

**JÄRKI, KOHTUUS
JA JOULUHERKUT**
(s. 6)

**INDEKSI-
RAHASTOJEN
VUOSI** (s. 19)

**GRATIS KAN
BLI DYRT** (s. 26)

SELIGSON & CO VUOSIKATSAUS 2023



**SELIGSON
& CO**

Yksinkertainen on tehokasta.

**RISKIENHALLINTA
RATKAISEE** (s. 4)

SISÄLLYS

ARTIKKELIT (YMS.)

TOUR DE Sijoitus: SUOMI VOITTOON!	3
RISKIENHALLINTA RATKAISEE	4
JÄRKI, KOHTUUS JA JOULUHERKUT	6
INDEKSIRAHASTOJEN VUOSI	19
TUNNUSLUKUJEN MÄÄRITELMIÄ	24
GRATIS KAN BLI DYRT	26
VAUHTI VAI KESTÄVYYS (SARJAKUVA)	27

AKTIIVISET RAHASTOT

Varainhoitorahasto Pharos	8
Perheyhtiöt	10
Phoebus	13
Russian Prosperity Fund Euro lakkautettu	16
Tropico LatAm	17

KORKORAHASTOT

Rahamarkkinarahasto	20
Euro-obligaatio	20
Euro Corporate Bond	21

MUUT OSAKERAHASTOT

Suomi Indeksirahasto	21
OMX Helsinki 25 ETF	22
Eurooppa Indeksirahasto	22
Aasia Indeksirahasto	23
Pohjois-Amerikka Indeksirahasto	23
Global Top 25 Brands	24
Global Top 25 Pharmaceuticals	24
Kehittyvät markkinat	25

Tämä katsaus julkaistaan neljännesvuosittain. Sen lukuja ei ole tilintarkastettu.

Julkaisemme sekä Seligson & Co- että LähiTapiola-rahastoista **rahastoesitteiden**, joka sisältää mm. tarkemat kuvaukset rahastojen sijoituspolitiikasta, tietoa sijoittamisen riskeistä, rahastoasioinnista ja rahastoyhtiöstä.

Sijoitusrahastoista on 1.1.2023 alkaen julkaistu **avaintietoasiakirjat** ("PRIIP KID"). Ne perustuvat EU:n PRIIP-asetukseen, joka sääntelee "paketoituja" ja vakuutusmuotoisia sijoitustuotteita. Avaintietoasiakirjan sisältö, käytettävä terminologia ja laskentakaavat ovat tarkkaan määriteltäviä, eikä niistä voi poiketa.

Suosittellemme huolellista perehtymistä rahastoesitteisiin aina ennen sijoituspäätöksen tekemistä.

Rahastoista julkaistaan myös viralliset **osavuosikatsaukset** (puolivuosittain) sekä **vuosikertomukset**, jotka sisältävät mm. rahastojen tuloslaskelmat ja taseet. Vuosikertomukset sisältävät tilintarkastetut luvut.

Julkaisumme löytyvät internetistä www.seligson.fi ja niitä voi tilata sähköpostilla info@seligson.fi tai puhelimitse 09 – 6817 8200.

Rapportering på svenska

Fondernas **faktablad**, den för alla våra fonder gemensamma **fondbroschyren** samt alla nyckeluppgifter och en del av rapporterna för de aktiva fonderna publiceras på svenska på vår webbplats, www.seligson.fi/svenska/.

Utskrifter kan erhållas per post på begäran, ring vänligen vår kundservice, tel. 09 – 6817 8200, eller skicka epost till info@seligson.fi.

© Seligson & Co Rahastoyhtiö Oyj, 2024
Vast. toimittaja: Ari Kaaro Piirrokset: Jan Fagnäs

Historiallinen tuotto ei ole tae tulevasta.

Itse asiassa se ei yleensä kerro siitä juuri mitään.

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

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



SALKKU TASKUUN!

Mobiilisovellus Taskusalkku kertoo sijoitustesi tilanteen. Sen avulla voi myös tehdä helposti merkintöjä ja lunastuksia. Löytyy Google Play kaupasta ja AppStoresta.

MERA PÅ WEBBEN!

För två år sedan, i vår Årsöversikt 2021, skrev Finlands Banks forskningsrådgivare Mikael Juselius en kolumn med titeln "Kommer räntorna att stiga?".

Nu har de stigit och det är dags för en uppdatering. Mikael's nya kolumn "Kommer räntorna att sjunka?" finns på www.seligson.fi – rekommenderas!



Yksinkertainen on tehokasta!

TOUR DE SIJOITUS: SUOMI VOITTOON!

Suomalaiset ovat maailman parhaita rahastosijoittajia. Näin voisi päätellä analyysiyhtiö Morningstarin uusimmasta päivityksestä tutkimukseen sijoittajien saamista tuotoista verrattuna rahastojen tuottoon.¹

Sijoittaja saa rahastonsa tuoton, jos pysyy koko tarkasteltavan ajanjakson sijoittajana samassa rahastossa. Jos vaihtelee rahastoja, voi pärjätä joko paremmin tai huonommin. Yleensä huonommin.

Morningstar selvitti näitä eroja ajanjaksolla 2018-2023. Kokonaisuutena ottaen sijoittajat hävisivät turbulenttien viime vuosien aikana rahastoilleen enemmän kuin edellisellä viisivuotisjaksolla, mutta suomalaiset pääsivät lähemmäksi kuin mitkään muut tutkimuksessa erikseen mainitut maat.

Erityisen hyvin suomalaiset pitivät omistuksensa osake-rahastoissa. Ero kaventui niiden osalta pyöreään nollaan, sijoittajat eivät siis jääneet rahastoilleen lainkaan.

Myös kaikkien rahastoluokkien osalta suomalaisten sijoittajien tappio rahastojen tuotolle oli tutkimuksessa mukana olleista markkinoista pienin, vain -0,08 % vuodessa. Euroopan suurimpia rahastovaihteluista johtuvia hötkeytyshäviöitä nähtiin Luxemburgin (-0,82 %) ja Irlannin rahastoissa (-0,73 %).

Luvut eivät kerro käytännössä mitään luxemburgilaisista tai irlantilaisista sijoittajista, koska näihin maihin rekisteröityjä rahastoja myydään ympäri Eurooppaa. Kyse voisi ehkä olla siitä, että suomalaisen mallin mukaiset suorat rahastoasiakkaat ovat kärsivällisempiä ja valvettuneempia kuin enemmän yksityispankkiensa suositusten mukaan menevät keski-eurooppalaiset. Tämä selitys on kuitenkin arvailua, ei tietoa.

Ainakin on niin, että myös maailman suurimmalla rahastomarkkinalla USA:ssa nähdään vuodesta toiseen vastaavia ja pahempiakin tuottovajeita. Asiaa on selvitetty systemaattisesti vuodesta 1984 alkaen, kymmenen vuoden jaksoissa. Tulokset hieman heiluvat ajan myötä, mutta viimeisin luku on tyypillinen: sijoittajien tuotto oli -1,68 % vuodessa vähemmän kuin rahastojen tuotto.²

Amerikkaan nähden Euroopassa on vielä paljon muuta parannettavaa ajatellen rahastosijoittajien tulevia tuottoja. Eurooppalaisten rahastosijoittajien varallisuudesta valtaosa eli noin 2,9 biljoonaa euroa oli enimmäkseen aktiivisesti hallinnoiduissa rahastoissa ja vain hieman alle biljoonaa edullisissa passiivisissa rahastoissa, joko tavallisissa tai pörssinoteeratuissa.³

Hallinnoinnin kustannukset ovat huomattavia. Osakerahastojen keskimääräiset juoksevat kulut Euroopassa ovat noin 1,5 % vuodessa kaikilla rahastoilla. Ja koska tiedämme, että passiivisten rahastojen kulut ovat tyypillisesti alle puolen prosentin, tarkoittaa tämä siten varsin kalliita aktiivisia osakerahastoja. Suomalaisten rahastojen pääomapainotetut kulut ovat eurooppalaista keskitasoa.

Kallit kulut vähentävät sijoittajien tuottoja. Erot vaihtelevat rahastoluokittain, mutta otetaan esimerkiksi Suomessa suurin rahastokategoria. Euroissa toimivista maailmanlaajuisesti sijoittavista osakerahastoista jopa

98 % jäi maailmaindeksin tuotosta viime kesäkuuhun päättyneellä kymmenen vuoden jaksolla. Muiden isojen markkinoiden osalta luvut olivat varsin samanlaisia.⁴



Aktiivisen hallinnoinnin pointti on yleensä siinä, että pyritään indeksiä parempaan tuottoon. Silti voidaan tietenkin ajatella, että rahaston vertaaminen kuluttomaan indeksiin on epäilua. Kuva ei kuitenkaan juuri muutu, vaikka verrattaisiin aktiivisia rahastoja passiivisiin rahastoihin. Kesäkuussa 2023 päättyneellä kymmenen vuoden jaksolla 82,9 % aktiivisista osakerahastoista ja 76,9 % aktiivisista korkorahastoista jäivät jälkeen samalle markkinalle sijoittavista passiivisista rahastoista.⁵

Jopa meillä suomalaisilla rahastosijoittajilla on edelleen paljon tehostettavaa tulevien tuottojen suhteen. Katseen voi kääntää myös riskienhallintaan ja allokaation sopivuuteen juuri omaan sijoittamiseen. Näitä asioita käsitellään kahdessa seuraavassa artikkelissamme.

Henkilömuutoksia Seligson & Co:lla

Olen tavalla tai toisella elänyt Seligson & Co:n mukana yhtiön koko taipaleen. Ensin konsulttina perustamisvaiheessa, sitten työntekijänä ja yrittäjäpartnerina kesästä 2002 ja joulukuusta 2005 lähtien Rahastoyhtiön toimitusjohtajana. Nyt on tullut aika vaihtaa, maaliskuun lopussa Rahastoyhtiön johdossa aloittaa Aleksis Härmä.

Aleksis on työskennellyt Seligson & Co:lla vuodesta 2010 ja edennyt back office -työstä salkunhoidon vetäjäksi ja kesällä 2022 toimitusjohtajan sijaiseksi. Kokemus yhtiön sijoitusfilosofiasta ja toimintatavoista on siis todella vankka. Aleksis esittelee itsensä tarkemmin seuraavassa katsauksessamme.

Myös katsaustemme vetovastuu vaihtuu. Uusi päätoimittaja Jarkko Aho esittelee heti seuraavalla aukeamalla, josta löytyy myös hänen artikkelinsa sijoittajan riskienhallinnasta. Jarkon pitkää kirjoittaja- ja sijoitusuraa seuranneena olen todella luottavainen sen suhteen, että katsausten laatu on kasvu-uralla kuin hyvin hajautettu indeksisalkku!

Omasta puolestani kiitän, mutta en katoa. Toimin jatkossa Seligson & Co Rahastoyhtiön hallituksen puheenjohtajana ja tuon edelleen korteni kekoon myös yhtenä näiden katsausten kirjoittajista. Erityisen mielissäni olen juuri siitä, että saan näin jatkaa vuoropuhelua maailman huippu-olevien rahastosijoittajien kanssa!


Ari Kaaro
ari.kaaro@seligson.fi

1 Suomalaiset sijoittajat pitäneet ajoitushalut kurissa, Morningstar Suomi 4.1.2024 ja Mind the Gap 2023: A Report on Investor Returns Around the World, Morningstar Manager Research 10.4.2023

2 Dalbar QAIB 2023 ja Evaluating the Gap between Fund Performance and Investor Returns, Index Fund Advisors 21.8.2023

3 Performance and Costs of EU Retail Investment Products, ESMA Annual Statistical Report 2022

4 SPIVA® Europe Mid-Year 2023, S&P Dow Jones Indices, 4.10.2023

5 European Active/Passive Barometer, Morningstar Manager Research 10.10.2023

RISKIENHALLINTA RATKAISEE

Taantumapelkojen ja suomalaisosakkeiden jo pari vuotta kestäneen alakulon myötä markkinatunnelmat ovat olleet viime aikoina hieman apeita siitäkin huolimatta, että suomalaiset rahastosijoittajat ovat maailman huippuja. Kotipörssimme vähän piristyi vuoden loppua kohti, mutta yhä useampi sijoittaja näyttää silti siirtäneen katseensa tuotoista riskeihin, pitkä laskumarkkina on jättänyt jälkensä.

Tässä on hyvät puolensa: yleiseen sijoituskeskusteluun on tullut realismia. Nuoremmatkin sijoittajat ovat saaneet huomata, ettei mikään nousukausi kestä ikuisesti. Sijoittamiseen liittyy aina riski ja ennen pitkää riskeillä on tapana realisoitua. Masentua ei silti kannata, riskien synkillä pilvillä on tuoton hopeareunus.

Wikipedian mukaan riski tarkoittaa sitä, että tavoittelemisen arvoiseen asiaan liittyy myös mahdollisuus negatiivisesta lopputuloksesta. Tuottojen sijaan voi siis tulakin tappiota.

Käytännössä erilaisia riskejä on kuitenkin vaikea niputtaa yhden määritelmän alle. Riskin luonne voi nimittäin vaihdella melkoisesti tilanteen mukaan. Sotatantereella taistelevalle sotilaalle riski on jotain ihan muuta kuin rahastojen arvonvaihtelua säikähtävälle indeksisijoittajalle. Joka tapauksessa normaalin elämän taloudelliset puskurit on hyvä laittaa kuntoon ennen kuin edes harkitsee sijoittamista esimerkiksi osakemarkkinoille ja ainakin enimmäkseen kannattaa välttää sijoittamista velaksi.

Myös suhtautuminen riskinottoon riippuu kontekstista. Moni ottaa suuriakin riskejä työ- tai muussa elämässään, mutta sijoittaa hyvin konservatiivisesti korkopainotteisiin yhdistelmärahastoihin tai pitää rahansa jopa kokonaan pankkitilillä.

Vastakkaisiakin tapauksia näkee. Tunnen monia, jotka ovat muilla elämän osa-alueilla hyvin varovaisia, mutta ostavat salkkunsu täyteen pienten teknologiayhtiöiden osakkeita. Tietysti voihan toisaalta olla hyväkin tasapainottaa riskejä näin – allokatiota se on tämäkin! Jos esimerkiksi oman työpaikan pysyvyyteen liittyy vain hyvin vähän epävarmuutta ja työtulot ovat tasaisen hyvät, sijoitussalkun puolella voi varmaan ihan hyvin ottaa jonkin verran enemmän riskiä.

Sijoittipa miten tahansa, ei riskejä voi eikä pidä kokonaan kaihtaa, muuten ei tule tuottoa. Mutta on sanomattakin selvää, että vaikkapa pienissä teknoyhtiöissä voi polttaa näppinsä ja menettää pahimmassa tapauksessa koko sijoittamansa pääoman, kryptospekulaatioista nyt puhumattakaan. Ja edes piirongin laatikossa makaava käteinen ei ole suojassa riskeiltä. Tulipaloja tapahtuu, hiiret syövät seteleitäkin ja inflaatio syö joka tapauksessa ostovoimaa.

Arkielämässäkään ei riskeiltä voi suojautua täysin. Hyvällä suunnittelulla niihin voi kuitenkin varautua ja vauriot minimoida riskien realisoituessa. Jäänastat kenkien alla ja kunnan hanskat käsien suojana tulevat tällä kelillä ensimmäisinä mieleen.

Suunnitelmallisuus on tärkeää myös sijoitusriskien hallinnassa. Riskit tulisi tunnistaa jo sijoitussuunnitelmaa laadittaessa. Kun salkku sitten rakennetaan omaan riskinsietokykyyn sopivalla allokatiolla ja instrumenteilla, ei riskien realisoituminen vaaranna sijoittamisen jatkumista vaikeiden aikojen yli.

Riskien hopeareunuksena tuotto

Sijoitusriskit poikkeavat arkielämästä. Sijoittamisessa riskillä on kaksijakoinen luonne: riskin ottamisesta saa yleensä korvauksen. Periaatteessa siis niin, että mitä suuremman riskin haluaa kantaa, sitä korkeampaa tuottoa voi odottaa. Riskinotto ei kuitenkaan koskaan *takaa* tuottoa. Joskus riskit realisoituvat ja tuotot jäävät vain haaveeksi. Siksi onkin parempi puhua tuotto-odotuksista, ei takuutuotosta.

Riskin tapaan myös hyvä tuotto tarkoittaa eri asioita eri ihmisille ja odotukset sen suhteen voivat poiketa melkoisesti. Eräs startup-maailmassa meritoitunut ystäväni ihmetteli aikoinaan kiinnostustani pörssisijoittamista kohtaan. Hän ei kuulemma edes nousisi sängystä osakemarkkinoiden 9-10 prosentin vuotuista tuotto-odotusta vastaan, korvaus on aivan liian pieni.

Hän on siis valmis ottamaan suurta riskiä, mutta vaatii vastineeksi myös korkeampaa tuottoa. Koska minun ja ystäväni riskinsietokyvyt ja siten myös tuottotavoitteet eroavat toisistaan, salkkumme ovat sisällöltään täysin erilaiset.



Tunnista riskinsietokyky

Koska riskinsietokyky määrittää salkun perusallokatiion osakkeiden ja korkosijoitusten välillä, sen arvioiminen on ehkä koko sijoitussuunnittelun tärkein ja samalla hankalin vaihe. Asiaa voi lähestyä oman riskinottokapasiteetin, -halun ja -tarpeen kautta.

Riskinottokapasiteetti on tyypillisesti korkea, jos sijoitushorisontti on pitkä: on aikaa odottaa lyhyen aikavälin arvonnokahdusten korjaantumista. Myös sijoittajan varallisuus- ja tulotaso sekä sijoitusosaaminen vaikuttavat. Kun rahaa on riittävästi arjen pyörittämiseen ja sijoittamisen perusteet on hallussa, sijoituksissa voi ottaa hieman enemmän riskiä ja olla menettämättä hermojaan laskukausina.

Riskinottohalu taas liittyy sijoittajan psykologisiin ominaisuuksiin ja mentaaliseen kykyyn kestää salkun suurta arvonvaihtelua. Luontaisesti varovaiset sijoittajat eivät yleensä halua ottaa niin paljon riskiä kuin kapasiteetin puitteissa olisi mahdollista. Ja kärsivällinen odottaminen on monille vaikeaa, kuten kaima Niemmen artikkelissa seuraavalla sivulla tuodaan erinomaisesti esille.

Riskinoton tarve määräytyy pitkälti sijoittajan taloudellisten tavoitteiden perusteella. Jos tavoitteet ovat hyvin kunnianhimoiset, isompi riskinotto on tapa yrittää ne saavuttaa. Salkun osakepainon tulisi tällöin olla korkea, muuten tuotto jää väkisin vaatimattomaksi.

Larry Swedroe ja Kevin Grogan pohtivat riskinsietokyvyn vaikutusta salkun allokaatioon erinomaisessa kirjassaan (ks. taulukko alla). He suosittelevat kiinnittämään huomiota erityisesti sijoitushorisonttiin sekä siihen, kuinka suuria hetkellisiä tappioita sijoittaja on valmis sietämään.

