	16,17 %	27,19 %
1 v	175,75 %	23,05 %	121,51 %	38,94 %
3 v	-32,32 %	23,68 %	-31,19 %	42,97 %
5 v	131,87 %	21,40 %	122,81 %	37,21 %
Aloituspäivästä	563,51 %	23,72 %	353,50 %	37,72 %
Aloituspäivästä p.a.	21,25 %		16,64 %	

\* Huom! Kyseessä on hintaindeksi.

SUURIMMAT OMISTUKSET	Maa	Osuus rahastosta
BASHNEFT	Venäjä	7,9 %
SURGUTNEFTEGAZ	Venäjä	7,3 %
TNK BP HOLDING	Venäjä	6,7 %
GAZPROM	Venäjä	6,6 %
KOMSTAR UNITED TELESYST	Venäjä	5,2 %
LUKOIL	Venäjä	4,7 %
KAZMUNAIGAS EXPLORATION	Kazakshtan	3,9 %
TATNEFT	Venäjä	3,8 %
SISTEMA	Venäjä	3,3 %
MDM BANK	Venäjä	3,1 %



## SALKUNHOITAJALTA

Venäläisten osakkeiden kurssit nousivat vuoden viimeisellä neljänneksellä keskimäärin 16 % ja ovat lähes kolminkertaisesti tammikuun pohjiin verrattuna. Vuoden aikana Russian Prosperity -rahaston arvo on noussut 176 % ja RTS -indeksiin arvo 122 %. Kehittyvien markkinoiden MSCI EM -indeksi on samana aikana noussut 68 % ja läntisen Euroopan osakkeiden hinnat kallistuneet keskimäärin 30 %.

Vahvasta noususta huolimatta RTS-osakkeiden vuodelle 2010 *ennustettu* P/E -luku on edelleen vain 9x. Venäläiset osakkeet ovat siten huomattavan edullisia verrattuna sekä länsimarkkinoihin että muihin suuriin kehittyviin markkinoihin. Venäjän kurssitaso on edelleen kolmanneksen alle vuoden 2007 syksyn, jolloin öljyn ja muiden raaka-aineiden hinnat olivat suunnilleen nykyisissä lukemissa.

Monet ulkomaiset sijoittajat karttavat edelleen Venäjää ja tekevät raaka-ainemarkkinoiden osakesijoituksensa mieluummin esim. Brasiliaan. Yleisimmät syyt ovat huoli markkinoiden likviditeetistä, venäläisten yritysten heikkona pidetty hallintokulttuuri ja skeptisismi liittyen liiketoiminnan harjoittamiseen Venäjällä. Kotimarkkinasijoittajilla lieneekin ollut merkittävä rooli kurssien viimeaikaisessa toipumisessa.

Ainakin osakemarkkinoiden likviditeetti on nähdäksemme huomattavasti parempi kuin Bloombergin tai muiden markkinatietolähteiden tilastot antavat ymmärtää. Osakekauppa Venäjällä ja muissa IVY-maissa on pirstaloitunutta eri pörssiin ja pörssin ulkopuolinen kauppa on hyvin yleistä. Nämä kaupat eivät useinkaan löydy tilastoista.

Yritysten hallintokulttuurisikejä lievennämme olemalla itse paikan päällä. Luotamme omaan itsenäiseen analyysiimme, keskitämme sijoitukset harvoin ja tarkkaan valikoituihin yhtiöihin ja olemme aktiivisesti mukana monen sijoituskohteemme hallitustyöskentelyssä.

### Erilainen maa

Taloutena Venäjä on nykyään aivan erilainen kuin Russian Prosperity -rahaston aloittaessa. Kymmenen vuotta sitten inflaatio paisui holtittomasti, varaton kansa köyhtyi entisestään, velkaantunut valtio oli vararikossa ja öljyn tynnyrihintaa oli vain USD 15. Taulukko alla osoittaa, että nykytilanne on täysin erilainen. Ainoa mikä ei kumma kyllä juurikaan ole muuttunut on osakkeiden arvostus.

*Venäjän talouslukuja 1999 ja 2009 (US dollareissa)*

	1999	2009
BKT / mrd	198	1 340
BKT / hlö	1 328	9 340
keskim. kk.palkka	50	650
Valtion velka / BKT	75 %	5 %
Valuuttavarannot / mrd	7,5	435
Öljyn hinta (ka)	14	63
Inflaatio (v)	84 %	9 %
RTS P/E	6,0 x	8,7x

Venäjän valtionvelka suhteessa kansantuloon on nykyisin maailman alhaisempia. Silti esim. Moody'sin *Baal* velka-luokitus (vain 3 pykälää roskalainaa parempi) on sama kuin ulkomaisesta hätäavusta riippuvaisen Islannin. Markkinat ovat kuitenkin toista mieltä ja hinnoittelevat Venäjän valtionvelan ennätysmäisen vähäriskiseksi.

### Samanlainen salkku

Russian Prosperityn tärkeimmät omistukset ovat säilyneet neljänneksen aikana melko ennallaan. Merkittävimmän finanssialan sijoituksemme Ursa Bankin nimi muuttui fuusion myötä MDM Bankiksi. Uusi pankki on talletuksilla mitattuna Venäjän suurin ja kokonaispääomaltaan maan toiseksi suurin yksityisomistuksessa oleva pankki.

Salkun toimialapainotkaan eivät ole merkittävästi muuttuneet neljännesvuoden aikana. Olemme edelleen RTS-indeksiin nähden reilussa ylipainossa telekommunikaatiossa ja sähkötuoannossa ja jakelussa sekä vastaavasti alipainossa sekä rahoituksessa että sektorilla "muut raaka-aineet" (= muut kuin öljy ja kaasu). Sen sijaan indeksissä öljyn ja kaasun sekä valmistavan teollisuuden yritysten osuus on loppuvuoden aikana laskenut ja rahoitusalan ja "muut raaka-aineet" yritysten paino on noussut.

Rahasto on nyt pitkästä aikaa ylipainossa öljy- ja kaasutoimialalla. Oletuksella, että öljyn tynnyrihintaa vuonna 2010 on keskimäärin USD 70, ennustamme merkittävimpiin omistuksiimme kuuluvien alan yhtiöiden vuoden 2010 P/E -lukujen olevan Bashneft 1,9x, TNK BP (pref) 3,5x ja Surgut (pref) 2,9x. Nämä P/E -luvut ovat melkein puolet jättyhtiöitä alhaisempia (Lukoil: 6,3x ja Gazprom: 5,5x). Lukoil ja Gazprom ovatkin salkussamme lähinnä rahasto-osuuksien likviditeetin takaamiseksi.

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

Toimiala	RPFE	RTS
Öljy & Kaasu	55	51
Muut raaka-aineet	3	17
Teollisuus	4	1
Telekommunikaatio	14	2
Sähkö	12	7
Rahoitus	5	20
Kulutustavarat	7	2

*Sijoitusneuvoja Prosperity Capital Managementin raporttien pohjalta,*



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

## HUOMIOITA INDEKSIRAHASTOISTA

Indeksirahastojen vuosi ei tuottanut juurikaan yllätyksiä. Ne kehittyivät – kuinka ollakaan – indeksiensä mukaisesti. Seuraavassa kuitenkin joitakin huomiota, jotka saattavat edesauttaa rahastoihin liittyvien tunnuslukujen tulkintaa.

