

TUOTTO-ODOTUS  
**NOUSI!** (s. 14)

**IRAN:**  
ERIKOISTILANNE (s. 11)

AKTIIVISUUDEN  
HINTA (s. 3)

# SELIGSON & CO

## NELJÄNNESVUOSIKATSAUS 2 / 2008



SELIGSON  
& CO

*Yksinkertainen on tehokasta.*

## SISÄLLYS

JAANA TIMONEN SALKUNHOITAJAKSI.....	3
AKTIIVISUUDEN OIKEA HINTA.....	3
TUNNUSLUKUJEN MÄÄRITELMIÄ.....	9
SIJOITTAMISEN KOKONAISKUSTANNUKSET.....	16
GLOBAL BRANDS PÄIVITETTY.....	17
SIJOITTAMISEN PSYKOLOGIAA (SARJAKUVA).....	27
AKTIIVISET RAHASTOT	
Varainhoitorahasto Pharos .....	6
Phoenix .....	10
Phoebus .....	13
APS Far East .....	23
Russian Prosperity.....	25
KORKORAHASTOT	
Rahamarkkinarahasto AAA.....	18
Euro Obligaatio .....	18
Euro Corporate Bond .....	19
INDEKSI- JA KORIRAHASTOT	
Suomi –indeksirahasto.....	19
OMXH25 –indeksiosuusrahasto.....	20
Eurooppa 50 –indeksirahasto.....	20
Japani –indeksirahasto.....	21
USA –indeksirahasto.....	21
Global Top 25 Brands .....	22
Global Top 25 Pharmaceuticals .....	22

**Tämä katsaus** julkaistaan neljännesvuosittain. Rahastoitamme julkaistaan myös **Yksinkertaistettu rahasto**, joka sisältää mm. tarkemmat kuvaukset rahastoista, kunkin sijoituspolitiikasta sekä tietoa rahastoyhtiöstä.

Yksinkertaistettu rahasto esite muodostaa yhdessä julkaisun **Rahastojen säännöt** kanssa **Virallisen Rahasto**esitteen. Suosittelemme perehtymistä rahastoesitteisiin ennen sijoitus

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

Julkaisumme ovat saatavissa kotisivuiltamme [www.seligson.fi](http://www.seligson.fi) (paitsi osavuositarkastukset ja tilinpäätökset) sekä puhelimitse (09) 6817 8200 ja sähköpostilla [info@seligson.fi](mailto:info@seligson.fi) sekä Tapiolan-yhtiöiden konttoreiden kautta.

### Rapportering på svenska

Vi producerar denna fondöversikt enbart på finska. Alla nyckeluppgifter finns dock tillgängliga på svenska på vår webbplats, [www.seligson.fi](http://www.seligson.fi).

**Förenklad fondprospekt och fondernas stadgar** finns på svenska både på vår webbplats och som tryckta luster. 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 till [info@seligson.fi](mailto:info@seligson.fi).

***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.*

© Seligson & Co Rahastoyhtiö Oyj  
ja Seligson & Co Oyj, 2008  
Vastuullinen toimittaja: Ari Kaaro  
Kuvitus: Jan Fagerås, Endero Oy

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

## SELIGSON & CO:TA SUOSITELLAAN MIELUITEN!

**Arvopaperilehti** julkaisi huhtikuun numerossaan suuren mainekyselyn, jossa 1367 lehden lukijaa kertoi mikä varainhoitoyhtiö antoi heidän mielestään luotettavinta informaatiota, ketä he mieluiten suosittelisivat ystävilleen ja sukulaisilleen, jne. Seligson & Co sijoittui vertailun ykköseksi sekä kokonaismaineen arvioinnissa että kussakin alakategoriassa.

Erityisen otettuja olimme siitä, että Arvopaperin lukijat katsoivat meidät nimenomaan eniten suosittelun arvoisiksi. **Kiitos**, teemme parhaamme lunastaaksemme nämä odotukset kaikkien niiden sukulaistenne ja tuttavienne kohdalla, jotka suositusten perusteella tulevat asiakkaiksemme!

**Lisätietoja:** Arvopaperi 4 / 2008, s. 16-23 tai Ari Kaaro, [ari.kaaro@seligson.fi](mailto:ari.kaaro@seligson.fi)

**SELIGSON & CO**  
Varainhoitajien paras brändi  
Varainhoitajien mainesivitys sivuilla 16-23



## INDEKSIRAHASTOJEN SALKUNHOITAJAKSI JAANA TIMONEN

Seligson & Co:n uutena indeksi- ja korirahastojen salkunhoitajana on aloittanut **Jaana Timonen**. Hän tuli Jani Holmbergin työpariksi toukokuun 2008 alussa.



Koulutukseltaan Jaana on valtiotieteen maisteri, jonka tutkinnon pääaineena oli kansantaloustiede. Työkokemus tuo vahvan pohjan indeksirahastojen salkunhoitoon. Opintojen jälkeen Jaana aloitti HEX:ssä (= nykyinen NASDAQ OMX) selvitysasiantuntijana ja siirtyi vuonna 2003 hoitamaan indeksianalyytikon tehtäviä.