Heidän mukaansa osakkeisiin ei tulisi sijoittaa lainkaan, jos horisontti on alle kolme vuotta. Vasta vähintään 20 vuotta mahdollistaisi täysipainoisen osakesalkun. Jos salkku sisältää vain osakkeita, on varauduttava pahimmillaan jopa 60 prosentin arvonpudotukseen. Jos katsomme historiallisia pörssiromahduksia, arvio ei ole lainkaan liian pessimistinen.

Ellet ole vielä kokenut kunnon pörssiromahdusta, voit tehdä mielikuvaharjoitteita. Miltä tuntuisi, jos salkkusi arvo putoaisi puoleen nykyisestä? Oletko valmis ottamaan vastaan näin suuren iskun. Ellet ole, salkkuun kannattaa hankkia osakkeiden lisäksi myös korkoja pienentämään salkun arvonvaihteluita.

Valitettavasti mielikuvaharjoittelukaan ei aina auta. Yleensä sijoittajilla on tapana arvioida oma riskinsietokykyä liian korkeaksi. Monille totuus paljastuu vasta siinä vaiheessa, kun osakkeet ovat jo osuneet tuulettimeen. Nuorella hätä ei onneksi ole kovin suuri, aika riittää aloittamaan alusta.

Joka tapauksessa allokaatiopohdintoissa on syytä olla varovainen. On aina parempi jättää osa tuotoista pöydälle kuin menettää ne kokonaan, jos pää ei kestäkään kaikkein huonoimpina aikoina.

Sijoitushorisontin vaikutus		Tappionsietokyvyn vaikutus	
Sijoitushorisontti (vuosia)	Osakepaino (enintään)	Sallittu arvonpudotus	Osakepaino (enintään)
0-3	0 %	10 %	10 %
4	10 %	15 %	20 %
5	20 %	20 %	30 %
6	30 %	25 %	40 %
7	40 %	30 %	50 %
8-9	50 %	40 %	60 %
10	60 %	45 %	70 %
11	70 %	50 %	80 %
12-15	80 %	55 %	90 %
16-19	90 %	60 %	100 %
20 ta enemmän	100 %		

Sijoitushorisontin ja tappionsietokyvyn vaikutus osakepainoon.
Larry Swedroe ja Kevin Grogan: *Your Complete Guide to a Successful and Secure Retirement*, Harriman House, 2021.

Jarkko Aho
Seligson & Co:n
katsauksen päätoimittajaksi alkaen numerosta 1/2024.

Jarkolla ja Seligson & Co:n rahastoilla on takana yhteistä matkaa jo melkein neljännesvuosisata: Jarkon ensimmäinen sijoituskohte oli Seligson & Co Suomi Indeksirahasto. Ja pitkäjänteisyyttä löytyy: vuosituhannen alussa hankitut rahasto-osuudet löytyvät salkusta edelleen.



Jarkko Aho on pitkän linjan sijoittaja, sijoituskirjailija, -kolumnisti ja Random Walker -nimimerkistään tunnettu bloggaaja. Kirjoitustöidensä lisäksi hän toimii sijoittamisen ja yritystalouden kouluttajana ja valmentajana.

"Sijoitusmatkani on ollut ajoittain kuoppainen, mutta kokemus on opettanut sietämään riskiä ja ottamaan rauhallisesti, kun markkinoilla myrskyää. Vaikka pidän itseäni melko varovaisena sijoittajana, painotan osakesijoituksia niiden pitkän aikavälin tuottopotentialin takia", Jarkko kertoo.

Katsaus on tuttu: "Hyllystäni löytyy jokainen Seligson & Co:n katsaus aina vuodesta 2002 alkaen ja olen lukenut niistä joka ikisen artikkelin näiden yli 20 vuoden aikana."

"On kunnia-asia ottaa vastuulleen näiden katsausten toimittaminen. Toivottavasti saan tuotua mukanaani myös jotain uutta, vaikka eihän hyvää yleensä kannata lähteä liikaa muuttelamaan," Jarkko toteaa.

Kantamisen arvoisia riskejä

Erityisen tärkeää on huomata, että kaikilla riskeillä ei ole hopeareunusta. Esimerkiksi hankkimalla vain muutamien yhtiöiden osakkeita ottaa täysin turhaa riskiä. Koska tämän epäsystemaattisen riskin voi helposti poistaa hajauttamalla, ei sen kantamisesta voi myöskään rationaalisesti odottaa saavansa korvausta. Hajauttamalla sijoittaja minimoi "huonon" riskin ja altistaa itsensä "hyvälle" riskille. Tämän ymmärtämisessä meillä suomalaisillakin on vielä tekemistä.

"Hyvän" riskin ottaminen antaa sijoittajalle mahdollisuuden erilaisten riskipreemioiden "vangitseminen". Korkosijoitusten, kuten talletusten ja joukkolainojen, yhteydessä puhutaan inflaatio-, korko- ja luottoriskistä, joiden kantamisesta sijoittaja tulisi palkita.

Osakkeiden kohdalla on kyse esimerkiksi markkina-, koko- ja arvorisistä. Nämä kolme tekijää selittävät yli 90 prosenttia osakkeiden pitkän aikavälin tuotosta (eri riskityyppejä on käsitelty tarkemmin Rahastosijoittajan oppaassa).

Indeksisijoittajan osa on loppujen lopuksi helppo. Kun "hyviä" riskejä painottaa oman riskinsietokyvyn mukaisesti ja on hötkyilemätön kuin... suomalainen rahastossijoittaja (!), niin varallisuus kasvaa milloin hitaasti, milloin nopeasti, mutta pitkällä tähtäimellä jokseenkin varmasti."

Jarkko Aho

jarkko.aho@seligson.fi

JÄRKI, KOHTUUS JA JOULUHERKUT

Nauttiessani pitkän kaavan mukaan joulupöydän anti-mista tuli jostain syystä mieleeni Daniel Bernoullin ajatus vähenevästä rajahyödydestä.

Vuonna 1700 syntynyt Daniel Bernoulli oli matemaattinen nero, joka vain 24-vuotiaana julkaisi paljon huomiota saaneen neljää tyystin eri matematiikan aluetta käsitelleen tutkimuksen, joka avasi hänelle ovet Pietarin keisarillisen akatemian matematiikan professoriksi vuonna 1725.

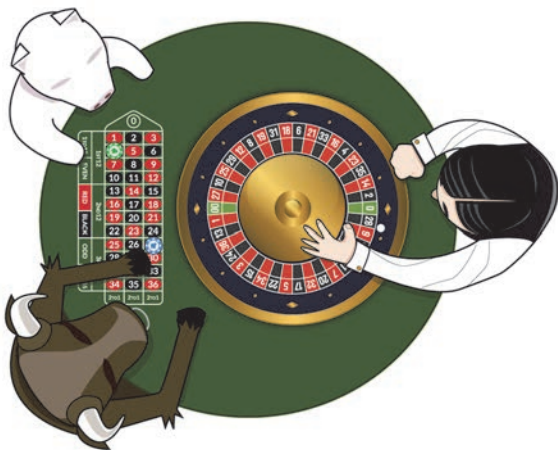
Nykyisin Bernoulli tunnetaan parhaiten kaasujen ja nesteiden virtausta käsittelevästä Bernoullin yhtälöstä. Vaikka nesteen virtaus ehkä liittyikin jouluaterian kulkuun, niin ajatukseni suuntautuivat etenkin Pietarin paradoksina tunnettuun uhkapeliongelmaan. Sen ratkaisun kautta Bernoullille syntyi ajatus siitä, että pelurit eivät yritä vain kylmän matemaattisesti maksimoida rahallista tuottoa, vaan ennen muuta subjektiivista hyvän olon tai hyödyn tuntua.

Bernoullin suuri oivallus oli, että subjektiivinen hyöty on asteittain vähenevää. Varallisuuden noustessa jokainen uusi yksikkö tuo hieman edellistä vähemmän lisää koettua hyötyä. Tämä abstraktilta tuntuva ajatus realisoitui myös jouluherkkujen kohdalla harmillisenkin konkreettisesti.

Peleistä peliteoriaan

Reilun kolmen vuosikymmenen varainhoitokokemuksella osaan odottaa, että vuodenvaihteessa saa vastata kysymyksiin siitä mihin juuri nyt kannattaisi sijoittaa ja milloin kannattaisi sijoittaa isommin osakkeisiin/korkoihin/muuhun omaan suosikkiin.

Seligson & Co:n katsauksia lukeneet tietävät, että emme kuvittele tietävämme, emmekä oikein usko kenenkään muunkaan tietävän. Spekulointia maailman tilasta ja tulevaisuudesta silti helposti löytyy. Paremmasta päästä on *The Economist* -lehden marraskuussa julkaissama 90-sivuinen *The World Ahead*. Siinä käsitellään varsin kattavasti maailmaa vuonna 2024 mahdollisesti muokkaavia teemoja ja tapahtumia.



Uhkapelit eroavat sijoittamisesta erityisesti siinä, että ne ovat spekulatiivista nollasummapieliä: kun yksi voittaa, toiset häviävät. Sijoittamisessa sijoituskohteiden aito tuotto tekee mahdolliseksi sen, että kaikki voivat vaurastua. Ratkaisut uhkapelipulmiin ovat kuitenkin olleet hyödyksi myös sijoittamisen teoriakehityksessä.

Jos haluaa oikein uppoutua ennustuksiin ja säättää salkkuaan niiden mukaan, niin – tuttua salkunhoitajaa lainatakseni – voi toki kaffea siemaillessaan arpoa minkä permutaation perään rahansa pistää. Rationaalinen pitkäjänteinen sijoittaja ei tietenkään näin tee, vaan kysyy millaisia sijoituksia ja missä suhteissa minulla tai edustamallani yhteisöllä niitä pitäisi ylipäättään olla.

Vaikka Bernoullin ajankohtaisuus säilyi fysiikan saavutusten ansiosta, ei hänen taloustieteellisen oivalluksensa arvoa kunnolla ymmärretty pariin vuosisataan. Kaksi monille kansantaloustieteilä opiskelleille yhä kummittelevaa matemaattista hahmoa, John von Neumann ja Oscar Morgenstern saivat vuonna 1944 valmiiksi kirjansa peliteoriasta taloudellisen käyttäytymisen taustalla.¹

Tämä sekä peliteorian ja päätösteorian kehityksen kannalta urauurtavan tutkimuksen anti tavalliselle sijoittajalle jää ymmärrettävästi valitettavan etäiseksi. Kuivassa teoreettisuudessaan se kuitenkin kertoo kuinka meidän tulisi toimia odotetun hyödyn maksimoimiseksi kohdatessamme epävarmuutta sisältävän valintatilanteen, siis vaikkapa sijoituspäätöksen. Käytännössä mallin soveltaminen toki edellyttää paitsi tiettyjen reunaehtojen täyttymistä niin myös kykyä määrittää jokaiselle yksilöllinen hyötyfunktio (ks. esim. taulukko edellisellä sivulla).

Teoriasta käytäntöön

Matka odotetun hyödyn teoriasta tai oman hyötyfunktion määrittelystä arkisiin sijoituspäätöksiin voi tuntua pitkältä, mutta uskon että se kannattaa. Siis ainakin sen sijaan, että yrittäisi arpoa maailmanjärjestystä potentiaalisesti uhkaavien tapahtumien tai vaikkapa inflaation tulevaa kehitystä ja heijastuksia korkokäyrän jyrkkyyteen tai korkosalkun optimaaliseen duraatioon.

Käytännössä harjoituksen ei tarvitse olla sen monimutkaisempaa kuin pohdinta siitä kuinka iso osa sijoitettavista (ja tulevaisuudessa todennäköisesti sijoitettavista) varoista kuuluu pitkään osta-ja-pidä -salkkuun ja kuinka iso osa vararahastoon elämän yllätyksiä tai lähivuosille tiedossa olevia tarpeita varten.

Ensimmäisen osan voi mainiosti sijoittaa hyvin hajautetusti ja kohtuullisilla kuluilla osakemarkkinoille ja (mahdollisesti) pitkiin korkosijoituksiin esimerkiksi indeksirahastojen kautta. Varakassa taas sopii vähäriskisiin korkosijoituksiin eli esimerkiksi rahamarkkinarahastoon, luotettavaan lyhyen koron rahastoon tai sellaiselle korkoa kerryttävälle tilille, jonka korko ei perustu vuoden alhaisimpaan saldoon.

Mertonin murtoluku

Koko lailla näin arkiselta tuntuva valintatilanne oli lähtökohtana myös ekonomisti Robert C. Mertonin

kehitellessä käytännön ratkaisua nyttemmin Mertonin portfolio-ongelmana tunnettuun kysymykseen. Pulman voi tiivistää vaikka näin: miten paljon varoista tulisi kuluttaa ja paljonko allokoida osakkeiden ja riskittömän sijoituksen välillä, jotta maksimoisi odotettavan hyödyn?²

Kompaktiksi kaavaksi supistuva Mertonin murtoluku- tai osuutena tunnettua ratkaisua voi ajatella odotetun hyödyn teorian kehittelyn pitkän polun päässä jalostuneena käytännön sovelluksena. Mutta ennen kuin säntää käyttämään oman salkkunsu odotetun hyödyn maksimointiin Mertonin murtolukua, tai mitä hyvänsä mallia, on hyvä tutustua vaadittuihin tilastomatematiittisiin reunaehtoihin.

Mertonin murtoluvun oletuksia ja reunaehtoja on kritisoitu sekä sijoitusalan ammattilaisten että tutkijoiden taholta. Tunnetuin kriitikko on molempia, verbaalinen tilastotieteilijä ja sijoittaja Nassim Nicholas Taleb. Talebin kritiikki kohdistuu erityisesti teoriakehikon tilastollisiin jakaumaoletuksiin, jotka eivät huomioi "mustia joutsenia" eli sijoittajalle negatiivisten ääritapahtumien potentiaalista tuhoivoimaa.³

Homo Epärationalicus

Odotetun hyödyn teoria olettaa, että valintojen edessä on läpeensä rationaalinen olento. Behavioristinen eli käyttäytymisen taloustiede taas nostaa esiin ihmisen epäjohdonmukaiset ja keskenään ristiriitaiset toimintamallit, joita nimitetään harhoiksi. Sijoittajan toimintaa kuvaavaksi "kokonaisteoriaksi" käyttäytymistaloustieteessä edettiin psykologi Daniel Kahnemanin ja kognitiotieteilijä Amos Tverskyn yhteistyöllä. Mallin nimeksi tuli prospektiteoria.

Kun Bernoulli aloitti hyötyteoriaan johtavan pohdintansa vedonlyöntiprobleemasta, niin prospektiteorian kehittäjät nimesivät mallinsa koehenkilöidensä epärationaalisesta suhtautumisesta loton tai arpajaisten kaltaisten pelien todennäköiseen ei-voittoa -lopputulokseen eli prospektiin. Kokeellisiin havaintoihin perustuva taloudellista käyttäytymistä selittävä malli haastoi näin tosielämälle vieraalta maistuvan odotetun hyödyn matemaattisen mallin.

Prospektiteorian ytimessä on kokeellisesti vahvistettu havainto ihmisten erilaisesta suhtautumisesta voittoon tai tappioon. Jokainen voi mielessään testailla omaa riskinkarttamisensa astetta pohtimalla vaikka sitä kuinka suuri tuotto riittäisi korvaamaan vaikkapa

$$\begin{aligned} v &= \left(\rho - (1 - \gamma) \left(\frac{(\mu - r)^2}{2\sigma^2\gamma} + r \right) \right) / \gamma \\ &= \rho/\gamma - (1 - \gamma) \left(\frac{(\mu - r)^2}{2\sigma^2\gamma^2} + \frac{r}{\gamma} \right) \\ &= \rho/\gamma - (1 - \gamma)(\pi(W, t)^2\sigma^2/2 + r/\gamma) \\ &= \rho/\gamma - (1 - \gamma)((\mu - r)\pi(W, t)/2\gamma + r/\gamma). \end{aligned}$$

Ratkaisua Mertonin portfolio-ongelmaan – eikun optimoimaan!

Lähde: Wikipedia

5000 € tappion aiheuttaman mielipahan. Tutkimusten mukaan samansuuruisesta tappiosta koettu ahdistus on keskimäärin selvästi suurempi kuin voiton tuoma hyvän olon tunne. Tästä seuraa, että sijoittajienkin kokemuseräinen arvofunktio on S-kirjaimen muotoinen eli vähenevän rajahyödyn teoria pätee voittojen, mutta ei tappioiden osalta.

Prospektiteoria on hyödyllinen. Se valottaa hyvin ihmisen sijoitusmenestystä heikentäviä "käyttäytymishäiriöitä" ja sen opiskelu voi ohjata ainakin ymmärrykseen kunkin omista tuotto-odotuksia laskevista ajatus- ja käyttäytymismalleista.

Opit käytännössä

Jos sijoittajan uusi vuosi alkaa hyvillä lupauksilla oman riskiprofiilin selvittämisestä, ja jopa kirjaamisesta, on vielä jäljellä varsinaisen suoritus: rationaalinen sijoittaminen. Siinäkin meitä tosin vaanii inhimillinen heikkous. Daniel Kahnemanin mukaan meitä ohjaavat enemmän voittoihin ja tappioihin liittyvät lyhyen tähtäimen tunnereaktiot eikä niinkään järkiperäinen ymmärrys pitkäjänteisestä vaurastumisesta.

Marraskuussa edesmennyt Warren Buffettin aisapari Charlie Munger tiivisti asian sattuvasti: *"Sijoittajaa auttaa kärsivällinen odottaminen, mutta useimmat meistä eivät pysty odottamaan kaikessa rauhassa."*⁴

Mitä sitten opimme matkalta 1700-luvun uhkapelien innoittamasta ongelmanratkaisusta peliteorian kautta ihmisen kognitiiviseen vajavaisuuteen? Ainakin kai sen, että vaikka monimutkaisen matematiikan kautta kehitellyt optimaaliset sijoitus- ja allokatiomallit voivat auttaa jäsentämään asioita, jäävät ne yleensä vain teoriaksi.

Nobelisti Simon Herbert totesi jo 1950-luvulla, että ihminen ei yleensä edes pyri optimaaliseen päätöksen- tekoon, vaan omien kriteeriensä – siis esimerkiksi riskiprofiilinsa – mukaiseen "riittävän hyvään".

Tämä toimii käytännössä. Joulupöydästäkin selviää parhaiten tuntemalla rajansa. Täsmällinen herkkujen määrän, nestevirtauksen ja loppuillan hyvän olon optimointi olisi haastavaa, mutta kohtuullisuus ja arki-järki auttavat melko helposti hyvään tulokseen. Myös sijoittamisen onnistuneen suunnittelun ja toteutuksen ytimessä ovat käytännön terve järki, pitkämielinen kärsivällisyys, itsetuntemus ja kurinalainen riskienhallinta.