**Euro Corporate Bond** ja **Euro-obligaatio**-rahastojemme tuottoluvut poikkesivat viime vuonnakin melko paljon vertailuindeksiensä vuosituotosta. Tällaisia eroja tulee aika ajoin, muun muassa seuraavista syistä:

- rahastojen arvonlaskennan kellonaika on eri kuin indeksien laskentahetki
- rahastomme eivät ole suoria indeksirahastoja, vaan indeksiensä pääominaisuuksien mukaan mallinnettuja
- sijoituskohteiden arvostuksessa noudatetut periaatteet ovat erilaiset: rahastoissamme joukkolainat arvostetaan osto- ja myyntinoteerausten *keskiarvona* ja indeksin tuottoluvut taas pelkkien ostonoteerausten perusteella

Euro Corporate Bondin ero vertailuindeksiin oli toissa-vuotiseen tapaan poikkeuksellisen suuri. Rahaston tuotto 2009 oli 11,6 % ja indeksin raportoitu vuosituotto 16,4 %.

Vuonna 2008 kirjoitimme, että korkomarkkinoiden huonon likviditeetin takia rahastomme raportoitu tuotto oli selvästi indeksituottoa parempi. Vuonna 2009 likviditeettitilanne helpottui ratkaisevasti ja huonosta likviditeetistä kärsineiden arvopapereiden hinnat nousivat merkittävästi osto- ja myyntinoteerausten erojen kaventuessa.

Nämä samat tekijät saattavat tulevaisuudessakin aiheuttaa rahaston tuoton heilahtelua indeksin ympärillä. Pidemmällä aikavälillä vertailuhistorian pitäisi kuitenkin tasoittua. Tämä tasoittuminen on havaittavissa myös jos tarkastelee hieman pidempiä toteutuneita vertailujaksoja:

	1v	2v	3v	4v	5v
Euro Corporate Bond	11,57 %	16,72 %	17,58 %	17,85 %	20,22 %
Vertailuindeksi	16,41 %	17,43 %	18,58 %	19,37 %	23,72 %

**Rahamarkkinarahasto AAA:n** tunnusluvuissa saattaa herättää huomiota se, että emme enää ilmoita luotto-luokitusjakaumaa. Tämä johtuu siitä, että rahaston sijoituskohteina olevilla arvopapereilla ei pääsääntöisesti ole luotto-luokitusta (vaikka esim. liikkeeseenlaskevalla pankilla saattaa ollakin).

**Suomi-indeksirahastossa** ja **OMX Helsinki 25 indeksiosuusrahastossa** (ETF) saimme takavuotena toimineen Helsingin pörssin lainapolin nuukahdettua joksikin aikaa hidastuneen osakelainauksen jälleen sujuvasti käyntiin. Lainatuottojen merkitys hallintopalkkioiden vähentäjänä oli vuoden aikana varsin merkittävä, kuten taulukosta käy ilmi.

	Lainatuotot 2009 / €	Hallinnointi- palkkiot 2009 / €	Lainatuotot % hallinnointi- palkkiosta
Suomi- indeksirahasto	32 874	115 266	29 %
OMX Helsinki 25 ETF	68 847	190 741	36 %

Monissa ulkomaisissa ETF:issä rahastojen maksettavaksi koituu kulueriä (esim. indeksilisenssit), jotka Seligson & Co maksaa perimästään rahastojen hallinnointi-palkkiosta. Myös osakelainauksen kohdalla ns. kansain-välinen tapa on, että rahastoyhtiö pitää itsellään merkittävän osan lainauksen tuotoista. Seligson & Co:n rahastojen lainauksesta saamat tuotot maksetaan kokonaan rahastoon (lainauksen järjestäjä, nyt Handelsbanken, perii toki ensin oman osuutensa). Lainaukseen liittyvistä järjestelyistä ja vakuuksista tarkemmin Phoebuksen katsauksessa sivulla 14.

**Aasia-indeksirahastossa** kolmen kuukauden tuotto oli indeksiä parempi. Siitä ei kuitenkaan kannata huolestua: emme ole ottaneet aktiivista indeksistä poikkeavaa näkemystä, vaan kysymys on ennen muuta arvonlaskentahetken ja indeksin laskennan ajankohdan eroista. Lyhyellä aikavälillä tuottoluvut voivat tämän vuoksi heitellä jonkin verran kumpaan suuntaan tahansa, mutta pitkällä aikavälillä tästä johtuvat erot kumoavat toisensa ja siten tasaantunevat.

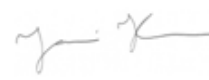
Indeksisijoittamisen suosion kasva-essa ovat aktiiviset hallinnoijat viime aikoina kovasti myyneet ajatusta siitä, että edessä olisivat ”osakepoimijan markkinat”. Älkää huolestuko, vaan lukekaa Petri Rutasen naseva analyysi asiasta sivulta 9 ja

pitäkää rauhassa kiinni *omista* sijoitussuunnitelmistanne. Erinomaista indeksisijoitusvuotta 2010!

Salkunhoitajanne,



Jaana Timonen  
jaana.timonen@seligson.fi

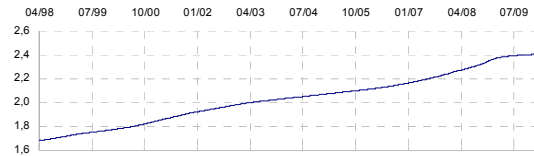


Jani Holmberg  
jani.holmberg@seligson.fi

## RAHAMARKKINARAHASTO AAA

31.12.2009

## ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Rahamarkkinarahasto, joka sijoittaa eurooppalaisiin lyhytaikaisiin korkoinstrumentteihin.

## RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	1.4.1998
Tyyppi	Lyhyet korot, euro-alue
Rahaston koko (milj. euroa)	194,9
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	0,22 %	0,04 %	0,20 %	0,06 %
1 v	1,79 %	0,09 %	1,81 %	0,11 %
3 v	11,12 %	0,16 %	11,59 %	0,19 %
5 v	16,18 %	0,14 %	17,18 %	0,16 %
10 v	35,55 %	0,15 %	38,63 %	0,17 %
Aloituspäivästä	43,04 %	0,15 %	46,75 %	0,17 %
Aloituspäivästä p.a.	3,09 %		3,32 %	

## KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.1.2009 – 31.12.2009

Palkkiot yhteensä (TER)	0,18 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,01 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,19 %
Salkun kiertonopeus	35,46 %
Lainaluokitukset (rating)	Ks. sivu 18.
Salkun korkoriski (duraatio)	0,25
Välityspalkkiot lähipiirille	0,00 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	0,03 %
Lähipiirin omistusosuus (31.12.2009)	0,76 %

