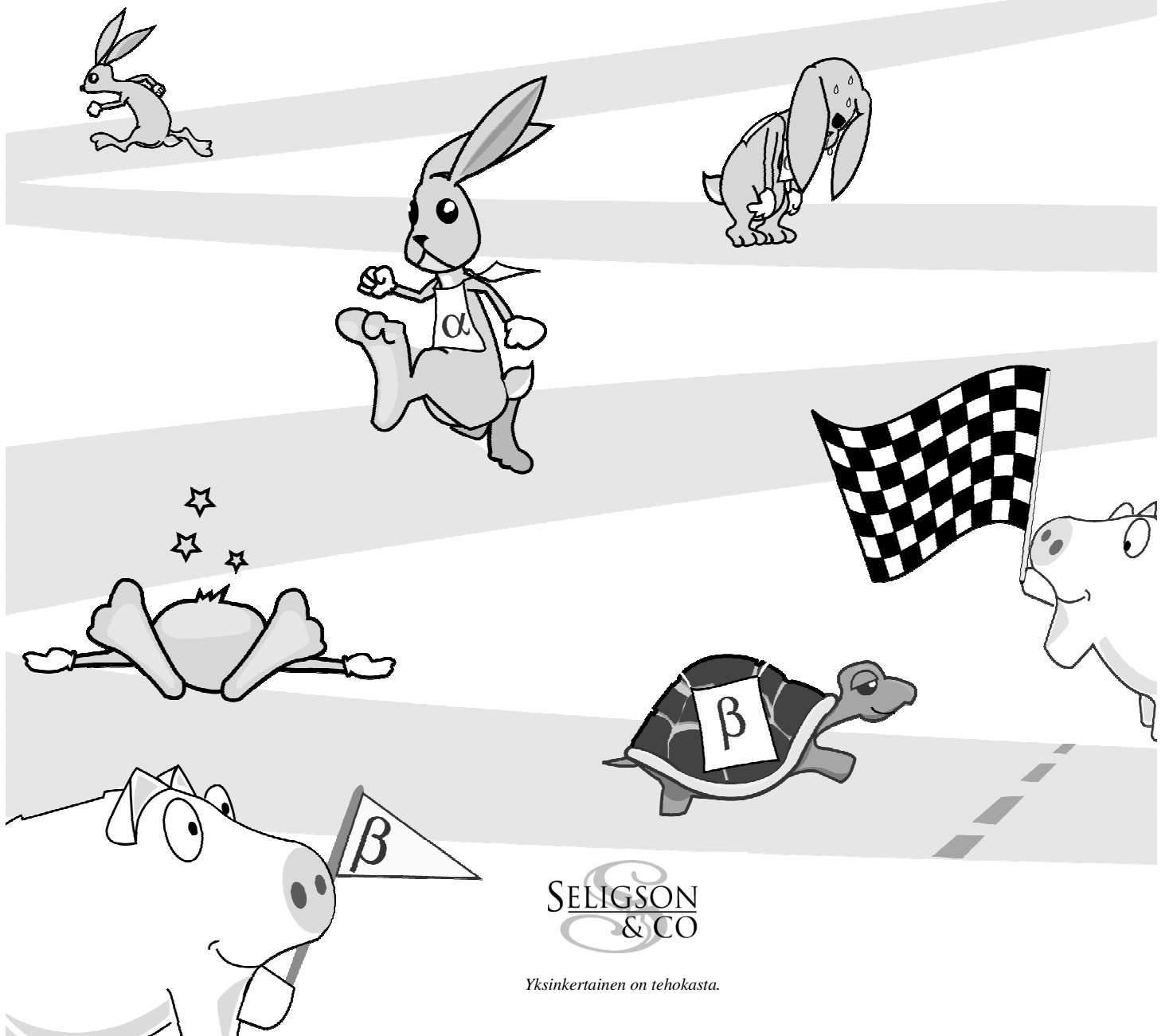




# SELIGSON & CO RAHASTOT NELJÄNNESVUOSIKATSAUS 2 / 2006



SELIGSON  
& CO

*Yksinkertainen on tehokasta.*

# SISÄLLYS

VEIKKAAMATTA VOITTAI!.....	3
RISKITÖN LISÄTUOTTO – UHANALAINEN LAJI?	4
TUNNUSLUKUJEN MÄÄRITELMIÄ.....	17
VOIKO INDEKSOINTIA PARANTAA.....	27
AKTIIVISET RAHASTOT	
Varainhoitorahasto Pharos .....	6
Phoebus .....	10
Phoenix .....	14
APS Far East .....	16
Russian Prosperity.....	18
KORKORAHASTOT	
Rahamarkkina .....	22
Euro Obligaatio .....	23
Euro Corporate Bond .....	23
INDEKSI- JA KORIRAHASTOT	
Suomi –indeksirahasto.....	24
OMXH25 –indeksiosuusrahasto.....	24
Eurooppa 50 –indeksirahasto.....	25
Japani -indeksirahasto.....	25
Global Top 25 Brands .....	26
Global Top 25 Pharmaceuticals .....	26

Tätä rahastokatsausta julkaistaan neljännesvuosittain.

Lisäksi rahastoista julkaistaan:

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

Suosittellemme perehtymistä rahastoesitteisiin ennen sijoituspäätöksen tekemistä.

Julkaisumme ovat saatavissa Seligson & Co Rahastoyhtiö Oyj:stä:

- kotisivuiltamme: [www.seligson.fi](http://www.seligson.fi) (1&2)
- puhelimitse: (09) 6817 8200
- sähköpostilla: [info@seligson.fi](mailto:info@seligson.fi)

sekä Vakuutusyhtiö Tapiolan konttoreiden kautta.

## RAPPORTERING PÅ SVENSKA

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

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

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

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

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

Kuvitus: Jan Fagernäs / Helsingin Sähköinen Toimisto

© Seligson & Co Rahastoyhtiö Oyj, 2006

# VEIKKAAMATTA VOITTA!

Tätä kirjoittaessa ei vielä ole tietoa, kuka voittaa jalkapallon maailmanmestaruuden. Se tiedetään kuitenkin jo nyt, että vedonlyöntitoimistot ovat yksi kisojen suurista voittajista – vedonlyönnin liikevaihto on arvioitu suuremmaksi kuin missään muussa urheilutapahtumassa koskaan aiemmin.

Kansallisen uhkapeliyhtiömme takavuosien mainoslause kuului: ”Vain veikkaamalla voit voittaa!” Urheiluvedonlyönnissä tämä pitääkin paikkansa. Pelisijoittajien varat otetaan yhteiseen kassaan, joka sitten jaetaan eteenpäin voittajille uudessa suhteessa – siis oikeimmin arvanneille eniten – kunhan peliin sijoitetusta summasta on ensin vähennetty pelinjärjestäjien kulut.

Siksi voittaa voi vain, jos veikkaa - ja vieläpä oikein. Mitään rationaalista menetelmää voiton varmistamiseen ei ole. Jos sijoittaa varansa esimerkiksi tasasummilla kaikille eri pelivaihtoehdoille häviää varmasti, pelinjärjestäjän prosentimääräisten kulujen mukaisen summan.

Siksi vedonlyönnissä on kyse nimenomaan uhkapelistä. Ja pelinjärjestäjien kulujen vuoksi kyse ei ole edes nollasummapelistä, vaan ”miinussummapelistä”, jossa pelisijoittajat ryhmänä häviävät aina ja varmasti.<sup>1</sup>

Sijoittamisessa on onneksi toisin. Esimerkiksi osakesijoittajalla on kohteenaan markkina, joka kasvaa. Keskimääräisen hyvinhajautetun osakesalkun arvo nousee ajan myötä, toki heilahdellen ylös ja alas, mutta riittävän pitkällä tarkastelujaksolla aina noususuuntaisesti.

## Sijoittamisen kreikkalaiset aakkoset

Monet suhtautuvat kuitenkin sijoittamiseenkin kuin peliin. Suunnattomasti mediaatilaa ja muuta huomiota uhrataan sen pohtimiseen, mikä olisi seuraava lyhyen tähtäimen kurssiraketti. Monelta kommentaattorilta jää kuitenkin huomaamatta ero rationaalisesti saatavilla olevan markkinatuoton (ammattijargonilla ”beta”) ja markkinoiden tuottoa suuremman ylituoton (”alfa”) tavoittelun välillä.

**Beta** eli markkinatuotto on kaikkien saavutettavissa. Siihen ei tarvita muuta kuin järkevästi hajautettu sijoitussalkku ja riittävästi sijoitusaikaa sekä hermoja olla hötkyilemättä silloin kun markkinoilla on synkemmät ajat.

<sup>1</sup> Pelisijoittamisen harrastajat ovat todennäköisesti toista mieltä tästä, koska esimerkiksi pitkävedossa Veikkaus määrää kertoimet etukäteen ja siten jollain pelikierroksella voivat vaikkapa kaikki pelaajat voittaa. Pitkällä aikavälillä kuitenkin ei, sillä pelinjärjestäjä joko oppii laskemaan kertoimet kannaltaan oikein tai menee konkurssiin. Vastaava logiikka pätee toki myös joihinkin investointipankkitoiminnan operaatioihin, jos niitä tarkastellaan yksittäisinä ”kierroksina”.

**Alfa** eli ylituotto taas on vedonlyöntiä. Yhden sijoittajan ylituotto on toisen alituottoa: kun joku voittaa niin toinen häviää. Näin siis verrattuna markkinatuottoon; kaikki voivat toki ansaita rahaa, mutta se on nousevan markkinan ansiota, ei onnistuneen alfavedonlyönnin.

Yhtiöpäinen alfan tavoittelu on miinussummapeliiä siinä kuin muutkin uhkapelimuodot. Pelinjärjestäjän kustannukset syövät huomattavan osan sijoittajien yhteisestä pääomasta. Alfavedonlyönnissä näitä ovat muun muassa kaupankäyntikulut, merkintä- ja lunastuspalkkiot, hallinnointipalkkiot, varainhoitomaksut, säilytyskustannukset, lähde-, pääomatulo, leima- ja myyntivoittoverot, jne.

Kustannukset saattavat vaikuttaa ensi näkemältä pieniltä, prosentti sieltä, toinen täältä. Yhteenlaskettuina ne nousevat usein hyvinkin suuriksi, niillä lähes koko rahoitusala elää. Ja kustannusten vuoksi alfavedonlyöjät ryhmänä häviävät juuri sille vertailutulokselle minkä yli he kaikki keinoin kurottavat – markkinatuotolle.

Kansallisten monopolien pyrittämiä uhkapelejä puolustellaan usein sillä, että niiden varat ohjataan kaupallisten voittojen asemesta hyvin yleishyödyllisiin tarkoituksiin. Hauskan amerikkalaisen sanonnan mukaan kyse on kuitenkin erityisryhmäverotuksesta: *a tax on people who are bad at math* – lisävero matemaattisesti lahjattomille. Siten helpoimpia tapoja pienentää kokonaisverotustaan on olla pelaamatta uhkapelejä.

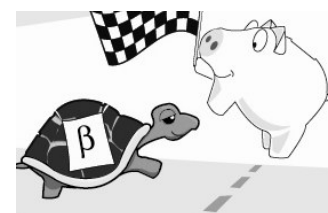
Varmin tapa saada keskimääräistä parempi pitkäjänteinen sijoitustuotto on luopua lyhyen tähtäimen spekuloinnista eli miinussummapelistä. Kasvaneiden kustannusten lisäksi siihen liittyy aina myös veikkausten epäonnistumisen eli alituoton vaara.

Sen sijaan kannattaa keskittyä nimenomaan *sijoittamiseen*: juuri oman tilanteeseen sopivaan alokaatioon, riskien hallintaan hyvällä hajautuksella, sijoittamisen kustannusten kurissa pitoon sekä hermojen hallintaan pörssikurssien kiittäessä pitkin jarrumiehetöntä vuoristorataa.

Pitkällä aikavälillä beta päihittää alfan – veikkaamatta voittaa varmimmin.



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



## RISKITÖN LISÄTUOTTO – UHANALAINEN LAJI?

*Hedgerahastojen suosio on taas kasvussa, kun sijoittajat yrittävät löytää kuoppaisen perusuonteensa paljastaneille osakemarkkinoille vaihtoehtoja.<sup>1</sup>*

*Hedgerahastojen tarjonta on kasvanut ja kulut nousseet, mutta kuinka on käynyt niiden lupaukselle tuottaa sijoittajalle hedgemannaa eli markkinat ylittävää tai niistä riippumatonta tuottoa?*

Osakemarkkinoiden korjausliike toukokuussa sai monet ei-pitkäjänteiset sijoittajat pois taltaan. Usean vuoden mitainen positiivinen vire vaihtui, kuten aina, yllättävän nopeasti epäilyksi kaiken hyvän pysyvyydestä ja synnytti erityisesti kehittyvien osakemarkkinoiden osalta hetkeksi itseään vahvistavan kurjuuden kierteen: rahastojen lunastukset synnyttivät markkinoilla myyntiä mikä vauhditti laskua. Kohtuullinen osa näistä varoista näytti siirtyneen alkuvuoden aikana muutenkin ennätyksellisiä pääomia keränneisiin hedgerahastoihin.

Hedgerahastoilla sijoittajat etsivät alfaa eli markkinatuottoa (beta) parempaa tuottoa. Joko niin, että hedgerahasto tuottaa sitä suoraan itse tai sitten se lupaa generoida sijoittajilleen arvopaperi- tai muiden markkinoiden (mm. kiinteistöt, valuutat, raaka-aineet) kehityksestä riippumatonta tuottoa, jolloin sijoittajaa havittelee salkkunsu kokonaistuoton ylittävän hedgeallokaation ansiosta markkinaluvut. (*Alfaa ja betaa vähän lisää esim. Ari Kaaron kolumnissa edellisellä sivulla*).

Tuotot eivät kuitenkaan koskaan synny tyhjästä, vaan kaikkien aktiivisten sijoittajien, mukaan lukien hedgerahastot, yhteenlasketun alfan määrä on nolla (miinus sijoittamisen kustannukset).

Sijoittajan pitää siis alfan metsästyksen alkajaisiksi löytää salkunhoitaja ja rahasto, joka pystyy lyömään muut laudalta tässä nollasummapelissä. Tämäkään ei vielä riitä, vaan salkunhoitajan luoman lisätuoton pitää olla riittävä hedgerahastojen palkkioiden jälkeenkin. Koska tässä pelissä todellisia voittajia voi olla vain rajallinen määrä, on oletettavaa, että ne jotka ovat menestyneet ja voivat sen osoittaa, perivät myös korkeimmat palkkiot, näin sijoittajan odotettu alfa käy entistä harvinaisemmaksi.

### Määrä kasvaa, miten käy laadulle?

Hedgerahastojen hoidossa olevat pääomat ovat kymmenkertaistuneet kymmenessä vuodessa. Rahastojen lukumäärä on kasvanut tätäkin ripeämmin – osittain hedgerahastojen rahastojen (fund of hedge funds) lisääntymisen vuoksi.

Ammattisijoittajien keskuudessa on yleistynyt salkunhoitotapa, missä markkinariskiä ostetaan edullisesti indeksi- tai indeksiosuusrahaston kautta ja lisätuottoa haetaan aidosti aktiivisista tuotteista. Indeksirahasto tarjoaa puhdasta markkinariskiä (eli betaa) murto-osan palkkioilla verrattuna perinteiseen osakerahastoon. Tämä on saanut monet salkunhoitajat siirtymään hedgemarkkinoille, missä tyypillinen palkkio on 2%:n kiinteä vuotuinen hallinnointipalkkio ja 20% tuottosidonnainen palkkio vertailuindeksin lyömisestä (joka usein on riskitön korko).

Jos rahaston palkkiota ajatellaan pääomansiirtona rahastosta eli sijoittajilta salkunhoitajalle ja lasketaan 10 vuoden sijoitushorisontilla millaisia nämä siirrot eri rahastotyypeissä voivat olla, selviää hyvin kuinka massiivista palkkiosta hedgerahastojen kohdalla on kysymys. Siten esimerkiksi 0,5% vuotuisilla hallinnointipalkkioilla toimivasta indeksirahastosta varoja siirtyy tällä 10 vuoden jaksolla 5% pääomasta. Perinteisen aktiivisen osakerahaston 1,5%:n vuosipalkkio merkitsee 15%:n pääomansiirtoa. Sen sijaan hedgerahastoissa tämä pääomansiirto on tyypillisesti yli 20%.<sup>2</sup> Ja muistutuksena vielä - näiden rahastojen yhteenlaskettu lisätuotto on siis nolla.

### Suomalaisten hedgerahastojen alfasta

Tarkastellaanpa hedgejen kykyä tuottaa riskikorjattua lisätuottoa.

Otetaan aineistoksi Suomessa yleisesti markkinoitavat hedgerahastot ja vertailuperiodiksi niiden itsensä usein käytämä ”suositeltava” kolmen vuoden sijoitushorisontti. Kaikkien suomessa markkinoitavien hedgerahastojen tuotto on keskimäärin ollut (Rahastoraportti heinäkuu 2006) tällä periodilla 6,8% (p.a.) vuodessa – ei mikään huono luku. Tuotto näyttää syntyneen keskimäärin 3,9% riskillä – siedettävä luku sekini.