Myös vuonna 2024.



Jarkko Niemi
jarkko.niemi@seligson.fi

- 1 Morgenstern, von Neumann: *Theory of Games and Economic Behavior*, Princeton University Press, 1944.
- 2 Jos haluaa uppoutua teemaan syvemmälle, suosittelen viime vuonna ilmestynyttä teosta puuttuvista miljardööreistä. Akateemisen osaamisen lisäksi kirjoittajilla on mittavaa kokemusta eli huomattavat oppirahat maksettuina vääränlaisista varojen allokoinneista. Haghani, White : *The Missing Billionaires, A Guide to Better Financial Decisions*, Wiley, 2023.
- 3 Käsitelin tätä tarkemmin katsauksessamme 1/2020 (s. 5-6) otsikolla *Musta Joutsen ja VARis*.
- 4 Alkuperäinen versio: *It's waiting that helps you as an investor and a lot of people just can't stand to wait. If you didn't get the deferred gratification gene, you've got to work very hard to overcome that.*

VARAINHOITORAHASTO PHAROS 31.12.2023

Varainhoitorahasto, joka sijoittaa kansainvälisesti osake- ja korkomarkkinoille.

PHAROS JA VERTAILUINDEKSI 24.11.1999 – 31.12.2023

Euro



Indeksi
+207,5 %

Pharos
+171,9 %

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	24.11.1999
Tyyppi	Yhdistelmärahasto
Rahaston koko (milj. euroa)	107,8
Vertailuindeksi	Osakkeet: DJ Sustainability World 50 %, DJ Sustainability Europe, 10 %; korot: iBoxx Eur Non-Financials TRI, 15 %, iBoxx EUR Eurozone TRI, 15 % ja 3 kk euriborindeksi, 10 %
Hallinnointipalkkio	0,45 % + enintään 0,85 % p.a. Pharoksen sijoituskohteina olevista Seligson & Co:n rahastoista ei peritä erillistä hallinnointipalkkiota
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintäpalkkio	ei
Kaupankäyntikorvaus lunastettaessa (maksetaan rahastoon)	0 % (0,5 %, jos sijoitusaika < 180 pv)
Salkunhoitaja	Seligson & Co Rahastoyhtiö

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.1.2023– 31.12.2023

Juoksevat kulut	0,54 %*
Kaupankäyntikulut, kokonaiskulut (TKA)	ei tiedossa, koska kohderahastoina myös muita kuin Seligson & Co -rahastoja
Salkun kiertonopeus	-14,61 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	2,95 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,00 %
Lähipiirin omistusosuus (31.12.2023)	0,18 %

TUOTTO JA VOLATILITEETTI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	5,40 %	5,95 %	5,67 %	5,11 %
12 kk	11,94 %	6,06 %	12,90 %	5,46 %
3 v	14,74 %	7,42 %	17,15 %	6,80 %
5 v	34,05 %	7,95 %	42,90 %	8,87 %
10 v	60,46 %	6,64 %	83,84 %	7,96 %
20 v	174,04 %	6,69 %	216,89 %	7,49 %
Aloituspäivästä	171,85 %	6,90 %	207,50 %	7,71 %
Aloituspäivästä p.a.	4,23 %		4,77 %	

OSAKESIJOITUKSET	Osuus sijoituksista	ALLOKAATIO
Seligson & Co Pohjois-Am. Indeksirahasto	19,0 %	Osakesijoitukset
Seligson & Co Eurooppa Indeksirahasto	18,3 %	
Seligson & Co Global Top 25 Brands	8,0 %	66,0 %
Seligson & Co Aasia Indeksirahasto	7,6 %	Korkosijoitukset
iShares Core MSCI EM IMI UCITS ETF (Acc.)	5,3 %	34,0 %
Dimensional U.S Small Companies Fund (Acc.)	4,4 %	(duraatio 3,9)
Dimensional European Small Comp. Fund (Acc.)	3,5 %	
KORKOSIJOITUKSET		
Pitkät korkosijoitukset > 1v	21,48 %	
Lyhyet korkosijoitukset < 1v	12,49 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT / VIITTEET

* Juoksevat kulut 31.12.2023 päättyneelle 12 kk jaksolle, sisältää mahdolliset alennukset kohderahastoista. PRIIP-asetuksen mukaiset kulut löytyvät avaintietoasiakirjasta.

Pharos-osuuden tuotto oli vuoden viimeisen neljänneksen aikana +5,4 %. Osakkeista ja koroista koostuva raportoinnin vertailuindeksimme tuotti samalla jaksolla +6,0 %. Vuonna 2023 rahasto tuotti +11,9 % ja vertailuindeksi +12,9 %.

Vuoden viimeisen neljänneksen aikana tarjosivat kaikki Pharoksen sijoituskohteet positiivista tuottoa. Osakerahastoista parhaiten tuottivat pienyhtiöihin sijoittavat Dimensional European Small Companies (+9,7 %) ja Dimensional US Small Companies (+9,3 %) sekä Eurooppa Indeksirahasto (+6,1 %). Loppuvuoden koronlaskun seurauksena pitkän koron rahastomme ylsivät hyvin lukemiin. Eurovaltioiden joukkolainoihin sijoittava Seligson & Co Euro-obligaatio tuotti +7,4 % ja kehittyneiden maiden pitkiin yritys- ja valtionlainoihin sijoittava Dimensional Global Core Fixed Income -rahasto peräti +8,1 %.

Korot jatkoivat vuoden 2023 alussa nousuaan. Selvimmin tämä näkyi Yhdysvalloissa, jossa 10-vuotisen valtiolainan korko kipusi syksyllä hetimitään viiden prosentin tuntumaan. Viimeksi näin korkea taso nähtiin ennen finanssikriisin puhkeamista. Suunta oli sama myös Euroopassa, vaikka korkotaso pysyikin alempana. Loppuvuonna inflaatio hidastui odotuksia enemmän ja korot kääntyivät laskuun Atlantin molemmilla puolilla. Saksan 10 vuoden valtiolainan korko oli vuoden 2023 lopussa noin 2 % kun se vuoden alussa oli yli 2,5 %.

Hiipuva inflaatio ja odotukset matalimmista koroista tukivat osakesijoitustemme kehitystä. Nousua vauhditti erityisesti Yhdysvallat, missä suuret teknologiyhtiöt muodostivat valtaosan markkinan tuotosta. Pohjois-Amerikka Indeksirahasto oli vuonna 2023 paras sijoituksemme noin +24 %:n tuotolla. Myös eurooppalaiset ja kehittyneet aasialaiset osakkeemme ylsivät kaksinumeroisiin tuottoihin. Kehittyvien markkinoiden alituotto muihin markkinoihin nähden johtui pitkälti kiinalaisosakkeiden huonosta kehityksestä.

Pitkän aikavälin tuotto-odotuksia

Sijoitusmaailman ammattilaisilta on ennen vuodenvaihdetta tapana kysyä, millaisia tuottoja on odotettava tullevalle sijoitusvuodelle. Esimerkiksi Suomen Sijoitustutkimuksen vuosi sitten kokoama varainhoitajien ennuste suomalaisten osakkeiden tuotolle vuonna 2023 oli keskiarvoltaan +5,0 %. Vaihteluväli oli kuitenkin laaja. Yhdentoista eri varainhoitajan odotukset

vaihtelivat välillä -7,0 % - +11,3 %. Seligson & Co Suomi Indeksirahaston tuotto oli viime vuonna -3,5 %, joten varainhoitajien ennusteet olivat enimmäkseen liian optimistisia. Toisaalta Yhdysvaltojen osakemarkkinoiden yli 20 % tuottokin jäi ennustajilta näkemättä.

Sijoitusmarkkinoiden lyhyen aikavälin ennustaminen on tunnetusti lähes mahdotonta ja eri markkinoiden tuotot heittelevät vuositason paljon. Painopiste kannattaakin pitää sijoitusmarkkinoiden pitkän aikavälin mahdollisuuksissa. Näin tekee myös Pharos, jonka tavoitteena ei ole ottaa spekulatiivisia riskejä lyhyen aikavälin ennusteilla, vaan tarjota positiivista kokonaistuottoa ajan yli.

Sijoitusmarkkinoiden pitkän aikavälin tilastot antavat lähtökohdan sille minkälaista tuottoa voi kärsivällisellä olla tarjolla. Internetistä ilmaiseksi saatavissa oleva Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2023 käy läpi 21 maan osake- ja korkotuottoja vuodesta 1900 aina vuoden 2022 loppuun. Kaikki luvut ovat paikallisissa valuutoissa ja reaaliuottoja eli myös inflaatio on otettu huomioon.

Selvityksen mukaan Yhdysvaltain osakemarkkinoille tehty sijoitus olisi reilussa sadassa vuodessa antanut keskimäärin 6,4 %:n vuosituoton ja muu maailma noin 4,3 %:ia. Koko maailman osakkeiden keskiarvotuotos tuli siten noin 5 %.

Sijoitus eurooppalaisille osakemarkkinoille olisi tuottanut noin 4 %, mutta vaikkapa Unkarin osakemarkkinat vain alle prosentin. Hyvän hajautuksen merkitystä ei siis voi liikaa korostaa. Pitkät korkosijoitukset tarjosivat sijoittajille noin 1,7 % keskimääräisen reaaliuoton ja lyhyet korot vain hieman yli inflaation.

Kun ottaa huomioon, että tutkittu ajanjakso sisältää pari maailmansotaa, joukon talouskriisejä sekä useita erikoistilanteita, voi varmaan ajatella laajasti hajautaneen sijoittajan saaneen kelpo kompensaation ottamastaan markkinariskistä.

Pharoksen toiminnan ytimessä on pitkäjänteinen ja maltillinen sijoituspolitiikka sekä maailmanlaajuinen hajauttaminen eri markkinoille ja toimialoille. Näin huolehdimme siitä, että rahaston tuotto-odotus pysyy kiinni markkinoiden pitkän aikavälin kehityksessä, myös kriisien ja myllerryksen keskellä.



Jonathan Aalto
jonathan.aalto@seligson.fi

Pharoksen osakesijoitusten maantieteellinen ja toimialakohtainen prosenttijakauma 31.12.2023						
	Eurooppa	Pohjois-Amerikka	Japani & Oseania	Kehittyvät markkinat	Pharos	Indeksi
Kulutustavarat	9	10	3	1	23	10
Terveys	6	5	1	0	12	18
Rahoitus	6	4	3	2	15	12
Teknologia	6	17	2	2	27	35
Teollisuus	10	7	3	2	22	23
Muut	1	0	0	0	1	2
Pharos	38	43	12	7	100	
Indeksi	39	45	7	9		100

Huom! Pharoksen katsauksessa esitetyt Seligson & Co -rahastojen tuottoluvut eivät välttämättä ole samoja kuin näiden rahastojen omissa katsauksissa, koska Pharos ei maksa hallinnointipalkkiota sijoituksista Seligson & Co -rahastoihin.

PERHEYHTIÖT JA VERTAILUINDEKSI

25.9.2000– 31.12.2023



RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	25.9.2000
Tyyppi	Kansainvälinen osakerahasto
Rahaston koko (milj. euroa)	25,2
Vertailuindeksi	MSCI All Country World NDR
Hallinnointipalkkio	1,25 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintäpalkkio	ei
Lunastuspalkkio	ei
Salkunhoitaja	Seligson & Co Rahastoyhtiö
Perheyhtiötutkimus	Ahlstrom Capital B.V.

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.1.2023-31.12.2023

Juoksevat kulut	1,30 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,05 %
Kokonaiskulut (TKA)	1,34 %
Salkun kiertonopeus	14,02 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	8,45 %
Sijoituskohteita	45
Välityspalkkiot lähipiirille	0,00 %
Lähipiirin omistussuus 31.12.2023	6,87 %

TUOTTO JA VOLATILITEETTI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	3,46 %	10,46 %	6,74 %	9,77 %
12 kk	8,48 %	9,91 %	17,79 %	10,93 %
3 v	21,49 %	11,75 %	32,03 %	13,31 %
5 v	52,19 %	14,37 %	81,52 %	16,81 %
10 v	58,11 %	14,64 %	168,31 %	15,18 %
20 v	253,15 %	16,27 %	386,91 %	15,42 %
Aloituspäivästä	281,93 %	16,78 %	187,27 %	16,40 %
Aloituspäivästä p.a.	5,93 %		4,64 %	

SUURIMMAT OMISTUKSET

	Maa	Osuus rahastosta
AUSTRALIAN VINTAGE LTD	Australia	3,7 %
BROADCOM INC	Yhdysvallat	3,5 %
BANCO SANTANDER SA	Espanja	3,0 %
SAMSUNG C&T CORP	Korean tasavalta	2,9 %
ACS ACTIVIDADES DE CONSTRUCCIO	Espanja	2,9 %
CEMEX SAB DE CV	Meksiko	2,8 %
DELL TECHNOLOGIES INC	Yhdysvallat	2,8 %
PARAMOUNT GLOBAL	Yhdysvallat	2,7 %
KRONES AG	Saksa	2,7 %
CJ CORP	Etelä-Korea	2,6 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

Ahlstrom Capitalin katsaus ja yhtiöesittelyt

Aina ei tiedä mitä tuleman pitää. Edellisen vuoden päättänyt synkkyys kääntyi vuoden 2023 mittaan mainioksi nousuksi useimmilla markkinoilla. Näin siitä huolimatta, että tulosten ennakoidaan nousevan USA:ssa noin prosentin verran ja Euroopassa laskevan viitisen prosenttia. Arvostustasot ovat siis taas nousseet kun tekoälyn odotetaan tehostavan tuottavuutta.

USA:ssa tulostason odotetaan ensi vuonna nousevan noin 12 % samalla kun ajatellaan keskuspankki FEDin onnistuneesti masinoivan inflaatiota ja talouskasvua pehmeään laskuun. Euroopassa odotetaan hieman maltillisempaa noin 8 %:n kasvua.

On hyvä pitää mielessä, että suuri osa USA:n viime vuosien tavanomaista suurempaa talouskasvua on tullut valtion kasvaneen budjettivajeen ja yksityispuolella velkaantumisen kautta. Liittovaltion vajeet ovat vuoden 2019 jälkeen olleet välillä 5-15 % bruttokansantuotteesta ja velka nousi 129 %:iin bkt:sta vuoden 2022 lopussa.

Tulossa on vaalivuosi ja halukkuutta velkaa kasvattiin lupauksiin löytynee entistä vähemmän, erityisesti republikaanien puolelta. Budjettivajeen merkittävä kaventaminen voisi vaimentaa USA:n talouskasvua enemmän kuin markkinoilla yleisesti odotetaan.

Sota Ukrainassa näyttäisi juuttuneen pattitilanteeseen. Resurssipula vaivaa molempia osapuolia, mikä saattaa edesauttaa tulitauon syntymistä. Ja kuten olen monesti maininnut, sodan loppuminen käynnistäisi valtavan Ukrainan jälleenrakentamisen, mikä hyödyttäisi erityisesti Euroopan talouskasvua.

Perheyhtiöuutisia

Tapasin Michael Dellin ensimmäisen kerran kymmenkunta vuotta sitten. Dell Technologies -yhtiön osakkeita ostin kuitenkin vasta kuunneltuani häntä viisi vuotta sitten, samaan aikaan kun silloin hoitamani rahaston salkkua muokattiin nimenomaan perheyhtiöihin keskittyväksi.

Michael on IT-alalle harvinainen kokonaisvaltainen ja strategisesti pitkäjänteinen ajattelija, juuri sellainen jota mielellään seuraa ja jonka mukana sijoittaa. Hyvinä esimerkkeinä kaikki osakkeenomistajia hyödyttäneistä arvoa luoneista transaktioista toimivat VMwaren irrottaminen Dellistä ja sen myöhempi sulautuminen Broadcomiin. Michael Dell kasvatti näin omaisuutensa 21,6 miljardilla dollarilla käteisenä ja sai myös 10 %:n omistusosuuden Broadcomista.

Diili oli hyvä rahastollekin. Sijoituksemme arvo on yli viisinkertaistunut viidessä vuodessa. Silti kumpikaan niistä Dell-liitännäisistä yhtiöistä, joita edelleen omistamme, ei ole ylihinnoiteltu. Tekoälyboomi on kirittänyt kummankin kurssia, mutta pidän niitä silti ilman muuta hyvinä pitkän tähtäimen omistuksina.

Perheyhtiöt -rahaston salkku

Seligson & Co Perheyhtiöt -rahastoa hoitaa rahastoyhtiön salkunhoitotiimi. Salkunhoidon tueksi hankimme tutkimustietoa perheyhtiöistä hollantilaiselta Ahlstrom Capitalilta, jonka strategiajohtaja on Peter Seligson. Hän kirjoittaa meille myös katsauksen markkinoihin ja esittelee kussakin katsauksessa pari yhtiötä hieman tarkemmin.

Perheyhtiöt -rahaston osuuden arvo nousi vuoden viimeisellä neljänneksellä +3,5 % ja vertailukohta eli MSCI All Country World -indeksi nousi +6,7 %. Vuoden 2023 aikana rahastosuuden arvo nousi +8,5 % ja indeksi +17,8 %.

Vuoden viimeisellä kvartaalilla teimme normaalia enemmän arvopaperikauppoja, osittain rahastoon kohdistuneen suuremman lunastuksen vuoksi.

Neljänneksen aikana rahastosta myytiin Hafnian, Ipsenin ja Paccarin omistukset kokonaan. Uusina yhtiöinä salkkuun ostettiin Christian Dior, Exor ja Reliance Industries.

Seligson & Co salkunhoitotiimin puolesta,

Aleksi Härnä

aleksi.harna@seligson.fi

Vuoden viimeisen neljänneksen aikana Perheyhtiöt -rahasto lähti viimein myös kolmen muun erittäin menestyksekkään yrittäjäperheen matkaan. Nämä olivat Arnaultit Christian Diorin kautta, Agnellit Exorin ja Ambanit Reliance Industries -yhtiön kautta.

Markkinoiden ajoittaminen on aina hankalaa ja epävarmaa, mutta vaikka Bernard Arnault piti hetken viime keväänä jopa maailman rikkaimman titteliä, niin LVMH/Christian Dior putosi sellaisille arvostustasoille, että yhtiötä oli pakko suositella sijoituskohteeksi. Käytännössä holding-yhtiö Christian Diorin osake on tapa ostaa noin 15 %:n alennuksella LVMH:ta, jossa sillä on enemmistö äänivallasta. Vuosien mittaan tästä on kertynyt mukavasti ylituottoa jopa jo sinänsä mainiosti menestyneeseen LVMH-yhtiöön nähden.