## SUURIMMAT OMISTUKSET

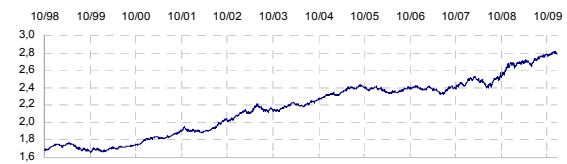
	Maa	Osuus rahastosta
Määräaikainen talletus Tapiola 25.03.2010	Suomi	6,2 %
Sijoitustodistus Aktia 15.03.2010	Suomi	5,6 %
Yritystodistus Itella 28.01.2010	Suomi	4,6 %
Sijoitustodistus Tapiola Pankki 27.4.2010	Suomi	4,6 %
Sijoitustodistus Nordea 05.03.2010	Suomi	4,1 %
Määräaikainen talletus Alandsbanken 30.07.2010	Suomi	3,6 %
Sijoitustodistus SHB 12.02.2010	Suomi	3,6 %
Sijoitustodistus Nordea 20.04.2010	Suomi	3,6 %
Määräaikainen talletus Helsingin OP Pankki 16.02.2010	Suomi	3,1 %
Määräaikainen talletus Helsingin OP Pankki 01.04.2010	Suomi	3,1 %

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

## EURO-OBLIGAATIO

31.12.2009

## 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)	49,1
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	0,28 %	3,09 %	-0,03 %	3,35 %
1 v	3,84 %	4,20 %	4,37 %	4,07 %
3 v	16,56 %	4,56 %	16,12 %	4,18 %
5 v	20,49 %	3,95 %	21,93 %	3,73 %
10 v	65,25 %	3,72 %	70,22 %	3,60 %
Aloituspäivästä	65,56 %	3,73 %	70,22 %	3,61 %
Aloituspäivästä p.a.	4,60 %		4,83 %	

## KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.1.2009 – 31.12.2009

Palkkiot yhteensä (TER)	0,28 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,01 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,30 %
Salkun kiertonopeus	-55,04 %
Lainaluokitukset (rating)	AAA 75,4%, AA 10,1%, A 12,4%, BBB 2,1%
Salkun korkoriski (duraatio)	5,79
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	2,78 %
Lähipiirin omistusosuus (31.12.2009)	0,01 %

## SUURIMMAT OMISTUKSET

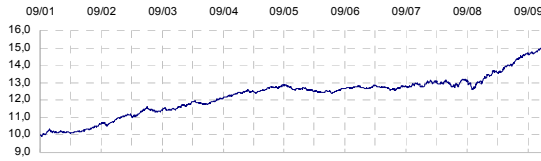
	Maa	Osuus rahastosta
Saksan valtion obligaatio 3,50% 04.01.2016	Saksa	10,6 %
Ranskan valtion obligaatio 4,25% 25.04.2019	Ranska	9,7 %
Italian valtion obligaatio 4,25% 01.08.2014	Italia	8,7 %
Ranskan valtion obligaatio 3,50% 25.04.2015	Ranska	8,5 %
Saksan valtion obligaatio 6,25% 04.01.2024	Saksa	7,7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

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

**EURO CORPORATE BOND**

31.12.2009

**ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)**



Obligaatioindeksirahasto, joka seuraa yritysten liikkeelle laskemien euromääräisten lainojen indeksia.

**RAHASTON AVAINTIEDOT**

Aloituspäivä	14.9.2001
Tyyppi	Pitkät korot, euro-alue
Rahaston koko (milj. euroa)	54,3
Vertailuindeksi	Merrill Lynch EMU Corporates Non-Financial Index
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,33 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintä-/lunastuspalkkio (maksetaan rahastoyhtiölle)	ei
Kaupankäyntipalkkio lunastettaessa (maksetaan rahastoon)	0 % (0,2 %, jos sijoitusaika alle 3 kk)
Salkunhoitaja	Jani Holmberg / Jaana Timonen

**TUOTTO JA VOLATILITEETTI**

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	1,65 %	2,46 %	1,79 %	2,33 %
1 v	11,57 %	3,41 %	16,41 %	3,13 %
3 v	17,58 %	3,81 %	18,58 %	3,32 %
5 v	20,22 %	3,33 %	23,72 %	2,97 %
Aloituspäivästä	49,24 %	3,26 %	58,00 %	3,08 %
Aloituspäivästä p.a.	4,94 %		5,67 %	

**KULUT JA TUNNUSLUVUT**

1.1.2009 – 31.12.2009

Palkkiot yhteensä (TER)	0,34 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,11 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,45 %
Salkun kiertonopeus	-54,89 %
Lainaluokitukset (rating)	AAA 1 %, AA 15,3 %, A 56%, BBB 27,7 %
Salkun korkoriski (duraatio)	4,29
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	1,81 %
Lähipiirin omistusosuus (31.12.2009)	0,01 %

**SUURIMMAT OMISTUKSET**

	Maa	Osuus rahastosta
ELECTRICITE DE FRANCE 4,625% 06.11.2013	Ranska	2,4 %
E.ON INTL FINANCE BV 5,75% 07.05.2020	Saksa	2,3 %
ROCHE HLDGS INC 5,625% 04.03.2016	Sveitsi	2,3 %
GDF SUEZ 6,25% 24.01.2014	Ranska	2,1 %
DEUTSCHE TELEKOM INT FIN 4,0% 19.01.2015	Saksa	2,1 %
GLAXOSMITHKLINE 5,625% 13.12.2017	Iso-Britannia	1,8 %
VOLKSWAGEN INTL FIN 5,375% 22.5.2018	Saksa	1,8 %
ENEL-SOCIETA PER AZIONI 5,25% 20.06.2017	Italia	1,8 %
TELEFONICA EUROPE BV 5,125% 14.02.2013	Espanja	1,8 %
FRANCE TELECOM 4,75% 21.02.2017	Ranska	1,7 %

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

**SUOMI -INDEKSIRAHASTO**

31.12.2009

**ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)**



Suomalaisiin osakkeisiin sijoittava indeksirahasto.

**RAHASTON AVAINTIEDOT**

Aloituspäivä	1.4.1998
Tyyppi	Osakerahasto, Suomi
Rahaston koko (milj. euroa)	32,6
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	4,17 %	18,37 %	4,27 %	18,28 %
1 v	45,76 %	27,95 %	46,78 %	28,67 %
3 v	-20,28 %	27,62 %	-18,23 %	27,79 %
5 v	32,55 %	23,11 %	33,03 %	23,22 %
10 v	-13,38 %	25,59 %	-24,42 %	25,73 %
Aloituspäivästä	97,66 %	25,95 %	67,51 %	26,28 %
Aloituspäivästä p.a.	5,97 %		4,48 %	

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

**KULUT JA TUNNUSLUVUT**

1.11.2009 – 31.12.2009

Palkkiot yhteensä (TER)	0,46 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,12 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,58 %
Salkun kiertonopeus	23,23 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	0,45 %
Lähipiirin omistusosuus (31.12.2009)	0,13 %

**SUURIMMAT OMISTUKSET**

	Maa	Osuus rahastosta
Yhtiö		
FORTUM OYJ	Suomi	9,4 %
SAMPO OYJ-A SHS	Suomi	9,0 %
NOKIA OYJ	Suomi	8,5 %
KONE OYJ-B	Suomi	7,4 %
TELIASONERA AB	Ruotsi	4,5 %
UPM-KYMMENE OYJ	Suomi	4,1 %
METSO OYJ	Suomi	3,7 %
NORDEA BANK AB - FDR	Ruotsi	3,7 %
STORA ENSO OYJ-R SHS	Suomi	3,4 %
KESKO OYJ-B SHS	Suomi	2,7 %

