

Sijoitusrahasto Phoebus

OSUUDENOMISTAJAN OPAS

Seligson & Co Oyj

Anders Oldenburg

31.1.2002

ALUKSI

Toivotan kaikki osuudenomistajamme, tai sellaisiksi aikovat, tervetulleiksi. Olen laatinut tämän osuudenomistajan oppaan teitä varten – jotta ymmärtäisitte millä keinoilla Phoebus pyrkii tavoitteeseensa, ja pystyisitte arvioimaan kuinka se siinä onnistuu.

Monelle pistää varmasti silmään, että tämä opas on kirjoitettu ”minä”- eikä tavanomaisessa ”me”-muodossa. Siihen on yksinkertainen syy: Vastuu Phoebusin sijoitustoiminnasta on minulla. Phoebus pyrkii olemaan mahdollisimman avoin, enkä halua siirtää vastuuta jonkin fiktiivisen ”me”-ryhmän harteille (vaikka se olisi helpompaa). Meni syteen tai saveen, saatte tyytyä minuun.

Toisten ihmisten rahojen hoitaminen on luottamustehtävistä ehkä vastuullisin. Se on myös vaativimpia ammatteja mitä löytyy, koska (varsinkin osakesijoituksissa) tuloksia voi luotettavasti arvioida vasta vuosien päästä, mutta osakkeiden arvonmuutoksia voi silti tarkastella päivittäin. Vaikeusastetta lisää, että päivittäisiä tuloksia tuijottamalla varainhoidosta ei ainakaan synny hyvää jälkeä – pelkästään kaupankäynnin kuluja ja riekaleisia hermoja.

Siksi varainhoitajan valinnassa tärkeintä on, että asiakas ja varainhoitaja ovat samalla ”aaltopituudella”. Vain sellainen toimintamalli, johon asiakas itse uskoo, voi luoda tarvittavan luottamuksen asiakkaan ja hänen varainhoitajansa välillä. Ja vain luottamus antaa varainhoitajalle pitkän sijoitushorisontin edellyttämän työrauhan. Aivan sama pätee rahaston kautta hoidettuun varallisuuteen – siksi tämä opas.

PHOEBUSIN TOIMINTAPERIAATTEET

1. Sijoitan pitkäjänteisesti. ”Jos et aio omistaa osaketta 10 vuotta, älä edes kuvittele omistavasi sitä 10 minuuttia.”*

Ostaessani osakkeen ajattelen ostavani pienen osuuden yhtiöstä. Kenellekään täysijärkiselle yrittäjälle ei tulisi mieleenkään käydä jatkuvasti kauppaa omistamillaan yrityksillään. Ei myöskään Phoebusille. En usko osaavani ennustaa lyhyen aikavälin kurssikehitystä – se riippuu enemmän psykologisista tekijöistä kuin yrityksen kehityksestä. Hyvin johdetusta firmasta on myös tyhmä luopua vain, koska sen hinta on hieman noussut. Myyn osakkeitamme vasta jos hinta muodostuu järjettömäksi.

* Warren Buffett

Tämä ”trading-aversio” saattaa joskus rajoittaa Phoebusin kehitystä. En edes yritä ”surffata” muodissa olevien osakkeiden mukana, vaikka se joskus voisi onnistuakin. Luonteelleni ei yksinkertaisesti sovi tehdä tappioita omistamalla sellaisia osakkeita, joihin en pitkällä tähtäimellä usko. En myöskään aktiivisesti käy kauppaa niillä osakkeilla joita omistamme. Uskon vankasti, että kaupankäynnin palkkioiden minimointi on pitkässä juoksussa meille kaikille parhaaksi.

2. Arvioin sijoituksiamme yrityksen kehityksen – en osakkeen kurssikehityksen – perusteella. Pitkällä aikavälillä nämä aina seuraavat toisiaan.

Haen hyvin johdettuja yhtiöitä, jotka ovat omalla alallaan selkeitä markkinajohtajia. En välitä siitä, ovatko osakkeet muodissa vai ei. Useimmiten ne eivät ole muodissa – koska haluan ostaa ne järkeviin hintoihin silloin kun muut sijoittajat eivät niistä välitä.