OMX:n palveluksessa Jaana toimi indeksianalytikkona myös Tukholmassa sekä kävi hakemassa johdannaispuolen kokemusta Lontoon Pörssistä.

### Miksi juuri indeksirahastojen salkunhoitajaksi?

*"Indeksisalkunhoitajan tehtävä antaa loistavan mahdollisuuden hyödyntää tähänastista kokemustani. On mielenkiintoista käyttää aikaisemmin laskemiani indeksejä oikean salkunhoidon perustana. Lisäksi Seligson & Co yhtiönä kiinnosti: sijoitusfilosofia ja arvot vastaavat hyvin omaa näkemystäni sijoittamisesta."*

### Miten sijoitat itse?

*"Pidän hajautusta ja pitkäjänteisyyttä tärkeinä myös omassa sijoittamisessani. Liikenevät varani pyrin sijoittamaan niin, että ne ovat pitkästä sijoitushorisontista huolimatta tarvittaessa likvidejä eli käytettävissä, jos tulee yllättävä tarve. Merkittävän osan säästöistäni olen sijoittanut hoitamiini rahastoihin."*

**Lisätietoja:** Jaana Timonen, [jaana.timonen@seligson.fi](mailto:jaana.timonen@seligson.fi)

## HUOLESTUTTAAKO MARKKINOIDEN HEILUNTA?

Rahoitusmarkkinoiden turbulenssi ja paniikkiuutiset huolestuttavat monia (myös sarjakuvahahmoamme, s. 27). Johtopäätökset ja etenkin mahdolliset muutokset sijoitukseen kannattaa kuitenkin tehdä rauhassa harkiten ja ennen kaikkea **omien** pitkäjänteisten suunnitelmien perusteella.

Kommenttimme moniin asiaan liittyviin kysymyksiin löytyvät helposti [www.seligson.fi](http://www.seligson.fi) -kotisivun alaosan blogipalstoilta, mutta myös **henkilökohtaiset yhteydenotot ovat aina tervetulleita**. Esimerkiksi **Jaakko Jouppi**, **Petri Pohjanoksa** ja **Ari Kaaro** keskustelevat mielellään sijoitussuunnitelmistanne. Kesän aikana on kätevinä tavoitella puhelimitse vaihteen kautta (09 – 6817 8200) tai sähköpostilla [etunimi.sukunimi@seligson.fi](mailto:etunimi.sukunimi@seligson.fi).

## AKTIIVISUUDEN OIKEA HINTA

Useimmiten rahastojen kustannuksia vertaillaan niiden hallinnointipalkkioiden ja mahdollisten lunastus- ja merkintäpalkkioiden perusteella. Rahaston todellisia kuluja arvioitaessa pitäisi lisäksi huomioida niiden kaupankäynnin kulut, joita valitettavasti ei suomalaisten rahastojen osalta edelleenkään raportoida (ne *eivät* sisälly TER-lukuun).

Suurin osa katsauksiemme lukijoista ymmärtää sijoittamisen kustannusten merkityksen. Kertausta kaipaaville sellainen löytyy esimerkiksi katsauksesta 2/2007, s. 30.

Tällä kertaa keskityn aktiivisen sijoitushallinnoinnin kokonaiskustannuksiin. Kirjoituksen tavoitteena on valottaa aktiivisen salkunhoidon todellisia kustannuksia ja hyötyjä. Käytetty markkina- tai vertailuindeksi, ellei erikseen toisin mainita, on Helsingin pörssin CAP GI indeksi<sup>1</sup>.

### Aktiivisuus = oma näkemys

Aktiivisella salkunhoidolla tarkoitetaan sijoitusnäkemystä ja sen toteuttamista, joka keskimäärin johtaa selvästi markkinasalkusta (=indeksi) poikkeavaan salkun sisältöön. Sillä ei siis sinänsä tarkoiteta salkun suurta vaihtuvuutta (kiertonopeutta), vaikka joissakin tapauksissa näkemyksellinen salkunhoito voi johtaa myös siihen.

Rahastosijoittaja on teoriassa monivalintatilanteen edessä etsiessään tietyllä markkinalla sijoitettavaa rahastoa. Pitää päättää ensin uskooko jonkin aktiivisen rahaston pystyvän markkinatuottoa korkeampaan tuottoon vai luottaako alhaisen kustannuksen indeksituotteeseen. Jos uskoo aktiiviseen rahaston hoitoon, pitää vielä valita niistä sopivin. Todellisuudessa valintaprosessi ei useinkaan etene tilastollis-loogisin perustein (sen tulette kohta huomaamaan) vaan päätökseen vaikuttavat monet muut tekijät.