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

**OMXH25 -INDEKSIOUSUURAHASTO**  
31.12.2009

**ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)**



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

**RAHASTON AVAINTIEDOT**

Aloituspäivä	8.2.2002
Tyyppi	Osakerahasto, Suomi
Rahaston koko (milj. euroa)	179,8
Vertailuindeksi	OMX Helsinki 25 -osakeindeksi
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,11 - 0,18 % (rahaston koon mukaan)
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintäpalkkio	- / osakevälityspalkkio
Lunastuspalkkio	- / osakevälityspalkkio
Salkunhoitaja	Jani Holmberg / Jaana Timonen

**TUOTTO JA VOLATILITEETTI**

	Rahasto		Vertailuindeksi*	
	Tuotto**	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	5,39 %	20,59 %	5,53 %	20,64 %
1 v	33,95 %	31,21 %	34,11 %	31,31 %
3 v	-30,15 %	30,55 %	-30,16 %	30,56 %
5 v	10,68 %	25,40 %	11,01 %	25,41 %
Aloituspäivästä	29,67 %	23,33 %	29,74 %	23,30 %
Aloituspäivästä p.a.	3,34 %		3,35 %	

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

**KULUT JA TUNNUSLUVUT**

1.1.2009 – 31.12.2009

Palkkiot yhteensä (TER)	0,17 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,05 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,22 %
Salkun kiertonopeus	26,22 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	0,20 %
Lähipiirin omistusosuus (31.12.2009)	0,0 %

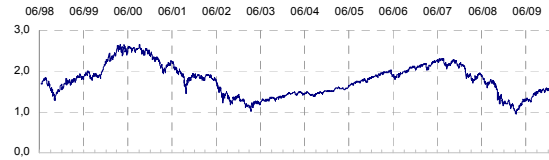
**SUURIMMAT OMISTUKSET**

Yhtiö	Maa	Osuus rahastosta
FORTUM OYJ	Suomi	10,8 %
SAMPO OYJ-A SHS	Suomi	9,5 %
NOKIA OYJ	Suomi	9,4 %
KONE OYJ-B	Suomi	8,5 %
TELIASONERA AB	Ruotsi	6,7 %
UPM-KYMMENE OYJ	Suomi	6,5 %
NORDEA BANK AB - FDR	Ruotsi	4,6 %
METSO OYJ	Suomi	4,6 %
STORA ENSO OYJ-R SHS	Suomi	4,2 %
WARTSILA OYJ-B SHARES	Suomi	3,4 %

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

**EUROOPPA –INDEKSIRAHASTO**  
31.12.2009

**ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)**



Osakeindeksirahasto, joka seuraa DJ STOXX Sustainability -indeksiä.

**RAHASTON AVAINTIEDOT**

Aloituspäivä	15.6.1998
Tyyppi	Osakerahasto, Eurooppa
Rahaston koko (milj. euroa)	50,6
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	3,71 %	16,80 %	3,86 %	16,93 %
1 v	30,24 %	25,33 %	30,69 %	25,56 %
3 v	-24,40 %	26,74 %	-22,64 %	26,84 %
5 v	5,43 %	21,85 %	9,30 %	21,90 %
10 v	-33,98 %	23,50 %	-28,97 %	23,54 %
Aloituspäivästä	-5,16 %	23,64 %	6,42 %	23,45 %
Aloituspäivästä p.a.	-0,46 %		0,54 %	

Huom! Luvut on laskettu jaksolle, joka päättyy 30.12.2009; indeksiä ei laskettu 31.12.2009.

**KULUT JA TUNNUSLUVUT**

1.1.2009 – 31.12.2009

Palkkiot yhteensä (TER)	0,46 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,16 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,62 %
Salkun kiertonopeus	8,63 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	0,32 %
Lähipiirin omistusosuus (31.12.2009)	0,27 %

**SUURIMMAT OMISTUKSET**

Yhtiö	Maa	Osuus rahastosta
HSBC HOLDINGS PLC	Iso-Britannia	5,3 %
NESTLE SA-REGISTERED	Sveitsi	4,7 %
TOTAL SA	Ranska	3,8 %
BANCO SANTANDER SA	Espanja	3,6 %
NOVARTIS AG-REG	Sveitsi	3,5 %
ROCHE HOLDING AG-GENUSSCHEIN	Sveitsi	3,2 %
TELEFONICA S.A.	Espanja	3,0 %
E.ON AG	Saksa	2,2 %
BNP PARIBAS	Ranska	2,1 %
RIO TINTO PLC	Iso-Britannia	2,0 %

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

**AASIA -INDEKSIRAHASTO**

31.12.2009 (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)	15,0
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 sijoitus aika < 6 kk)
Salkunhoitaja	Jani Holmberg / Jaana Timonen

**TUOTTO JA VOLATILITEETTI**

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	4,26 %	15,46 %	3,35 %	16,12 %
1 v	16,62 %	20,88 %	19,63 %	22,43 %
3 v	-30,83 %	24,35 %	-28,75 %	25,27 %
5 v	-10,05 %	21,65 %	-5,75 %	22,40 %
10 v	-68,47 %	24,47 %	-66,68 %	25,50 %
Aloituspäivästä	-68,47 %	24,46 %	-66,28 %	25,50 %
Aloituspäivästä p.a.	-10,89 %		-10,29 %	

**KULUT JA TUNNUSLUVUT**

1.1.2009 – 31.12.2009

Palkkiot yhteensä (TER)	0,52 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,34 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,85 %
Salkun kiertonopeus	78,98 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	5,59 %
Lähipiirin omistusosuus (31.12.2009)	0,77 %

**SUURIMMAT OMISTUKSET**

Yhtiö	Maa	Osuus rahastosta
BHP BILLITON LTD	Australia	7,6 %
TOYOTA MOTOR CORP	Japani	7,3 %
SAMSUNG ELECTR-GDR REGS	Korean tasavalta	5,3 %
WESTPAC BANKING CORP	Australia	3,8 %
NATIONAL AUSTRALIA BANK LTD	Australia	3,0 %
AUST AND NZ BANKING GROUP	Australia	3,0 %
TAIWAN SEMICONDUCTOR-SP ADR	Taiwan	2,5 %
MITSUBISHI CORP	Japani	2,3 %
POSCO-ADR	Korean tasavalta	2,3 %
TOKYO ELECTRIC POWER CO	Japani	2,0 %

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

**POHJOIS-AMERIKA -INDEKSIRAHASTO**

31.12.2009

**ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)**



Osakeindeksirahasto, joka seuraa DJ Sustainability North America -indeksiä.