Lyhyellä tähtäimellä tämä todennäköisesti tarkoittaa, että Phoebus voi kehittyä – ja monesti kehittyäkin – täysin eri tavalla kuin osakemarkkinat. Varsinkin voimakkaasti nousevilla markkinoilla on mahdollista, ja jopa todennäköistä, että rahasto jää markkinoiden kehityksestä jälkeen. Se ei kuitenkaan mielestäni ole oleellista. Sen sijaan oleellista on, etteivät sijoituskohteinamme olevien yritysten todellinen kehitys – esimerkiksi tuloksella mitaten – jää pidemmällä aikavälillä kansantalouden ja muiden vastaavien yhtiöiden kasvua huonommaksi. Jos näin käy, olen tehnyt virheen.

3. Pysin markkinoita parempaan tuottoon suhdannesyklin yli. Mittaan sijoitustoiminnan onnistumista 3-5 vuoden jaksoissa.

Arvioin siis osakesijoituksiamme yritysten tuloskehityksellä, joka vaatii vähintään 3 vuoden tarkasteluvälin ollakseen mielekäästä. Haluaisin, että te osuudenomistajat arvoisitte Phoebusin sijoitustoiminnan onnistumista samalla kärsivällisyydellä.

Pysin pitkällä aikavälillä markkinoita* parempaan tuottoon. Yksittäisistä villityksistä en välitä – ne syntyvät ja hiipuvat yleensä noin 3 vuoden kuluessa. En myöskään huolestu elleivät sijoituksemme seuraa yleistä kurssikehitystä jyrkästi nousevilla markkinoilla, kunhan ne eivät myöskään laske yhtä paljon huonoilla markkinoilla. Keskimäärin osakemarkkinat laskevat joka neljäs vuosi. Phoebusin kehitystä arvoitaessa on oleellista, että tarkastelujaksoon sisältyy niin nousu- kuin laskukausia.

Amerikkalainen professori, sijoittaja ja kirjoittaja Ben Graham on sanonut, että osakemarkkinat ovat lyhyellä aikavälillä äänestyskone mutta pitkällä tähtäimellä vaaka. Phoebus pyrkii punnitsemaan jokaisen sijoituksensa pitkän aikavälin edellytyksiä. Emme osallistu sijoittamisen muoti-trendeihin.

Phoebus-rahastossa on tuottosidonnainen palkkio (vuodesta 2004 alkaen), joka perustuu edellisen 3 vuoden keskimääräiseen tuottoon. Tämä ei ole sattumaa –

* Phoebusin vertailuindeksi on 75 % OMX Helsinki CAP GI ja 25 % MSCI AC World Net -indeksi (molemmat luonnollisesti osinkokorjattuina). Vuoden 2015 alusta 60 % OMX Helsinki CAP GI ja 40 % MSCI AC World Net.

mielestäni rahaston kehitystä on syytä tarkastella vähintään 3 vuoden jaksoissa, jotta tuuri ei sekoittuisi rahaston sijoitustoiminnan todelliseen onnistumiseen.

4. Kartan riskiä. Pääoman säilyttäminen on tärkeämpää kuin maksimaalinen tuotto. Arvostan sellaisia yrityksiä, jotka kasvavat rajatulla riskillä.

Jännitys saattaa muussa elämässä olla joskus tarpeen, mutta sijoitustoiminnan pitää mielestäni olla kannattavaa eikä jännittävää. Kartan määrätietoisesti riskiä, ja arvostan varovaisesti johdettuja yhtiöitä.

Joskus kuulee puhuttavan ”liian vahvoista taseista”. Minä en sellaisia tunne. On toki olemassa huonoja yhtiöitä, joiden kasvu ei yllä kansantalouden kasvuun, ja jotka investointikohteiden puutteessa keräävät kassaansa rahaa. Sellaiset eivät sovi Phoebusiin (yleensä ne lopulta tuhoavat rahat johonkin tyhmään yrityskauppaan). Sen sijaan hyvä yhtiö, joka kasvaa taloutta nopeammin mutta ylläpitää vahvaa tasetta, ei ole sijoituksena minulle ongelma. En hae sijoitustoimintaan ”vipua” ostamalla velkaantuneita yhtiöitä – velka voi lyhyellä aikavälillä lisätä oman pääoman tuottoa, mutta pitkällä aikavälillä se lähes aina rajoittaa yrityksen kehitystä ja kasvua.

Ottamatta riskiä ei kuitenkaan voi saavuttaa parempaa tuottoa kuin riskitön korko. Phoebus on osakerahasto, ja sijoittaa pääsääntöisesti rahansa osakkeisiin. Jos saatte minut kiinni rahat kassassa (osakesalkun hoitajan osalta sama kuin housut kintuissa), se johtuu vain siitä, etten ole löytänyt sopivia ostokohteita. Osakkeemme ovat tyypillisesti epälikvidejä, enkä aio lähteä niitä väkisin repimään ellen voi ostaa niitä järkeviin hintoihin. Mieluummin odotan. Kärsivällisyys on hyve.