Mutta entäs jos sijoittajan salkkua tasapainottaa aivan ”perinteisillä” allokaatiokeinoilla hedgerahastojen sijaan? Yhdistelemällä rahamarkkinarahastoa ja eurooppalaiseen osakkeisiin sijoitettavaa rahastoa päädyimme salkkuun, missä osakerahastoa on 26% ja rahamarkkinarahastoa loput 74%. Tämän yhdistelmän tuotto on siis ko. periodilla sama kuin hedgeillä eli 6,8%.

Yhdistelmäsalkun tuottojen heilunta (riski) on kuitenkin hedgerahastoja alhaisempi eli parempi. Jos rakennamme painot hedgerahastojen riskiluvun (3,9%) mukaan, päädyimme yhdistelmään, jonka tuotot ovat vuositason olleet 0,45% paremmat samalla riskillä.

Suomalaisten hedgerahastojen kolmen vuoden tuotot:

Rahastotyyppi	tuotot p.a. (3v)	riski (volatiliteetti, 12 kk)
Hedget (7 kpl)	6,81 %	3,90%
Osakerahastot (Eurooppa; 43 kpl)	20,40 %	13,20%
Lyhyen koron rahastot (euro; 21 kpl)	2,02 %	0,21%
Eurooppa (26,0%) + lyhyt korko (74,0%)	6,80 %	3,59%
Eurooppa (28,5%) + lyhyt korko (71,5%)	7,26 %	3,91%

Lähde: Rahastoraportti, heinäkuu 2006, [www.sijoitustutkimus.fi](http://www.sijoitustutkimus.fi)

Tämän aineiston perusteella hedgerahastot näyttävät menestyneen siis jonkin verran tavallisista rahastoista koottua yhdistelmää heikommin.

Mutta mainospuheiden perusteella niiden osaamisenhan pitääkin näkyä silloin, kun markkinat laskevat! Toukokuu oli sellainen kuukausi – Eurooppaan sijoittavien osakerahastojen yhteenlaskettu kuukausialdo oli -6,1%, mikä lienee jyrkin kuukausipudostus sitten vuodenvaihteen 2002/2003. Äskeisen laskelman yhdistelmäsalkku, jonka kolmen vuoden tuotot olivat saman suuruiset kuin hedgeillä (26% osakkeet ja 74% lyhyet korot), olisi tuottanut -1,42%. Entäpä absoluuttisen tuoton hedgerahastot: -1,01%. Ainakaan tässä repsahduksessa mahdollinen alfa ei ylittänyt näiden rahastojen markkinariskiä (beta). Oikeiden tiedemiesten tutkimuksissa onkin todettu, että hedgerahasto –indeksien todellinen korrelaatio osakemarkkinoiden kanssa on luokkaa 0,3-0,6<sup>3</sup>.

### Betaa alfan hinnalla?

Hedgerahastojen strategioita markkinoidaan usein ”puhtaan alfan strategioina”, mutta kuten yllä näimme, monet niistä eivät sitä kuitenkaan ole. Esimerkiksi ns. long/short osakestrategioilla (salkunhoitaja ostaa osakkeita joiden uskoo menestyvän ja myy niitä joiden uskoo kehittyvän huonommin) on tyypillisesti kohtuullisen korkea beta, eli niiden pitkät positiot ovat keskimäärin lyhyeksimytyjä suurempia.

Entä jos teemme maltillisen oletuksen, että tällaisen rahaston markkinariski on 0,5 ja lisäksi oletamme sen toimivan Suomen markkinoilla. Vuoden aikana (kesäkuuhun 2006) Helsingin pörssi tuotti 31,9% ja riskitön korko oli n.2,5% (=hedgerahaston vertailuindeksi). Oletetaan hedgerahaston tuottaneen ennen palkkioita 20% eli 17,5% yli riskittömän tuoton. Kun lasketaan ensin pois normaali 2%:n hallinnointipalkkio ja sitten jäljellejäävästä 20%:n tuottosidonnainen (eli 3,1%), niin päästään lopulta 14,9%:n tuottoon<sup>4</sup>.

Esimerkin luvuilla rahastoyhtiön vuotuinen palkkio on 5,1%. Melkoiset palkkiot, mutta ei siinä kaikki. Koska salkun markkinariski oli 0,5, on sen tuotosta 15,95%, (tai 13,45% yli riskittömän tuoton) yleisen markkinakehityksen ansiota ja vain 4,05% alfaa. Valitettavasti tämä menikin jo palkkioihin...

### Ne kuolevat nuorina

Myyntipuheissa esitellyt hedgerahastomarkkinan tuottoluvut kaunistelevat koko segmentin todellisia tuottoja noin 2% p.a. Koska hedgerahastojen kirjo on laaja ja salkunhoitajien insentiivijärjestelmä perustuu rahastojen ylituottoon niiden vertailuindeksiin nähden, lopetetaan kehnosti menestyneet rahastot nopeasti. Viisi vuotta sitten perustetuista hedgehastoista on tänään hengissä arviolta alle 60%.<sup>5</sup>

### Laaja oppimäärä

Nykyisen tutkimuksen valossa näyttää siltä, että hedgerahastoja käyttämällä voidaan jonkin verran laskea koko salkun heiluntaa (tai nostaa tuottoa samalla riskitasolla), mutta tämän hintana on samalla koko salkun tuottojakauman muuttuminen epäedullisemmaksi eli käytännössä normaalien riskilukujen (mm. Sharpe) ennakoimaa korkeampi todennäköisyys suurelle tappiolle.<sup>6</sup>

Jotta hedgerahastojen hyödyt käytännössä toteutuisivat, täytyy sijoittajan kuitenkin allokoida niihin merkittävä, osa salkustaan. Näin korkeiden palkkioiden aikaansaama alfantavoittelun miinussummapeli voimistuu entisestään verrattuna vaihtoehtoon, jossa pienellä hedgesijoituksella tavoitellaan omalle salkulle alfaa taktisen allokaation kautta.

Riskitön lisätuotto lienee siis uhanalainen laji. Alfaa toki kiistatta esintyy – kuten ryhävalaita Itämerellä – mutta käytettävissä olevien havaintojen perusteella ei pysty ennustamaan missä ja milloin.

Mukavaa kesää,



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

<sup>1</sup> Usein puhutaan myös absoluuttisen tuoton –rahastoista tai markkinaneutraaleista rahastoista, niiden pyrkimyksen mukaan tuottaa positiivista tuottoa kaikissa markkinaolosuhteissa.

<sup>2</sup> Goetzmann, Ingersoll ja Ross. ”High Water Marks and Hedge Fund Management Contracts”, Journal of Finance (2003). Kahn R., Scanlan M., Siegel L. ”Five Myths About Fees”. The Journal of Portfolio Management (2006).

<sup>3</sup> Esim. C. Brooks and H. M. Kat. ”The Statistical Properties of Hedge Fund Index Returns and their Implication for Investors”. AIRC Working Paper Series (2001).

<sup>4</sup>  $(20\% - 2\% - (20\% * (20\% - 2\% - 2,5\%)))$

<sup>5</sup> G. Amin ja H. Kat. ”Welcome to the dark side”, Hedge Fund Attrition and Survivalship bias (2002).

<sup>6</sup> Tilastollisin termein jakauman huipukkuuden (kurtosis) kasvu ja negatiivinen vinous (skewness) tekevät normaalijakauman keski-  
poikkeamaan perustuvasta analyysistä epätasällisiä ja tässä tapauksessa merkitsevät suuren tappioriskin mahdollisuutta.

## Pharos ja vertailuindeksit



### RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	24.11.1999
Tyyppi	Yhdistelmärahasto
Rahaston koko (milj. euroa)	4,7
Vertailuindeksi	Korot: EFFAS Bond Indices EuroGovtAll (50%) Osakkeet / maailma: MSCI AC World (35%) Osakkeet / Eurooppa: STOXX 50 (15%)
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,7 % + enintään 0,84 % p.a.*
Tuottosidonnainen palkkio	ei / osassa kohderahastoja
Merkintäpalkkio	1 %
Lunastuspalkkio	0% (0,5%, jos sijoitusaika alle 6kk)**
Salkunhoitaja	Petri Rutanen

\* Peruspalkkio + kohderahastojen palkkiot

\*\* Lunastuspalkkio rahastoon

### TUOTTO- JA RISKI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	-3,3 %	5,4 %	-2,9 %	6,5 %
1 v	5,1 %	4,5 %	4,6 %	5,1 %
3 v	22,4 %	5,3 %	25,1 %	4,8 %
5 v	10,3 %	7,0 %	13,3 %	6,6 %
Aloituspäivästä	15,3 %	6,9 %	18,1 %	7,4 %
Aloituspäivästä p.a.	2,2 %		2,5 %	

**Huom!** Pharoksen palkkiorakenne muuttui jonkin verran 1.7. Uusi palkkiorakenne – ja perustelut miksi muutokset on tehty – salkunhoitajan katsauksessa viereisellä sivulla.

### KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.7.2005 – 30.6.2006

Palkkiot yhteensä (TER)	0,98 %
Tuottosidonnainen palkkio (vuoden alusta)	0,0 % / mahd. osassa kohderahastoja
Kaupankäyntikulut	ei tiedossa, koska kohderahastoina myös muita kuin Seligson & Co -rahastoja
Kokonaiskulut (TKA)	ei tiedossa, koska kohderahastoina myös muita kuin Seligson & Co -rahastoja
Salkun kiertonopeus	77,61 % *
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	2,07 %
Lähipiiriin omistusosuus (30.6.2006)	3,93 %

\* Pharoksen kohdalla kiertonopeusluku ei sisällä allaolevien rahastojen lukuja eikä määräajoin uusittavia sijoitustodistuksia.

SUURIMMAT OMISTUKSET	Osuus rahastosta	Allokaatio
S&Co Eurooppa 50 -indeksirahasto	13,9 %	<b>Osakesijoitukset yhteensä 47,2 %</b>
S&Co Global Top 25 Brands	9,2 %	
S&P 500 -indeksiosuus	4,9 %	
S&Co Japani -indeksirahasto	3,9 %	<b>Korkosijoitukset yhteensä 52,8 %</b> (duraatio 1 v)
S&P 400 -indeksirahasto	3,7 %	
S&Co Global Top 25 Pharmaceuticals	3,5 %	
S&Co APS Far East	3,2 %	
Nasdaq-100 -indeksiosuus	2,5 %	
S&Co Suomi -indeksirahasto	1,5 %	
S&Co Russian Prosperity	0,9 %	
Pitkät korkosijoitukset	7,9 %	
(Seligson & Co Euro-obligaatioindeksirahasto 3,2 %, valtion obligaatiot 4,7 %)		
Lyhyet korkosijoitukset	44,9 %	
(Seligson & Co Rahamarkkinarahasto AAA 10,9 %, sijoitustodistukset 34,0%)		

## SALKUNHOITAJALTA

Kävin taas toukokuussa suuresti arvostamani Warren Buffettin sijoitusyhtiö Berkshire Hathawayn (josta omistan yhden n. 2500 euroa maksavan B -osakkeen) yhtiökokouksessa Omahassa, Nebraskassa. Kokouksen aikana Buffettilta kysyttiin mikä tai mitkä ovat olleet hänen suurimmat virheinvestointinsa. Vastaus: ”Ne ovat enemminkin tekemättä jääneitä sijoituksia tai muita salkunhoidollisia toimenpiteitä kuin jotain mitä on varsinaisesti tullut tehtyä”. Esimerkiksi sijoitus hänen hyvän ystänsä Bill Gatesin Microsoft -nimiseen firmaan olisi aikoinaan ollut hyvä.

Jo yli kolme vuotta kestänyt osakekurssien nousu tyssäsi vihdoin toukokuussa. Olisi kannattanut uskoa vanhaa sanontaa ”sell in May and go away”. Salkunhoitajana minua harmittaa, kun ei ollut sitä kristallipalloa: ennen toukokuuta olisi pitänyt alentaa osakepainoa. Tekemättä jättämisen vika oli kokonaan minun.

Kurssilaskun alkaessa hiukan alle 50% rahastosta oli sijoitettuna osakemarkkinoille. Rahaston arvo laski -3,3%, vertailuindeksimme lasku oli lievempi eli -2,9%. Katsottaessa vuosi taaksepäin vertailuindeksimme pitkät korkosijoitukset ovat miinuksella -2,5% ja osakesijoitukset plussalla 11,8%. Rahaston tuotto on ollut +5,1% ja vertailuindeksimme +4,6%.

Eniten takapakkia vuosineljänneksen aikana tuli Venäjän ja Kaukoidän markkinoilla: sijoituksemme Russian Prosperity ja APS Far East -rahastoihin laskivat kummatkin 12%. Venäjän painoa salkussamme oli jo laskettu alkuvuonna, mutta toisaalta ylipainomme Kaukoidän markkinoilla heikensi osakesijoitustemme kokonaiskehitystä.

Päätös vähentää suomalaisia osakesijoituksia ja lisätä sijoituksia USA:han oli oikea. Suomalaiset osakkeet laskivat pitkän nousuputken jälkeen peräti 10%, kun lasku saman vuosineljänneksen aikana USA:ssa oli vain noin puolet tästä. Myös pitkät korot jatkoivat nousuaan ja siten vuosineljänneksen ainoa plusmerkinen kehitys salkussamme olikin rahamarkkinoilla, jossa valtaosa (85%) rahaston korkosijoituksista on ollut jo pidemmän aikaa.

Kauppaa rahastomme on käynyt vain sen verran kuin rahamarkkinasijoitusten erääntymiset ja lisämerkinnät rahastoon edellyttivät. Olen kuitenkin heinäkuun puolella hyödyntänyt ”kesäalea” nostamalla osakepainomme takaisin 50%:iin. Maantieteellisesti meillä on vertailuindeksiimme nähden vähemmän sijoituksia Euroopassa ja enemmän Kaukoidässä. Sijoituksemme USA:n markkinoille ovat vertailuindeksimme mukaiset eli 40% osakesalkustamme. Toimialoista olemme ylipainossa terveydenhoitoalan ja kuluttajatuotealan yritysissä.

Korkosijoituksissa jatkamme varovaista linjaa eli suojaudumme korkojen nousulta välttämällä pitkiä korkosijoituksia. Olen hyödyntänyt vasta voimaantulleita rahaston uusia sääntöjä laskemalla pitkien korkosijoitusten osuutta entisestään.

**Kustannuksilla on merkitystä**

Yksikään asiakkaistamme ei vältty törmäämästä tähän väitteeseen. Kun salkku on halutun riskiprofiilin mukainen ja riittävästi hajautettu, tärkein tekijä johon sijoittaja voi oikeasti vaikuttaa on sijoittamisen kustannukset. Pharoksen säännöt muuttuivat 1.7.2006. Oleellimmat muutokset koskevat rahaston palkkioita:

- Kiinteä palkkio puolitetaan. Vanha 0,70%:n vuotuinen palkkio lasketaan 0,35%:iin.
- Mukaan tulee tuottosidonnainen palkkio, 20% vertailuindeksin ylittävistä tuotosta, kuitenkin enintään 1,5%.
- Merkintäpalkkio poistuu. Säännöissä siihen jää edelleen mahdollisuus, mutta käytännössä sitä ei peritä.
- Lunastuspalkkio peritään alle vuoden sijoituksista. Palkkio maksetaan rahastolle, kasvattamaan pitkäjänteisten osuudenomistajien sijoituksen arvoa.

Pharos on jo aiemminkin ollut Suomen edullisimpia varainhoitorahastoja. Halusimme kuitenkin kohentaa rahaston ”kustannusprofiilia” vielä entisestään. Pharos pyrkii raportoimaan sekä sijoituksista että kustannuksista tarkasti ja avoimesti.

Mielestämme on oikein, että sijoittajien varallisuuden kehitystä rasitetaan mahdollisimman vähän kiinteillä palkkioilla. Yhtä lailla oikein on myös se, että varainhoitaja onnistuessaan saa osan sijoittajille hankkimastaan lisätuotosta. Samaa matalan kiinteän palkkion ja tuottoon sidotun lisäpalkkion yhdistelmää käytämme jo ennestään muissa aktiivisesti hallinnoituissa rahastoissamme.

Myös tuottosidonnaisen palkkion pitää tietenkin olla kohtuullinen. Pharoksen kohdalla menestyneen sijoitustoiminnan lisätuotosta 80% jää sijoittajille ja 20% rahastoyhtiölle. Esimerkki havainnollistaa: jos Pharoksen tuotto vuodessa on 7%, mutta vertailuindeksin vain 6%, on ns. ylituotto 1%. Tästä rahastoyhtiö perii tuottosidonnaista palkkiota 20% eli 0,2%. Kokonaispalkkio kyseisenä vuonna on siten 0,55%.

Kannattaa huomata myös, että Pharos perii tuottosidonnaista palkkiota vain *positiivisesta* tuotosta, ei siis pelkästä indeksin ylittämisestä.