**RAHASTON AVAINTIEDOT**

Aloituspäivä	29.12.2006
Tyyppi	Osakerahasto, Pohjois-Amerikka
Rahaston koko (milj. euroa)	15,9
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 sijoitus aika < 6 kk)
Salkunhoitaja	Jani Holmberg / Jaana Timonen

**TUOTTO JA VOLATILITEETTI**

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	7,81 %	15,64 %	8,16 %	16,49 %
1 v	28,95 %	25,63 %	30,20 %	26,29 %
3 v	-21,20 %	27,36 %	-20,43 %	27,98 %
Aloituspäivästä	-21,20 %	27,36 %	-20,43 %	27,98 %
Aloituspäivästä p.a.	-7,61 %		-7,31 %	

**KULUT JA TUNNUSLUVUT**

1.1.2009 – 31.12.2009

Palkkiot yhteensä (TER)	0,45 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,09 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,54 %
Salkun kiertonopeus	20,53 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	0,86 %
Lähipiirin omistusosuus (31.12.2009)	0,35 %

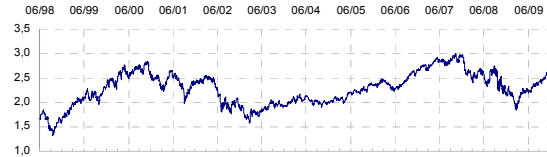
**SUURIMMAT OMISTUKSET**

Yhtiö	Maa	Osuus rahastosta
MICROSOFT CORP	Yhdysvallat	5,0 %
PROCTER & GAMBLE CO	Yhdysvallat	3,6 %
JOHNSON & JOHNSON	Yhdysvallat	3,6 %
INTL BUSINESS MACHINES CORP	Yhdysvallat	3,5 %
JPMORGAN CHASE & CO	Yhdysvallat	3,3 %
GENERAL ELECTRIC CO	Yhdysvallat	3,3 %
CHEVRON CORP	Yhdysvallat	3,1 %
CISCO SYSTEMS INC	Yhdysvallat	2,8 %
HEWLETT-PACKARD CO	Yhdysvallat	2,5 %
COCA-COLA CO/THE	Yhdysvallat	2,5 %

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

**GLOBAL TOP 25 BRANDS**  
31.12.2009

**ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)**



Osakekorirahasto, joka sijoittaa maailman arvostetuimpiin tavaramerkkeihin.

**RAHASTON AVAINTIEDOT**

Aloituspäivä	18.6.1998
Tyyppi	Osakerahasto, maailma
Rahaston koko (milj. euroa)	50,2
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	10,51 %	12,47 %	8,16 %	14,54 %
1 v	24,90 %	18,95 %	29,01 %	19,36 %
3 v	1,27 %	20,78 %	-13,13 %	20,52 %
5 v	35,79 %	17,51 %	12,32 %	17,21 %
10 v	10,32 %	18,82 %	-9,72 %	17,26 %
Aloituspäivästä	60,83 %	19,32 %	11,27 %	17,31 %
Aloituspäivästä p.a.	4,20 %		0,93 %	

**KULUT JA TUNNUSLUVUT**

1.1.2009 – 31.12.2009

Palkkiot yhteensä (TER)	0,61 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,08 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,69 %
Salkun kiertonopeus	-28,68 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	6,76 %
Lähipiirin omistusosuus (31.12.2009)	0,12 %

**SUURIMMAT OMISTUKSET**

Yhtiö	Maa	Osuus rahastosta
UNILEVER NV-CVA	Alankomaat	7,8 %
COCA-COLA CO/THE	Yhdysvallat	7,2 %
MCDONALD'S CORP	Yhdysvallat	7,1 %
THE WALT DISNEY CO.	Yhdysvallat	7,0 %
PROCTER & GAMBLE CO	Yhdysvallat	6,6 %
COLGATE-PALMOLIVE CO	Yhdysvallat	4,1 %
GOOGLE INC-CL A	Yhdysvallat	3,9 %
MICROSOFT CORP	Yhdysvallat	3,8 %
NIKE INC -CL B	Yhdysvallat	3,8 %
KELLOGG CO	Yhdysvallat	3,7 %

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

**GLOBAL TOP 25 PHARMACEUTICALS**  
31.12.2009

**ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)**



Osakekorirahasto, joka sijoittaa maailman suurimpien lääkeyritysten osakkeisiin.

**RAHASTON AVAINTIEDOT**

Aloituspäivä	17.1.2000
Tyyppi	Osakerahasto, lääketeollisuus
Rahaston koko (milj. euroa)	24,0
Vertailuindeksi	MSCI Pharma & Biotech NDR
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,6 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintä-/lunastuspalkkio (maksetaan rahastoyhtiölle)	ei
Kaupankäyntipalkkio (maksetaan rahastoon)	0 % 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	6,24 %	10,02 %	7,89 %	14,50 %
1 v	10,18 %	14,74 %	13,47 %	17,78 %
3 v	-5,06 %	18,22 %	-10,18 %	19,74 %
5 v	17,99 %	15,41 %	12,18 %	16,81 %
Aloituspäivästä	-8,57 %	16,97 %	-18,86 %	18,90 %
Aloituspäivästä p.a.	-0,90 %		-2,08 %	

**KULUT JA TUNNUSLUVUT**

1.1.2009 – 31.12.2009

Palkkiot yhteensä (TER)	0,61 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,11 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,72 %
Salkun kiertonopeus	-15,32 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	3,23 %
Lähipiirin omistusosuus (31.12.2009)	0,27 %

**SUURIMMAT OMISTUKSET**

Yhtiö	Maa	Osuus rahastosta
PFIZER INC	Yhdysvallat	8,0 %
ROCHE HOLDING AG-GENUSSCHEIN	Sveitsi	7,0 %
NOVARTIS AG-REG	Sveitsi	6,8 %
GLAXOSMITHKLINE PLC	Iso-Britannia	6,3 %
JOHNSON & JOHNSON	Yhdysvallat	6,3 %
BRISTOL-MYERS SQUIBB CO	Yhdysvallat	4,1 %
TEVA PHARMACEUTICAL-SP ADR	Israel	4,0 %
SANOI-AVENTIS	Ranska	3,8 %
NOVO NORDISK A/S-B	Tanska	3,7 %
MERCK & CO. INC.	Yhdysvallat	3,6 %

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

# PITÄISIKÖ AKTIIVINEN SALKUNHOITO KIELTÄÄ LAILLA?

## Ruotsin eläkejärjestelmä muutoksen kynnyksellä – mitä voimme oppia?

Otsikon kysymys ei ole minun, vaikka mielelläni provosoi-  
via näkemyksiä esitänkin. Sen kysyy Ruotsin valtionvarain-  
ministeriön erikoisryhmän tutkija Malin Björkmo tuoreessa  
Ruotsin eläkejärjestelmää koskevassa raportissaan.<sup>1</sup>  
Vastaus on ehkä selvä, mutta kiinnostavinta on minusta se,  
että kysymys ylipäättään esitetään vakavasti otettavassa  
viranomaisselvityksessä!

### Aktiivisen salkunhoidon tuotto

Ruotsin työeläkejärjestelmä on osittain rahastoitu, kuten  
Suomenkin. Reilun 700 miljardin kruunun eläkevaroja  
hoitavat AP-rahastot 1–4, jotka ovat valtion suoraan omista-  
mia – toisin kuin eläkeyhtiöt Suomessa. Rahastot perustettiin  
vuoden 2001 alussa ja Björkmo tutkii raportissaan rahastojen  
salkunhoitoa ja hallinnointia ensimmäisen kahdeksan vuoden  
osalta sekä ehdottaa järjestelmään muutoksia.