5. Pyrin kommunikoimaan avoimesti. Haluan, että osuudenomistajat ymmärtävät miksi sijoitan niihin yhtiöihin joita omistamme, ja otan mielelläni vastaan sekä kysymyksiä että kritiikkiä.

Vaadin sijoituskohteidemme johdolta poikkeuksellisen avointa kommunikaatiota, ehdotonta rehellisyyttä sekä itsenäistä ajattelua. En tietenkään voi vaatia yhtään vähempää itseltäni. Mikään kysymys ei voi olla liian vähäpätöinen tai ”liian tyhmä” ettei sitä voisi minulle esittää.

Käytännön syistä meidän on helpointa kommunikoida sähköpostitse. Kysymyksiä tai kommentteja voi lähettää suoraan minulle osoitteeseen anders.oldenburg@seligson.fi Soittaakin tietysti voi, mutta sähköpostin etu on, että olen aina sen kautta tavoitettavissa (joskin viiveellä) – luurin päähän voi olla vaikea aina ehtiä.

Sähköposti jää myös parhaiten muistiin. Pyrin keräämään parhaat palautteet nettisivuille kaikkien kiinnostuneiden tietoon. Otan erityisen suurella kiitoksella vastaan kaikki sellaiset ehdotukset, jotka auttavat meitä parantamaan palveluamme.

Vi strävar efter att publicera möjligast mycket material också på svenska. Jag hoppas ni har tålamod med oss i de fall vi inte hinner producera all text på två språk samtidigt. Trots mina tidvisa brister i produktivitet är vi nog helt tvåspråkiga.

6. Istumme samassa veneessä. Omasta varallisuudestani merkittävä osa on sijoitettu Phoebusiin. Jos epäonnistumme, kärsin siitä eniten itse.

Koen toisten ihmisten rahojen hoidon erittäin vastuullisena ja tiedän, että kaikki kollegani Seligsonilla kokevat samoin. Pyrin välttämään tästä vastuusta johtuvia tyhmiä päätöksiä – kuten liian vähäistä tai liian suurta riskinottoa – sillä, että itse sijoitan Phoebusiin. Merkittävä osa varallisuudestani on tässä rahastossa (poiketen suosituksestamme; katso kohta 7), ja hoidan rahastoa kuin hoitaisin omaa salkkuani.

Haluan asettaa teidät Phoebusin osuudenomistajina samalle viivalle itseni kanssa. Maksan samat palkkiot kuin muut osuudenomistajat - toki omistan osan Seligson & Co:sta, joten emme ole täysin samalla viivalla. Tällä rakenteella pääsemme kuitenkin erittäin lähelle optimitilannetta, joka on partnership eikä tuottaja-asiakassuhde.

7. Phoebus ei ole kokonaisratkaisu. Järkevä sijoittaja käyttää sitä pienenä osana muuten hyvin hajautettua (indeksi)osakesalkkua.

Kustannuksilla on merkitystä. Sijoitusrahastojen tuotot eivät keskimäärin pärjää vertailuindekseilleen, koska niiden kustannukset ovat korkeat, eivätkä ne *ennen kustannuksia* juurikaan saavuta markkinoita parempia tuottoja. Tämä on selkeästi todistettu fakta, niin Suomessa kuin muuallakin. Järkevän sijoittajan on siksi syytä suosia indeksisijoittamista.

Tästä ei pidä vetää (sinänsä loogista) johtopäätöstä, etten itse ole järkevä sijoittaja. Sen sijaan tästä seuraa, että Phoebus ja/tai muut aktiiviset rahastot voivat olla järkeviä vain, jos niillä on selkeä sijoitusfilosofia, joka poikkeaa merkittävästi indeksistä, ja hyödyntää jotain markkinoilla esiintyvää tehottomuutta.

Phoebus pyrkii hyödyntämään markkinoiden pitkäjänteisyyden puutetta. Yhä useampi sijoittaja operoi nykyään populilauman tavoin niissä osakkeissa, jotka ovat muodissa. Tämä on sinänsä loogista, kun esimerkiksi rahastot kilpailevat uusista sijoittajista, jotka muodostavat sijoituspäätöksensä (lyhyen) historiallisen tuoton perusteella. Se kuitenkin jättää useita erittäin hyviä - mutta epämuodikkaita – yrityksiä huomiotta. Phoebus sijoittaa juuri näihin.