## Korpikuusen kannon alla...

Pitkähkön nousujakson aikana osakemarkkinoiden uhkatekijöistä on puhuttu jo vuoden päivät. Peikkoina ovat olleet öljyn ja muiden raaka-aineiden hinnat, inflaatio, koronnostopaineet, Yhdysvaltain talouden alijäämät, dollarin heikkeneminen sekä talouskasvun hidastuminen. Toukokuun alun myyntiryynnäköön laukaisi inflaatiopeikko eli prosentin kymmenesosan odotettua korkeampi kuluttajahintojen nousu USAssa. Inflaation mörrimöykystä tuli sijoittajille sopiva yllyke rahastaa pitkän kurssinousun tuloksia.

Talousteorian mukaan ihmiset vähentävät kulutustaan ja yritykset investointejaan silloin kun keskuspankit hillitsevät hintojen nousua nostamalla ohjauskorkoa. Näin kysyntä heikkenee, ja hintojen nousu hidastuu. Lainarahan kallistuminen heikentää yritysten tuloksia ja siten myös yritysten odotettavissa olevaa arvonnousua. Korkojen nousu tekee lisäksi korkosijoituksista houkuttelevampia

Kurssilasku on siis puolustettavissa mikäli yritysten tulokset todellakin heikkenevät selvästi. Koska osakemarkkinat ennustavat tulevaisuutta, sijoittajat ilmeisesti uskovat, että yritysten tulokset ovat saavuttaneet tämän suhdannejakson huipunsa.

Käsitykset siitä ollaanko nyt tuloshuipulla vai ei vaihtelevat suuresti. Sijoittajan epäkiitolliseksi tehtäväksi jää arvioida mikä on totuus.

Varmasti totta on vain se, että varmaa totuutta ei tiedä kukaan. Tärkeintä on toimia riskitasolla, jolla voi nukkua yönsä rauhassa. Jos viimeaikainen kurssien heilunta on aiheuttanut päänsärkyä on salkun osakepaino taatusti liian suuri. Maltillisilla sijoittajilla ei ole hätää. Keinottelijoilla ehkä.

## Sirkat soittaa salolla

”Ammattiauttajilta” löytyy mielipiteitä osakemarkkinoiden suunnasta joka lähtöön.

Useimmat tutkimuslaitokset kuitenkin ennustavat talouskasvun jatkuvan tänä ja ensivuonna vaikkakin mahdollisesti hieman maltillisemmin. Pörssiyhtiöiden tuloskasvun ennakoitaan jatkuvan vielä n. 9-12% vauhdilla niin USAssa, Euroopassa kuin Japanissakin. Kaukoidässä tuloskasvun odotetaan jopa voimistuvan.

Kuukaudenvaihteen Taloussanomissa haastateltavat ammattilaiset olivat pääsääntöisesti alakuloisia. Suomalaisen pankin pääekonomisti totesi aivan oikein, että hidastuvan kasvun ja nousevien korkojen yhdistelmä on osakemarkkinoille huono uutinen. Hän vielä lisäsi varman tuntuiseksi, että maailman

talouden näkymät ovat joka tapauksessa ensivuoden osalta heikommat.

Suuren eläkevakuuttajan salkunhoitaja katsoi, että on turha vielä maalata pirtuja seinälle, koska pudotuksessa on todennäköisesti kyse vain korjausliikkeestä: ”Tämän hetkinen epävarmuus ei ole merkki pidemmän laskun alusta vaan normaalia pudotuksen jälkeistä hermostuneisuutta”.

Varainhoitoliikkeen partneri uskoo nousuhdanteen hiljaa kulkevan kohti loppuaan. Taloustoimittajien kestoosuuskihaastateltavan sijoittajakonkarin mielestä juuri nyt vallitsee eräs mielenkiintoisemmista ostotilaisuuksista pitkään aikaan. Hän pitää nykyistä tilannetta ”mitä suurimmassa määrin markkinapsykologiasta johtuvana ja markkinareaktiota rajusti yliammuttuna”.

Osakesäästäjien keskusliiton puheenjohtaja valaisi tilannetta toteamalla, että heilunta jatkuu kunnes tapahtuu jokin varmuutta lisäävä asia. No, se ainakin on totta.

Eräessä artikkelissa tarkasteltiin BCA Research -nimisen tutkimuslaitoksen keräämiä tilastoja laskujaksojen eli ”karhumarkkinoiden” pituudesta vuoden 1970 jälkeen. Vasta reilut 7 viikkoa kestänyt laskujakso on historiallisesti tarkasteltuna vielä lyhyt. Ne kun ovat aikasemmin kestäneet keskimäärin 60 viikkoa. Seitsemän viikkoa ei ilmeisesti vielä riitä ollakseen ”karhumarkkina”. Tähän saakka kyseessä lienee siis korjaus – saa nähdä kasvaako syksyn tullen sieniä karhunkankahalla.

No, laskentatoimen professori muistuttaa, että vasta jälkeinpäin voi varmasti sanoa onko nyt käynnissä lyhyt korjausliike vai pidempi laskujakso mutta antaa myös vihjeen: ”Jos talous ajautuu laskusuhdanteeseen, osakemarkkinoiden lasku jatkuu edelleen”. Kiitos tiedosta.

Entäpä löytyykö ammattilaisten keskuudessa viisautta siitä minne päin maailmaa nyt kannattaisi sijoittaa? Samaisen BCA tutkimuslaitoksen mukaan maailman suurimpien osakesalkkujen hoitajat ovat jälleen palanneet USAn markkinoille ja siirtyneet alipainoon mm. Euroopan markkinoilla.

Tämä oli kiva uutinen, koska näin Pharos on myös tehnyt. Harmikseni törmäsin myös investointipankki Goldman Sachsin kesäkuun alussa tehtyyn kyselyyn, jossa runsaat 600 osakekaupan ammattilaista arvioi lähiaikojen kurssikehitystä eri puolilla maailmaa. Nämä pörssiviisaat ammattilaiset suosivat nyt nimenomaan Eurooppaa.

Tiu-tau-tiu-tau-tili-tali-tittan...



**”Tule hyvä kakku...**

...älä tule paha kakku”, sanoo toiveikas lasten lorua. Salkunhoitajan työ on melko yksinäistä, vaikka tässä hiekkalaatikossa onkin miljoonia kakunleipojia. Hän yksin vastaa asiakkaiden varojen sijoittamisesta ja juuri hänen pitäisi osata ennakoita markkinoiden nousut ja laskut sekä päättää oikeista toimista näiden arvausten perusteella.

Epävarmoina aikoina tulee olo, että pitäisi taas tehdä jotain...mutta mitä? Ostaa vaiko myydä? Varmuutta usein haetaan joukoista. Mitä muut tekevät? Salkunhoitajat tunnetusti katsovat maailmaa optimistisesti.

Syykin on selvä: pörssinousua veikkaavat osuvat useammin oikeaan kuin ne, jotka povaavat laskua (koska maailmantalous enimmäkseen kasvaa).

Luonnollisesti on myös helpompaa houkutella asiakasvaroja rahastoon, jonka arvon uskotaan olevan nousussa. Edellämämainitun Goldman Sachs'n kyselyn 600:sta salkunhoitajasta peräti 73% oli sitä mieltä, että kevään kurssilaskussa on kyse korjausliikkeestä eikä laskukäänteestä. Vain joka kymmenes uskoi, että toukokuun alun kurssitasoille ei päästä lähimmän vuoden aikana.

Varmaa joka tapauksessa on, että vuoden kuluttua voidaan taas nostaa esiin tällä kertaa oikein arvanneet. Heidän hoitamansa rahastot komeilevat vertailujen kärjessä ja häviäjät eivät anna haastatteluja yhtä auliisti.<sup>1</sup>

Historia on myös osoittanut, että voittajia tai häviäjiä tuskin ovat samat rahastot vuodesta toiseen. Maltillinen Pharos ei todennäköisesti tule olemaan otsikoissa suurena voittajana, mutta pyrin siihen, että emme myöskään ole suuri häviäjä. Tasapainoinen ja kurinalainen sijoituspolitiikkamme sekä ennenkaikkea alhainen kustannustasomme pitää tästä huolen.

**Soutajana yhteisessä veneessä**

Uuden tuottosidonnaisen palkkiorakenteen myötä roolini Pharoksen salkunhoitajana korostuu. Päätöksistäni riippuu, syntykö sijoittajille ja rahastoyhtiölle lisätuottoa. Itse hyödyn mahdollisesta lisätuotosta kolmella tavalla: rahastoyhtiön osakkaana, salkunhoitaja palkanlisinä ja ennenkaikkea rahaston osuudenomistajana.

Rahaston katsauksia tarkkaan tutkineet ovat huomanneet, että rahaston sisäpiirin omistus on kuluvan vuoden aikana kolminkertaistunut. Syyinä on allekirjoittanut. Olen kanssanne samassa veneessä. Varainhoitorahasto Pharos muodostaa sijoitussalkkuni ytimen, koska yksinkertainen on tehokasta ja kustannuksilla on merkitystä.



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

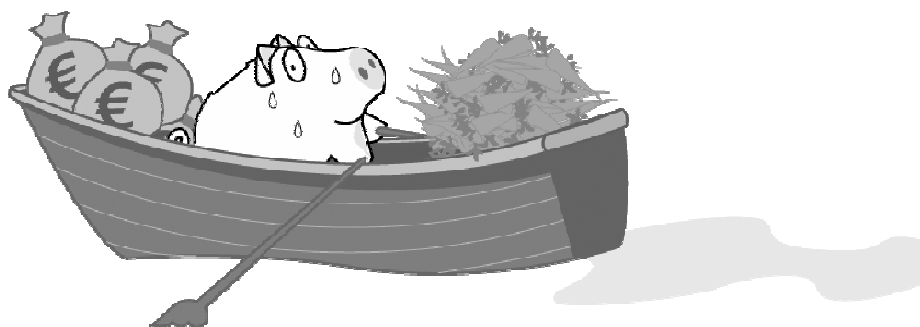
\* Tähän sopii hyvin Internetistä löytynyt hauska sitaatti (luvut USA:n markkinoilta):

*“...there were approximately 1,024 equity mutual funds in operation throughout the 1980's.*

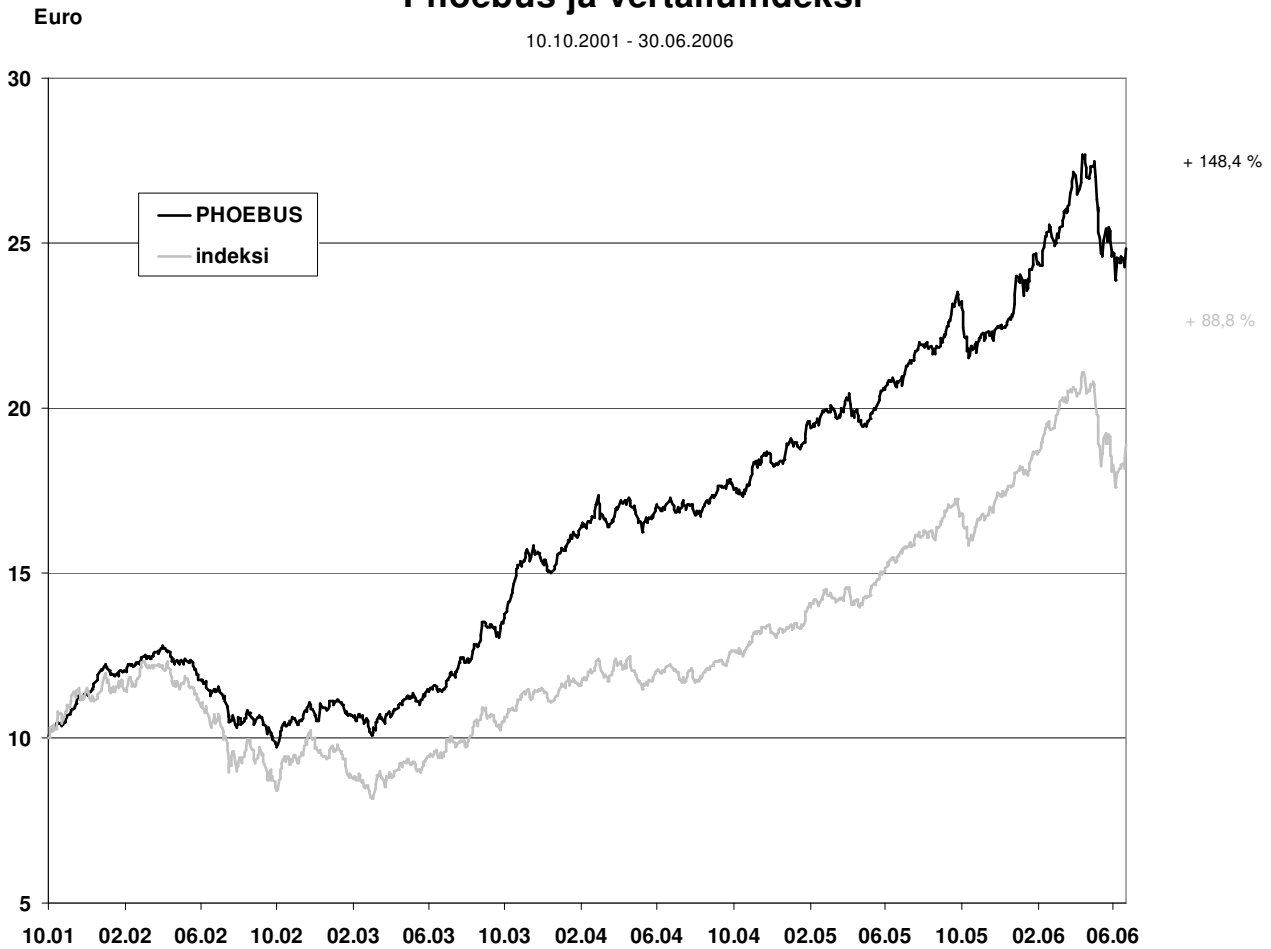
*Given that a random selection of stocks would lead to beating the market half the time, you would expect one fund to have beaten the market all ten years. None did.*

*You would expect 10 funds to beat the market 9 out of 10 years. None did.*

*You would expect 45 funds to beat the market 8 out of 10 years, three did, and all three managers wrote books about how smart they were.”*



## Phoebus ja vertailuindeksi



### RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	10.10.2001
Tyyppi	Osakerahasto
Rahaston koko (milj. euroa)	18,0
Vertailuindeksi	75% OMX Helsinki Cap Gl. 25% MSCI AC World NDR
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,75 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	on
Merkintäpalkkio	2 %
Lunastuspalkkio	0% ( 1%, jos sijoitusaika alle 12 kk)
Salkunhoitaja	Anders Oldenburg

### TUOTTO- JA RISKI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	-5,0 %	17,9 %	-7,7 %	19,8 %
1 v	19,5 %	12,4 %	21,8 %	12,4 %
3 v	116,9 %	10,4 %	97,8 %	10,8 %
Aloituspäivästä	148,4 %	10,8 %	88,8 %	13,8 %
Aloituspäivästä p.a.	21,2 %		14,4 %	

### KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.7.2005 – 30.6.2006

Palkkiot yhteensä (TER)	0,77 %
Tuottosidonnainen palkkio (vuoden alusta)	0,00 %
Kaupankäyntikulut	0,03 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,80 %
Salkun kiertonopeus	-3,07 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksi-poikkeama (tracking error)	9,80 %
Lähipiirin omistusosuus (30.6.2006)	17,70 %

### SUURIMMAT OMISTUKSET

Yhtiö	Maa	Osuus rahastosta
TULIKIVI OYJ-A SHS	Suomi	11,2 %
EXEL OYJ	Suomi	9,3 %
LASSILA & TIKANOJA OYJ	Suomi	8,5 %
VACON OYJ	Suomi	7,7 %
SVENSKA HANDELSBANKEN-B SHS	Ruotsi	6,2 %
TIETOENATOR OYJ	Suomi	5,9 %
STOCKMANN OYJ ABP-B SHARE	Suomi	5,5 %
AIR LIQUIDE	Ranska	4,1 %
VAISALA A	Suomi	3,6 %
TOMRA SYSTEMS ASA	Norja	3,3 %

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

## SALKUNHOITAJALTA

**Rahaston kehitys**

Kahdentoista peräkkäisen nousuneljänneksen jälkeen pieni korjaus ei ole kovin dramaattinen asia. Phoebuksen vertailuindeksi laski toisella neljänneksellä 7,7%. Phoebus pärjäsi hieman paremmin, kuten sen laskevilla markkinoilla kuuluukin. Rahaston arvo laski 5,0%.

Toiminnan alusta Phoebus on tuottanut 148,4% markkinoiden tuottaessa 88,8%.

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

**Myynnit ja ostot**

Kuten viime katsauksessa kerroin aikovani, vähensin edelleen Tulikivi -sijoituksiamme. Neljänneksen aikana myin reilut 200.000 osaketta eli vajaan neljäsosan positioistamme. Tämä ei tarkoita, että uskoni Tulikiveen olisi vähentynyt, vaan myynti oli puhdasta riskienhallintaa, joka johtui siitä, että yhtiön paino hyvän kurssikehityksen ansiosta oli noussut liian suureksi.