Olen seurannut jo vuosia myös John Elkannia ja Exoria. Mielestäni John on aina ollut älykäs ja kekseliäs ja Exor on ollut mainio menestystarina viimeisimmän 15 vuoden aikana. Olen kuitenkin ollut hieman epävarma sen suhteen, miten Agnellien imperiumissa on suhtauduttu vähemmistöomistajiin, mutta vuosi 2023 antoi uskoa myös siinä suhteessa. Exorin omien osakkeiden ostot ja uudet säännöt varojen allokaatiolle johtivat selkeään suositukseseen Perheyhtiöt -rahaston salkunhoitajille.

Kolmas uusi kumppanimme on Reliance Industries ja Mukesh Ambani. Reliance on Intian suurimpia perheomisteisia monialayhtiöitä. Sen arvostusta on ajanut edullisen teleoperaattori Jion fantastinen menestys. Viimeisimmän kolmen vuoden aikana kurssi on kuitenkin polkenut paikallaan ja yhtiö on ehtinyt kasvamaan arvostuksensa mittoihin.



BROADCOM®

Broadcom on Perheyhtiöt -rahaston uusimpia tulokkaita. Se tuli mukaan marraskuussa 2023 ostettuaan VMwaren 69 miljardin kaupassa, joka toi myös meidän osakkeillemme hyvän tuoton kauppahinnan ollessa 142,50 dollaria plus 0,25 Broadcomin osaketta yhtä VMwaren osaketta kohti. Tämä oli 45 % yli kurssin ennen kaupan julkistamista. Vaihdoimme siis omistuksen skaalautuvassa pilvipalvelussa hyvää tuloa ja lisäarvoa tuovia yritysostoja tekevään tietotekniikan monialayhtiöön, jossa on hyvä johto Michael Dellin tukemana. Erinomainen yhdistelmä.

Broadcomin liiketoiminta-alueita ovat puolijohteet ja it-infran ohjelmistot ja se on onnistunut hyvin yritysostoissa. Kurinalainen pääomien allokointi on ollut menestyksen avaintekijöitä. Yhtiö etsii hyvää kassavirtaa kohtuullisesti kasvavista vakaista liiketoiminnoista eikä halua maksaa kovia hintoja vain kasvun vuoksi. Joskus on luovuttu hankittujen liiketoimintojen nopeastikin kasvavista osista, jos se on tehostanut pääoman käyttöä. Varoja on käytetty nimenomaan kasvatamaan omistaja-arvoa, ei luomaan johdolle imperiumia kerryttämään kokoon perustuvia palkkioita.

Vaikka kasvua ei ole priorisoitu, on sitä saatu aikaan. Yritysostojen tuomaa kassavirtaa on käytetty uusiin hankintoihin ja saatu aikaan mainio korkoa korolle -efekti. Liikevaihto on kasvanut 27 % vuodessa viimeisimmän kymmenen vuoden ajan. Ja kannattavuuden kasvu on ollut yhtä vaikuttavaa. Liikevoitto on samana aikana noussut 25 %:sta hieman alle 45 %:iin.

Jos ei oteta yritysostoja huomioon, yhtiö on viime vuosina saanut tuloutettua vapaaksi kassavirraksi noin puolet liikevaihdostaan, mikä kertoo erinomaisesta tuloslukujen laadusta. Tämä ei tietenkään ole jäänyt markkinoilta huomaamatta ja kurssi onkin noussut vain vähän alle 40 % vuodessa jo kymmenen vuoden ajan. Vuoden 2023 aikana se yli kaksinkertaistui.

Voiko tahti jatkua? Yhtiön koon kasvaessa se tarvitsee yhä suurempia transaktioita, jotta niillä olisi vaikutusta kokonaisuuteen. Tämä kaventaa mahdollisten kohteiden joukkoa. Suuressa kokoluokassa mukaan tulee myös maailmanpolitiikka. Tämä nähtiin mm. siinä, että Kiinan valtio vastusti aluksi VW Waren ostoa. Tämän uskottiin olevan vastine USA:n puolijohteiden vientirajoituksille. Myös monopolilainsäädäntö voi tulla esteeksi. Näin kävi, kun Donald Trumpin hallinto ei hyväksynyt sitä, että Broadcom olisi ostanut siruvalmistaja Qualcommin vuonna 2018.

Broadcom on mitä mainioin esimerkki siitä, miten älykäs ja kurinalainen pääomien allokointi voi luoda arvoa kiinnostavilla toimialoilla. Strategisten hankintojen ja tehokkaan integraation kautta Broadcom on rakentanut hyvin tuottoisan alustan, joka generoi vaikuttavaa kassavirtaa pitkälle tulevaisuuteen. Jatkon kannalta olennaista on kuitenkin se, löytääkö yhtiö riittävän kokoisia houkuttelevia kohteita kassavirralla hankittavaksi. Jos ei, vauhti hidastuu. Joka tapauksessa kyseessä on laatuyhtiö, jolla on monia kilpailuettuja markkinoiden myötätuulussa seilaavalla toimialalla.

BERKSHIRE HATHAWAY INC.

Berkshire Hathaway on sijoittajaguru Warren Buffettin luotsaama amerikkalainen holdingyhtiö. Se on nykyisin yksin maailman suurimmista monialayhtiöistä ja omistaa kokonaan tai ainakin äänivallan yli 60:ssä listaamattomassa yrityksessä monilla eri toimialoilla, muun muassa vakuutustoiminnassa, sähkön ja energian tuotannossa, raideliikenteessä, teollisuudessa ja vähittäiskaupassa.

Sillä on myös isoja osuuksia listatuista yrityksistä. Noin puolet näistä kattaa Apple ja muut suurimmat ovat Bank of America (9 % osakesalkusta), American Express (7 %), Coca-Cola (7 %) ja Chevron (6 %). Applen osakkeet Berkshire Hathaway hankki vuosina 2016-2018 yhteensä 31 miljardilla dollarilla. Nyt niiden markkina-arvo on noin 175 miljardia dollaria.

Yhtiön alkujuuret ovat kahdessa Massachusettissa toimineessa tekstiilialan yrityksessä. Vanhempi niistä oli vuonna 1888 perustettu Hathaway ja nuorempi vuotta myöhemmin käynnistetty Berkshire. Warren Buffettin silloinen sijoitusyhtiö ryhtyi hankkimaan niiden halpoja osakkeita vuonna 1962 ja päätyi enemmistöomistajaksi 1965. Seuraavan parinkymmenen vuoden aikana hän muutti yhtiön tekstiilituottajasta sijoitus- ja holdingyhtiöksi.

Sijoitusstrategia alkoi kehittyä merkittävästi 1978, kun Charles Munger tuli Buffettin partneriksi. Hänen kuuluisa ohjenuoransa oli, että hyvä business kohtuuhinnalla on parempi sijoitus kuin keskimääräinen liiketoiminta edullisesti.

Buffettin ja Mungerin yhteistyönä syntyi pitkäjänteisen arvosijoittamisen strategia. Hankittiin kohtuullisesti hinnoiteltuja yhtiöitä, joilla oli tasaista tulovirtaa ja annettiin niiden johdolle hyvin vapaat kädet operatiivisen toiminnan osalta. Menestys on ollut päätähuimaavaa. Berkshire Hathawayn kurssi nousi 1978-2023 peräti 400 000 %. USA:n markkinoita kuvaava S&P500-indeksi nousi samana aikana 16 000 %. Berkshire Hathawayn markkina-arvo on nyt noin 780 miljardia dollaria. Alkuperäisen A-sarjan osakkeen kurssi on nykyisin lähes puolessa miljoonassa dollarissa, kun taas splitatun B-osakkeen saa jonkin verran alle 400:lla dollarilla.

Warren Buffett on edelleen yhtiön suurin omistaja. Hänellä on 15,6 % osakkeista ja 31,5 % äänivallasta. Muut suurimmat omistajat ovat isoja amerikkalaisia rahastoja.

Silti edes Berkshire Hathaway ei ole vailla riskejä. Yhtiö on jo niin iso, että kasvuvauhtia voi olla vaikea ylläpitää. Yhtiötä 46 vuotta palvellut Charles Munger kuoli marraskuussa 99-vuotiaana ja voinee olettaa, että nyt 93-vuotias Warren Buffett ei jatka yhtiön johdossa enää kovin kauaa. Hänen seuraajansa on kerrottu olevan Greg Abel, jonka harteilla lepää nyt valtava vastuu Buffettin ja Mungerin ainutlaatuisen menestystarinan jatkamisesta.

Peter Seligson, strategiajohtaja
Ahlström Capital BV
peter.seligson@ahlstrominvest.com

PHOEBUS**31.12.2023**

Osakerahasto, joka tekee pitkän tähtäimen sijoituksia pääosin Suomen osakemarkkinoille.

PHOEBUS JA VERTAILUINDEKSI

10.10.2001– 31.12.2023

Euro

**RAHASTON AVAINTIEDOT**

Aloituspäivä	10.10.2001
Tyyppi	Osakerahasto
Rahaston koko (milj. euroa)	113,7
Vertailuindeksi	60 % OMX Helsinki Cap GI, 40 % MSCI AC World NDR (31.12.2014 asti 75 % / 25 %)
Hallinnointipalkkio	0,94 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintäpalkkio	ei
Kaupankäyntikorvaus lunastettaessa (maksetaan rahastoon)	0 % (1 % jos sijoitusaika alle 360 pv)
Salkunhoitaja	Anders Oldenburg

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.1.2023-31.12.2023

Juoksevat kulut	0,95 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,00 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,96 %
Salkun kiertonopeus	-11,63 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	6,61 %
Sijoituskohteita	27
Välityspalkkiot lähipiirille	0,00 %
Lähipiirin omistususuus 31.12.2023	6,79 %

TUOTTO JA VOLATILITEETTI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	7,59 %	8,55 %	6,17 %	9,96 %
12 kk	9,43 %	9,33 %	6,54 %	9,61 %
3 v	26,47 %	12,09 %	17,74 %	12,07 %
5 v	74,61 %	13,90 %	63,42 %	13,78 %
10 v	147,54 %	12,72 %	146,93 %	12,73 %
20 v	510,31 %	14,11 %	492,71 %	15,05 %
Aloituspäivästä	833,41 %	13,86 %	567,75 %	15,22 %
Aloituspäivästä p.a.	10,57 %		8,92 %	

SUURIMMAT OMISTUKSET

Maa

Osuus rahastosta

AIR LIQUIDE SA	Ranska	8,9 %
COSTCO WHOLESALE CORP	Yhdysvallat	6,6 %
FASTENAL CO	Yhdysvallat	6,3 %
SVENSKA HANDELSBANKEN AB	Ruotsi	6,3 %
O'REILLY AUTOMOTIVE INC	Yhdysvallat	6,2 %
SANDVIK AB	Ruotsi	4,3 %
PROGRESSIVE CORP/THE	Yhdysvallat	4,3 %
AUTOMATIC DATA PROCESSING INC	Yhdysvallat	4,3 %
DEERE & CO	Yhdysvallat	4,0 %
TRACTOR SUPPLY CO	Yhdysvallat	3,9 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

Vuosi loppui aikamoiseen kurssiralliin. Vertailuindeksimme nousi viimeisellä neljänneksellä +6,2 % ja Phoebus +7,6 %. Miksi?

Koska pitkät korot laskivat paljon. Suomen valtion kymmenvuotisen lainan korko oli syyskuun lopussa 3,46 % ja vuoden lopussa enää 2,58 %. Osakkeiden korokerkkyys on yleensä noin 15-20x, joten tämä koronlasku nostaisi siten osakekursseja +13-18 %. Suomen pörssi nousi "vain" +6,4 %, koska korkojen laskun syy on odotus taantumasta, jonka puolestaan odotetaan laskevan yhtiöiden tuloksia.

Vuonna 2023 Phoebus tuotti +9,4 % ja indeksi +6,5 %. Rahaston aloituksesta Phoebus on tuottanut +833,4 % ja vertailuindeksimme +567,8 %.

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

Kävin vuoden viimeisellä neljänneksellä poikkeuksellisen paljon kauppaa. Suurin omistaja LähiTapiola lunasti rahastosta 9,6 m€ kuten viimeksi arvelin ja vähensin viiden yhtiömme painoja 3,4 m€ arvosta hajautuksen varmistamiseksi (Air Liquide, O'Reilly, Costco, Fastenal, Progressive). Lisäksi myin koko HHLA:n omistuksemme (2,3 m€), kun MSC:n tarjous jäi ainoaksi.

Vastaavasti ostin yhden uuden ja kuuden vanhan yhtiön osakkeita 2,3 m€ arvosta (Eurofins, Brembo, Oriola, Novozymes, L&T, Nokian Renkaat, Exel Composites).

Osinkoja saimme 0,3 m€ ja muut omistajat kuin LähiTapiola sijoittivat rahastoon nettona 1,5 m€ uutta rahaa, joten kassamme laski ja oli vuoden lopussa 4,2 % rahaston arvosta.

Miten jakautumisista pitäisi ajatella?

Saimme viime vuonna Sandvikilta jakautumisessa sen ruostumattomia teräsputkia valmistavan Alleiman osakkeita, jotka heti myin 36,38 kruunulla, koska Alleima on kauan ollut Sandvikin huonoin osa niin kannattavuudeltaan kuin kilpailuasemaltaan. Tänäpäin niiden hinta on 76,36 kruunua, siis 110 % enemmän. Se sai minut ajattelemaan jakautumisia laajemmin ja miettimään, hosiunko myynnin kanssa ehkä turhaan?

Phoebus on 22 vuodessa saanut salkkuyhtiöiltä jakautumisissa seitsemän yhtiön osakkeita: Medco Health (Merck & Co:lta), Suominen (L&T), Verisure (Securitas), Niscayah (Securitas), Broadridge (ADP), CDK Global (ADP) ja Alleima (Sandvik).

Salkunhoitajalle jakautumisissa syntyy helposti ongelma, jos muutaman prosentin painolla salkussa oleva yhtiö jakaa meille tytäryhtiönsä osakkeita, jää niiden paino salkussa usein vain promilleihin, Alleiman kohdalla 0,1 prosenttiin.

Usein on myös niin, että en tunne näitä uusia yhtiöitä kovin hyvin, olenhan sijoittanut yhtiöidemme ydinliiketoimintaan, jonka tunnen. Olen siksi jossain vaiheessa myynyt kaikki jakautumisissa saadut osakkeet, vaikka Suomista, Broadridgeä ja Niscayahia omistimmekin vähän kauemmin. Mutta onko se ollut fiksua?

Jälkikäteen katsoen tuskin oli, eikä sitä ole myöskään akateemisten tutkimusten mukaan. Alleima ei suinkaan ole ainoa hyvin pärjännyt jakautumisosakkeemme. Medco Health, Verisure, Niscayah ja CDK Global ostettiin pörssistä preemioilla. Broadridge on jakautumisen jälkeen tuottanut dollareissa 852 % plus osingot.

Tietenkään kaikki jakautumisosakkeet eivät pärjää näin hyvin, mutta tutkimusten mukaan keskimäärin niin tapahtuu. Professorit Desai ja Jain kirjoittivat arvostettuun rahoitustutkimuksen julkaisuun artikkelin, jossa he vuosien 1975-1991 datalla osoittivat, että liiketoiminnan fokusta parantaneet spin-offit antoivat jakautumisissa saadun yhtiön omistajille 33,4 % markkinoita paremman tuoton kolmen jakautumista seuranneen vuoden aikana.*

Miksi pieni olisi parempi?

Mistä jakautumisen hyöty voisi johtua ja miten se vaikuttaa Phoebukseen? Minusta tulokset tukevat tapaani ajatella sekä yritysostoja että yhtiöiden ja niiden johdon laatua.

Jos pörssiyhtiöiden jakautumiset monesti saavat itsenäistyvän yhtiön kukoistamaan, niin se oletettavasti tarkoittaa kääntäen, että yhdistymiset (yritysostot) eivät usein luo arvoa. Olen intuitiivisesti Phoebuksen aloituksesta saakka ollut tätä mieltä, enkä pidä suurista yritysostoista. Mutta miksi pieni on usein parempi?

Suuret yhtiöt ovat yleensä byrokraattisempia. Jokainen euro joka lisäbyrokratian takia on pois tuloksesta, vähentää yhtiön arvoa tulostulokertoimen verran. Sitäkin tärkeämpää on, että turha byrokratia vaikuttaa negatiivisesti johdon ja henkilöstön viihtyvyyteen.

Menestyneimmissä yhtiöissä johto ja henkilöstö ovat aidosti ylpeitä yhtiöstään ja omasta roolistaan menestyksen tekijöinä. Mitä enemmän jokainen saa vastuuta, sitä selvemmin se näkyy. Juuri tämä dynamiikka nähdäkseni saa monet byrokratian kahleista vapautuneet yhtiöt kukoistamaan. Parhaat suuretkin yhtiöt pystyvät toki pysymään tehokkaina, ja juuri niitä yritän valikoida meille. Emme jatkossakaan tule sijoittamaan vain pienempiin yhtiöihin.

Joka tapauksessa olen nyt kokemuksen kautta oppinut, että saattaisi ehkä olla parempi odottaa vähän kauemmin ennen kuin myyn jakautumisissa saamiamme pieniä yhtiöiden osuuksia pois.

* Desai, Jain: *Firm Performance and Focus: Long Run Stock Market Performance Following Spinoffs*, Journal of Financial Economics, lokakuu 1999, s. 75-101



Uusin yhtiömme on ranskalainen teollisuuslaboratorioyhtiö Eurofins. Se on monella tapaa tyypillinen Phoebus-yhtiö, mutta riskipitoisempi kuin muut sijoituksemme. Nimi ei viittaa euroihin valuuttana, vaan yhdistelmään Eurooppa ja rmn-fins, kääntäen snif-nmr, joka oli ensimmäisiä yhtiön kehittämiä testejä viinien alkuperän tunnistamiseksi.

Eurofins perustettiin 1987 Ranskan Nantesissa kolmen henkilön voimin. Nyt sillä on 900 laboratoriota ja 60 000 työntekijää yli 60 maassa. Ruuan, rehujen, ympäristön ja biolääkkeiden testauksessa sen maailman markkinaosuus on 20-25 %. Sairaалatestaus on parikymmentä kertaa suurempi markkina, mutta siinä Eurofin osuus on pieni.

Huomasin yhtiön, kun se 2012 osti mikkeliäisen Suomen Viljavuuspalvelun, jolla olin testauttanut kaivoveteni ja mäntyjen neulasia ja jonka toiminnan tiesin tasaisen kannattavaksi. Yritysostoja Eurofins onkin vuosina 2012-2022 tehnyt 5,4 miljardilla eurolla (bruttoarvo on 13 mrd €). Törmäsin yhtiöön taas 2021 amerikkalaisen Sequoia Fundin katsauksessa. Eurofin sin liikevaihdosta viidesosa tuli silloin covid-testeistä ja käyttökate oli kolme kertaa suurempi kuin ennen pandemiaa. Osakekurssi oli noussut +150 % pandemian aikana.

Pyysin kollega Aleksia kertomaan, jos kurssi laskee kolmanneksen, mikä tapahtuikin pian. Silloin en vielä sijoittanut, mutta päätin ostaa meille pienen position nyt kun HHLA:sta vapautui varoja ja Eurofin sin osake oli peräti -58 % halvempi kuin pandemian aikana.