Kyseessä ovat usein – tai yleensä – pienet yhtiöt, joista suuret salkunhoitajat eivät ole kiinnostuneita. Phoebusin ”tyyliriski” (small-cap) on jo tästä syystä merkittävä. Lisäksi hajautus tulee yleensä olemaan huono, koska 1) hyviä mutta halpoja yhtiöitä ei ole rajattomasti ja 2) sijoitan vain sellaisiin yhtiöihin, joiden liiketoiminnan perusteet koen ymmärtäväni, ja käsityskykyni on valitettavan rajallinen.

Phoebus ei siis hajauta salkkuaan kovinkaan tehokkaasti, eikä sitä pidä käyttää koko osakesalkun rakentamiseksi, vaan muuten hyvin hajautetun salkun pieneksi lisämausteeksi.

8. Joillekin Phoebus ei yksinkertaisesti sovi.

Valistunut lukija kysyy (viimeistään) tässä vaiheessa: Miksi en sijoittaisi pelkästään indeksirahastoihin? Tämä onkin erittäin hyvä kysymys, jonka (akateemista) vastausta on haettu viimeiset 25 vuotta - siinä kuitenkaan onnistumatta.

Itse sijoitan Phoebusiin vain, koska puhdas indeksointi on minusta tylsää. Uskon, että Phoebus sopii nimenomaan sellaisille sijoittajille, jotka minun laillani kokevat, että yrityksissä on eroja, ja hyvin johdettujen yritysten todennäköisyys olla pitkällä aikavälillä myös keskimääräistä parempia sijoituskohteita on suuri.

Mutta on ainakin kaksi sijoittajaryhmää, joille Phoebus todennäköisesti ei sovi:

a) Täysin rationaaliset sijoittajat, joille vain tuotolla on merkitystä. Olen melko vakuuttunut, että puhdas indeksisijoittaminen on tälle ryhmälle paras vaihtoehto, koska sen tuotto on täysin ennakoitavissa (suhteessa markkinoiden tuottoon, joskaan ei absoluuttisissa prosenteissa). Ei ole mitään syytä ottaa salkunhoitajariskiä – ei edes minun osaltani – ellei välitä yksittäisistä sijoituskohteistaan tai sijoitusfilosofiasta.

b) Erittäin lyhytjänteiset sijoittajat, jotka päivittäin tai viikoittain arvioivat sijoitustensa onnistuneisuutta. Phoebusin ”trading-aversio” ja muutenkin laiska ote markkinoihin ei todennäköisesti sovi näiden sijoittajien arvomaailmaan. Tällekin ryhmälle indeksirahasto on paras vaihtoehto salkun peruspilariksi, yhdistettynä omaan aktiiviseen kaupankäyntiin (pienellä osalla salkkua).

Tämän oppaan tarkoitus on esitellä Phoebusin sijoitustyyli mahdollisimman avoimesti. En pysty muokkaamaan sijoitustyyliäni kulloisenkin markkinatilanteen mukaiseksi, osuudenomistajien enemmistön haluamaksi enkä miksikään muuksi. Siksi tyyliini on syytä tutustua ennen sijoituspäätöksen tekoa. Sen sijaan voin yrittää vaikuttaa siihen, ketkä valikoituvat Phoebusin osuudenomistajiksi. Tämän oppaan avulla tarkoitukseni on tehdä juuri se.

LOPUKSI

En voi luvata, että Phoebus* onnistuisi ylittämään markkinatuottoa edes pitkällä aikavälillä. Hyvä vedonlyöjä oivaltaa nopeasti, että kertoimet ovat meitä vastaan (suurin syy siihen on hallinnointipalkkio). Voin kuitenkin luvata – ja lupaan – että itse kärsin vähintään yhtä paljon kuin te, jos emme onnistu. Lupaan myös, että meillä on edessämme mielenkiintoinen matka, jonka vaiheet pyrin jakamaan kanssanne niin avoimesti kuin suinkin pystyn.

Anders Oldenburg

* Tässä vaiheessa nimenselvennys lienee paikallaan. Phoebus on kreikkalaisen Apollo-jumalan toinen nimi auringon ja valon jumalana. Viisauden jumalan ominaisuudessa Apollo oli myös Delphin oraakkelin tietolähde. Vaatimattomuus kaunistaa.

Salkunhoitaja