Hän toteaa, että neljän AP-rahaston salkunhoidosta 89 % on  
hoidettu aktiivisesti ja 11 % indeksoituna. Aktiivinen salkun-  
hoito on ennen kuluja tuottanut 8,5 miljardin kruunun tappiot  
rahastojen vertailuindekseihin nähden, siis noin -0,15 % per  
vuosi.<sup>2</sup> Vuosi- ja rahastotasolla aktiivinen salkunhoito on  
antanut ylituottoa 11:a vuonna 32:sta mahdollisesta.  
Rahastojen kulut ovat olleet 7,4 miljardia kruunua, joten  
niiden alituotto indeksiin nähden on kulujen jälkeen ollut  
noin -0,30 % per vuosi.

### Osien summa voi yllättää

AP-rahastot kuuluvat Pohjoismaiden suurimpiin, joten niillä  
on varaa palkata itselleen osaavia salkunhoitajia ja analyt-  
tikoita ja ne voivat ostaa maailman parhaiden salkunhoitajien  
palveluja. Miten tämä aktiivisuuden alituotto siis voi olla  
mahdollista?

Björkmo tarjoaa ainakin yhden selityksen. Tarkastellessaan  
rahastojen sijoituksia ruotsalaisiin osakkeisiin hän kirjoittaa  
vapaasti suomennettuna ja lyhennettynä näin:

*Salkunhoitajariskin hajautuksella voi olla myös negatiivisia  
vaikutuksia. Usean eri rahaston positiot voivat kumota toisensa.  
Useista eri asiantuntijaorganisaatioista huolimatta ollaan kokonaisuutena ottaen lähellä indeksisalkunhoitoa – mutta aktiivisen  
salkunhoidon kustannuksilla.*

*Vertasimme rahastojen omistuksia ruotsalaisissa suuryhtiöissä  
indeksiin. Keskimääräinen indeksiero oli rahastoittain 0,60,  
0,76, 0,99 ja 0,49 prosenttiyksikköä. Kokonaisuuden indeksiero  
oli vain 0,41. Positiiviset ja negatiiviset painoerot olivat siis  
kumonneet toisensa. Esimerkiksi AP2:n suurin indeksiero,*

<sup>1</sup> Björkmo: ”Fyra dyra fonder? Om effektiv förvaltning och styrning  
av AP-fonderna”, marraskuu 2009  
[www.eso.expertgrupp.se/Uploads/Documents/Hela%202009\\_4.pdf](http://www.eso.expertgrupp.se/Uploads/Documents/Hela%202009_4.pdf)

<sup>2</sup> Luvut tulevat McKinsey raportista ”Utvärdering av AP-fondernas  
verksamhet 2009” ja sisältävät jonkin verran ulkopuolisille  
salkunhoitajille maksettuja kuluja (rahastosijoitusten osalta)  
[www.regeringen.se/content/1/c6/12/71/18/7abdae20.pdf](http://www.regeringen.se/content/1/c6/12/71/18/7abdae20.pdf)

*alipaino H&M:ssä, on eliminoi-  
nut AP3:n lähes vastaavalla  
ylipainolla samassa yhtiössä.  
Eläkejärjestelmän hyöty rahastojen  
analyseista ja aktiivisesta salkun-  
hoidosta on siksi ollut hyvin pieni.*

### Todellinen aktiivinen osuus?

Björkmon havainto on kiinnos-  
tava, mutta hänen käyttämänsä  
metodiikka ei valitettavasti salli  
johtopäätösten laajentamista. Tein siksi saman harjoituksen  
AP-rahastojen ruotsalaisten osakkeiden salkuille per  
31.12.2008 verrattuna Tukholman pörssin yleisindeksiin ja  
käyttäen Cremersin ja Petäjästön kehittämää tunnuslukua  
*Active Share* eli *aktiivisuus*, joka on absoluuttisten indeksi-  
poikkeamien summa jaettuna kahdella.<sup>3</sup>

AP-rahastojen aktiivisuudet olivat tarkasteluaikana 16 %,  
24 %, 15 % ja 15 %, mutta niiden yhteenlasketun salkun  
aktiivisuus oli vain 12 %, koska aktiiviset positiot kumo-  
sivat osittain toisensa – aivan kuten Björkmo toteaa.

Lopputulokset on erittäin mielenkiintoinen. AP-rahastothan  
kertovat, että 89 % niiden salkunhoidosta on aktiivista ja  
11 % indeksisalkunhoitoa. Todellisuudessa luvut ovat ainakin  
ruotsalaisissa osakkeissa olleet melkein päinvastaiset: aktiivi-  
osuus 12 % ja indeksiosuus 88 %.

Toisensa kumoavien markkinanäkemyksien lisäksi syynä  
lienee ollut myös se, että instituutit asettavat usein varain-  
hoitajilleen ”riskibudjetit” eli rajoittavat salkkujen indeksi-  
poikkeamaa (*tracking error*). Näin aktiivisenkin varainhoi-  
taja joutuu sijoittamaan suuren osan salkusta indeksin  
mukaisesti, halusi tai ei.

### Maksa siitä mitä saat

Miksi aktiivisten salkkujen toisiaan kumoavalla vaikutuksella  
sitten on merkitystä?

Kustannusten vuoksi. Björkmo kertoo instituutioiden keski-  
määräisiksi osakesalkunhoidon kuluiksi noin 5 bps (eli  
5 ”basis pointtia” eli 0,05 %) passiivisesta salkunhoidosta,  
noin 9 bps itse hoidetusta aktiivisesta salkusta ja noin 45 bps  
ulkoistetusta aktiivisesta salkunhoidosta. Näin laskettuna  
salkku, josta 90 % on aktiivisesti hoidettu (ja siitä 30 %  
ulkoistettu) maksaa noin 20 bps vuodessa. Vastaava salkku

<sup>3</sup> Aktiivisuus on helppo tulkita intuitiivisesti: kun jakaa aktiivisesti  
hoidetun salkun kahteen peruskomponenttiinsa, indeksisalkkuun ja  
markkinaneutraaliin hedgesalkkuun, aktiivisuus mittaa hedgesalkun  
laajuutta ja luku 1 – aktiivisuus on indeksikomponentti. Jos  
indeksissä olisi vain yksi osake, mutta rahaston varoista puolet  
muualla, niin aktiivisuus olisi 50 % ja indeksikomponentti samoin  
50 %. Cremers, Petäjästö: ”How Active Is Your Fund Manager?”  
[ssrn.com/abstract=891719](http://ssrn.com/abstract=891719)



**Oikeasti aktiivinen.**  
Anders Oldenburg hoitaa  
Phoebus-osakerahastoa, jonka  
aktiivisuusaste on 96 %.  
Ei kuitenkaan siksi, että  
aktiivinen salkunhoito  
kuulostaisi indeksisalkun-  
hoitoa hienommalta.



purettuna peruskomponentteihinsa – passiiviseen ytimeen ja oikeasti aktiiviseen osaan – maksaisi vain noin 7 bps vuodessa. Merkittävä osuus alituotosta selittyy siis sillä, että rahastot maksavat aktiivisen salkunhoidon hinnan siitä, mistä kokonaisuutena tarkastellen on tullut indeksisalkunhoitoa.