Vahvan markkina-aseman lisäksi minua kiehtoo yhtiössä kaksi asiaa: organisaatio on hajautettu ja asiakaspalvelu on toiminnassa keskeistä, kuten parhaissa yhtiöissä aina. Positiivista on sekin, että yhtiön perustaja Gilles Martin omistaa perheineen vielä kolmasosan. Hänen ohjeensa Eurofin sin johtajille ovat yhtiön nettisivuilla: 1) ryhmitä toiminnot niin, että yksi alaisesi voi niitä johtaa; 2) varmista, että hän pitää asiakkaat keskiössä ja palkkaa vain parhaita; 3) jätä hänet rauhaan; ja 4) tue häntä pyydettyä. Paremminkin ei kai voisi neuvoa?

Velkaa on makuuni hieman liikaa (noin 30 % bruttoarvosta hybridilainojen kanssa, eli noin 2,6x käyttökate) enkä pidä jatkuvista yritysostoista. Yhtiö on silti hyvä, ehkä erinomainen.

Arvostus vaatii tarkkuutta. Pandemia toi 2,8 miljardia lisämyyntiä 2020-2022, joten tulokset olivat kertaluonteisesti hyviä. Vertaan siksi vuotta 2023 vuoteen 2018. Liikevaihto on kasvanut +72 %, liike-tulos +60 % ja tulos per osake +57 %. Kurssi on noussut +86 %. Arvostus oli silloin p/e 19x ja on nyt p/e 22x. Maailman markkina-johtajalle se ei ole minusta liikaa. Kannattavuus palasi pandemian jälkeen normaaliksi vuonna 2023. Liike-tulos on aiemmin ollut noin 13 % liikevaihdosta ja on nyt sama. Pandemian huipulla se oli 21 %.

Eurofin sin paino salkussamme on vasta 1,0 %. Aloitan aina pienillä painoilla ja nyt vielä pienemmällä, koska riskejä on yritysostoihin perustuvan strategian takia normaalia enemmän. Testaan siis vielä laboratorioyhtiömme kelpoisuutta Phoebuksen sijoituslaboratoriossa.

Ostaisiko erästä maailman ikonisimmista tavaramerkeistä, jos sen saa velattomaan hintaan, joka on noin vuoden tulos? Pohdin tätä kun viimeksi esittelin moottoripyörien valmistajamme Harley-Davidsonin 3,5 vuotta sitten katsauksessa 2/2020.



Vastaukseni oli "kyllä" ja seuraavina kuukausina kasvatin omistustamme peräti kolmella neljännesosalla. Hyvä niin. H-D on tämän jälkeen tuottanut euroissa osinkoineen +66 %, samalla kun Phoebus on tuottanut +46 % ja indeksi +39 %.

Uusi tj Jochen Zeitz, jota kehuin jo viimeksi, on nostanut H-D:n tulosta paljon. Liiketulos on nyt 60 % suurempi kuin 2018, vaikka myytyjen pyörien määrä on viidenneksen pienempi. Tulos per pyörä on tuplaantunut. Parinsadan miljoonan nettovelka on vaihtunut kolmensadan miljoonan nettokassaksi, vaikka yhtiö on jakanut noin miljardin omistajilleen takaisinostoina ja osinkoina.

Mistä moinen muutos? Strategia on nyt kohdallaan. Zeitz on, toisin kuin edeltäjänsä, karsinut valikoimaa ja keskittynyt enemmän tehtaalla kustomoituihin CVO-malleihin, jotka ovat noin 50 % normipyöriä kalliimpia. H-D ei enää yritä olla "kaikkea kaikille", vaan on nyt "H-D ydinasiakkailleen", mikä näkyy tuloksessa.

Lisäksi Zeitz listautti 2022 pörssiin sähköpyöriä kehittävän LiveWire -tytär-yhtiön. H-D omistaa siitä edelleen 89 %, mutta se on nyt itsenäinen ja saanee jatkossa itse hankkia lisää rahaa, jos sitä tarvitsee. Tähän saakka se on neljässä vuodessa tehnyt tappiota 340 miljoona dollaria, mutta parisataa miljoonaa on vielä kassassa. LiveWiren markkina-arvo on 2,4 mrd\$ ja H-D:n osuus siitä noin 2,1 mrd\$.

Koko H-D:n bruttoarvo on 5,1 mrd\$, josta rahoitusyhtiö HDFS edustaa noin 45 %. Sen tulos on 2018-23 ollut keskimäärin 290 m\$ vuodessa. LiveWire edustaisi toiset 40 %, jos uskomme sen markkina-arvoon. H-D:n ydintoiminnan arvostus vastaisi näin laskien suunnilleen vain edellisen 12 kk:n liike-tulosta (673 m\$).

Mutta onko H-D:llä tulevaisuutta? Eräässä tilaisuudessa minulta kysyttiin, miten Phoebus suhtautuu ESG:hen ja miten nahkapukuiset parrakkaat äijät, jotka polttavat urakalla isoilla V2-koneilla bensaa sopivat siihen? Aiheellinen kysymys. Autoillessani poltan toki tuplasti enemmän ja veneillessä peräti 20x enemmän bensaa per kilometri. H-D -pyöräni olen myynyt, mutta osakeitamme en. H-D:n ajovalo tuskin sammuu ympäristön takia ainakaan pian.

Pitäisikö sitten kasvattaa omistustamme, jos arvostus on yhtä edullinen kuin viimeksi? Ehkä ei, koska en luota LiveWiren pörssiarvoon. Monien "vihreiden" yhtiöiden tavoin sen arvostus tuntuu korkealta. H-D on sitä ilmeikään kohtalaisen halpa, mutta ei enää ilmainen. Minulle riittää siis ainakin toistaiseksi H-D:n 1,8 % paino salkussamme.

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

RUSSIAN PROSPERITY FUND EURO LAKKAUTETTU

Venäjälle sijoittava Russian Prosperity Fund Euro lakkautettiin 29.12.2023. Rahasto oli niin sanottu syöttörahasto eli se sijoitti Venäjälle toisen rahaston kautta. Venäläisiä osakkeita omistavana kohderahastona toimi Russian Prosperity Fund Luxemburg.

Kohderahasto suljettiin merkinnöiltä ja lunastuksilta 28.2.2022 eikä sitä ole sen jälkeen pystytty avaamaan. Päätimme sulkea myös Russian Prosperity Fund Euron, koska mitään näkymää kohderahaston avaamisesta ei edelleenkään ole. Asiaan vaikutti myös se, että saimme syksyn aikana tiedon siitä, että kohderahaston omistukset Venäjällä oli kirjattu toistaiseksi nolleen.

Rahaston lakkauttaminen tarkoittaa tässä tapauksessa lähinnä sitä, että se on pysyvästi suljettu merkinnöiltä ja lunastuksilta. Aivan lopullinen lakkauttaminen nimitäin edellyttää, että kaikki rahaston varat on jaettu sen omistajille.

Nyt lakkauttamisen yhteydessä osuudenomistajille jaettiin rahaston käteisvarat, mutta sille jäi edelleen kohderahaston osuuksia, joita ei siis ollut mahdollista realisoida ja jakaa. Jos kohderahastosta joskus saadaan joko lunastusvaroja tai tuotonjakoa, jaetaan nämä varat osuudenomistajille rahaston lakkauttamispäivän mukaisten omistusten suhteessa.

Venäjän valtiontalous

Onko sitten realistista odottaa lisätuottoa rahastosta joskus tulevaisuudessa? Ainakin se on täysin mahdollista sillä Venäjän valtiontaloudella ja yrityksillä ei mene mitenkään erityisen surkeasti.

Venäjän hyökkäyssodan alkuvaiheissa ennakoitiin, että Venäjän talous romahtaisi sodan ja talouspakotteiden seurauksena melko nopeastikin, mutta näin ei kuitenkaan ole tapahtunut. Vuonna 2022 nähtiin bruttokansantuotteessa ainoastaan parin prosentin lasku.

Myös 2023 Venäjän valtiontalous kehittyi ennakoitua paremmin, IMF odottaa parin prosentin kasvua edellisvuodesta. Kehityksen ajurina ovat olleet ensisijaisesti valtion elvytysohjelmat, jotka ovat tukeneet yksityistä kulutusta ja investointeja. Jatkuva mobilisaatio ja maastamuutto eivät ole pahemmin hidastaneet talouskasvua.

Venäjän valtio on sodan aikana lisännyt julkisia menojaan voimakkaasti käyttämällä ”kansallisen hyvinvointirahaston” varoja ja valtionyrityksiä on verotettu aiempaa ankarammin. Öljy- ja kaasutulot ovat kuitenkin olleet laskussa länsimaiden pakotteiden seurauksena siitakin huolimatta, että osa viennistä länteen on korvattu uusilla markkinoilla.

Yritysten tilanne

Yrityspoolellakin suurimmat riskit ovat jääneet toistaiseksi toteutumatta. Yritysten ruplamääräiset tulokset ovat kansainvälisistä pakotteista huolimatta pääsääntöisesti jatkaneet kasvuaan, vaikka yksittäisiä poikkeustapauksia tietenkin löytyy.

Valtion korkotuet ovat vauhdittaneet pankkien lainakannan kasvua mikä on näkynyt niiden tuloksissa. Suurimman eli Sberbankin oman pääoman tuotto on noussut 25 %:n tasolle samalla kun vuoden 2023 liikevoiton odotetaan nousevan 15 miljardiin euroon. Edellinen huippu oli vuonna 2021 kun voittoa tuli noin 12 miljardia euroa.

Energiayhtiöt löysivät pakotteiden varjossa ostajia uusilta markkinoilta etenkin Aasiassa ja Afrikassa. Kansainvälisen energijärjestön IEA:n mukaan Venäjä vei viime vuonna raakaöljyä maailmalle keskimäärin noin 7,5 miljoonaa tynnyriä päivässä eli suurin piirtein saman verran kuin vuonna 2022.

Venäjän kaasunvienti EU-maihin on kuitenkin vähentynyt huomattavasti, mikä on vaikuttanut negatiivisesti energijätti Gazpromin viime vuosien tuloksiin. Gazpromin mukaan uudet putkikaasutoimitukset Kiinaan saavuttanevat kuitenkin lähiaikoina määrän, joka aiemmin toimitettiin EU-maihin.

Tulevaisuudessa hankalampaa

Pidemmällä aikavälillä Venäjän taloustilanne on haasteellinen. Länsimaiden pakotteet rajoittavat monien tavaroiden ja palveluiden tuontia, mikä vaikuttaa negatiivisesti teollisuuteen kun komponenteista on pulaa ja tuotantoketjuista muodostuu kalliita ja hitaampia.

Ulkomaisia investointeja ei sodan takia juurikaan ole eikä pankeilla ja yrityksillä ole pääsyä kansainvälisille rahoitusmarkkinoille. Valtion menojen kasvu ja ruplan heikentyminen ovat myös lisänneet inflaatiopaineita.

Venäjän keskuspankin ohjauskorko oli viime vuoden lopussa 16 % eli korkein sitten kevään 2022, jolloin keskuspankki nosti koron kertaheitolla 20 %:in hillitäkseen hyökkäystä seurannutta markkinapaniikkia. Korkeat korot haittaavat kuluttajia ja yrityksiä.

Venäjän talouden kehitykseen liittyy sodan takia paljon epävarmuutta ja läpinäkymättömyyttä. Sotateollisuuden ja valtion omistamien yritysten merkitys tulee jatkossa korostumaan, mikä tekee taloudesta entistä sulkeutuneemman. Vararikoon Venäjän ei silti odota menevän.

Lakkautetun Russian Prosperity Fund Euron omistuksilla Venäjällä, kohderahaston kautta, on siten edelleen periaatteessa arvoa. Yritykset jatkavat toimintaansa ja jopa menestyvät. Omistusten realisointia euroiksi ei kuitenkaan ole näköpiirissä, mikäli sota- ja poliittinen tilanne ja niihin liittyvä Venäjän taloudellinen eristäminen eivät ratkaisevasti muutu.

*Prosperity Capital Managementin
raporttien pohjalta,*



Jonathan Aalto
jonathan.aalto@seligson.fi

SELIGSON & CO TROPICO LATAM

31.12.2023

Aktiivinen osakerahasto, joka sijoittaa pääosin Brasilian osakemarkkinoille. Mukana myös Chile, Kolumbia ja Peru.

TROPICO LATAM JA VERTAILUINDEKSI 12.5.2016 – 31.12.2023



RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	12.5.2016
Tyyppi	Osakerahasto: Brasilia, Chile, Kolumbia, Peru
Rahaston koko (milj. euroa)	8,1
Vertailuindeksi	90 % STOXX Brazil Total Market NR 10 % S&P Dow Jones Mila Andean 40 NTR (30.11.2022 saakka 70 % STOXX Brazil 30 % S&P Dow Jones Mila Andean)
Hallinnointipalkkio	1,5 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintäpalkkio (maksetaan rahastoyhtiölle)	ei
Kaupankäyntikorvaus lunastettaessa (maksetaan rahastoon)	0 % (0,5 %, jos sijoitusaika alle 180 pv)
Salkunhoitaja	Seligson & Co Rahastoyhtiö
Neuvonantaja	Trópico Latin America Investments

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.1.2023-31.12.2023

Juoksevat kulut	1,69 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,07 %
Kokonaiskulut (TKA)	1,76 %
Salkun kiertonopeus	13,98 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	6,44 %
Sijoituskohteita	37
Välityspalkkiot lähipiirille	0,00 %
Lähipiirin omistussuus 31.12.2023	1,66 %

TUOTTO JA VOLATILITEETTI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	9,94 %	21,00 %	13,92 %	18,76 %
12 kk	32,01 %	24,15 %	27,16 %	22,78 %
3 v	14,19 %	29,32 %	33,06 %	26,04 %
5 v	25,79 %	33,40 %	24,97 %	30,54 %
Aloituspäivästä	72,10 %	29,78 %	75,89 %	28,35 %
Aloituspäivästä p.a.	7,37 %		7,68 %	

SUURIMMAT OSAKEOMISTUKSET

Maa Osuus rahastosta

SIMPAR SA	Brasilia	7,5 %
VALE SA	Brasilia	7,4 %
DESKTOP - SIGMANET COMUNICACAO	Brasilia	6,4 %
BEMOBI MOBILE TECH SA	Brasilia	4,7 %
NU HOLDINGS LTD/CAYMAN ISLANDS	Brasilia	4,5 %
ALLOS SA	Brasilia	4,5 %
SUZANO SA	Brasilia	4,4 %
ITAU UNIBANCO HOLDING SA	Brasilia	4,3 %
BANCO DO BRASIL SA	Brasilia	3,6 %
MERCADOLIBRE INC	Brasilia	3,6 %

Tropico LatAm -rahaston osuuden arvo nousi vuoden viimeisen neljänneksen aikana +9,9 % ja vertailuindeksi +13,9 %. Koko vuoden luvut olivat peräti +32,0 % rahastolle ja vertailuindeksillekin +27,2 %.

Vuotta aiemmin, siis 2022, rahastomme tuotto jäi selvästi vertailuindeksille, mutta viime vuonna järjestys vaihtui. Salkussamme on yleismarkkinaa enemmän pienempiä yhtiöitä ja viime vuonna ne kehittyivät hyvin. Myös ylipaino teknologiayhtiöissä koitui rahaston eduksi niiden noustessa automatisaation ja tekoälyn siivittäminä.

Latinalaisen Amerikan osakemarkkinoiden mainio kehitys vuonna 2023 johtui pitkälti laskevasta inflaatios- ta ja optimistisista kasvuennusteista. Brasiliassa kuluttajahintojen nousu alkoi vuoden 2023 alussa hidastua ja putosi kesäkuussa kolmeen prosenttiin, vaikka lähtikin taas hieman nousuun vuoden lopussa.

Brasilian keskuspankki on vastannut inflaation alenemiseen laskemalla ohjauskorkoa tasaiseen tahtiin. Joulukuussa selic-ohjauskorko laskettiin 13,25 %:sta 11,25 %:iin. Vaikka kyseessä oli jo neljäs koronlasku vuoden 2023 aikana, on korkoja monien talouskommentaattorien mielestä laskettu liian hitaasti. Pitkään jatkuneet korkeat korot ovat jarruttaneet kulutusta ja investointeja ja se on hidastanut talouskehitystä. Lisää koronlaskuja on rahastomme neuvonantajan Trópicon mukaan vuoden 2024 aikana luvassa.

Brasilian bruttokansantuotteen odotetaan vuonna 2023 nousevan +3 % edellisvuodesta. Vauhti on ollut vakuuttavaa, etenkin kun ottaa huomioon maailmantalouden ongelmat kiristyneestä rahapolitiikasta geopolitiisiin haasteisiin. Brasilian suuret sisämarkkinat ovat perinteisesti toimineet kasvun veturina ja viime vuodenkin positiivista kehitystä johtivat kuluttajat sekä vahva maataloussektori.

Kulutusta vauhditti presidentti Luiz Inácio Lula da Silvan hallituksen elvytysohjelmat, joista tulonsiirto-ohjelma Bolsa Família laajentuminen oli merkittävin. Lulan hallinto on myös onnistunut kasvattamaan kansainvälisten sijoittajien luottamusta entisen presidentin Jair Bolsonaron vaiherikkaan kauden jälkeen.

Rahastomme muilla kohdemarkkinoilla kehitys oli vaihtelevaa. Chile ja Peru kärsivät korkeista koroista sekä heiluvista raaka-ainehinnoista. Molempien odotetaan kuitenkin palaavan kasvu-uralle vuoden 2024 aikana. Kolumbian talous on viime vuosina kasvanut selvästi lähinaapureitaan nopeammin, mutta viime vuoden kasvu jäänee noin prosenttiin, lähinnä huomattavasti viennin takia.

Rahaston salkku

Rahastossa oli vuoden lopussa 37 yhtiön osakkeita ja likviditeetin hallintaa varten neljä rahastosijoitusta. Maaajako pysyi edellisvuodesta lähes ennallaan: brasilialaisyhtiöt edustivat vuoden lopussa jopa noin 90 prosenttia rahastosta.

Viimeisen neljänneksen aikana salkkuun ei ostettu uusia yhtiöitä. Pois myytiin Banco Bradesco ja kolumbialainen kauppaketju Almacenes Exito.

Vuoden aikana kasvatimme osuuttamme etenkin Latinalaisessa Amerikassa toimivissa teknologiayhtiöissä ja vähensimme painoa Brazilian perinteisissä pankeissa.

Verkkokauppayhtiö MercadoLibre on Trópicon mukaan vakiinnuttanut asemansa Brazilian johtavana kaupan- käyntialustana ja sen liikevaihto kasvoi 35 % edellis- vuodesta. Tulosta vauhditti etenkin luottokortteihin ja yritysrahoitukseen keskittyvä rahoitustoiminta. "Latinalaisen Amerikan Amazoniksi" kutsutun yhtiön osakekurssi nousi vuoden aikana euroissa 78 % ja se on kivunnut rahaston suurimpien sijoitusten joukkoon.