Tällaiset myynnit ovat hieman ikäviä, koska joutuu luopumaan osakkeista, joista edelleen pitää. Voin toki lohduttautua sillä, että osakkeet tuottivat loistavasti. Muutenhan niiden paino ei olisi noussut.

Tulikivestä saamamme rahat menivät enimmäkseen asiakkaiden tekemiin rahasto-osuuksien lunastuksiin ja rahaston tuotto-osuuksien tuoton maksuun. Olen ostanut muita osakkeitamme (ADP, Tamfelt, Walmex) vain pienellä osalla.

Toisen neljänneksen aikana saimme suuren osan vuoden osingoistamme. Kun en niilläkään ostanut osakkeita, oli Phoebuksen kassa kesäkuun lopussa 7,8% rahaston arvosta, oltuaan 6,1% maaliskuun lopussa. Suuri kassa ei ole itseisarvo, mutta se antaa tulivoimaa, jos kurssilasku jatkuu, sekä liikkumavaraa mahdollisten lunastusten hoitamiseen osakkeita myymättä, mikä on varsinkin laskevien kurssien aikana tärkeää. Epälikvidejä osakkeitamme voi nimittäin silloin olla vaikea saada myydyksi järkevään hintaan.

**Tee sijoitussuunnitelma - nyt**

Tavatessani kevään aikana sijoittajia on selvästi yleisin kysymys ollut: ovatko markkinat nyt menossa alaspäin ja jos, niin kuinka kauan alamäki kestää?

Oikea vastaus on helppo: en tiedä.

Kukaan ei voi tietää. Osakkeen hinta ei olisi aito, mikäli ostaja myynti-intressiä ei olisi juuri sen hinnan kohdalla yhtä paljon - joka kaupassa on ostaja ja myyjä. Näin nimenomaan markkinahinta on kulloinkin paras saatavilla oleva ”rahalla painotettu mielipidemittaus” yhtiöiden arvosta.

Voisin ehkä myös sanoa vaikka ”15,11,10,0,0 tai -25,0,30,20,20”. Jos näitä lukusarjoja tulkitsee vuosittaisina tuottoosentteina, niin huomaa kummankin johtavan 7% vuosituottoon viiden vuoden aikana. Lopputulos on sama, polku siihen kuitenkin täysin erilainen. Sijoittajan kannalta tällä ei ole juuri merkitystä – kuukausisäästäjälle jälkimmäinen vaihtoehto on toki paljon parempi – mutta spekulantti uskoo usein voivansa ennustaa juuri polkua.

Väitän sen olevan mahdotonta. Päämäärän voi ehkä jotenkuten hahmottaa tarkastelemalla osakkeiden arvostuksia (ei 5 vuoden päähän mutta ehkä 20-30 vuoden päähän). Heilauteluja matkalla päämäärään ei voi ennustaa. Se on itsestään selvää, kun miettii hieman tarkemmin miten hinnat markkinoilla muodostuvat.

Suosittelen siksi osakemarkkinoita koskevien ajatusten keskittämistä hyötykäyttöön: niihin asioihin, joihin itse voi oikeasti vaikuttaa. Sellainen on ennen kaikkea sijoitussuunnitelman laatiminen seuraavaksi 20-30 vuodeksi. Jos huomaa, että markkinaheilautelut alkavat vaivata, osakkeita on salkussa liikaa. Jos nukkuu hyvin, niitä on sopivasti (tai liian vähän). Tätä harjoitusta on nousevilla markkinoilla erittäin vaikea tehdä itseään huijaamatta. Se pitää tehdä heilunnan olleessa suuri eli silloin kun ”pelkokerroin” on riittävä.

On ehdottoman tärkeää muistaa, että ahneus ja pelko ovat sijoittajan perivihollisia. Pitää pelätä, kun muut ovat ahneita ja olla ahne vain kun muut pelkäävät. Tällä hetkellä emme mielestäni ole kummassakaan äärilaidassa, joten on syytä yksinkertaisesti vain noudattaa huolellisesti laadittua sijoitussuunnitelmaansa. Tai tehdä sellainen – nyt!

(Jos sijoitussuunnitelman tekeminen tuntuu hankalalta yksin, myös meihin voi olla yhteydessä. Esimerkiksi Ari Kaaro, [ari.kaaro@seligson.fi](mailto:ari.kaaro@seligson.fi), ja Jaakko Jouppi, [jaakko.jouppi@seligson.fi](mailto:jaakko.jouppi@seligson.fi), auttavat.)

## Yhtiöstämme

Tätä kirjoittaessani Exel antoi juuri tulosvaroituksen, koska kävelysauvojen myynti Saksassa ei ole vastannut odotuksia. Muuttaako se mielipidettäni yhtiöstä? Ei muuta, koska Exelin teollisuuspuoli tekee suurimman osan yhtiön tuloksesta ja sillä menee hyvin. Urheilupuolella tulos saataneen pienellä viiveellä kuntoon kuluja karsimalla, mutta kasvu tulee teollisuudesta.

Samalla on syytä huomata, että niin Exelin Pacific Composites –yhtiön osto kuin Tulikiven Kermansaven osto ovat suuria kaappoja. Suurimpien sijoituskohteidemme riski on siis tänä vuonna kasvanut, joten Phoebuksen riski on myös kasvanut. Mutta luotan sekä Exelin Ari Jokelaiseen että Tulikiven Juha Sivoseen, kuten ennenkin. Yritysjohtajat ovat todelliset salkunhoitajamme.



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

## PHOEBUS YHTIÖISTÄ

**TietoEnator**<sup>IE</sup> Esittelin salkkuyhtiömme Tieto-Enatorin viimeksi kolme ja puoli vuotta sitten katsauksessa 4/2002. Veikkasin silloin, että osakemarkkinat ennemmin tai myöhemmin tulevat arvostamaan yhtiön tulosta silloista korkeammalle. Niin kävikin.

Mutta yksi tärkeä huomio ennen kuin mennään siihen. Väitin myös, että TietoEnatorin johto on Suomen parhaimmistoa. Suurin muutos yhtiössä onkin mielestäni, että Matti Lehti on jäänyt pois operatiivisesta johdosta ja Pentti Heikkinen tullut hänen tilalleen. Matti kuitenkin jatkaa hallituksen puheenjohtajana, joten suuria linjamuutoksia ei todennäköisesti ole luvassa.

Veikkasin vuoden 2002 tulokseksi yli 1,10 euroa per osake – se oli 1,14e – ja totesin, että näin laadukkaan, velattoman yhtiön P/E-luvun pitäisi olla korkeampi kuin silloinen 12x. Kolmessa vuodessa (2005 loppuun) tapahtuikin melkoinen muutos – osake lähes kolminkertaistui vajaan 31 euroon, tuloksen noustessa 1,55 euroon per osake. P/E-luku siis lähes kaksinkertaistui tasolle 20x.

Tänä vuonna markkinat ovat kuitenkin pettyneet yhtiön alkuvuoden tulokseen, jonka seurauksena osakekurssi on noin 26% alle vuoden alun tason. Tarkoittaako tämä uutta loistavaa ostotilaisuutta?

Ensin on syytä todeta, että yhtiö on pienessä mutta selvässä murrosvaiheessa. Uusi johto kirjasi melko reippaalla kädellä varauksia eri projekteista alkuvuonna ja on myös kiihdyttänyt henkilöstöjärjestelyjä Telecom-toiminnassa. Lisäksi jotkut kertaluonteiset seikat (kuten Nokian sopimuksen hinnoittelumekanismi) vaikuttanevat heikentävästi vuoteen 2006. En olisi yllätynyt, vaikka osakekohtainen tulos hieman

laskisi viime vuodesta – mutta se ei tarkoita, että tulos-potentiaali olisi laskenut.

Nykyarvostus on noin 15x, joka velattomalle (pl. Personec) yhtiölle on edelleen mielestäni alhainen. Samalla on sanottava, että ”alennukseen” on tällä kertaa selvät syyt, toisin kuin viimeksi. Yksi on epävarmuus tuloksesta, joka hälvenee vuonna 2007, jos asiat menevät suunnitellusti. Toinen on epävarmuus uudesta johdosta, joka hälvenee hieman hitaammin.

Ydinkysymys pitkäjänteisen sijoittajan, kuten Phoebuksen, kannalta on mitä uskomme uuden johdon laadusta. Tulokäänteen tarkka ajankohta on sivuseikka.

Pentti Heikkinen vaikuttaa mielestäni kunnianhimoiselta ja hän on työskennellyt jo 10 vuotta yhtiössä, joten hän jakaa yhtiön arvot. Strategia ei myöskään muuttune Matti Lehden jatkaessa puheenjohtajana. Suurin huolenaiheeni on, että TietoEnatorin hallituksen asettamat kasvutavoitteet ovat liian kovat, joka yhdistettynä (liian) kunnianhimoiseen johtajaan voi olla erittäin vaarallinen yhdistelmä.

Kasvutavoitteeksi on asetettu 20%. Markkinat sallinevat piristyessään 5-10% orgaanisen kasvuvauhdin, joten yritysostojen pitäisi olla suuria, jotta tähän päästään. TietoEnatorin historia yritysten ostamisessa ja erityisesti niiden integroinnissa ei ole kuitenkaan mielestäni erityisen hyvä. Siksi näkisin mielelläni alemman kasvutavoitteen. Sen sijaan tulostavoite (13% liikevaihdosta) lienee aivan oikea.

Jos yhtiö ei tee hätiköityjä yritysostoja olen melko vakuuttunut, että tulostaso ja orgaaninen kasvu saadaan lähivuosina kuntoon, jolloin arvostuksen voi taas odottaa nousevan nykyistä korkeammaksi. Mutta uusi johto on aina riski. Aika näyttää miten käy.



Securitas on tässä katsauksessa viimeistä kertaa yksi yhtiö, seuraavassa jo neljä. Tai kolme, jos Securitas myy Loomis Cash Handlingin sen sijaan, että jakaisi sen omistajilleen.

Uusista yhtiöistä **Securitas Direct** (kotivartiointi) ja **Securitas Systems** (turvajärjestelmät) tullevat kukin edustamaan 10-15% nykyisestä pörssi-arvosta, **Loomis** (käteiskuljetus) 20-25% ja riisuttu, uusi **Securitas** (vartiointi) noin 55%.

On selvää, että minun pitää jollain aikavälillä joko myydä yhtiöiden osakkeita tai ostaa niitä lisää. Muuten positiot muodostuvat Phoebuksen kannalta merkityksettömän pieniksi.

Mitkä yhtiöt sitten ovat kiinnostavia?

Phoebukselle tärkeintä on, että yritysjohto on hyvä. Olen sijoittanut Securitakseen, koska uskon toimitusjohtaja Thomas Berglundin ja talousjohtaja Håkan Winbergin. Johdonmukaista olisi seurata näitä herroja eli pitää uusi Securitas.

Suosin orgaanista kasvua. Securitas on viime vuosina panostanut aiempaa enemmän orgaaniseen kasvuun, mutta alkaneet nyt tehdä yritysostoja uusilla markkinoilla. Systems tulee kasvamaan pääosin yritysostoin. Sen sijaan Direct kasvaa jatkossakin orgaanisesti, asiakas asiakkaalta. Näin ollen Directin strategia vastaa parhaiten sijoitusfilosofiaani.

Securitaksen historia tuntee samanlaisia tapauksia. Yhtiö on aiemmin tuonut markkinoille ensin Assa-Abloyn (lukot), sitten vähemmän tunnetun Attendon (vanhustenhoito ja järjestelmät). Kumpikin yhtiö on ollut omistajilleen erittäin tuottava sijoitus, koska on itsenäisenä päässyt aivan uuteen kukoistukseen. Tämä puhuisi sen puolesta, että annan uusien yhtiöiden johdon näyttää kykynsä ennen kuin vedän johtopäätöksiä.

Looginen johtopäätös näistä pohdinnoista on, että tulen aluksi pitämään kaikkien yhtiöiden osakkeet, vaikka pienemmät sijoitukset ovat melko epäolennaisia rahaston kokonaisuuteen nähden. Kun aikaa on kulunut – ehkä ensi keväänä – pitää minun todennäköisesti myydä Systems ja Loomis ja joko myydä Direct tai ostaa sitä lisää, riippuen johdon toimista ja osakekurssista. Securitas sen sijaan on melko varmasti jatkossakin salkussamme.

Mitä jakautuminen tarkoittaa Securitaksen kurssille?

Esitellessäni yhtiön viimeksi kaksi vuotta sitten sen P/E-luku oli noin 15x, jota pidin alhaisena. Kahdessa vuodessa tulos per osake on kasvanut 16% ja osakekurssi noussut 47% (56% osinkoineen), joten P/E-luku on nyt noin 19x. Se on hyvälle mutta suhteellisen velkaantuneelle yhtiölle mielestäni melko oikea taso.

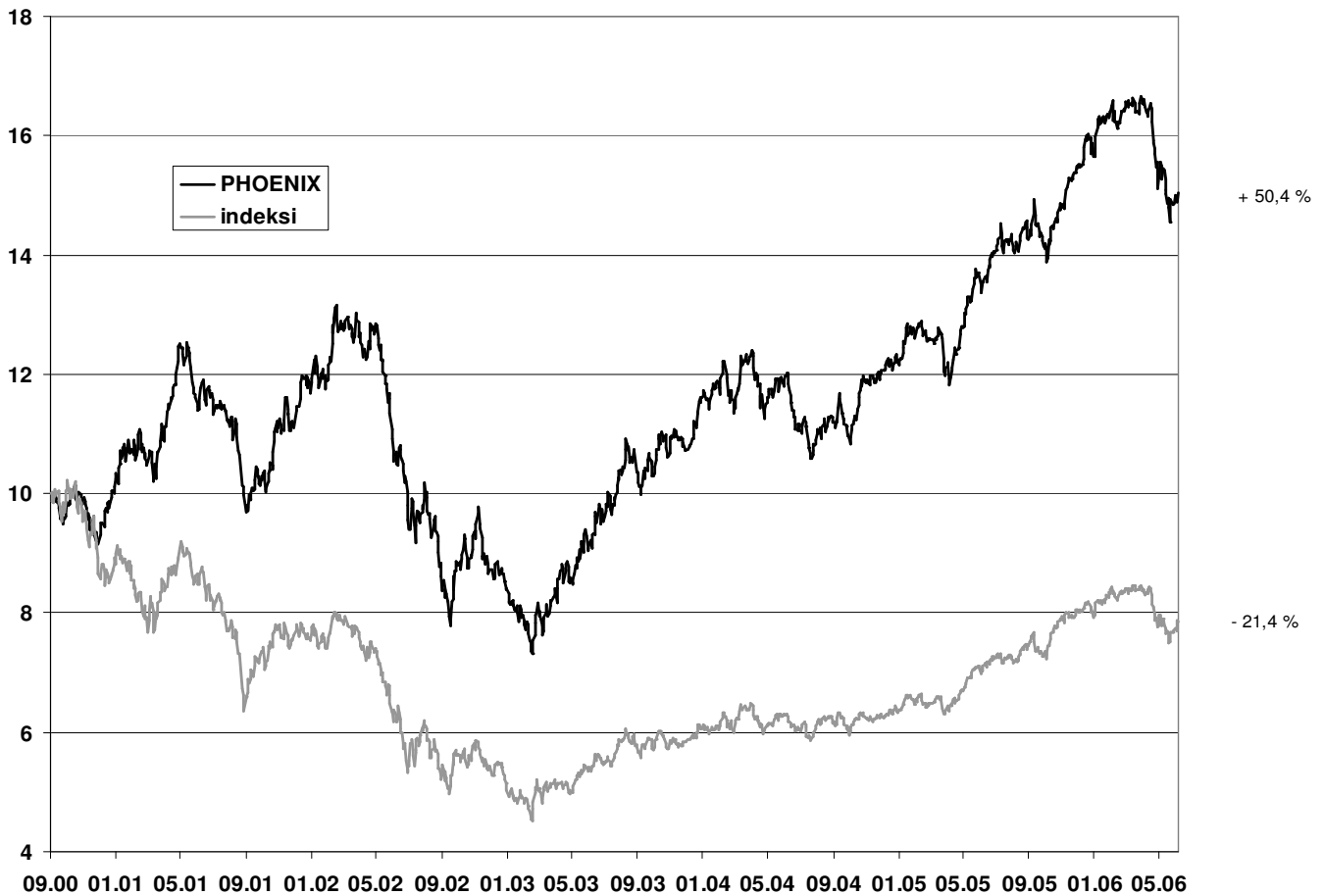
Kurssi on tietenkin jo reagoinut jakautumisuutiseen, joten dramaattisia muutoksia ei pitäisi olla luvassa syyskuussa, kun jakautuminen varsinaisesti tapahtuu. Directin velattomuuden ja paremman kasvupotentiaalin ansiosta sen arvostus tulee olemaan korkeampi, mutta se on niin pieni, että kokonaisuuden kannalta sillä ei ole suurta merkitystä. Loomiksen mahdollisen myynnin yhteydessä saatavalla hinnalla sen sijaan voi olla positiivinen vaikutus.

Uskon, että Thomas Berglund saa jakautumisen myötä uusia resursseja ja uutta puhtia kehittää perinteistä vartiointitoimintaa. Olen melko varma, että hän on edelleen salkunhoitajamme, kun parin vuoden kuluttua taas esittelen Securitaksen.