### Kieltolaki aktiiviselle salkunhoidolle?

Björkmön oma vastaus kysymykseen aktiivisen salkunhoidon kieltämisestä lainsäädäntöteitse on, että aktiivista salkunhoitoa ei pidä kieltää kokonaan; siitä voi joissain olosuhteissa olla hyötyä. Hän kuitenkin ehdottaa, että AP-rahastot pitäisi hallinnon tehostamiseksi yhdistää ja että hallituksen pitäisi koostua asiantuntijoista, joilla on edellytyksiä ja suoraselkäisyttä arvioida aktiivisen ja passiivisen sijoittamisen todellisia meriittejä. Rahastot eivät myöskään saisi käyttää omistustensa tuomaa äänivaltaa, jotta vallankäyttöhalut eivät sotkeentuisi varsinaiseen sijoittamiseen.

Lopuksi Björkmo toteaa, että yhtiöiden oma sijoitusorganisaatio voi olla ulkoistettua salkunhoitoa halvempi, mutta sisäisen salkunhoidon suurin ongelma on, että se usein johtaa tarpeettoman aktiiviseen salkunhoitoon: *”Aktiivisuutta pidetään ehkä hauskempana ja se kuulostaakin paremmalta.”*

### Entä Suomessa?

Björkmön innostamana päätin selvittää, mikä on eläkevakuutusyhtiöiden salkunhoidon aktiivisuuden aste Suomessa ja miten eri yhtiöiden markkinanäkemykset eliminoivat toisiaan kokonaistasona. Tarkastelin kuuden suuren eläkevakuuttajan (Ilmarinen, Varma, Valtion Eläkerahasto, Etera, Eläke-Tapiola ja Eläke-Fennia) suomalaisten yhtiöiden osakesalkkuja suhteessa OMXH CAP -indeksiin.

Vertailu ei Suomessa ole ehkä yhtä relevanttia kuin Ruotsissa. Siellä eläkejärjestelmä on valtiollinen, meillä ainakin nimellisesti yksityinen. Toisaalta Suomessakin yhtiöillä on laaja yhteisvastuu ja toiminta on valtion tarkkaan sääntelemää, joten vertailu ei ole kokonaan vailla pohjaa.

Aktiivisuusaste on Suomessa korkeampi kuin Ruotsissa, tarkastelemieni yhtiöiden osalta (31.12.2008) 20 %, 39 %, 16 %, 15 %, 56 % ja 19 %. Eläkeyhtiöiden yhteenlasketun salkun aktiivisuusaste on 19 %.

Vertailua vaikeuttaa se, että osa yhtiöistä on sijoittanut paljon normaalia enemmän omiin jakelukanaviinsa. Varman suomalaisesta osakesalkusta sijoitus Sampoon edustaa yli 30 %, joka ei liene puhtaasti sijoitusmielessä perusteltavissa.



*”Enhanced” index? Salakuljetus on usein heikentänyt erilaisten kieltolakien tehoa. Aktiivisen salkunhoidon salakuljetuksen välttämiseksi parempi vaihtoehto lienee salliminen, mutta kohtuullinen ja tilanteeseen sopiva käyttö.*

Vastaavasti Ilmarisen sijoitus Pohjola Pankkiin (9 % salkusta) muodostaa sen ylivoimaisesti suurimman riskin suhteessa indeksiin. Kun kanavasijoitukset neutralisoidaan indeksipainoon ovat aktiiviosuudet 17 %, 29 %, 16 %, 15 %, 56 % ja 19 %. Yhtiöiden yhteenlasketun salkun aktiivisuusaste on 16 %. Vain yhden (pienehkön) yhtiön aktiivisuusaste on alempi kuin kokonaisuuden. Yhtiöiden erilaiset aktiiviset markkinanäkemykset siis eliminoivat toisiaan myös Suomessa niin, että kotimaisiin osakkeisiin sijoitetuista eläkevaroistamme 84 % on tosiasiaa indeksoituna.

Suomalaisten eläkeyhtiöiden vuosikertomukset eivät valitettavasti sellaisinaan mahdollista aktiivisten näkemysten tuottojen tai kustannusten tarkastelua, toisin kuin Ruotsissa. En ole myöskään törmännyt ulkopuolisten tekemiin selvityksiin. Vaikuttaa kuitenkin selvältä, että Ruotsissa todetut aktiivisen salkunhoidon haasteet – siis nimenomaan eläkejärjestelmän kokonaisuuden kannalta katsottuna – ovat olemassa myös meillä.

### Mitä tästä opimme?

Indeksin lyöminen ei ole helppoa, ei edes ammattisijoittajille, joilla on käytössään kymmeniä sijoitusammattilaisia ja maailman parhaat ulkopuoliset varainhoitajat ja konsultit sellaisten löytämiseksi. Useiden näkemysten yhdistäminen johtaa lopulta indeksinomaiseen salkkuun, joka on kuitenkin aktiivisen hintainen. Sama ongelma on kaikilla, jotka käyttävät useampaa varainhoitajaa samoilla markkinoilla.

Kieltolakiheitosta huolimatta mielestäni tärkein kysymys jää Björkmolta vakavassa mielessä esittämättä. Kun muistamme, että eläkerahasto hoitaa toisten varoja (siis eläkkeensaajien), salliiko sen rooli rahojen lopullisen omistajan edusmiehenä ylittää spekulointia? Indeksisalkunhoito tuottaa markkinatuoton miinus (pienet) kulut. Aktiivinen salkunhoito voi johtaa yli- tai alituottoihin, mutta maksaa varmasti enemmän. Mitään todisteita siitä, että edes ammattisijoittaja pystyisi järjestelmällisesti saavuttamaan ylituottoa ei ole, pikemmin päinvastoin<sup>4</sup>.

Aktiivisesti hallintoituun sijoitusrahastoon omalla päätöksellään sijoittavat ottavat aina (toivottavasti) tietoisesti riskin salkunhoitajan epäonnistumisesta. Hyvä niin: omilla rahoillaan voi ottaa haluamiaan riskejä. Mutta pitäisikö Ruotsin valtion 32 rahastovuoden kokemuksista vetää looginen johtopäätös ja jättää turha spekulointi toisten ihmisten rahoilla sikseen?

Anders Oldenburg  
anders.oldenburg@seligson.fi

<sup>4</sup> Tuore esimerkki tässä:

[www.professionalportfoliomanagement.net/pdfs/absenceofvalue.pdf](http://www.professionalportfoliomanagement.net/pdfs/absenceofvalue.pdf)

## DE FINANSIELLA ALKEMISTERNAS NYA GULD?

Åtminstone före de senaste månadernas negativa publicitet för vissa typer av *strukturerade produkter*, har s.k. indexlån varit en fantastisk försäljningssuccé. En gammal visdom lyder dock att om något verkar för bra för att vara sant så är det troligen det.

Det gängse namnet för dessa produkter, *indexlån*, har ingenting med skydd mot förändringar i prisindex (inflation) att göra utan hänger närmast samman med att instrumenten vanligen är uppbyggda med ett masskuldebrev (lån) som bas och att en del av eller hela den förväntade avkastningen ofta är beroende av utvecklingen i något (aktie)index.

Indexlånen kallas också ibland kapitalgaranterade produkter, strukturerade produkter eller aktieobligationer (de sistnämnda närmast i Sverige). Kärt barn har många namn. Enligt min uppfattning är "strukturerade produkter" kanske det mest lämpade namnet på dessa relativt komplicerade placeringsalternativ. Produkterna är nämligen inte alltid indexbundna utan struktureras även kring några enskilda aktier. En fullständig kapitalgaranti ges heller nästan aldrig.