Myös fintech-pankkipalveluyritys Nubank onnistui kasvattamaan markkinaosuutta säilyttäen samalla kannattavuutensa. Brazilian toimintojen oman pääoman tuotto kohosi 30 %:iin ja osakekurssi nousi yli 130 %.

Nubank tarjoaa asiakkailleen muun muassa luottokortteja, lainoja ja sijoitustuotteita. Siitä on kasvanut yksi Brazilian suurimmista fintech-yrityksistä ja se on saanut omistajikseen suuria kansainvälisiä sijoittajia, esimerkiksi Warren Buffettin luotsaaman Berkshire Hathawayn. Trópicon mukaan Nubank on hyvissä asemassa haastamaan perinteiset pankit edullisemmilla ja tehokkaammin tuotetuilla pankkipalveluilla.

Desktop on säilyttänyt asemansa São Paulon alueen johtavana internet-palveluntarjoajana suurten teleoperaattoreiden ohella. Trópico odottaa yhtiön kasvavan lähinnä yritysostojen kautta. Desktopin valokuituverkko ylittää jo nyt noin 4,3 miljoonaan kotitalouteen ja tilaajia on yhteensä noin miljoona. Liikevaihto kasvoi kolmannella vuosineljänneksellä edellisvuodesta peräti 36 %, yhteensä lähes 50 miljoonaan euroon. Liikevaihdon 2024 odotetaan kasvavan lähes 190 miljoonaan euroon.

Rahaston pienempiin sijoituksiin kuuluvan Argentiinalaisen maatalousyhtiö Cresudin osake koki joulukuussa kolauksen, kun maan uusi hallitus ilmoitti devalvoivansa valuuttansa yli 50 %:lla. Saman verran laski myös osakkeen euromääräinen markkina-arvo paikallisvaluutta peson heikentymisen seurauksena.

Vaikutus rahastoon oli kuitenkin hyvin marginaalinen. Cresud omistaa laajoja maa-alueita Argentiinassa ja käyttää niitä maataloustuotantoon. Se on haastavista olosuhteista huolimatta pysynyt voitollisena ja jopa maksanut osinkoja. Yhtiön tulevaisuus on Trópicon mukaan lähimenneisyyttä valoisampi.

*Neuvonantaja Trópico Latin American
Investmentsin raporttien pohjalta,*



Jonathan Aalto
jonathan.aalto@seligson.fi

INDEKSIRAHASTOJEN VUOSI 2023

Teknologia veti Pohjois-Amerikka Indeksirahastomme jopa +23,5 % kurssinousuun. Teknologiaosakkeiden osuus tästä oli +21,3 %-yksikköä. Suurin yksittäinen nousija oli NVIDIA, joka toi rahaston tuotosta peräti +7,1 %-yksikköä. Microsoft tuli hyvänä kakkosena, nostaten rahaston arvoa +5,2 %-yksiköllä. Nyt noin 48 % rahastosta on teknologiaosakkeissa, vuosi sitten niiden osuus oli 42 %.

Aasia Indeksirahaston arvo kohosi +10,3 % ja siitä kolmasosa tuli teknologiyhtiöistä, samoin Eurooppa Indeksirahaston +15,8 %:n noususta. Toinen kolmannes Euroopan hyvästä kehityksestä tuli rahoitusalan yhtiöistä. Suomea teknologia taas veti alaspäin. Suomi Indeksirahaston tuotto painui vuoden aikana -3,5 % ja tästä -3,9 %-yksikköä tuli teknologiyhtiöistä ja -3,0 %-yksikköä pelkästään Nokiasta. Yli puolet rahaston sijoituksista on kuitenkin teollisuusyhtiöitä.

Tarkastelussamme ovat nyt ensi kertaa mukana Lähi-Tapiolan USA ja Eurooppa Ilmastoindeksirahastot, joilla on juuri takana ensimmäinen vuosi varsinaisina indeksirahastoina. LT USA Ilmastoindeksin arvo nousi +29,5 % ja siihen oli teknologiaosakkeilla +20 %-yksikön vaikutus. Suurimpina vetureina toimivat NVIDIA, Apple, Microsoft sekä Amazon. Näiden yhteisvaikutus oli yli 15 %-yksikköä. USA Ilmastoindeksinkin omistuksista suurin osa on tekno-osakkeissa.

LT Eurooppa Ilmastoindeksin arvo nousi +15,4 %. Sen toimialajakausa on tasaisempi ja suurin yksittäinen arvonnostaja oli tanskalainen diabeteslääkkeiden kehittäjä Novo Nordisk +2,2 %-yksikön vaikutuksella.

Tyypillisen hyvän vuoden tapaan indeksirahastot jäivät seuraamalleen indeksille hieman enemmän kuin laskuvuosina. Tämä johtuu lähinnä rahastojen pakollisista käteisvaroista, niiden osaltahan ei päästä kurssinousuun mukaan.

Global Top 25 Pharmaceuticals ja Brands

Sekä Pharmaceuticals- että Brands-rahastossa nähtiin viime vuonna yhtiöjakautumisia. Pharmaceuticals-rahaston omistama sveitsiläinen Novartis irrotti rinnak-

kaislääkevalmistaja Sandoz Groupin omaksi yhtiökseen. Novartis jatkaa rahastossa, mutta Sandozista luovimme pian irrotuksen jälkeen.

Brands-rahaston murovalmistaja Kellogg jakoi yhtiönsä kahteen, Pohjois-Amerikan markkinoihin keskittyvään murovalmistaja WK Kelloggiiin sekä muualle maailmaan keskittyvään välipalavalmistaja Kellanovaan. Kellanova jatkaa rahastossa, WK Kelloggin myimme pois.

Pharmaceuticals-rahaston vuosittaisen yhtiötarkastelun kautta päädyimme tekemään yhden muutoksen. Rahastoon nousee japanilainen Chugai Pharmaceutical, joka on tunnettu erityisesti terapeuttisten vasta-aineiden kehitystyöstä. Tilaa Chugaille tekee niinkään japanilainen lääkevalmistaja Otsuka Holdings.

Brands-rahastoon nousi uutena yhtiönä maailman suurin luksustuotteiden bränditalo LVMH, joka tunnetaan parhaiten muotitalo Louis Vuittonista. LVMH:n alle kuuluu 75 eri brändiä, joihin lukeutuvat Vuittonin lisäksi muun muassa Tiffany & Co, Dior ja TAG Heur.

LVMH:n brändeihin kuuluvat myös Möet-Chandon-samppanja ja Hennessy-konjakki. Alkoholibrändien osuus liikevaihdosta on ollut tasaisesti laskeva ja parina viime vuonna jo selvästi alle 10 %:n. Niitä me emme laskeneet mukaan yhtiön brändipisteitykseen. Tilaa LVMH:lle tekee sveitsiläistaustainen luksusbränditalo Compagnie Financiere Richemont.

Sekä Brandsissä että Pharmaceuticalsissa nostetaan vuosittaisen rebalansoinnin yhteydessä viisi valintakriteereidemme mukaan johtavaa yhtiötä 6,67 % tuplapainolle ja loput 20 yhtiötä 3,33 % normaalipainolle.

Vuoden 2023 tarkastelussa Pepsico nousi Brandsissä tuplapainoon ja sveitsiläinen elintarvikejätti Nestlé laskettiin tuplapainosta normaaliin. Pepsico tunnetaan parhaiten virvoitejuomistaan, mutta liikevaihdosta yli puolet tulee ruoka- ja snack-puolelta, jonka brändejä ovat mm. Lay's, Doritos, Cheetos ja Quaker.

Jani Holmberg, Juuso Jokinen, Kare Hallamaa

indeksirahastojen salkunhoitajat
etunimi.sukunimi@seligson.fi

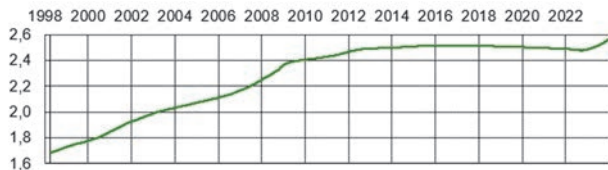
	Juoksevat kulut		Osakevälityspalkkiot	Lähdeverot vs. indeksi	Lähdeverojen palautukset	Osake-lainaus-tuotot	Rahaston saamat kaupan käyntipalkkiot	Muut (esim. spreadit, käteisen vaikutus)	Rahaston ero indeksiin
	Hallinnointipalkkio	Säilytys, kauppajen selvitys							
OMX Helsinki 25 ETF	-0,15 %	-	-0,04 %	-	-	0,002 %	-	-0,01 %	-0,20 %
Suomi Indeksirahasto	-0,45 %	-0,004 %	-0,02 %	-	-	0,001 %	0,02 %	-0,04 %	-0,49 %
Eurooppa Indeksirahasto	-0,44 %	-0,014 %	-0,06 %	0,32 %	0,006 %	-	0,02 %	0,01 %	-0,16 %
Pohjois-Amerikka Indeksir.	-0,42 %	-0,010 %	-0,01 %	-0,25 %	0,007 %	-	0,02 %	-0,20 %	-0,76 %
Aasia Indeksirahasto	-0,43 %	-0,027 %	-0,04 %	0,08 %	-	-	0,02 %	-0,20 %	-0,59 %
LT Eurooppa Ilmastoindeksi	-0,32 %	-	-0,10 %	0,22 %	0,004 %	-	-	-0,12 %	-0,31 %
LT USA Ilmastoindeksi	-0,32 %	-	-0,03 %	0,23 %	0,003 %	-	-	-0,03 %	-0,15 %

Indeksirahastojen erot indekseihin, vaikuttavia tekijöitä 2023. Euroopan ja Aasian osalta on maksettu indeksinlaskijan arviota vähemmän lähdeveroja. Pohjois-Amerikka Indeksirahaston indeksissä lähdeveroja ei huomioida, joten kaikki maksetut lähdeverot ovat negatiivisia. Sarake "muut" koostuu lähinnä osake- ja valuuttakauppojen **spreadikustannuksista** sekä rahaston käteisvaroista. **Käteinen** koostuu mm. rahastojen vastaanottamista sijoittamattomista merkintävaroista, osinkosaamisista sekä muista rahaston toimintaan liittyvistä välttämättömistä käteisvaroista.

Kaupankäyntikuluissa on mukana mahdolliset osakekaupan leimaverot. Indeksien laskentaa on synkronoitu rahastojen arvonnostokannan kanssa siten, että valuuttakonservatioissa käytetään samoja kellonaikoja. LähiTapiola -rahastoissa ja OMX Helsinki 25 pörssinoteeratussa rahastossa säilytys sisältyy hallinnointipalkkioon, muissa taas ei. Taulukko perustuu keskimääräisiin rahastopääomiin. Koska rahastopääoma vaihtelee vuoden mittaan niin esimerkiksi tuhannen euron kuluerän prosenttimääräinen vaikutus riippuu rahaston kulloisestakin koosta.

RAHAMARKKINARAHASTO 31.12.2023

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Rahamarkkinarahasto sijoittaa lyhyisiin euromääräisiin korkoinstrumentteihin.

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	1.4.1998
Tyyppi	Rahamarkkinainstrumentit, euro-alue
Rahaston koko (milj. euroa)	314,9
Raportoinnissa käytettävä indeksi	3 kk euriborindeksi
Hallinnointipalkkio	0,18 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintä- / lunastuspalkkio	ei
Salkunhoitajat	Jani Holmberg, Juuso Jokinen, Kare Hallamaa

TUOTTO JA VOLATILITEETTI

	Rahasto		Indeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	1,04 %	0,13 %	1,01 %	0,16 %
12 kk	3,16 %	0,19 %	3,04 %	0,18 %
3 v	2,63 %	0,17 %	2,11 %	0,16 %
5 v	2,12 %	0,14 %	1,37 %	0,13 %
10 v	2,56 %	0,10 %	0,78 %	0,09 %
20 v	26,12 %	0,13 %	24,47 %	0,14 %
Aloituspäivästä	52,36 %	0,15 %	52,61 %	0,16 %
Aloituspäivästä p.a.	1,65 %		1,65 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.1.2023-31.12.2023

Juoksevat kulut	0,19 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kokonaiskulut (TKA)	0,19 %
Salkun kiertonopeus	-16,36 %
Salkun korkoriski (duraatio)	0,26
Indeksipoikkeama (tracking error)	0,11 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,00 %
Lähipiirin omistussosius 31.12.2023	2,08 %

Suurimmat vastapuolet yhteenlaskettuina

Maa

Osuus rahastosta

Handelsbanken	Suomi	14,7 %
Nordea	Suomi	13,9 %
AsuntoHypoPankki	Suomi	12,3 %
Säästöpankkiryhmä	Suomi	12,3 %
POP Pankki -ryhmä	Suomi	11,9 %

Suurimmat yksittäiset omistukset

Maa

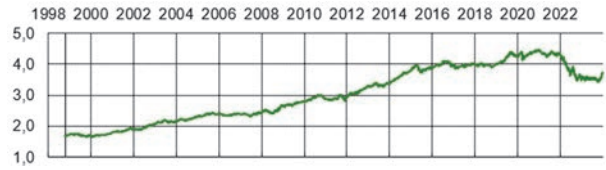
Osuus rahastosta

Handelsbanken -tilisopimus	Suomi	14,7 %
Nordea -tilisopimus	Suomi	13,9 %
SEB -tilisopimus	Suomi	10,2 %
Sijoitustodistus Bonum Pankki 23.01.2024	Suomi	2,2 %
Sijoitustodistus Ålandsbanken 26.02.2024	Suomi	2,2 %
Sijoitustodistus Aktia 10.06.2024	Suomi	2,2 %
Sijoitustodistus Aktia 05.07.2024	Suomi	2,2 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

EURO-OBLIGAATIO 31.12.2023

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Euro-obligaatio mallintaa euroalueen valtioiden euromääräisten lainojen indeksia.

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	14.10.1998
Tyyppi	Pitkät korot, euro-alue
Rahaston koko (milj. euroa)	100,0
Mallinnettava indeksi	Rahasto mallintaa euromääräisten valtioiden joukkolainojen kehitystä kuvaavan indeksin ominaisuuksia. Tällä hetkellä käytettävä indeksi on iBoxx EUR Eurozone TRI *
Hallinnointipalkkio	0,27 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Kaupankäyntikorvaus lunastettaessa (maksetaan rahastoon)	0 % (0,2 %, jos sijoitusaika < 90 pv)
Salkunhoitajat	Jani Holmberg, Juuso Jokinen, Kare Hallamaa

* 30.6.2017 asti EFFAS Bond Indices Euro Govt All > 1Y

30.6.2018 asti ICE BofAML Euro Government

TUOTTO JA VOLATILITEETTI

	Rahasto		Indeksi *	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	7,38 %	6,21 %	7,22 %	5,87 %
12 kk	6,58 %	7,32 %	7,15 %	7,40 %
3 v	-16,51 %	7,09 %	-15,62 %	6,97 %
5 v	-7,26 %	6,23 %	-5,44 %	6,10 %
10 v	10,14 %	5,05 %	13,62 %	5,01 %
20 v	71,73 %	4,49 %	75,20 %	4,44 %
Aloituspäivästä	120,64 %	4,33 %	127,88 %	4,28 %
Aloituspäivästä p.a.	3,19 %		3,32 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.1.2023-31.12.2023

Juoksevat kulut	0,28 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kokonaiskulut (TKA)	0,28 %
Salkun kiertonopeus	4,32 %
Lainaluokitukset (rating)	AAA 23,7%, AA 36,5%, A 17,5%, BBB 22,3%
Salkun korkoriski (duraatio)	7,03
Indeksipoikkeama (tracking error)	2,76 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,00 %
Lähipiirin omistussosius 31.12.2023	0,00 %

Suurimmat vastapuolet yhteenlaskettuina

Maa

Osuus rahastosta

Ranskan valtio	Ranska	24,30 %
Italian valtio	Italia	21,87 %
Saksan valtio	Saksa	19,16 %
Espanjan valtio	Espanja	14,19 %
Belgian valtio	Belgia	5,15 %

Suurimmat yksittäiset omistukset

Maa

Osuus rahastosta

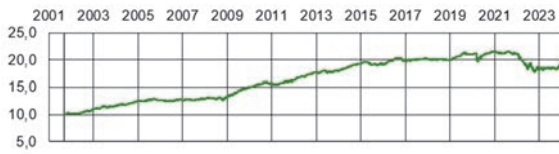
Ranskan valtion obligaatio 5,5% 25.4.2029	Ranska	4,9 %
Ranskan valtion obligaatio 5,75% 25.10.2032	Ranska	4,7 %
Ranskan valtion obligaatio 3,5% 25.4.2026	Ranska	4,5 %
Italian valtion obligaatio 6% 1.5.2031	Italia	4,3 %
Italian valtion obligaatio 2% 1.12.2025	Italia	4,1 %
Espanjan valtion obligaatio 5,75% 30.7.2032	Espanja	3,9 %
Italian valtion obligaatio 6,5% 1.11.2027	Italia	3,8 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

EURO CORPORATE BOND

31.12.2023

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Euro Corporate Bond mallintaa euromääräisten yrityslainojen indeksia.