## Phoenix ja vertailuindeksi

Euro

25.9.2000 - 30.6.2006



### RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	25.9.2000
Tyyppi	Kansainvälinen osakerahasto
Rahaston koko (milj. euroa)	11,3
Vertailuindeksi	MSCI All Country World NDR
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	1,1 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	on
Merkintäpalkkio	2 %
Lunastuspalkkio	ei
Salkunhoitaja	Peter Seligson

### TUOTTO- JA RISKI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	-8,9 %	14,1 %	-6,1 %	13,8 %
1 v	11,0 %	11,2 %	11,8 %	10,8 %
3 v	63,0 %	13,1 %	46,5 %	11,6 %
5 v	29,7 %	16,7 %	-2,1 %	17,2 %
Aloituspäivästä	50,4 %	16,8 %	-21,4 %	17,8 %
Aloituspäivästä p.a.	7,3 %		-4,1 %	

### KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.7.2005 – 30.6.2006

Palkkiot yhteensä (TER)	1,13 %
Tuottosidonnainen palkkio (vuoden alusta)	0,00 %
Kaupankäyntikulut	0,55 %
Kokonaiskulut (TKA)	1,68 %
Salkun kiertonopeus	160,75 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	8,47 %
Lähipiirin omistusosuus (30.6.2006)	19,32 %

### SUURIMMAT OMISTUKSET

Yhtiö	Maa	Osuus rahastosta
SANOMAWSOY OYJ	Suomi	4,9 %
SATAMA INTERACTIVE OYJ	Suomi	4,7 %
RHODIA SA	Ranska	4,5 %
SAMSUNG ELECTRONICS-GDR REGS	Korean tasavalta	4,3 %
SWISS LIFE HOLDING	Sveitsi	4,1 %
ALLIANZ AG-REG	Saksa	3,2 %
ORASCOM CONSTRUCTION-GDR	Egypti	3,0 %
RENTOKIL INITIAL PLC	Iso-Britannia	2,8 %
PFIZER INC	Yhdysvallat	2,6 %
SVENSKA CELLULOOSA AB-B SHS	Ruotsi	2,6 %

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

## SALKUNHOITAJALTA

Tämän vuoden toisen neljänneksen aikana Phoenixin arvo laski 8,9% ja sen vertailuindeksiin arvo putosi 5,3%. Vuoden kuluessa on rahasto noussut 11,0% ja vertailuindeksi 11,8%. Pitkään tuloaan tehnyt korjausliike osui siis kovemmin rahastoomme kuin markkinaa keskimäärin – mikä ei tosin ollut suurikaan yllätys.

Jokaisella pilvellä on kuitenkin hopeareunus: koska korjausliike osui rajummin muuta markkinaa suuremman volatiliiteetin erikoistilanteisiin, niin etenkin erikoistilannesijoittajalla on taas entistä enemmän mahdollisuuksia, kun monien sijoituskohteiden arvostukset ovat laskeneet houkutteleville tasoille.

Kuten olen aiemmissa raporteissa kertonut, jouduin alkuvuoden korkeiden arvostustasojen vuoksi sijoittamaan kohteisiin, joista odottamani tuotto jäi rahaston aiempaa tuottovaatimusta pienemmäksi. Pysin hallitsemaan tästä seurannutta lisäriskiä paremmalla hajautuksella: pienempiä positioita useampiin kohteisiin. Nyt kun arvostustasot tuntuvat kannaltamme mielenkiintoisemmilta olen jälleen keskittänyt sijoituksiamme ja olen taas kohtuullisen tyytyväinen tilanteeseen.

Myös sijoitustemme jakauma toimialan ja sijoitusajankohdan mukaan on jälleen strategian mukainen. Maantieteellisen jakauman kanssa onkin sitten ollut hankalampaa, muun muassa siksi, että maailman eri pörssit tuntuvat olevan keskenään hyvin erilaisissa suhdenevaiheissa – ilmiö, jota emme ole nähneet useampaan vuoteen. Kurssisuuntien seuraamiselle eli ”momentille” annetaan nähtävästi entistä enemmän painoa eikä kukaan halua poiketa joukosta ostamalla jotain mitä muutkaan eivät osta, ei edes vaikka halvalla saisi.

Yhdysvaltain markkinoita vaivaavat kohonneet korot ja odotus suhdanteiden heikkenemisestä. Siksi tuskin on yllättävää, että sieltä ei ole vaikeaa löytää järkevästi hinnoiteltuja erikoistilanteita. Sekä heikko dollari että markkinamomentin puute vievät ns. mattoa alta ja sehän nyt vaan on tyhmää seisottaa salkussa koko ajan halpenevia osakkeita (etenkin jos laskee euroissa).

Euroopan markkinat ovat olleet vahvempia ja riskintoon taipuvaisempia. Arvostuksetkin ovat toki korkeammalla. Vaikka korot ovat täälläkin olleet nousussa, ovat kursseja kannatelleet odotukset kulutuskysynnän kasvusta – sekä merkit siitä, että niin myös todella tapahtuu.

Viime kuukausien korjausliike iski kovimmin kaikkein kuumimpina käyneisiin markkina-alueisiin kuten Venäjään, Kiinaan, Intiaan ja latinalaiseen Amerikkaan. Odotukset ovat kuitenkin edelleen positiivisia ja arvostukset monin paikoin korkeita. Minusta näistä maista on vaikea löytää järkevästi

hinnoiteltuja erikoistilanteita. Yksi tarttui kuitenkin haaviin kesäkuussa: Brasialian suurin teleoperaattori Tele Norte Participaciones, joka on parhaillaan suuren sekä juridisen että rahoituksellisen uudelleenjärjestelyn pyörteissä.

Sen sijaan ”vanhan” Aasian maat, ne entiset tiikerit, kärsivät paljolti samoista ongelmista kuin Yhdysvallat: arvostukset ovat alhaisia, mutta ketään ei kiinnosta. Tutkin parhaillaan useampaakin tapausta ja toivon, että pääsen jossain tai joissakin aina positiiviseen sijoituspäätökseen asti. Kesäkuun pahimmassa markkinapaniikissa ostin rahastoomme pienen osuuden singaporelaisesta Neptun Orient Linesista, joka on yksi maailmaan suurimmista varustamoista.

### Kesämietteitä

Lomakauden lähestyessä myös ajatukset alkavat leijaila vapaammin. Mitäköhän syksy tuo tullessaan? No, kuten kaikkiin jossitteluihin, pitää minunkin kesämietteiini suhtautua varauksella. Tulevaisuudesta kun ei edelleenkään tiedä...

Joka tapauksessa olen sitä mieltä, että on aina silloin tällöin paikallaan tarkastella myös makrotrendejä ja mieltä, ovatko eri sijoituskohteiden diskonttausoletukset kohdallaan. Eniten on viime kuukausina arveluttanut alati kohoaviin raaka-ainetta energiahintoihin kohdistuva inflaatiopaine. Voiko yritysten voittoputki jatkua?

Eurooppa on varmaankin jonkin verran vahvemmillä kuin USA, toisaalta vahvemman valuutan vuoksi, mutta myös siksi, että Keski-Euroopan kulutuskysyntä näyttäisi pääsevän vauhtiin. Ranskassa ja Saksassakin näkyy elonmerkkejä, ehkä jalkapallohuuman ansiosta. Työttömyys on laskenut alhaisimpiin lukemiinsa neljään vuoteen, mutta toisaalta inflaatiopaine kasvaa. Toukokuussa tuotantohinnat kohosivat vuosinouslyksi muunnettuna jopa 6%, mikä luo pohjaa korkotason nousun jatkumiselle.

Kun kuluttajahinnat nousevat samaan aikaan vain puolet siitä mitä tuotantohinnat, voi kysyä miten voittojen tulee pidemmällä tähtäimellä käymään. Myöskään laskevan dollarin ja kohoavien korkojen yhdistelmä ei yleensä ole ollut hyväksi Euroopan pörssille. Mahtavatko merkit tästä näkyä jo tulevana syksynä?

Kirjoitin viime vuoden viimeisessä raportissani, että arvo- ja pienyhtiöiden suosio alkaa todennäköisesti hiipua ja uusiksi suosikeiksi saattavat asteittain nousta IT- ja terveysalojen yhtiöt.

Pienyhtiöiden kohdalla merkit ovat jo selviä, muiden osalla vasta alussa – ehkä syksyllä?

## AKTIIVISET RAHASTOT

Phoenixin kohdalla elän niin kuin opetan ja olen ylipainottanut sekä IT- että terveystalouden yhtiöitä. Se on ollut sitä paitsi helppoa, koska erityisesti erikoistilanteiden arvostukset ovat olleet houkuttelevia näihin aloihin edelleen yleisesti kohdistuvien negatiivisten odotusten vuoksi.

Myös Japanin kulutuskysyntä tuntuisi olevan lähdössä liikkeelle. Teollisuuden tunnelmia mittavaa Tankan –raportti näyttää parhaita arvojaan 14 vuoteen ja on ensi kertaa aivan oikeasti positiivinen. Saa nähdä kestäkö optimismi...

Japania ovat joka tapauksessa vaivanneet myös erinäiset skandaalit. Näistä niin kutsuttu Livedoor –skandaali painoi Fuji Televisionin osakekurssia. Fuji täytti erikoistilanteelle asettamani kriteerit arvostuksen ja Japanin markkinoita ajatellen myös toimialan perusteella.

Kiina sen sijaan näyttää huolestuttavammalta. Uuden kapasiteetin rakennustahti eri aloilla ounastelee tulevia ylikapasiteettiongelmia. Samaan aikaan suurin kauppakumppani USA, ja pian varmaan myös EU, pitää yhä enemmän meteliä Kiinan valuutan keinotekoisesta alhaisesta tasosta. Näkyvissä tuskin on onnellinen loppu.

Vaikeuksia on tiedossa erityisesti, mikäli USA:n taantuminen tulee nyt. Korkeammat korot ja polttoainehinnat ovat jo saaneet yhä useammat kuluttajat kiristämään vyötään ja Yhdysvaltain talouden paljon puhutut epätasapainoisuudet lisäävät riskejä.

USA:n osakemarkkinat ovat enimmäkseen polkeneet paikallaan jo seitsemän vuotta. Seuraava suunta määräytyy ennen muuta sen mukaan onko sijoittajien mielissä päällimmäisenä odotus alemmista koroista vai pienentyneistä voitoista.



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

## PHOENIX YHTIÖISTÄ

Tämänkertaisena esittelykohteenani on amerikkalainen puhelinratkaisujen toimittaja Avaya. Kävin tapaamassa yhtiötä ollessani toukokuussa Yhdysvalloissa ja Phoenix on tehnyt siihen ensimmäisen sijoituksensa.



Avaya erotettiin Lucentista vuonna 2000 (joka taas erotettiin telemonopoli ATT:stä vuonna 1996). Perinnökseen Avaya siis sai USA:n markkinoilla johtavan aseman kiinteissä puhelinjärjestelmissä, call centerissä ja niihin liittyvässä tietotekniikassa.

Vuonna 2000 yhtiön liikevaihto oli yli 8 miljardia dollaria, viime vuonna enää 4,9 miljardia. Pari ensimmäistä vuotta toiminta oli tappiollista muun muassa isojen uudelleenjärjestelyjen vuoksi. Kiinteiden linjojen puhelinliiketoiminnan myllerrys on ollut melkoista, mutta pohjat saavutettiin todennäköisesti vuonna 2003, jolloin yhtiön liikevaihto jäi 3,7 miljardiin dollariin.

Arvostusmielessä Avaya vaikuttaa hyvinkin kiinnostavalta. Markkina-arvo on hieman yli 5 miljardia dollaria, yhtiöllä on 800 miljoonan dollarin nettokassa ja toiminnan bruttokassavirta vuonna 2005 oli 500 miljoonaa. Siis tyypillinen arvostus hiipuvalla yhtiöllä Yhdysvaltain korkean korkotason markkinoilla. Mistä kenkä sitten puristaa ja miksi Avaya on Phoenixin kannalta kiinnostava?

Ongelmana on ollut uuden teknologian aikaansaama hurja hintaeroosio yritysten puhelinratkaisuissa. Aiemmin hyvin tuottaneet vanhojen vaihteiden huoltosopimukset loppuvat aikanaan ja tilalle tulee uusia asiakkaille edullisempia ratkaisuja.

### Uusia ratkaisuja, uusia mahdollisuuksia

Huhut yrityspuhelumarkkinan kuolemasta ovat kuitenkin sekä ennenaikaisia että pahasti liioiteltuja. IP-teknologian myötä markkina kasvaa taas ja tulevat sovellusmahdollisuudet vaikuttavat hyvinkin houkuttelevilta.

Itse puhelinliikenteen hinnat tulevat toki putoamaan edelleenkin, mutta ratkaisujen kaupan voisi olettaa kiihtyvän, koska IP -teknologiat antavat lähes rajattomat mahdollisuudet ”älyn” lisäämiselle puhelinjärjestelmiin.

Puhelimiin (jotka siis itse asiassa ovat joko ohjelmistoina tavallisten tietokoneiden sisällä tai dedikoituja ääni-liikennetietokoneita) voidaan ohjelmoida uusia käyttöä tehostavia ominaisuuksia ja niiden kommunikaatiota muiden viestintävälineiden kanssa voidaan sekä lisätä että tehostaa.



Äänikommunikaatiota ylipäättävästi voidaan tulevaisuudessa entistä paremmin integroida erilaisiin tietojärjestelmiin, kuten asiakasrekistereihin, eikä se enää jää omaksi epämääräiseksi saarekkeeksi, jota hoidetaan täysin eri tavalla ja tekniikoilla kuin yrityksen muuta viestintäliikennettä.

Avaya pystynee kilpailijoitaan paremmin hyödyntämään johtavaa markkina-asemaansa, kun vanhalle teknologialle perustuvan liiketoiminnan kokemista iskuista pahimmat alkavat jäädä taakse. IP -ratkaisujen kasvu on toistaiseksi hukkunut vanhojen sopimusten hintaeroosion alle.

IP -järjestelmien markkinaosuus arvioidaan edelleenkin vain 13%:ksi. Avayalla niiden osuus on noin 20% ja kasvu kompensoi jo vanhan liiketoiminnan hiipumista. Yhtiön voisi olettaa pystyvän hyödyntämään vahvaa itsenäistä asemaansa ja siten saamaan vieläkin suuremman osan kasvukakusta.

Pidän Avayan kaltaisista yhtiöistä: kassavirta ja markkina-asema luovat vahvan perustan ja kasvava uusi liiketoiminta, jota tosin alkuvaiheessa syö vanhojen toimintojen kutistuminen, luo hyvän perustan tulevalle nousulle.

Nähtäväksi jää olenko oikeassa siinä, että Avaya saa käytettyä hyväkseen uusien teknologioiden mahdollisuuksia samalla kun vanhaa ajetaan kontrolloidusti alas. Siinä tapauksessa kurssinousulle olisi paljon potentiaalia.

## RAHASTOJEN TUNNUSLUKUJEN MÄÄRITELMIÄ

### Volatiliteetti / standardipoikkeama

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

### Indeksipoikkeama (tracking error / aktiivinen riski)

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

### Salkun kiertonopeus

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

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

### Kaupankäyntikulut

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

### Total expense ratio / TER

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

Jos rahastolla on *tuottosidonnainen palkkio*, lasketaan se annualisoituna arvona alkaen edeltävästä vuodenvaihteesta kunkin rahaston sääntöjen mukaan.