### Kapital, visst – men garanti...?

En av orsakerna till den stora försäljningsframgången av indexlån hänger säkert samman med att produkterna marknadsförs som kapitalgaranterade. Det implicita löftet är att placeringen kommer att få sitt kapital tillbaka i ograverad form, samtidigt som hon kan ta del av en förväntad hög avkastning som beror på en snabb värdeökning på någon ofta rätt exotisk aktie- eller annan marknad. Man kan alltså få en hög (förväntad) avkastning utan att ta risker.

Har alltså de finansiella ingenjörerna – nutidens alkemister – äntligen hittat formeln för att producera "guldet", produkten som bryter den klassiska dogmen om att den förväntade avkastningen och risktagningen samvarierar så att enbart större risktagning möjliggör högre förväntad avkastning?

Så är det självfallet inte. (Beklagar.)

Indexlånet är ofta bara en så komplicerad och ogenomskinlig produkt att den kan verka mycket intressant för placeringen även om den enda egentliga vinnaren är producenten och/eller försäljaren av produkten.

För att förstå mekanismerna bakom ett indexlån, låt oss ta ett exempel. Vi antar att kunden ger banken ett lån på 100 000 euro. I ett typiskt fall består själva produkten av två delar. En del, säg 90 000, placeras i ett lånepapper. Denna placering ger med t.ex. 4 procents årlig ränta, alltså dryga 10 000 euro i avkastning under de tre åren. Det placerade beloppet, 90 000, samt den upplupna räntan ger alltså möjlighet att återbetala den ursprungliga totala placeringen på 100 000 euro efter tre år. Så fås till stånd det som kallas kapitalgaranti.

Den andra delen, 10 000 euro minus provisioner och övriga kostnader, placeras i mera riskfyllda instrument (oftast derivativa produkter) där *möjligheten* till exceptionellt hög avkastning är högre än i den relativt riskfria räntepaceringen.

Så fås till stånd den potentiella meravkastningen som sedan marknadsförs. Avkastningen till investeraren begränsas dock ytterligare med hjälp av invecklade kalkyleringsregler.

Åtminstone en viktig reflektion på basen av exemplet tycker jag att man kan göra: kapitalet i indexlånen är definitivt inte garanterat. Räntedelen i exemplet (90 000) är förknippad med en normal emittentrisk, vilket också många placerare i "kapitalgaranterade" produkter baserade på lånepapper emitterade av Lehman Brothers nyligen bittert fick uppleva.

Emittentriskan tenderar kanske dessutom att vara större än vanligt i tider med låga räntor (som just nu) i och med att producenterna av indexlån gärna söker högavkastande lånepapper, som givetvis också har högre risk, för att på så sätt öka utrymmet för placering i den mera riskfyllda och förväntat högavkastande delen av produkten.

### Enkelt är effektivt

En annan reflektion kunde vara att det givetvis är fritt fram för var och en som önskar placera i en indexlåneprodukt att konstruera en portfölj med motsvarande riskprofil själv. Den enklaste, kanske genomskinligaste och troligen billigaste varianten är att av ett totalbelopp på exempelvis 100 000 euro placera 90 000 på ett högräntekonto i en bank, i en statsobligation eller i en (kort)räntefond och placera 10 000 i aktier, en rysslandsfond eller något annat med hög risk.\* Då vet placeringen åtminstone vad hon gör, har en möjlighet att kontrollera kostnaderna för placeringen samt innehar till skillnad från de allra flesta placeringar i indexlån en likvid tillgång.

Jag kan förstå att privatplaceringar tidvis önskar placera i indexlån som ger en möjlighet att komma i åtnjutande av förväntad hög avkastning på en del exklusiva marknader. Privatplaceringar har helt enkelt inte alltid tillgång till varken information eller verktyg att exploatera möjligheter till meravkastning på dessa exotiska marknader. Och då kan indexlånen som produkter vara intressanta.

Att det trots den ovan indikerade möjligheten att själv producera sina indexlån – genomskinligt och förmånligt – fortfarande finns även professionella placerare som tyr sig till de finansiella alkemisternas produkter, upphör emellertid aldrig att förvåna mig.



Mikael Ingberg  
Styrelseordförande / Seligson & Co  
[mikael.ingberg@seligson.fi](mailto:mikael.ingberg@seligson.fi)

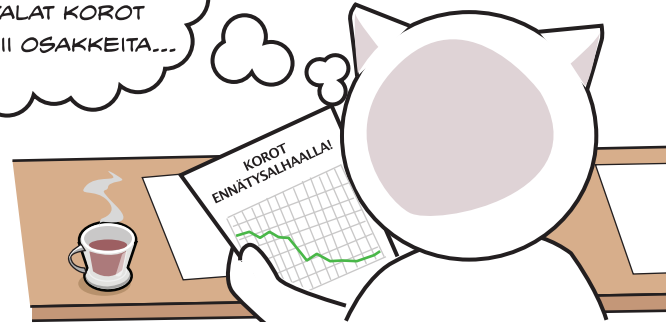
**Mer info?** Ta en titt på [www.seligson.fi/indexlainat](http://www.seligson.fi/indexlainat) och läs kolumnen "Du är bättre än banken!" i vår översikt 2/2009.

\* För att få *exakt* motsvarande riskprofil behövs derivativer i stället för vanliga fonder eller aktieplaceringar, men då ska man *verkligen* veta vad man sysslar med... Vanliga placeringar torde ha tillräckligt med risk för de flesta.

# Keskittyminen Olemmaiseen



MMMM...  
MATALAT KOROT  
SUOSII OSAKKEITA...



...JA JOS ELVYTYS ON  
ONNISTUNUT JA TALOUS  
LÄHTEE NOUSUUN, NIIN  
SEKIN ON VARMAAN  
OSAKKEILLE HYVÄ.



TOISAALTA SE VOI TARKOITTA  
ETTÄ KOROT NOUSEVAT JA SE  
TAAS LASKEE KURSSEJA....



...SITÄ PAITSI MARKKINAT  
ON JO LOPPUVUODEN  
HINNOITELLEET KURSSEIHIN  
TULEVAA KASVUA.

MITÄS SÄ HOMMAAT, KUN  
ON NOIN OTSA RYPYSSÄ?

MARKKINAENNUSTETTA  
POSSUVAARILLE.



MUTTA EIHÄN  
VAARI KOSKAAN  
MILTA SALKUSSAAN  
MITÄÄN?

EI NIIN, MUTTA HÄN  
HALUAA SILTI JOKA VUOSI  
PILKKIKAVEREILLEN LUIDET  
PERUSTELUT SILLE, ETTÄ  
SE EI TEE MITÄÄN!

JOO, KYSYNTÄ KASVAA  
MJÄM-MJÄM... MUTTA KOROTKIN VOI NOUSTA  
MJÄM-MAJM... MUTTA VIENNISTÄ  
EI TIEDÄ ... NO NI, NYT NAPPAS ISO...



## 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](mailto:info@seligson.fi)  
[www.seligson.fi](http://www.seligson.fi)