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	14.9.2001
Tyyppi	Pitkät korot, euro-alue
Rahaston koko (milj. euroa)	71,2
Mallinnettava indeksi	Rahasto mallintaa euromääräisten yrityslainojen kehitystä kuvaavan indeksin ominaisuuksia. Tällä hetkellä käytettävä indeksi on iBoxx EUR Non-Financials TRI *
Hallinnointipalkkio	0,32 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Kaupankäyntikorvaus lunastettaessa (maksetaan rahastoon)	0 % (0,2 %, jos sijoitusaika < 90 pv)
Salkunhoitaja	Jani Holmberg, Juuso Jokinen, Kare Hallamaa

* 1.7.2018 asti The BofA Merrill Lynch Euro Non-Financial

TUOTTO JA VOLATILITEETTI

	Rahasto		Indeksi *	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	5,68 %	4,12 %	5,82 %	3,84 %
12 kk	6,92 %	5,11 %	8,02 %	4,99 %
3 v	-9,89 %	4,96 %	-9,15 %	4,72 %
5 v	-3,03 %	4,26 %	-0,45 %	4,20 %
10 v	7,89 %	3,35 %	14,12 %	3,34 %
20 v	66,94 %	3,21 %	87,64 %	3,10 %
Aloituspäivästä	93,78 %	3,22 %	122,33 %	3,14 %
Aloituspäivästä p.a.	3,01 %		3,65 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.1.2023-31.12.2023

Juoksevat kulut	0,34 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kokonaiskulut (TKA)	0,34 %
Salkun kiertonopeus	-3,70 %
Lainaluokitukset (rating)	AAA 3,6%, AA 9,2%, A 39,3%, BBB 47,9%
Salkun korkoriski (duraatio)	4,87
Indeksipoikkeama (tracking error)	1,91 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,00 %
Lähipiirin omistussuus 31.12.2023	0,01 %

Suurimmat vastapuolet yhteenlaskettuina

Maa Osuus rahastosta

Volkswagen AG	Saksa	3,2 %
Enel SpA	Alankomaat	1,8 %
TotalEnergies SA	Ranska	1,8 %
Mercedes-Benz Group AG	Saksa	1,7 %
Saksan valtio	Saksa	1,7 %

Suurimmat yksittäiset omistukset

Maa Osuus rahastosta

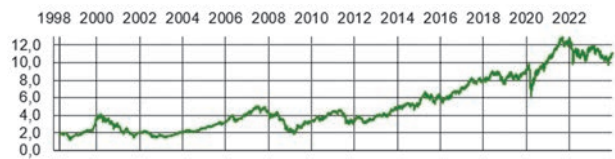
Volkswagen Intfn 1,875% 30.3.2027	Saksa	1,1 %
Volkswagen Leas 0,375% 20.7.2026	Saksa	1,0 %
Volkswagen Intfn 1,625% 16.1.2030	Alankomaat	1,0 %
Siemens Finan 2,875% 10.3.2028	Alankomaat	0,9 %
Orange SA 8,125 28.1.2033	Ranska	0,8 %
Total Cap Intl 1,375% 19.3.2025	Ranska	0,8 %
Unilever Finance 1,75% 16.11.2028	Iso-Britannia	0,8 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

SUOMI INDEKSIRAHASTO

31.12.2023

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Suomalaisiin osakkeisiin sijoittava indeksirahasto.

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	1.4.1998
Tyyppi	Osakerahasto, Suomi
Rahaston koko (milj. euroa)	174,7
Vertailuindeksi	OMX Sustainability Finland*
Hallinnointipalkkio	0,45 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Kaupankäyntikorvaus lunastettaessa (maksetaan rahastoon)	0,1 % merkittäessä ja lunastettaessa (0,5 % lunastettaessa jos sijoitusaika < 180 pv)
Salkunhoitaja	Jani Holmberg, Juuso Jokinen, Kare Hallamaa

* Hintaindeksi 30.6.2005 asti, 1.7.2005 alk. Helsinki Benchmark Cap -tuotoindeksi 28.2.2011 saakka ja 1.3.2011 alkaen OMX Sustainability Finland Index.

TUOTTO JA VOLATILITEETTI

	Rahasto		Indeksi *	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	5,74 %	14,27 %	5,90 %	14,35 %
12 kk	-3,51 %	14,11 %	-3,02 %	14,15 %
3 v	8,74 %	17,12 %	10,35 %	17,13 %
5 v	45,92 %	19,41 %	49,51 %	19,44 %
10 v	126,09 %	18,03 %	136,88 %	18,06 %
20 v	445,94 %	20,05 %	460,55 %	20,12 %
Aloituspäivästä	555,69 %	22,58 %	490,17 %	22,78 %
Aloituspäivästä p.a.	7,57 %		7,13 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.1.2023-31.12.2023

Juoksevat kulut	0,46 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,02 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,47 %
Salkun kiertonopeus	13,24 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	0,14 %
Sijoituskohteita	40
Välityspalkkiot lähipiirille	0,00 %
Lähipiirin omistussuus 31.12.2023	0,18 %

SUURIMMAT OMISTUKSET

Maa Osuus rahastosta

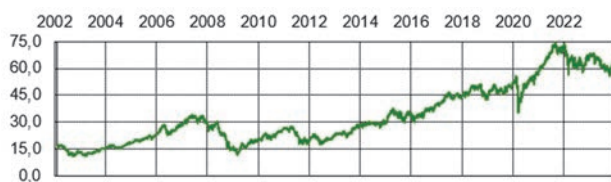
NORDEA BANK ABP	Suomi	10,5 %
UPM-KYMMENE OYJ	Suomi	10,3 %
SAMPO OYJ	Suomi	9,5 %
NOKIA OYJ	Suomi	9,2 %
KONE OYJ	Suomi	8,6 %
NESTE OYJ	Suomi	8,1 %
STORA ENSO OYJ	Suomi	5,3 %
KESKO OYJ	Suomi	4,1 %
WARTSILA OYJ ABP	Suomi	3,8 %
ELISA OYJ	Suomi	3,5 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

OMX HELSINKI 25 PÖRSSINOTEERATTU RAHASTO

31.12.2023

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



OMX Helsinki 25 -indeksiä seuraava indeksirahasto. Rahaston osuus on Helsingin pörsissä noteerattu arvopaperi, jolla voi käydä kauppaa arvopaperivälittäjän kautta.

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	8.2.2002
Tyyppi	Osakerahasto, Suomi
Rahaston koko (milj. euroa)	468,3
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, Juuso Jokinen, Kare Hallamaa

TUOTTO JA VOLATILITEETTI

	Rahasto			Indeksi	
	Osuuden arvonnekehitys	Voitonjako-korjattu tuotto *	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	6,14 %	6,14 %	14,77 %	6,15 %	14,76 %
12 kk	-2,50 %	-2,50 %	14,16 %	-2,30 %	14,18 %
3 v	9,78 %	9,78 %	17,36 %	10,44 %	17,34 %
5 v	47,22 %	47,22 %	19,44 %	48,76 %	19,45 %
10 v	122,46 %	132,06 %	18,22 %	126,14 %	18,32 %
20 v	313,93 %	544,72 %	20,97 %	318,78 %	21,18 %
Aloituspäivästä	303,89 %	575,26 %	21,01 %	309,26 %	21,23 %
Aloituspäiv. p.a.	6,58 %	9,11 %		6,65 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.1.2023-31.12.2023

Juoksevat kulut	0,15 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,04 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,19 %
Salkun kiertonopeus	25,10 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	0,07 % **
Sijoituskohteita	25
Välityspalkkiot lähipiirille	0,00 %
Lähipiirin omistussuus 31.12.2023	0,00 %

SUURIMMAT OMISTUKSET

Maa

Osuus rahastosta

NORDEA BANK ABP	Suomi	10,3 %
KONE OYJ	Suomi	9,9 %
UPM-KYMMENE OYJ	Suomi	9,8 %
SAMPO OYJ	Suomi	9,7 %
NESTE OYJ	Suomi	9,3 %
NOKIA OYJ	Suomi	8,9 %
STORA ENSO OYJ	Suomi	4,8 %
WARTSILA OYJ ABP	Suomi	4,4 %
ELISA OYJ	Suomi	4,0 %
METSO OUTOTEC OYJ	Suomi	4,0 %

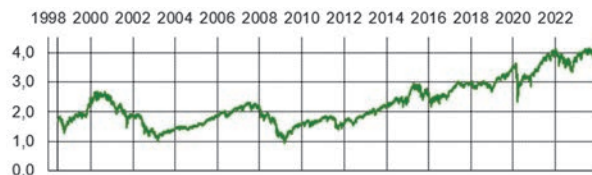
* Huom! Voitonjakokorjattu tuotto on laskettu 27.2.2015 asti ottaen huomioon rahastosta jaetut tuotonmaksut; tämä kuvaa paremmin sijoittajan saamaa tuottoa. Sen jälkeen rahastossa on vain kasvuvoittoa eikä korjausta tarvita. Myös vertailuindeksi on hintaindeksi 27.2.2015 asti.

** Indeksipoikkeamassa ei ole huomioitu indeksin tarkistuspäiviä, jolloin indeksiä ei lasketa close-hinnoilla. Tarkistuspäiviä ei ole kaikilla jaksoilla.

EUROOPPA INDEKSIRAHASTO

31.12.2023

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Eurooppalaisiin osakkeisiin sijoittava indeksirahasto.

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	15.6.1998
Tyyppi	Osakerahasto, Eurooppa
Rahaston koko (milj. euroa)	246,2
Vertailuindeksi	DJ Sustainability Europe *
Hallinnointipalkkio	0,44 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Kaupankäyntikorvaus (maksetaan rahastoon)	0,1 % merkittäessä ja lunastettaessa (0,5 % lunastettaessa, jos sijoitus aika < 180 pv)
Salkunhoitaja	Jani Holmberg, Juuso Jokinen, Kare Hallamaa

* 1.7.2008 asti DJ STOXX 50 NDR ja sen jälkeen DJ STOXX Sustainability 20.9.2010 asti.

TUOTTO JA VOLATILITEETTI

	Rahasto		Indeksi*	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	5,98 %	10,32 %	6,09 %	10,38 %
12 kk	15,81 %	11,20 %	15,97 %	11,25 %
3 v	28,87 %	13,46 %	29,65 %	13,47 %
5 v	57,52 %	16,56 %	59,20 %	16,56 %
10 v	91,31 %	16,12 %	95,00 %	16,15 %
20 v	200,70 %	17,77 %	225,37 %	17,89 %
Aloituspäivästä	153,88 %	20,03 %	195,18 %	20,22 %
Aloituspäivästä p.a.	3,71 %		4,33 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.1.2023-31.12.2023

Juoksevat kulut	0,46 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,06 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,52 %
Salkun kiertonopeus	20,81 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	0,13 %
Sijoituskohteita	150
Välityspalkkiot lähipiirille	0,00 %
Lähipiirin omistussuus 31.12.2023	0,14 %

SUURIMMAT OMISTUKSET

Maa

Osuus rahastosta

ASML HOLDING NV	Alankomaat	7,0 %
ASTRAZENECA PLC	Iso-Britannia	4,8 %
NOVARTIS AG	Sveitsi	4,8 %
ROCHE HOLDING AG	Sveitsi	4,7 %
SAP SE	Saksa	3,6 %
TOTALENERGIES SE	Ranska	3,5 %
SIEMENS AG	Saksa	3,2 %
SANOFI	Ranska	2,5 %
SCHNEIDER ELECTRIC SE	Ranska	2,5 %
ALLIANZ SE	Saksa	2,5 %

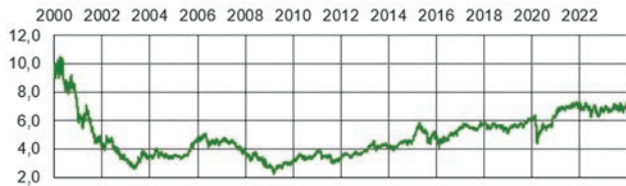
Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

Ajankohtakorjatut indeksiluvut. Aasian, Euroopan ja Pohjois-Amerikan indeksipoikkeamien laskennassa korjataan valuuttakurssien ja pörsien eri sulkemisajankohden aikaansaamia eroja laskemalla julkaistuja indeksejä uudelleen rahastojen arvonnäytteenhetken mukaan. Rahastojen virallisissa vuosikertomuksissa julkaistaan myös korjaamattomat luvut.

AASIA INDEKSIRAHASTO

31.12.2023

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Tyynenmeren alueen osakkeisiin sijoittava indeksirahasto.

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	29.12.1999
Tyyppi	Osakerahasto, Aasia
Rahaston koko (milj. euroa)	122,6
Vertailuindeksi	Dow Jones Sustainability Asia Pacific *
Hallinnointipalkkio	0,43 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Kaupankäyntikorvaus (maksetaan rahastoon)	0,1 % merkittäessä ja lunastettaessa (0,5 % lunastettaessa, jos sijoitusaika < 180 pv)
Salkunhoitaja	Jani Holmberg, Juuso Jokinen, Kare Hallamaa

* 31.3.2009 asti TOPIX Core 30 Return Index

TUOTTO JA VOLATILITEETTI

	Rahasto		Indeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	5,28 %	13,85 %	5,62 %	14,89 %
12 kk	10,33 %	12,12 %	10,92 %	13,25 %
3 v	14,92 %	13,42 %	16,66 %	14,44 %
5 v	41,55 %	14,84 %	45,17 %	15,63 %
10 v	73,29 %	15,05 %	82,55 %	16,12 %
20 v	112,11 %	17,26 %	144,89 %	18,13 %
Aloituspäivästä	-26,63 %	19,55 %	-14,11 %	20,57 %
Aloituspäivästä p.a.	-1,28 %		-0,63 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.1.2023-31.12.2023

Juoksevat kulut	0,46 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,04 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,50 %
Salkun kiertonopeus	20,24 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	0,27 %
Sijoituskohteita	156
Välityspalkkiot lähipiirille	0,00 %
Lähipiirin omistusosuus 31.12.2023	0,19 %

SUURIMMAT OMISTUKSET

Maa

Osuus rahastosta

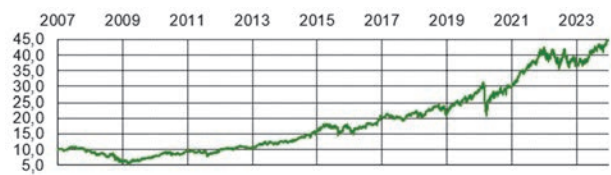
COMMONWEALTH BANK OF AUSTRALIA	Australia	5,8 %
TOKYO ELECTRON LTD	Japani	3,8 %
RECRUIT HOLDINGS CO LTD	Japani	3,2 %
NATIONAL AUSTRALIA BANK LTD	Australia	3,0 %
ITOCHU CORP	Japani	2,7 %
SK HYNIX INC	Etelä-Korea	2,7 %
MITSUI & CO LTD	Japani	2,6 %
AUSTRALIA & NEW ZEALAND BANKIN	Australia	2,4 %
HONDA MOTOR CO LTD	Japani	2,3 %
TOKIO MARINE HOLDINGS INC	Japani	2,3 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

POHJOIS-AMERIKA INDEKSIRAHASTO

31.12.2023

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Pohjoisamerikkalaisiin osakkeisiin sijoittava indeksirahasto.

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	29.12.2006
Tyyppi	Osakerahasto, Pohjois-Amerikka
Rahaston koko (milj. euroa)	385,0
Vertailuindeksi	DJ Sustainability North America *
Hallinnointipalkkio	0,42 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Kaupankäyntikorvaus (maksetaan rahastoon)	0,1 % merkittäessä ja lunastettaessa (0,5 % lunastettaessa, jos sijoitusaika < 180 pv)
Salkunhoitaja	Jani Holmberg, Juuso Jokinen, Kare Hallamaa

* 1.7.2008 asti Dow Jones Industrial Average TR

TUOTTO JA VOLATILITEETTI

	Rahasto		Indeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	6,03 %	9,41 %	6,15 %	9,34 %
12 kk	23,50 %	11,98 %	24,26 %	12,02 %
3 v	50,57 %	15,25 %	53,66 %	15,36 %
5 v	110,13 %	17,70 %	118,18 %	17,80 %
10 v	256,34 %	16,48 %	285,79 %	16,59 %
Aloituspäivästä	350,31 %	18,63 %	411,96 %	18,93 %
Aloituspäivästä p.a.	9,25 %		10,08 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.1.2023-31.12.2023

Juoksevat kulut	0,44 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,01 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,46 %
Salkun kiertonopeus	37,92 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	0,31 %
Sijoituskohteita	155
Välityspalkkiot lähipiirille	0,00 %
Lähipiirin omistusosuus 31.12.2023	0,13 %

SUURIMMAT OMISTUKSET

Maa

Osuus rahastosta

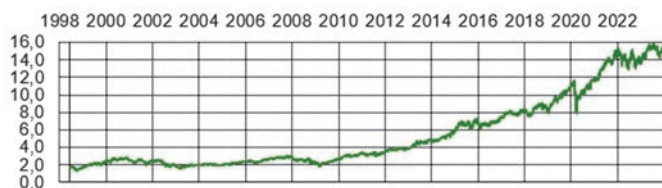
MICROSOFT CORP	Yhdysvallat	9,7 %
NVIDIA CORP	Yhdysvallat	8,4 %
ALPHABET INC	Yhdysvallat	5,7 %
UNITEDHEALTH GROUP INC	Yhdysvallat	3,3 %
VISA INC	Yhdysvallat	2,8 %
MASTERCARD INC	Yhdysvallat	2,4 %
PROCTER & GAMBLE CO/THE	Yhdysvallat	2,4 %
MERCK & CO INC	Yhdysvallat	1,9 %
ABBVIE INC	Yhdysvallat	1,9 %
ADOBE INC	Yhdysvallat	1,9 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

GLOBAL TOP 25 BRANDS

31.12.2023

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Osakekorirahasto, joka sijoittaa maailman arvostetuimpiin tavaramerkkeihin.

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	18.6.1998
Tyyppi	Osakerahasto, maailma
Rahaston koko (milj. euroa)	657,8
Raportoinnissa käytettävä indeksi	50% MSCI Consumer Discretionary NDR 50% MSCI Consumer Staples NDR
Hallinnointipalkkio	0,59 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Kaupankäyntikorvaus (maksetaan rahastoon)	0,5 % lunastettaessa, jos sijoitus aika < 180 pv
Salkunhoitaja	Jani Holmberg, Juuso Jokinen, Kare Hallamaa

TUOTTO JA VOLATILITEETTI

	Rahasto		Indeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	3,79 %	9,65 %	4,65 %	10,55 %
12 kk	12,34 %	10,53 %	14,23 %	11,64 %
3 v	30,50 %	12,87 %	22,59 %	13,44 %
5 v	89,10 %	16,25 %	88,59 %	18,92 %
10 v	215,37 %	14,88 %	187,37 %	16,10 %
20 v	694,50 %	15,03 %	579,25 %	15,93 %
Aloituspäivästä	810,76 %	16,72 %	540,49 %	16,43 %
Aloituspäivästä p.a.	9,03 %		7,54 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.1.2023-31.12.2023

Juoksevat kulut	0,60 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,04 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,64 %
Salkun kiertonopeus	24,56 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	5,16 %
Sijoituskohteita	25
Välityspalkkiot lähipiirille	0,00 %
Lähipiirin omistussuus 31.12.2023	0,08 %

SUURIMMAT OMISTUKSET

Maa Osuus rahastosta

ALPHABET INC	Yhdysvallat	7,9 %
APPLE INC	Yhdysvallat	7,5 %
PROCTER & GAMBLE CO/THE	Yhdysvallat	6,1 %
COCA-COLA CO/THE	Yhdysvallat	6,0 %
PEPSICO INC	Yhdysvallat	5,2 %
AMAZON.COM INC	Yhdysvallat	4,1 %
AMERICAN EXPRESS CO	Yhdysvallat	3,7 %
NESTLE SA	Sveitsi	3,4 %
DANONE SA	Ranska	3,4 %
L'OREAL SA	Ranska	3,4 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

GLOBAL TOP 25 PHARMACEUTICALS

31.12.2023

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Osakekorirahasto, joka sijoittaa maailman suurimpien lääkeyritysten osakkeisiin.