### Kokonaiskulut / TKA

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

### Välityspalkkiot lähipiirille

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

### Korkoriski (duraatio)

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

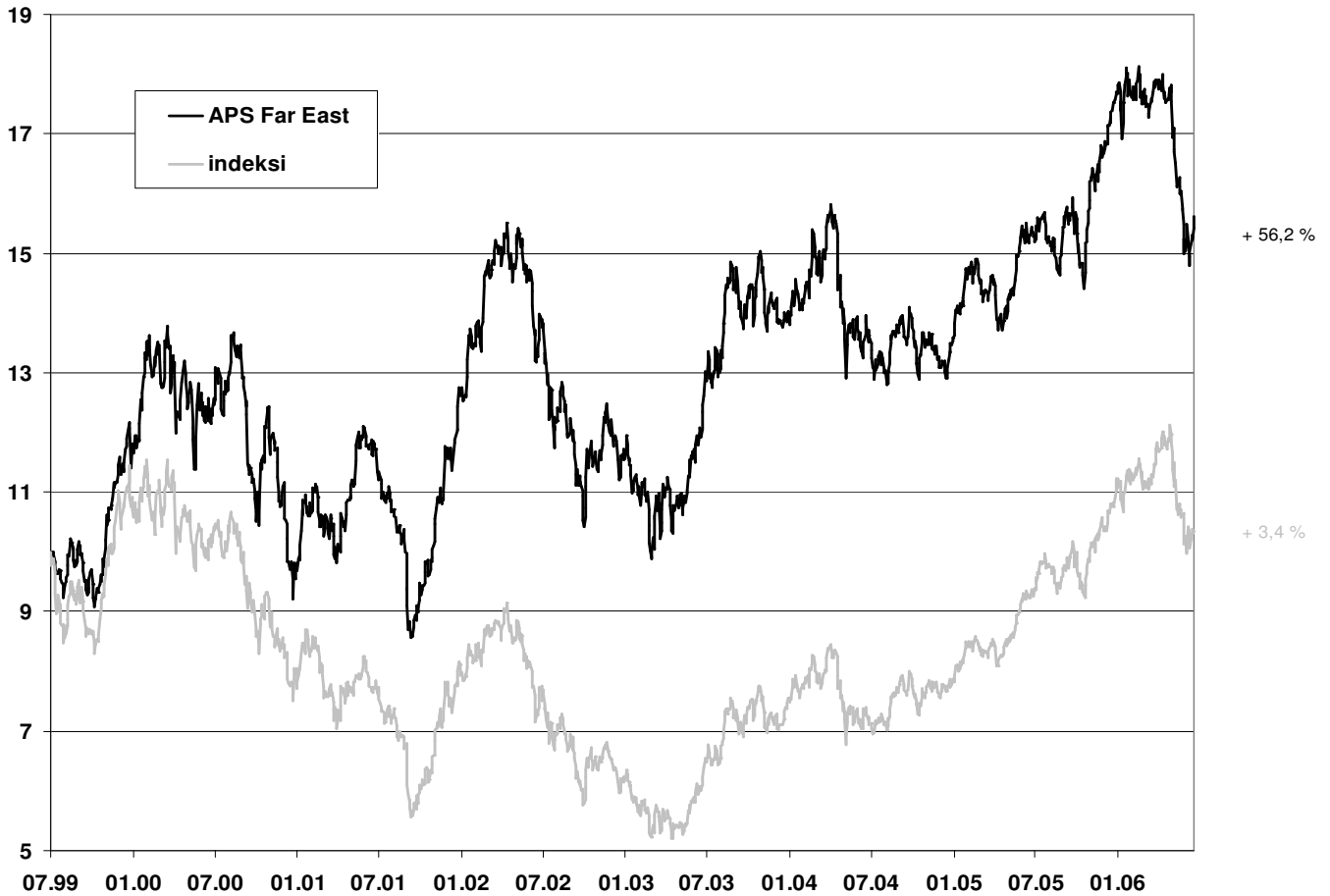
### Sharpen luku

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

## APS Far East ja vertailuindeksi

Euro

13.7.1999 - 30.6.2006



### RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	13.7.1999
Tyyppi	Osakkeet, Kaukoitä
Rahaston koko (milj. euroa)	60,4
Vertailuindeksi	MSCI AC Far East Free ex-Japan
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	1,2 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	on
Merkintäpalkkio	0 – 2,5 %, riippuen merkintäsummasta
Lunastuspalkkio	0 % (0,5 %, jos sijoitusaika on alle 6 kk)*
Salkunhoitaja	APS Asset Management

\*Lunastuspalkkio maksetaan rahastoon.

### TUOTTO- JA RISKI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	-11,8 %	17,7 %	-8,5 %	23,7 %
1 v	2,2 %	15,3 %	11,9 %	17,5 %
3 v	29,8 %	16,2 %	71,9 %	18,1 %
5 v	31,7 %	19,0 %	33,6 %	21,1 %
Aloituspäivästä	56,2 %	20,9 %	3,4 %	22,3 %
Aloituspäivästä p.a.	6,6 %		0,5 %	

### KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.7.2005 – 30.6.2006

Palkkiot yhteensä (TER)	1,23 %
Tuottosidonnainen palkkio (vuoden alusta)	0,00 %
Kaupankäyntikulut	0,34 %
Kokonaiskulut (TKA)	1,57 %
Salkun kiertonopeus	99,2 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	10,80 %
Lähipiirin omistusosuus (30.6.2006)	0,42 %

### SUURIMMAT OMISTUKSET

Yhtiö	Maa	Osuus rahastosta
HON HAI PRECISION INDUSTRY	Taiwan	7,8 %
FOXCONN TECHNOLOGY CO LTD	Taiwan	5,3 %
TEXWINCA HOLDINGS LTD.	Hongkong	4,7 %
SAMSUNG ELECTRONICS CO LTD	Korean tasavalta	4,6 %
KIA MOTORS CORPORATION	Korean tasavalta	4,0 %
WANT WANT HOLDINGS LTD	Singapore	3,8 %
KINGBOARD CHEMICALS HOLDINGS	Hongkong	3,8 %
HANA FINANCIAL GROUP	Korean tasavalta	3,4 %
CATCHER TECHNOLOGY CO LTD	Taiwan	3,0 %
BANGKOK BANK PUBLIC CO LTD	Thaimaa	3,0 %

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

## SALKUNHOITAJALTA

**Markkinat ja rahaston kehitys**

Vuoden 2006 toinen neljännes oli osakemarkkinoilla rajun korjausliikkeen aikaa. Vertailuindeksimme kuvaamat Aasian markkinat putosivat 8,5% ja rahasto sitäkin enemmän eli 11,8%.

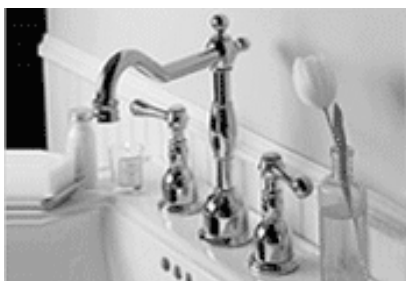
Markkinat liikkuvat kuitenkin jonkin verran ylöspäin kesäkuun lopussa. Sijoittajat ovat pelänneet Yhdysvaltain koronnostojen vähentävän viennin kasvumahdollisuuksia. Huolia helpotti jonkin verran kesäkuussa tulleet indikaatiot siitä, että Yhdysvaltain keskuspankin kaksivuotinen koronnostoputki saattaisi nyt olla pikku hiljaa loppumassa. Eniten orastava kesäoptimismi tuntui Singaporen markkinoilla, kun taas Filippiinit, Thaimaa ja Malesia laskivat edelleen.

Rahaston kehitystä vetivät alaspäin muutamat erityisen huonosti kehittyneet osakkeet. Kolmen osakkeen kurssi laski vuosineljänneksen aikana yli 40%. Nämä olivat korealainen muun muassa magnesium- ja sinkkivalettuja komponentteja elektroniikkateollisuudelle – pääasiassa Samsungille – valmistava KH Vatec, singaporelainen sopimusvalmistaja HI-P ja taiwanilainen piirilevyihin erikoistunut Nan Ya PCB, joka oli myös salkun uusi hankintoja.

Rahaston suuremmista sijoituksista huonoiten menestyi Kia Motors, jonka arvo laski vuosineljänneksen aikana yli 20%.

Positiivistakin kehitystä oli. Tietokoneiden ja oheislaitteiden valmistukseen keskittyvän taiwanilaisen Foxconnin kurssi nousi tarkastelujaksolla yli 20%.

Lähes samoihin lukemiin ylsi keittiöihin ja kylpyhuoneisiin hanoja, putkija ja altaita ja muita tarvikkeita valmistava taiwanilainen Globe Union. Yhtiö on kasvanut erikoisaloillaan suurimmaksi vientitoimittajaksi Yhdysvaltojen markkinoille.



*Hanoi, kraanoi, venttiilei... Globe Unionin laadukkaat keittiö- ja kylpyhuonetarvikkeet käyvät erinomaisesti kaupaksi vientimarkkinoilla.*

**Uudet sijoitukset ja myynnit**

Rahasto teki jakson aikana vain kaksi uutta sijoitusta.

Nan Ya PCB on suurin taiwanilaisista Flip Chip –pohjamateriaalin tuottajista. Flip Chip– teknologia, josta käytetään myös tarkempaa nimitystä Direct Chip Attach, tarkoittaa sitä, että komponentit kiinnitetään piirilevylle tavallaan ylösalaisin ja pohjamateriaalissa valmiina olevat muodostumat korvaavat komponenttien väliset erikseen kiinnitettävät liitokset. Flip Chip on monin osin korvaamassa perinteistä piirilevyteknologiaa ja uskomme Nan Ya:n hyötyvän tulevaisuudessa tästä kehityksestä, vaikka osakkeen tämän neljänneksen kehitys olikin erittäin huono.

Toinen tulokas salkussa on thaimaalainen Bangkok Bank. Sitä ovat pitkään vaivanneet huonolaatuinen lainasalkku, jota on nyt saatu parannettua markkinan yleistä tasoa vastaavaksi. Uskomme, että tämä antaa sekä mahdollisuuden tehostaa Bangkok Bankin tulevaa luotonantoa että antaa liikkumavaraa laajemman palveluvalikoiman kehittämiseksi tulevaisuudessa. Näiden toimien myötä uskomme myös kannattavuuden parantuvan ja arvostuksen kehittyvän muun markkinan tasolle.

Rahaston salkusta myytin jakson aikana johdon ja omistajatahojen riitelyn vuoksi pitkään vaikeuksissa ollut Weichai Power sekä Hyundai Motors.

**APS:n sijoitusfilosofia**

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

*APS Asset Management*

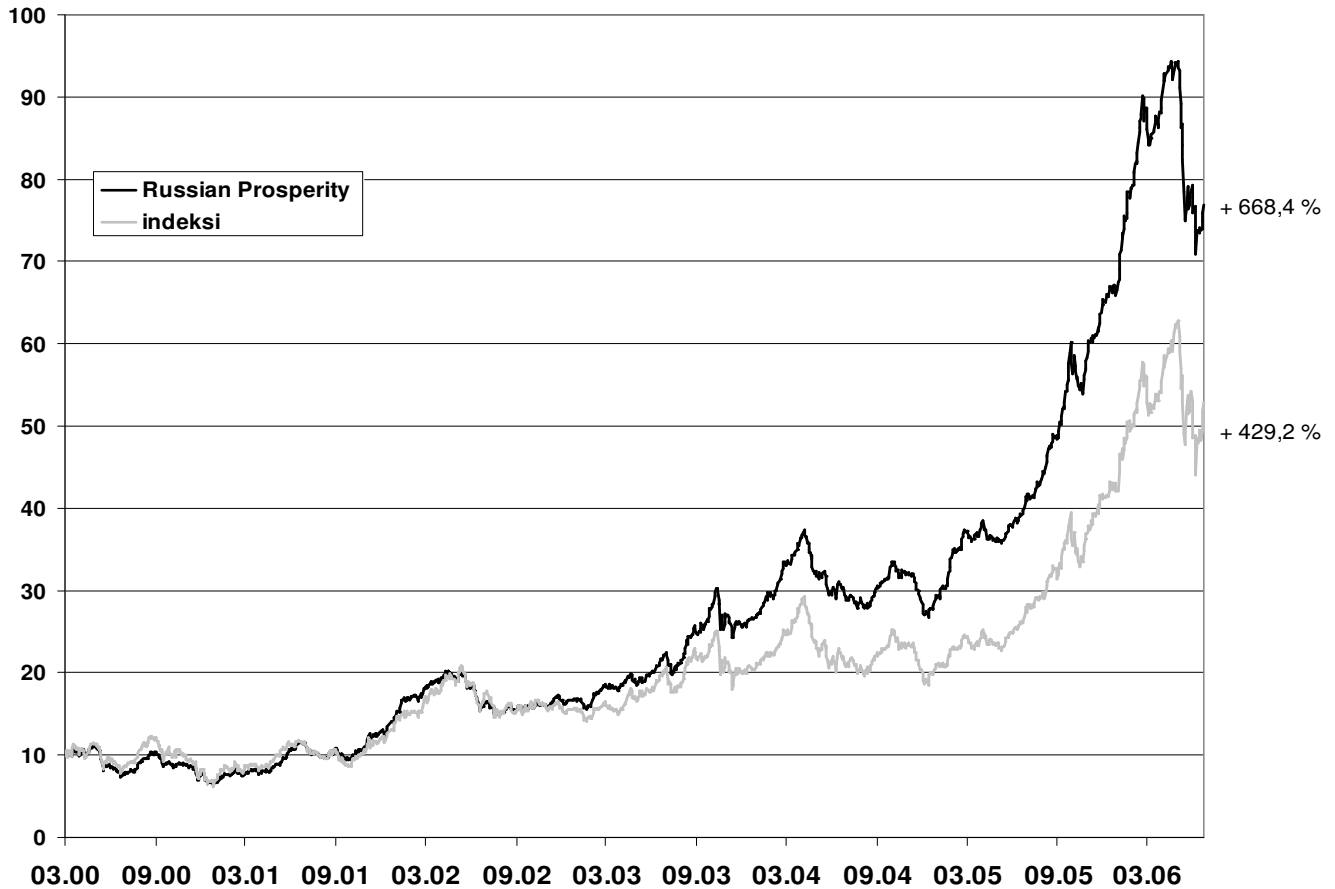
RUSSIAN PROSPERITY FUND EURO  
30.6.2006

Aktiivinen osakerahasto, joka sijoittaa pääosin Venäjän osakemarkkinoille.

## Russian Prosperity ja vertailuindeksi

Euro

8.3.2000 - 30.6.2006



### RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	8.3.2000
Tyyppi	Osakkeet, Venäjä
Rahaston koko (milj. euroa)	147,4
Vertailuindeksi	RTS1 - Interfax
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	1,4 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	on
Merkintäpalkkio	0 - 2,5 %, riippuen merkintäsummasta
Lunastuspalkkio	0 % (0,5 %, jos sijoitusaika alle 6 kk)*
Salkunhoitaja	Petri Rutanen

\*Lunastuspalkkio maksetaan rahastoon.

### KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.7.2005 – 30.6.2006

Paikkit yhteensä (TER)	1,45 %
Tuottosidonnainen palkkio (vuoden alusta)	0,00 %
Kaupankäyntikulut**	0,94 %
Kokonaiskulut (TKA)	2,39 %
Salkun kiertonopeus	-18,88 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	15,90 %
Lähipiirin omistususuus (30.6.2006)	0,07 %

### TUOTTO- JA RISKI

	Rahasto		Vertailuindeksi*	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	-12,0 %	27,4 %	-1,6 %	44,8 %
1 v	93,2 %	20,8 %	100,3 %	32,0 %
3 v	253,5 %	21,4 %	165,9 %	31,0 %
5 v	570,8 %	22,3 %	359,1 %	31,6 %
Aloituspäivästä	668,4 %	24,5 %	429,2 %	34,8 %
Aloituspäivästä p.a.	38,1 %		30,2 %	

\* Huom! Hintaindeksi.

\*\* Kaupankäyntikulut on arvio. Suurin osa Venäjän osakekaupasta käydään ns. nettokauppana ilman eksplisiittisiä välityspalkkioita.

SUURIMMAT OMISTUKSET	Maa	Osuus rahastosta
SURGUTNEFTEGAZ-PFD \$US	Venäjä	9,3 %
LUKOIL-US\$	Venäjä	8,8 %
WIMM-BILL-DANN FOODS-US\$	Venäjä	6,3 %
BASHNEFT- RTS PFD US\$	Venäjä	6,1 %
TNK BP HOLDING ORD US\$	Venäjä	5,6 %
RITEK - \$US	Venäjä	4,6 %
TNK BP HOLDING PREF US\$	Venäjä	4,2 %
UNIFIED ENERGY SYSTEM-\$US	Venäjä	3,9 %
TATNEFT-PFD-\$US	Venäjä	3,5 %
VIMPELCOM-SP ADR	Venäjä	3,3 %

## SALKUNHOITAJALTA

USA:sta toukokuussa levinnyt osakekurssien heilunta vaikutti myös Venäjän markkinoilla. Venäjän RTS -osakeindeksin kehitys oli kesäkuussa kuitenkin jo kuukausitasolla positiivinen.

Rahastolle kirjattiin vuosineljänneksellä arvonlaskua -12%, vertailuindeksin laskiessa -1,6%. Tärkein syy eroon vertailuindeksiimme nähden on sama, joka vuosien mittaan on tuonut meille huomattavaa ylituottoa. Emme sijoita indeksin mukaisesti, vaan haemme tuottoa omilla osakevalinnoilla.

Venäjälle on vuosineljänneksen aikana edelleen virrannut runsaasti ulkomaisten ”portfoliosijoittajien” rahaa. He ovat suosineet isoja tunnettuja yhtiöitä kuten Gazprom (+26%) ja Norilsk Nikkel (+38%). Näiden yhtiöiden puuttuminen tai alipaino salkussamme on verottanut tuottoja.

Gazpromin huima kehitys on nähdäksemme lähinnä teknisistä syistä johtuvaa: sen paino indeksissä nousi valtion vapautettua osakkeita kaupankäynnin kohteiksi. Norilsk Nickelin kurssinousu taas johtuu kaikkien sen tuottamien metallien spekulatiivisesta hinnannoususta.

Kurssilasku Venäjällä oli seurausta maailmalla lisääntyneestä epävarmuudesta markkinoiden suunnasta, sillä Venäjän talouden suunta on kaikkea muuta kuin epäselvä. Toukokuun tilastot osoittivat talouskasvun vain kiihtyneen (etenkin valmistavassa teollisuudessa) ja inflaation edelleen hidastuneen.

### Venäjä valokeilassa

Paljon julkisuutta saanut G8 -maiden huippukokous, joka pidetään Pietarissa heinäkuussa, tulee olemaan merkkipaalu, joka osoittaa sitä miten hyvin Venäjä on jo onnistunut integroitumaan maailmantalouteen.

Valtio ilmoitti näin kokouksen alla maksavansa takaisin ns. Pariisin kerhon velkojamille koko Neuvostoliiton aikaisen ulkomaanvelkansa (22 miljardia dollaria). Hyötynä - päätöksen saamaan positiivisen julkisuuden lisäksi - valtio tulee säästämään arviolta 7 miljardin dollarin arvosta korkomaksuja. Takaisinmaksun seurauksena ulkoisen valtionvelan osuus lähentelee 50 miljardia dollaria, joka on vain n. 5% Venäjän bruttokansantuotteesta.

Talouskasvun veturi ovat suuret raaka-ainevarat ja Venäjän kilpailukyky kaikessa raaka-aineintensiivisessä tuotannossa. On kuitenkin syytä huomata, että viennin ollessa vain n. 30% maan BKT:stä, maan talous on viime vuosina osoittanut merkittävää monipuolistumista. Lisääntynyt luottamus

Venäjään niin ulkomailla kuin kotimaassa on seurausta myös maan hallituksen yhä liberaalimmasta asenteesta. Velkojen takaisinmaksun lisäksi esimerkkejä tästä ovat 1.7.2006 toteutettu valuutan täysi vaihdettavuus sekä hyvin edenneet jäsenneuvottelut Maailman kauppajärjestön (WTO:n) kanssa.

Vahva kilpailukyky raaka-ainetuotannossa ja energia-sektorilla luovat hyvät mahdollisuudet kehittää korkeamman jalostusarvon teollisuutta. Väestön lisääntynyt hyvinvointi ja vauraus tekevät mahdolliseksi kehittää myös kotimaan markkinoille tuotantonsa suuntaavaa teollisuutta.

Vaikka venäläinen työvoima ei ole maailmanlaajuisesti katsoen erityisen halpaa, on markkinavoimien siivittämä talouskasvu tuonut investointeihin tarvittavaa pääomaa ja mahdollisuuksia muiden edullisten tuotantotekijöiden sekä hyvin koulutetun työvoiman hyödyntämisen.

### Yritykset kansainvälistyvät

Venäläiset yhtiöt ovat myös ottaneet merkittäviä askelia kohti integraatiota kansainväliseen yritysmaailmaan. Eniten näkyvyyttä sai Alexei Mordashovin pyrkimykset yhdistää omistamansa Severstalin metallitoiminnat eurooppalaisen teräsyhtiön Arcelorin kanssa.

Vaikka Mittal Steel lopulta tarjosi vielä korkeampaa kauppahintaa, oli draama Arcelorin ympärillä selvä suunnannäyttäjäksi muille kansainvälisille yrityskaupoille ja käy hyvin osoitukseksi venäläisten yrittäjien halusta päästä toimimaan maailman markkinoille. Onnistuneitakin esimerkkejä toki löytyy, mm. Norilsk Nickelin ja kansainvälisen kaivosjätin BHP Billitonin kesäkuinen ilmoitus perustaa yhteisyritys harjoittamaan kaivostoimintaa Venäjän länsiosissa. Kreikassa venäläinen Sistema osti 51% Intracom Telecoms -yhtiöstä 240 miljoonalla eurolla ja ilmoitti investoivansa Kreikkaan yli miljardi euroa lisää.

### Rosneft

Lopuksi on varmaan aiheellista kommentoida tulevaa Rosneft öljy-yhtiön listautumisania, Venäjän tähän mennessä suurinta. Kyseessä on valtion omistama yhtiö, joka on yksityisiä kilpailijoitaan huomattavasti tehottomampi. Uskomme, että Rosneftin kannattavuus tulee pysymään alemmalla tasolla vaikka se investoisiko jalostuskapasiteetin lisäämiseen. Vaikka listautumishinta olisi hintahaarukan alapäässä (60 miljardia dollaria) on yhtiön tuloskerroin eli P/E -luku kuluvalle vuodelle arviomme mukaan n. 14. Salkussamme olevien LUKoilin ja TNK-BP:n vastaavat luvut ovat 8 ja 6.

Vaikka Rosneftilla uskotaan vuosien päästä olevan enemmän mahdollisuuksia tuotannon lisäämiseen, emme uskalla antaa suurta painoarvoa vuoden 2010 jälkeisille ennusteille. On sanomattakin selvää, että tarvittava tuotantokapasiteetin lisäys vaatii yhtiöltä merkittäviä investointeja.

Gazprom on esimerkki siitä, miten investoinnit ovat syöneet kaiken vapaan kassavirran. Sama on odotettavissa Rosneftin kohdalla, varsinkin kun sen vuoden 2010 jälkeiset porausprojektit sijaitsevat täysin uusilla alueilla Itä-Siperiassa ja Kaukoidässä. Rosneftin omistajilla ei siis ole odotettavissa osinkoja lähivuosina - toisin kuin LUKoilin ja etenkin TNK-BP:n osakkeenomistajilla.

Rosneftin korkea arvostustaso kannattaa hyväksyä vain jos uskoo yhtiön saavan loputkin Yukoksen osat reilusti alle markkinahinnan. Toisaalta on myös riski siitä, että Rosneft joutuu vielä kesken olevan Yukos -oikeudenkäynnin tuloksena lisähyvityksiin Yukoksen osakkeenomistajille. Tämä riski on merkittävä, sillä entisen Yukosin varat muodostavat peräti 70% Rosneftin tuotannosta.

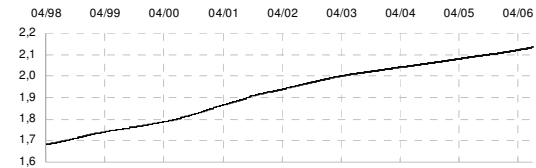
Sijoitusneuvoja Prosperity Capital Managementin raporttien pohjalta,



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

## RAHAMARKKINARAHASTO AAA 30.6.2006

### ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Rahamarkkinarahasto, joka sijoittaa eurooppalaisiin lyhytaikaisiin korkoinstrumentteihin.

### RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	1.4.1998
Tyyppi	Lyhyet korot, euro-alue
Rahaston koko (milj. euroa)	132,6
Vertailuindeksi	3 kk rahamarkkinaindeksi
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,2 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintäpalkkio	0 %
Lunastuspalkkio	0 %
Salkunhoitaja	Jarkko Niemi

### TUOTTO- JA RISKI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	0,6 %	0,1 %	0,7 %	0,1 %
1 v	2,0 %	0,1 %	2,4 %	0,1 %
3 v	6,0 %	0,1 %	7,0 %	0,1 %
5 v	13,1 %	0,1 %	14,8 %	0,2 %
Aloituspäivästä	26,9 %	0,1 %	30,1 %	0,2 %
Aloituspäivästä p.a.	2,9 %		3,2 %	

### KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.7.2005 – 30.6.2006

Palkkiot yhteensä (TER)	0,20 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,02 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,22 %
Salkun kiertonopeus	139,11 %
Lainaluokitukset (rating)	AAA / AA / A 100 %
Salkun korkoriski (duraatio)	0,29
Välityspalkkiot lähipiirille	0,00 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	0,06 %
Lähipiirin omistusosuus (30.6.2006)	1,09 %

### SUURIMMAT OMISTUKSET

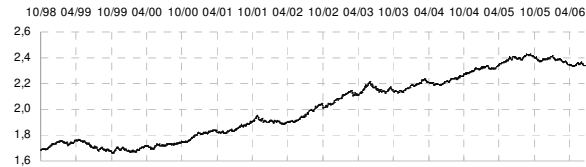
	Maa	Osuus rahastosta
Sijoitustodistus Depha Bank Plc 12.01.2007	Irlanti	7,4 %
Määräaikainen talletus SEB 04.09.2006	Suomi	6,1 %
Määräaikainen talletus Nordea 02.01.2007	Suomi	6,0 %
Sijoitustodistus Ålandsbanken 02.10.2006	Suomi	6,0 %
Määräaikainen talletus Sampo 10.10.2006	Suomi	5,3 %
Yritystodistus Kuntarahaus 17.07.2006	Suomi	5,3 %
Valtion obligaatio 5.00% 04.07.2007	Suomi	4,3 %
Määräaikainen talletus Aktia 22.09.2006	Suomi	3,8 %
Määräaikainen talletus Ålandsbanken 18.12.2006	Suomi	3,8 %
Yritystodistus Kuntarahaus 13.07.2006	Suomi	3,8 %

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

## EURO-OBLIGAATIOINDEKSIRAHASTO

30.6.2006

## ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Obligaatioindeksirahasto, joka seuraa euroalueen valtioiden liikkeelle laskemien lainojen indeksia.

## RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	14.10.1998
Tyyppi	Pitkät korot, euro-alue
Rahaston koko (milj. euroa)	35,7
Vertailuindeksi	EFFAS Bond Indices Euro Govt All
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,3 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintäpalkkio	0 %
Lunastuspalkkio	0 % (0,2 %, jos sijoitusaika alle 3 kk)*
Salkunhoitaja	Jarkko Niemi

\*Lunastuspalkkio maksetaan rahastoon.

## TUOTTO- JA RISKI

	Rahasto		Vertailuindeksi*	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	-0,7 %	2,9 %	-0,7 %	3,3 %
1 v	-2,9 %	2,8 %	-2,6 %	3,1 %
3 v	7,5 %	3,1 %	8,6 %	3,2 %
5 v	27,6 %	3,4 %	29,3 %	3,5 %
Aloituspäivästä	39,0 %	3,4 %	41,7 %	3,4 %
Aloituspäivästä p.a.	4,4 %		4,7 %	

\* Vertailuindeksiä vaihdettu rahaston historian aikana.

## KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.7.2005 - 30.6.2006

Palkkiot yhteensä (TER)	0,31 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,02 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,33 %
Salkun kiertonopeus	-3,49 %
Lainaluokitukset (rating)	AAA 100 %
Salkun korkoriski (duraatio)	5,83
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	1,43 %
Lähipiirin omistusosuus (31.3.2006)	0,01 %

## SUURIMMAT OMISTUKSET

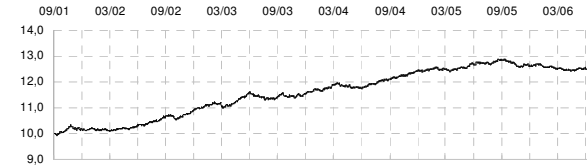
	Maa	Osuus rahastosta
Valtion obl. 4.25% 04.05.04 - 04.07.15	Suomi	19,9 %
Valtion obl. 5.375% 04.07.02-13	Suomi	18,5 %
Valtion obl. 5.75% 23.2.00-11	Suomi	18,1 %
Saksan Valtion Obl. 3,5% 4.1.2016	Saksa	10,7 %
Valtion obl. 2,75% 15.09.2010	Suomi	8,1 %
Valtion obl. 5.00% 25.4.98-09	Suomi	5,8 %
Valtion obl. 3,875% 15.09.2017	Suomi	5,5 %
Valtion obl. 3,00 % 04.07.2008	Suomi	4,7 %
Saksan Valtion Obl. 5% 4.7.2011	Saksa	2,9 %

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

## EURO CORPORATE BOND

30.6.2006

## ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Obligaatioindeksirahasto, joka seuraa yritysten liikkeelle laskemien euromääräisten lainojen indeksia.

## RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	17.9.2001
Tyyppi	Pitkät korot, euro-alue
Rahaston koko (milj. euroa)	14,4
Vertailuindeksi	Merrill Lynch EMU Corporates Non-Financial Index
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,35 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintäpalkkio	0 %
Lunastuspalkkio	0 % (0,2 %, jos sijoitusaika alle 3 kk)*
Salkunhoitaja	Jarkko Niemi

\*Lunastuspalkkio maksetaan rahastoon.

## TUOTTO- JA RISKI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	-0,5 %	2,4 %	-0,5 %	2,5 %
1 v	-2,7 %	2,4 %	-2,1 %	2,4 %
3 v	8,3 %	2,7 %	11,3 %	2,7 %
Aloituspäivästä	24,2 %	2,9 %	29,8 %	2,9 %
Aloituspäivästä p.a.	4,6 %		5,6 %	

## KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.7.2005 – 30.6.2006

Palkkiot yhteensä (TER)	0,36 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,05 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,41 %
Salkun kiertonopeus	30,17 %
Lainaluokitukset (rating)	AAA 20 %, AA 4 %, A 40 %, BBB 36 %
Salkun korkoriski (duraatio)	4,51
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	1,41 %
Lähipiirin omistusosuus (31.3.2006)	0,02 %

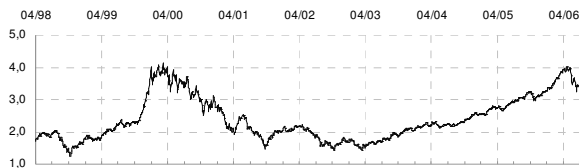
## SUURIMMAT OMISTUKSET

	Maa	Osuus rahastosta
Valtion obl. 5,375% 04.07.02-13	Suomi	6,0 %
Valtion obl. 5,75% 23.2.00-11	Suomi	6,0 %
Bayer AG JVK 6,00%, 10.04.2012	Saksa	3,7 %
Gas Natural Finance JVK 6,125 % 10.02.2010	Espanja	3,7 %
UPM-Kymmene JVK 6,125% 23.01.2012	Suomi	3,7 %
Volvo treasury Ab JVK 5,375% 26.01.2010	Ruotsi	3,6 %
Electricite De France JVK 4,625 % 06.11.2013	Ranska	3,6 %
Iberdrola Intl JVK 4,875% 18.02.2013	Alankomaat	3,5 %
Telefonica Europe BV JVK 5,125 % 14.02.2013	Alankomaat	3,5 %
Fortum Oyj JVK 4,625 % 19.11.2010	Suomi	3,5 %

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

**SELIGSON & CO SUOMI -INDEKSIRAHASTO**  
30.6.2006

**ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)**



Suomi -indeksirahasto seuraa Helsingin pörssin Benchmark -indeksiä.

**RAHASTON AVAINTIEDOT**

Aloituspäivä	1.4.1998
Tyyppi	Osakerahasto, Suomi
Rahaston koko (milj. euroa)	23,5
Vertailuindeksi	OMX Helsinki Benchmark Cap_GI
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,5 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintäpalkkio	0 %
Lunastuspalkkio	0 % (0,5 %, jos sijoitusaika alle 6 kk)*
Salkunhoitaja	Jani Holmberg / Samuli Seppävuori

\*Lunastuspalkkio maksetaan rahastoon.

**TUOTTO- JA RISKI**

	Rahasto		Vertailuindeksi*	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	-9,7 %	25,2 %	-9,6 %	25,0 %
1 v	20,9 %	16,0 %	21,5 %	15,9 %
3 v	109,2 %	14,1 %	97,6 %	14,1 %
5 v	67,0 %	19,8 %	48,7 %	19,8 %
Aloituspäivästä	107,8 %	26,0 %	71,3 %	26,4 %
Aloituspäivästä p.a.	9,3 %		6,7 %	

\* Huom! Hintaindeksi (OMX Helsinki 25 -osakeindeksi) 30.6.2005 asti. 1.7.2005 lähtien Helsinki Benchmark Cap -tuottoindeksi.