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	17.1.2000
Tyyppi	Osakerahasto, lääketieteellisyys
Rahaston koko (milj. euroa)	255,6
Raportoinnissa käytettävä indeksi	MSCI Pharma & Biotech NDR
Hallinnointipalkkio	0,59 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Kaupankäyntikorvaus (maksetaan rahastoon)	0,5 % lunastettaessa, jos sijoitus aika < 180 pv
Salkunhoitaja	Jani Holmberg, Juuso Jokinen, Kare Hallamaa

TUOTTO JA VOLATILITEETTI

	Rahasto		Indeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	-2,90 %	11,66 %	-0,25 %	12,42 %
12 kk	-4,51 %	11,35 %	-0,97 %	11,91 %
3 v	34,63 %	12,56 %	35,32 %	12,82 %
5 v	61,17 %	14,40 %	68,74 %	15,39 %
10 v	142,18 %	14,79 %	159,56 %	15,43 %
20 v	455,39 %	14,27 %	425,44 %	15,45 %
Aloituspäivästä	327,37 %	15,29 %	302,69 %	16,72 %
Aloituspäivästä p.a.	6,25 %		5,99 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.1.2023- 31.12.2023

Juoksevat kulut	0,61 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,02 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,62 %
Salkun kiertonopeus	8,87 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	4,21 %
Sijoituskohteita	25
Välityspalkkiot lähipiirille	0,00 %
Lähipiirin omistussuus 31.12.2023	0,10 %

SUURIMMAT OMISTUKSET

Maa Osuus rahastosta

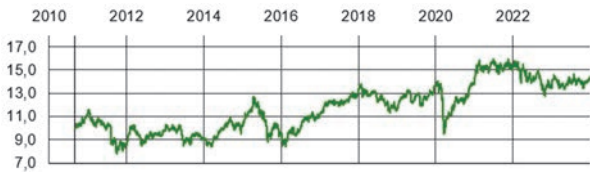
PFIZER INC	Yhdysvallat	6,7 %
MERCK & CO INC	Yhdysvallat	6,7 %
ROCHE HOLDING AG	Sveitsi	6,7 %
NOVARTIS AG	Sveitsi	6,6 %
JOHNSON & JOHNSON	Yhdysvallat	6,6 %
REGENERON PHARMACEUTICALS INC	Yhdysvallat	3,4 %
BAYER AG	Saksa	3,4 %
ELI LILLY & CO	Yhdysvallat	3,4 %
MODERNA INC	Yhdysvallat	3,4 %
CSL LTD	Australia	3,3 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

KEHITTYVÄT MARKKINAT

31.12.2023

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Rahastojen rahasto, sijoittaa kehittyvien markkinoiden osakkeisiin.

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	3.9.2010
Tyyppi	Rahastojen rahasto (osake), kehittyvät markkinat
Rahaston koko (milj. euroa)	80,6
Raportoinnissa käytettävä indeksi	MSCI Emerging Markets Index
Hallinnointipalkkio	0,34 % + kohderahastot 0,30 % -0,60 %
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintäpalkkio	ei
Kaupankäyntikorvaus lunastettaessa (maksetaan rahastoon)	0 % (0,5 % jos sijoitusaika < 180 pv)
Salkunhoitaja	Seligson & Co Rahastoyhtiö

TUOTTO JA VOLATILITEETTI

	Rahasto		Indeksi *	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	2,67 %	9,69 %	3,38 %	12,41 %
12 kk	6,38 %	9,55 %	6,11 %	12,47 %
3 v	2,60 %	11,62 %	-5,26 %	15,71 %
5 v	23,72 %	12,85 %	24,02 %	16,88 %
10 v	58,09 %	12,90 %	62,76 %	16,43 %
Aloituspäivästä	44,01 %	13,80 %	63,89 %	16,11 %
Aloituspäivästä p.a.	2,77 %		3,78 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.1.2023 31.12.2023

Juoksevat kulut	0,63 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Salkun kiertonopeus	-6,88 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	4,49 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,00 %
Lähipiirin omistusosuus 31.12.2023	0,15 %
Kaupankäyntikuluja ja kokonaiskuluja (TKA) emme julkaise. Niitä ei ole kaikista kohderahastoista ajantasaisesti saatavilla.	

RAHASTON OMISTUKSET

Osuus rahastosta

iShares Core MSCI EM IMI UCITS ETF (Acc.)	17,4 %
iShares MSCI EM IMI ESG SCR N	17,3 %
Dimensional Emerging Markets Value Fund (Acc.)	16,5 %
Vanguard FTSE Emerging Markets	16,4 %
DFA Emerging Markets Large Cap Core EUR Acc	16,1 %
Vanguard Emerging Markets Stock Index Fund EUR Acc	15,8 %
Käteinen	0,4 %
AMUNDI INDEX MSCI EMERGING MARKETS SRI PAB ETF	0,1 %

Huom! Rahaston säännöt muuttuvat 1.3.2024. Rahasto toimii jatkossa nimellä LähiTapiola Kehittyvät Markkinat ESG ja sijoittaa suoraan kehittyvien markkinoiden osakkeisiin LähiTapiolan vastuullisuusperiaatteiden mukaisesti. Lisätietoja: www.seligson.fi

RAHASTOJEN TUNNUSLUKIJEN MÄÄRITELMIÄ

Volatiliteetti / standardipoikkeama (% vuodessa)

Kuvasi rahaston arvon heilahtelua. Käytetään riskimittarina, mutta ei välttämättä kerro tulevista riskeistä, epäjatkuvuuttahan esiintyy markkinoilla.

Salkun kiertonopeus (% vuodessa)

Kuvasi rahaston arvopapereiden vaihtuvuutta. Ostojen ja myyntien summasta vähennetään merkintöjen ja lunastusten yhteismäärä (summa1). Kiertonopeus on summa1:n suhde keskimääräiseen pääomaan tarkastelujaksolla. Esim. kiertonopeus 200 % tarkoittaa, että jakson aikana on myyty kaikki arvopaperit ja ostettu tilalle uudet. *Negatiivinen kiertonopeus*: salkunhoitajan käymän arvopaperikaupan kokonaisvolyymi on ollut pienempi kuin merkintöjen ja lunastusten.

Indeksipoikkeama (tracking error / aktiivinen riski, %vuodessa)

Mittaa kuinka tarkasti rahaston tuotto seuraa vertailuindeksin tuottoa. Suuri luku merkitsee, 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 viikkohavainnoilla.

Kaupankäyntikulut (% vuodessa)

Rahastolta veloitettavat arvopapereiden kaupankäynnin välityspalkkiot. Prosenttiluku *keskimääräisestä* pääomasta edeltävällä 12 kk:na. (Alan sisäisen suosituksen mukaan kaupankäyntikulu tulisi laskea jakamalla euromääräinen kulu edeltävän 12 kk:n korkeimmalla rahastopääomalla. Tämä laskentatapa tuottaa mielestämme liian alhaisen tuloksen ja käytämme sitä vain rahastojen virallisissa tilinpäätös- ja osavuositraporteissa.)

Juoksevat kulut (ongoing charges)

Rahaston kulujen %-osuus keskimääräisestä pääomasta tarkastelujaksolla. Sisältää rahastolta veloitettavan hallinnointi- ja säilytyspalkkion, tilinhoito- ja muut pankkikulut. *Juoksevat kulut* ei sisällä esim. kaupankäyntikuluja. Raportoimme myös rahastojen kokonaiskulut. Pharoksen luku sisältää myös kohderahastojen kulut. PRIIP-asetuksen mukaiset kulut löytyvät rahastojen avaintietosaikirjoista.

Kokonaiskulut (TKA eli totalcostnadsandel)

Kaikki rahastolta veloitettavat kulut (juoksevat kulut + kaupankäyntikulut + mahdolliset muut kulut) prosenttilukuna keskimääräisestä pääomasta tarkastelujaksolla. Edes TKA ei sisällä mahdollisia rahaston maksettavaksi koituvien lähdeveroien ja transaktioveroien kustannuksia.

Välityspalkkiot lähipiirille (% vuodessa)

Prosenttiosuus rahaston tarkastelujakson välityspalkkioista, jotka on maksettu rahastoyhtiön kanssa samaan konsolidointiryhmään kuuluvalla yritykselle tai luottolaitokselle. Meillä ei tällaisia ole, mutta julkaisemme tiedon tuodaksemme ko. mahdollisuuden esille.

P/E-luku

P/E -luku (price / earnings) eli osakkeen hinnan suhde yhtiön osakekohtaiseen voittoon on käytetyimpiä osakkeiden arvostustason mittareita ja vilahtelee teksteissämme usein. Emme kuitenkaan julkaise niitä rahastoillemme, sillä yksittäinen tunnusluku ei anna juurikaan järkevää informaatiota, varsinkaan tällaisena poikkeusajankautana, kun markkinoiden katse suuntautuu tiukasti tulevaisuuteen. Tarkemmin täältä: www.seligson.fi/sco/suomi/kysymys_vastaus/107/

Lähipiiri

Tunnusluvussa "lähipiirin omistus" tarkoitetaan tässä lähipiirillä henkilökuntaa, hallitusta, heidän kanssaan samassa taloudessa asuvia sekä heidän vaikutus- ja määräysvalta-yhtiöitään. "Välityspalkkiot lähipiirille" kattaa myös LähiTapiola -ryhmän yhtiöt.

Osinkoaristokraatit

Talousmedian suosima termi, josta ei aina oikein tiedä mitä kukin sillä tarkoittaa. Se esiintyi vuoden 2023 aikana kymmenissä otsikoissa ja Google Trends -palvelun mukaan sen haut ovat olleet kasvusuunnassa viimeisimmän viiden vuoden aikana. Osinko-osakkeissa ei ole mitään vikaa, mutta tutkimustiedon mukaan ei myöskään ole erityistä syytä olettaa aristokraattien kerryttävän sijoittajien varallisuutta yleismarkkinaa enemmän. Nyt tammikuussa 2024 USA:n osinkoaristokraatti-indeksiin 10-vuoden tuotto on jäänyt hieman jälkeen S&P500-indeksistä.

Korkoriski (duraatio)

Duraatio ilmaisee korkoriskin (vähän yksinkertaistettuna rahaston korkosijoitusten jäljellä olevaan laina-aikaan liittyvän riskin) yhtenä lukuna. Käytännössä: markkina-arvon herkkyyden karkotuksen muutokselle. Lasketaan joukkolainan kassavirtojen (vuotuiset kupongit ja lainan pääoman takaisinmaksu erääntymisessä) pituuskien pääomilla painotettuna keskiarvona. Kun korkotasu muuttuu (+/-) x prosenttiyksikköä, niin joukkolainan arvo muuttuu (-/+) duraatio *x %.

Sijoituskohteita + numero

Sijoituskohteiden lukumäärä ilmoitetaan niille rahastoille, jotka sijoittavat pääosin suoraan arvopapereihin, mutta ei esimerkiksi yhdistelmärahastoille. Jos yhtiöillä on niin sanottu kirjanpidollinen konserniyhteys, katsotaan ne tässä yhdeksi sijoituskohteeksi. Sijoituskohteiden lukumäärä kertoo aina *jotain* rahaston hajautuksesta, mutta suurikaan määrä erillisiä sijoituskohteita ei poista esimerkiksi toimiala- tai maarisistä.



De flesta vet inte vad de betalar för sina finanstjänster. Förra året kom två olika gallupar i USA fram till att ungefär en femtedel tror att de får sina finanstjänster gratis och över en tredjedel inte har en aning om tjänsternas kostnader.¹

Medvetenheten har inte heller ökat med tiden. Däremot har andelen placerare som tror att de får sina tjänster gratis ökat med 7 %-enheter sedan 2018. Under pandemitiden kom det många nya investerare som började placera och gjorde det främst via online-tjänster som marknadsförs som avgiftsfria.

En studie om dessa tjänsters faktiska kostnader har väckt mycket uppmärksamhet i USA. Den fick sin början helt av en slump. Finansprofessorn Christopher Schwarz undersökte handelsalgoritmer och la samtidigt in två exakt likadana order via två olika gratismäklare. På kvällen hade han svårt att tro sina ögon då den ena ordern var 150 dollar på minus och den andra 12 dollar på plus.²

Schwarz samlade en grupp forskare för att undersöka orsakerna till detta. Det första problemet de stötte på var brist på data. Börser kan leverera uppgifter om alla handelshändelser, men dessa innehåller inte uppgifter om via vilka förmedlare order kommer. Lösningen var att själv generera nytt forskningsmaterial. För detta ändamål gav forskarna under ett halvår 85 417 handelsorder till olika gratismäklare, alltid samtidigt och för precis samma mängd aktier.

Det här gav forskarna ett unikt dataset och också en konkret påminnelse om den livliga aktiehandels allmänna olönsamhet. Sammanlagt lär forskarna ha förlorat tiotusentals dollar med dessa affärer – och märk väl att det var fråga om finansprofessorer!

Men knappast kom detta som någon överraskning. Till forskarteamet hörde nämligen professorerna Brad Barber och Terrance Odean, världens främsta forskare i just detta: hur privatplacerarnas aktiehandel inte brukar löna sig.³

Studien kom fram till att de verkliga kostnaderna via gratismäklare var mellan 0,07 % och 0,46 % per order.

Hur tas dessa kostnader ut när det inte finns explicita provisioner? Nyckelorden är *payment for order flow*. Mäklarna får betalt av market makers, aktiemarknadens partihandlare, för att de skickar privatplacerarnas order för genomförande. Även då market makers parar ihop köp- och säljorder inom sina egna system debiterar de för skillnaden mellan köp- och säljorder på relevant börs – och tjänar stora pengar.

Mäklarna som undersöktes hade 14 miljoner transaktioner per dag, 3,6 miljarder per år. Räknat med den genomsnittliga privatorderns storlek på 8 000 dollar kostar varje hundra procent privatplacerare ca 2,8 miljarder dollar per år.⁴

Det finns reglering som syftar till att ge placerare transparens i hur deras order behandlas. Men om det var svårt för erfarna finansforskare att reda ut det här så är det troligtvis så gott som omöjligt för en

oerfaren privatplacerare. Det är inte alltid lätt ens för professionella fondförvaltare. På Seligson & Co använder vi oss av flera algoritmer, dataleverantörer och kontrollverktyg för att säkerställa kostnadseffektiv handel för fonderna. Det viktigaste verktyget för både professionella och privata placerare är dock minimering av själva trejdandet till det absolut nödvändiga.

Dolda kostnader här och där

Till synes gratis finanstjänster är inte begränsade till aktiehandel. Bankkonton med tillhörande betalnings trafik hörde länge till de tjänster som verkade kostnadsfria på grund av att bankerna tjänar på skillnaden mellan räntan de betalar för pengarna på kontot och räntan som lånekunderna betalar till banken.

Den långa perioden med extremt låga räntor ändrade delvis på detta. De flesta banker införde olika avgifter för konton, nätbanken, betalningar och i vissa fall även för insatta medel. Nu när ränteläget igen verkar mera normalt lönar det sig att kolla om man får en skälig ersättning för sina pengar på bankkontot eller om det eventuellt kunde löna sig att titta på alternativ som visstidsdeposition eller penningmarknadsfond.

Vi har blivit vana vid att betala genom att ge tjänsteleverantörer en kanal till vår uppmärksamhet. Det klassiska exemplet är TV med reklam och i dagens värld social media som Facebook, Instagram, TikTok eller X. Vissa av dessa har också planer på att införa finanstjänster, vilket kinesiska Weibo redan gjort.

Det finns också fonder utan förvaltningsprovision. Många av dessa är säkert helt bra alternativ, men det lönar sig att kontrollera vissa grundläggande aspekter: placerar fonden på riktigt i aktier eller via derivativ, förekommer det avgifter för valutahandel eller förvar, hur stora är fondens egna handelskostnader, osv.

En affärsverksamhet måste generera pengar för att kunna fungera som en pålitlig långtidspartner för sina kunder. Ibland erbjuder man något gratis i marknadsföringssyfte. Kunden ska registrera sig, ge tillgång till sina uppgifter och får sedermera erbjudanden om tjänster som är lönsamma för leverantören. Detta är väl helt okej om båda parter förstår hela upplägget.

Ibland finns det kostnader som är dolda för kunden – och det är här problemet ligger. Om kostnaderna inte syns vet man inte vad man faktiskt betalar. Dessutom kan det finnas risker som inte heller är lätta att se.

På Seligson & Co satsar vi på transparens. Våra fonder har klart synliga avgifter och vi strävar efter att minimera kostnaderna för alla aspekter av fondförvaltningen samt berättar klart och öppet om de kostnader som blir kvar. Enkelt är effektivt.


Ari Kaaro
ari.kaaro@seligson.fi

1 En summering finns i artikeln *Investing isn't free. But here's why 20 % of investors think it is*, CNBC 25.3.2023

2 *Uncovering the Hidden Retail Prices of Zero-Commission Stock Trades*, UCI Paul Merage School of Business, 13.10.2022

3 En genomgång av deras viktigaste studier finns t.ex. på PhoebeBloggen 16.9.2009 som hittas via www.seligson.fi

4 Schwarz, Barber, Huang, Jorion, Odean: *The "Actual Retail Price" of Equity Trades*, SSRN 17.7.2023



SELIGSON & CO

Seligson & Co on LähiTapiola-ryhmään kuuluva rahastoyhtiö, joka perustettiin vuonna 1997 tuottamaan kustannustehokkaita nykyaikaisia sijoituspalveluja pitkäjänteisille sijoittajille. Palvelemme sekä instituutioita että yksityissijoittajia pääosin Suomessa ja Ruotsissa.

Lähtökohtanamme on aidosti asiakkaan etu: tuotteet ja palvelut, joita on helppo ymmärtää ja joiden avulla sijoittajan pitkän aikavälin tuotto on mahdollisimman hyvä.

Pyrimme minimoimaan tuottoa rasittavia kustannuksia. Keskitymme pelkästään rahastojen hoitoon ja olemme riippumattomia esimerkiksi arvopaperivälittäjistä.

Seligson & Co -rahastot voidaan jakaa indeksi- ja korirahastoihin sekä aktiivisiin rahastoihin sen mukaan mikä on salkunhoitajan rooli sijoitusten valinnassa.

Passiiviset indeksirahastot ovat edullisin tapa muodostaa hyvin hajautettu perussalkku.

Aktiivisesti hoidetut rahastomme ja kumppaniemme tuotteet täydentävät riski-, toimiala- ja maantieteellistä hajautusta.

Varainhoitorahasto Pharos on yksinkertainen ratkaisu niille, jotka haluavat vaivattomasti hajauttaa sijoituksensa kansainvälisille osake- ja korkomarkkinoille.

Asiakkaidemme käytettävissä on myös laaja valikoima **LähiTapiola-rahastoja** ja LähiTapiola Varainhoidon tarjoama Seligson & Co -varainhoitopalvelu.

YKSINKERTAINEN ON TEHOKASTA!

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

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

Yksinkertainen on tehokasta, kustannuksilla on merkitystä!



SELIGSON & CO RAHASTOYHTIÖ OYJ

Erottajankatu 1-3, FI-00130 Helsinki | puh. (09) 6817 8200 | sähköposti info@seligson.fi

www.seligson.fi