**KULUT JA TUNNUSLUVUT**

1.7.2005 – 30.6.2006

Palkkiot yhteensä (TER)	0,51 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,10 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,61 %
Salkun kiertonopeus	30,64 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	0,53 %
Lähipiirin omistusosuus (30.6.2006)	0,26 %

**SUURIMMAT OMISTUKSET**

Yhtiö	Maa	Osuus rahastosta
NOKIA OYJ	Suomi	8,9 %
UPM-KYMMENE OYJ	Suomi	8,8 %
SAMPO OYJ-A SHS	Suomi	8,7 %
STORA ENSO OYJ-R SHS	Suomi	8,1 %
FORTUM OYJ	Suomi	5,5 %
METSO OYJ	Suomi	4,4 %
NESTE OIL OYJ	Suomi	4,2 %
SANOMAWSOY OYJ	Suomi	3,0 %
NORDEA AB - FDR	Ruotsi	3,0 %
TIETOENATOR OYJ	Suomi	3,0 %

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

**OMXH25 -INDEKSIOSUUSRAHASTO**  
30.6.2006

**ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)**



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

**RAHASTON AVAINTIEDOT**

Aloituspäivä	8.2.2002
Tyyppi	Osakerahasto, Suomi
Rahaston koko (milj. euroa)	188,6
Vertailuindeksi	OMX Helsinki 25 -osakeindeksi
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,11 - 0,23 % (rahaston koon mukaan)
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintäpalkkio	- / osakevälityspalkkio
Lunastuspalkkio	- / osakevälityspalkkio
Salkunhoitaja	Jani Holmberg / Samuli Seppävuori

**TUOTTO- JA RISKI**

	Rahasto		Vertailuindeksi*	
	Tuotto**	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	-11,9 %	25,6 %	-10,0 %	26,0 %
1 v	19,0 %	16,2 %	18,9 %	16,3 %
3 v	94,7 %	14,5 %	94,5 %	14,5 %
Aloituspäivästä	55,8 %	17,8 %	55,8 %	17,7 %
Aloituspäivästä p.a.	10,6 %		10,6 %	

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

**KULUT JA TUNNUSLUVUT**

1.4.2005 - 31.3.2006

Palkkiot yhteensä (TER)	0,22 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,10 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,32 %
Salkun kiertonopeus	60,55 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	0,36 %
Lähipiirin omistusosuus (30.6.2006)	0,0 %

**SUURIMMAT OMISTUKSET**

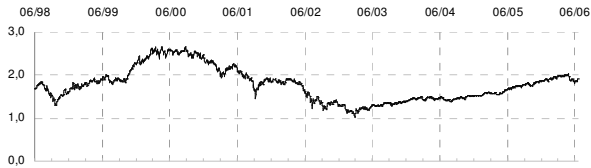
Yhtiö	Maa	Osuus rahastosta
FORTUM OYJ	Suomi	10,9 %
UPM-KYMMENE OYJ	Suomi	9,9 %
NOKIA OYJ	Suomi	9,6 %
SAMPO OYJ-A SHS	Suomi	9,3 %
STORA ENSO OYJ-R SHS	Suomi	7,9 %
TELIASONERA AB	Ruotsi	4,8 %
METSO OYJ	Suomi	4,5 %
NESTE OIL OYJ	Suomi	4,5 %
KONE OYJ-B	Suomi	4,0 %
NORDEA AB - FDR	Ruotsi	3,5 %

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



**EUROOPPA 50 –INDEKSIRAHASTO**  
30.6.2006

**ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)**



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

**RAHASTON AVAINTIEDOT**

Aloituspäivä	15.6.1998
Tyyppi	Osakerahasto, Eurooppa
Rahaston koko (milj. euroa)	42,6
Vertailuindeksi	DJ STOXX 50
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,5 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintäpalkkio	0 %
Lunastuspalkkio	0 % (0,5 %, jos sijoitusaika alle 6 kk)*
Salkunhoitaja	Jani Holmberg / Samuli Seppävuori

\*Lunastuspalkkio maksetaan rahastoon.

**TUOTTO- JA RISKI**

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	-3,1 %	15,5 %	-3,0 %	15,5 %
1 v	12,7 %	12,4 %	13,4 %	12,5 %
3 v	47,1 %	12,2 %	50,3 %	12,2 %
5 v	-8,2 %	22,7 %	-4,6 %	22,8 %
Aloituspäivästä	13,2 %	23,0 %	23,8 %	23,3 %
Aloituspäivästä p.a.	1,6 %		2,7 %	

**KULUT JA TUNNUSLUVUT**

1.7.2005 – 30.6.2006

Palkkiot yhteensä (TER)	0,51 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,08 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,59 %
Salkun kiertonopeus	56,65 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	0,28 %
Lähipiirin omistusosuus (30.6.2006)	0,42 %

**SUURIMMAT OMISTUKSET**

Yhtiö	Maa	Osuus rahastosta
BP PLC	Iso-Britannia	6,8 %
HSBC HOLDINGS PLC	Iso-Britannia	5,5 %
GLAXOSMITHKLINE PLC	Iso-Britannia	4,5 %
TOTAL FINA ELF SA	Ranska	4,5 %
NOVARTIS AG-REG SHS	Sveitsi	3,8 %
VODAFONE GROUP PLC	Iso-Britannia	3,6 %
ROYAL DUTCH SHELL PLC-A SHS	Iso-Britannia	3,6 %
NESTLE SA-REGISTERED	Sveitsi	3,5 %
UBS AG-REGISTERED	Sveitsi	3,1 %
ROCHE HOLDING AG-GENUSSCHEIN	Sveitsi	3,0 %

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

**SELIGSON & CO JAPANI -INDEKSIRAHASTO**  
30.6.2006

**ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)**



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

**RAHASTON AVAINTIEDOT**

Aloituspäivä	29.12.1999
Tyyppi	Osakerahasto, Japani
Rahaston koko (milj. euroa)	34,0
Vertailuindeksi	TOPIX Core 30™
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,5 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintäpalkkio	0 %
Lunastuspalkkio	0 % (0,5 %, jos sijoitusaika alle 6 kk)*
Salkunhoitaja	Jani Holmberg / Samuli Seppävuori

\*Lunastuspalkkio maksetaan rahastoon.

**TUOTTO- JA RISKI**

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	-8,5 %	21,9 %	-8,3 %	22,9 %
1 v	25,0 %	18,8 %	26,6 %	19,3 %
3 v	48,8 %	20,4 %	54,8 %	20,3 %
5 v	-27,6 %	23,7 %	-24,4 %	24,1 %
Aloituspäivästä	-55,1 %	25,1 %	-53,4 %	26,2 %
Aloituspäivästä p.a.	-11,6 %		-11,1 %	

**KULUT JA TUNNUSLUVUT**

1.7.2005 – 30.6.2006

Palkkiot yhteensä (TER)	0,51 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,26 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,77 %
Salkun kiertonopeus	32,09 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	1,00 %
Lähipiirin omistusosuus (30.6.2006)	0,22 %

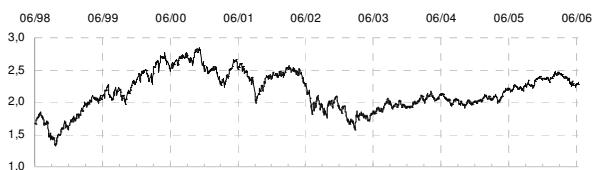
**SUURIMMAT OMISTUKSET**

Yhtiö	Maa	Osuus rahastosta
TOYOTA MOTOR CORP	Japani	11,4 %
MITSUBISHI TOKYO FINANCIAL	Japani	11,2 %
MIZUHO FINANCIAL GROUP INC	Japani	7,9 %
SUMITOMO MITSUI FINANCIAL GR	Japani	5,2 %
CANON INC	Japani	4,8 %
HONDA MOTOR CO LTD	Japani	4,2 %
TAKEDA CHEMICAL INDUSTRIES	Japani	4,0 %
MATSUSHITA ELECTRIC INDUST	Japani	3,6 %
NIPPON TELEGRAPH & TELEPHONE	Japani	3,6 %
SONY CORP	Japani	3,4 %

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

**GLOBAL TOP 25 BRANDS**  
30.6.2006

**ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)**



Osakekorirahasto, joka sijoittaa maailman arvostetuimpiin tavaramerkkeihin.

**RAHASTON AVAINTIEDOT**

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

\*Lunastuspalkkio maksetaan rahastoon.

**TUOTTO- JA RISKI**

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	-5,0 %	11,3 %	-5,8 %	10,6 %
1 v	6,2 %	11,0 %	4,5 %	10,8 %
3 v	25,6 %	12,3 %	28,6 %	12,0 %
5 v	-11,2 %	17,9 %	-15,1 %	15,8 %
Aloituspäivästä	37,1 %	19,2 %	8,0 %	16,4 %
Aloituspäivästä p.a.	4,0 %		1,0 %	

**KULUT JA TUNNUSLUVUT**

1.7.2005 – 30.6.2006

Palkkiot yhteensä (TER)	0,61 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,04 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,65 %
Salkun kiertonopeus	20,07 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	4,23 %
Lähipiirin omistusosuus (30.6.2006)	0,90 %

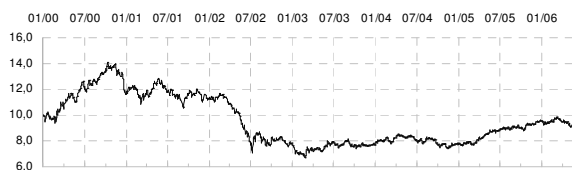
**SUURIMMAT OMISTUKSET**

Yhtiö	Maa	Osuus rahastosta
THE WALT DISNEY CO.	Yhdysvallat	7,2 %
MCDONALD'S CORPORATION	Yhdysvallat	6,8 %
PROCTER & GAMBLE CO	Yhdysvallat	6,4 %
UNILEVER NV-CVA	Alankomaat	6,2 %
COCA-COLA CO/THE	Yhdysvallat	6,1 %
NINTENDO CO LTD	Japani	4,8 %
NOKIA OYJ	Suomi	4,0 %
SONY CORP-SPONSORED ADR	Japani	4,0 %
GROUPE DANONE	Ranska	3,9 %
HERMES INTERNATIONAL	Ranska	3,9 %

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

**GLOBAL TOP 25 PHARMACEUTICALS**  
30.6.2006

**ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)**



Osakekorirahasto, joka sijoittaa maailman suurimpien lääkeyritysten osakkeisiin.

**RAHASTON AVAINTIEDOT**

Aloituspäivä	17.1.2000
Tyyppi	Osakerahasto, lääketieteellisyys
Rahaston koko (milj. euroa)	25,0
Vertailuindeksi	MSCI Pharma & Biotech
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,6 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintäpalkkio	0 %
Lunastuspalkkio	0 % (0,5 %, jos sijoitusaika alle 6 kk)*
Salkunhoitaja	Jani Holmberg / Samuli Seppävuori

\*Lunastuspalkkio maksetaan rahastoon.

**TUOTTO- JA RISKI**

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	-5,4 %	10,4 %	-5,1 %	10,2 %
1 v	4,5 %	9,9 %	3,3 %	11,3 %
3 v	17,7 %	11,6 %	6,6 %	13,4 %
5 v	-25,8 %	15,6 %	-29,7 %	18,0 %
Aloituspäivästä	-8,5 %	16,8 %	-14,2 %	19,0 %
Aloituspäivästä p.a.	-1,4 %		-2,3 %	

**KULUT JA TUNNUSLUVUT**

1.7.2005 – 30.6.2006

Palkkiot yhteensä (TER)	0,61 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,11 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,72 %
Salkun kiertonopeus	29,41 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	3,19 %
Lähipiirin omistusosuus (30.6.2006)	0,77 %

**SUURIMMAT OMISTUKSET**

Yhtiö	Maa	Osuus rahastosta
SANOFI-SYNTHELABO SA	Ranska	7,2 %
GLAXOSMITHKLINE PLC	Iso-Britannia	6,8 %
JOHNSON & JOHNSON	Yhdysvallat	6,7 %
NOVARTIS AG-REG SHS	Sveitsi	6,4 %
PFIZER INC	Yhdysvallat	5,9 %
DAIICHI SANKYO CO LTD	Japani	4,2 %
ASTRAZENECA PLC	Iso-Britannia	4,0 %
BRISTOL-MYERS SQUIBB CO	Yhdysvallat	3,8 %
TAKEDA CHEMICAL INDUSTRIES	Japani	3,5 %
ROCHE HOLDING AG-GENUSSCHEIN	Sveitsi	3,5 %

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

## VOIKO INDEKSOINTIA PARANTAA?

*Indeksirahastojen toiminta-ajatus on kirkas: tarjotaan sijoittajille markkinatuotto mahdollisimman vähillä kustannuksilla. Myös indeksirahastojen suosio on koko ajan kasvussa, etenkin ammattisijoittajien työvälineinä. Eikä ihme, saavathan aktiivisen varainhallinnan kustannukset aikaan sen, että pitkällä aikavälillä markkinatuotto on yleensä aktiivisia salkkuja parempi.*

*Indeksituotteissa – olivat ne sitten perinteisiä rahastoja tai pörssinoteerattuja ns. ETF-rahastoja – on kuitenkin pari ongelmaa. Toinen on se, että edullisina selkeinä tuotteina ne tuottavat liian vähän tuloja sijoitus-palvelujen tarjoajille. Lisäksi ne ovat joidenkin sijoittajien mielestä liian tylsiä.*

Kummastakin syystä johtuen sijoitusala etsii jatkuvasti keinoja indeksituoton lyömiseen ja myös itse indeksoinnin tehostamiseksi. Pääosin indeksirahastoja tarjoavan rahastoyhtiön kannalta yritykset parantaa indeksoinnin menetelmiä ovat erityisen kiinnostavia, koska niillä on potentiaalisesti vaikutusta koko sijoitustuotteiden tarjonnan kirjoon.

Indeksisijoittajien maailmaa on parin viime vuoden aikana kuohuttanut kaksi uutta, hyvin argumentoitua indeksointitapaa. Tunnettu salkunhoitaja Robert Arnott kumppaneineen julkisti pari vuotta sitten tutkimuksen, jonka mukaan olisi mahdollista saavuttaa perinteistä markkina-arvopohjaista indeksointia parempi tuotto ottamalla osakepainotusten lähtökohdaksi muilla mittareilla – kuten myynti, työvoiman määrä, osingot, jne. – määritelty yhtiökoko. Arnott kutsuu menetelmäänsä fundamentaali-indeksoinniksi.<sup>1</sup>

Käytännölliset amerikkalaiset ovat tietenkin jo rakentaneet myös sijoitustuotteita tämän teorian varaan. Ja kuten arvata saattaa, niiden kulumakkeen on perusindeksirahastoja korkeampi.

Toinen suurta huomiota saanut yritys parantaa indeksointia lähti liikkeellekin tuotevetoisesti. Amerikkalaisen sijoitusmaailman tähtijulkikkaita joukkoonsa kerännyt entisen hedge-rahastohoitajan Michael Steinhardtin yhtiö Wisdom Tree Investments julkaisi keväällä kokonaisen tuoteperehen indeksirahastoja, joiden sijoituspolitiikan kulmakivenä on ”osinkoindeksointi”. Perusajatus on siis antaa eniten painoa yhtiöille, jotka ovat maksaneet hyvin osinkoja.

Sekä fundamentaali-indeksoinnin että osinkoindeksoinnin puolestapuhujat ovat tehneet taustatyönsä kunnolla. Kumpienkin historiallinen data näyttää, että kyseisillä menetelmillä todellakin olisi saavutettu parempi tuotto kuin perinteisellä indeksoinnilla.

### Historiallinen tuotto ei ole tae...

Uusien indeksointitapojen kriitikot huomauttavat kuitenkin, että kaikki yritykset parantaa perinteisiä menetelmiä tuottavat salkun, jossa painotetaan ns. arvoyhtiöitä sekä pienempiä yhtiöitä. Siten ei heidän mukaansa ole yllättävää, ”...että valtaosa fundamentaalisalkkujen historiallisesta ylituotosta on kertynyt vuosina 2000–2005, joka on ollut historian parhaita jaksoja hyville osingon maksajille, arvo-osakkeille ja pienen yhtiöille.<sup>2</sup>” Mikä takaa, että tämä jatkuu?

Ei mikään. Päinvastoin: sijoitusmaailman toimintalogiikka melkein pä takaa, että se ei jatku. Jos jokin sijoituskohde tuottaa periaatteessa muita paremmin ja se tiedetään, ovat sijoittajat valmiit maksamaan siitä enemmän ja kohonneen hinnan vuoksi ylituotto kääntyy takaisin markkinatuotoksi.

### Ei ihmeläkkeitä

Seligson & Co Rahastoyhtiö tarjoaa sekä perinteisiä indeksirahastoja että muilla kriteereillä koottuja passiivisia korirahastoja. Fundamentaalinpainotettuja tai osinkoindeksirahastoja ei ainakaan vielä ole valikoimissa. Näiden käytännön historia on erittäin lyhyt ja ainakin tähän mennessä nähtyjen esimerkkien perusteella kumppaistenkin hoitaminen on kalliimpaa sekä peruspalkkioiden että esimerkiksi kaupankäyntikulujen osalta (suuremman kiertonopeuden vuoksi).

Uusien indeksointitapojen sijaan jatkamme kaikin voimin ponnisteluja itse indeksirahastojen parantamiseksi: kaupankäyntikulujen pienentämiseksi, osakelainatulojen kasvattamiseksi, ulkomaisten osinkojen lähdeverojen takaisinperinnän tehostamiseksi, pankki- ja selvityskulujen alentamiseksi, jne. Ihmeläkkeisiin emme usko, mutta pyrimme kääntämään jokaisen kustannuskiven, jotta sijoittaja-asiakkaidemme pitkän aikavälin tuotto olisi mahdollisimman hyvä.



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

<sup>1</sup> Robert D Arnott, Jason C. Hsu, Philip Moore: "Fundamental Indexation", Financial Analyst Journal (2004)

<sup>2</sup> John C. Bogle, Burton G. Malkiel: "Turn on a Paradigm", Wall Street Journal (27.6.2006)



## SELIGSON & CO

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

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

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

## RAHASTOMME

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

Näiden lisäksi tarjoamme aktiivisesti hoidettuja rahastoja täydentämään riski-, toimiala- ja maantieteellistä hajautusta. Aktiiviset rahastomme sijoittavat alueille, joilla markkinoiden toiminta on vielä osin kehittymätöntä (Prosperity Russia, APS Far East) tai niiden sijoituspolitiikka noudattaa selvää tyyliä tai toiminta-ajatusta (Phoenix, Phoebus). Varainhoitorahasto Pharos voi kattaa koko sijoitussalkun.

## YKSINKERTAINEN ON TEHOKASTA!

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



SELIGSON & CO RAHASTOYHTIÖ OYJ

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

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