### Varjat indeksoivat kaapissa

Kaikkien sijoittajien tietyllä markkinalla saama tuotto on markkinan indeksituotto vähennettynä kaikilla sijoittamisen kuluilla. Vasta salkunhoitajan toteuttama todellinen aktiivinen näkemys johtaa indeksistä poikkeavaan tuottoon. Tämä lisää myös todennäköisyyttä epäonnistumiselle eli merkittävästi indeksituottoa huonompaan tuottoon. Se taas on rahastoyhtiön liiketoiminnan ja salkunhoitajan uran kannalta epätoivottavaa, puhumattakaan asiakkaasta.

Aktiiviset rahastot ovat monella tapaa varsin heterogeenisiä. Yllättäen niiden keskimääräiset poikkeamat markkinoiden yleisestä kehityksestä eli indeksituotosta ovat kuitenkin varsin vähäisiä. Lukuisten rahastojen kehitys seuraa siis näen-

näisestä aktiivisuudesta huolimatta melko tiukasti markkinaindeksin kehitystä – alan slangilla näitä kutsutaankin *kaappi-* tai *varjoindeksirahastoiksi*.

### Aktiivisuutta Suomessa

Valitsin tarkastelun kohteeksi Suomeen sijoittavat osake-rahastot. Otin analysoitavaksi viisi suurinta rahastoa, sillä tarkoituksenaan ei ollut tehdä kattavaa tilastollista vertailua, vaan tarkastella rahastoille tyypillistä kulusuhdetta. Verrokkiksi otin Seligson & Co:n suomirahastoista suuremman eli OMX Helsinki 25 Indeksiosuusrahaston.

Yhteensä nämä kuusi rahastoa edustivat noin 1,8 miljardin euron pääomilla lähes puolta kaikista suomirahastoihin tehdyistä sijoituksista (31.5.2008) ja niiden 107 000 osuudenomistajaa vastaavasti noin 55 % kaikista suomirahastoihin sijoittaneista. Otosta voitaneen siis pitää edustavana.

Alla olevan taulukon ensimmäiseltä sarakkeelta selviää, että viiden suurimman rahaston keskimääräiset hallinnointipalkkiot ovat *kymmenkertaiset* vertailukohteena käytettyyn indeksiosuusrahastoon nähden. Suurin indeksirahasto löytyy 38 suomirahaston joukosta sijaluvulta 11. Tämä kuluvertailu ei kuitenkaan vielä kerro koko totuutta.<sup>2</sup>

### Kalliisti kaapissa

Aktiivisten rahastojen lisätuottoa - tai sen puutetta - mitataan rahaston alfa-luvulla (riskikorjattu lisätuotto), mutta kuinka mitataan aktiivisen rahastonhoidon todellista hintaa?

Periaatteellisenä ongelmana on se, miten jakaa tutkittavan rahaston salkku indeksiä vastaavaan osaan ja toisaalta siihen osaan, joka saa aktiivista salkunhoitoa. Ongelmaan on onneksi kehitetty erityyppisiä tilastollisia menetelmiä.<sup>3</sup>

Taulukon *rahasto 1:n* selitysaste kertoo, että sen kuukausituottojen heilahtelusta selittyy 95,2 % Helsingin CAP GI osakeindeksin kehityksellä. Jäljelle jäävä 4,8 % on sitten salkunhoitajan ”aktiivisen” sijoituspolitiikan aikaansaamaa.<sup>4</sup>

Neljästä muusta aktiivisesta rahastosta kolmella tämä passiivinen, indeksiä seuraava osa on ollut vielä korkeampi. Kun tälle indeksiä seuraavalle osalle rahastoa lasketaan kustannustehokkaan indeksirahaston hinta ja lasketaan mitä jäljelle jäävän aidosti aktiivisen salkunosan hoidon hinnaksi tulee (= *aktiivinen kulusuhde*), alamme päästä asian ytimeen.<sup>5</sup> Rahastosta riippuen tämä kustannus on vaihdellut suurimmilla suomirahastoilla välillä 7,4 – 11,7 prosenttia!

Huomaattehan, että myös rahasto, joka on ilmoittanut erikseen, ettei sillä ole vertailuindeksiä (i.e. taulukon *rahasto 1*) on saanut varsin korkean aktiivisen kulusuhteen.

### Kunhan tuotot ovat kohdallaan...

Aktiivisten rahastojen edustajien standardikommentti kulkukritiikkiin on, että ”ei kuluilla ole merkitystä vaan sijoittajan saamalla tuotolla”. Kuinka tarkasteluryhmämme sitten on pärjännyt vertailukohdaksi valittua indeksiä vastaan?

Viidestä aktiivisesta rahastosta viiden vuoden vertailu-periodilla vain yksi on menestynyt indeksiä selvästi paremmin, yksi suurin piirtein kuten indeksi (+0,2 % p.a.) ja kolme indeksiä huonommin. Koska indeksirahaston seuraama indeksi (OMXH 25) ei ole täsmälleen sama kuin tässä vertailussa käytetty yleisindeksi, on senkin tuotto hieman poikennut (myös +0,2 % p.a.) siitä.

Entä jos on sijoittanut useampaan näistä ”aktiivista” Suomirahastoista? Silloin poikkeama indeksikehityksestä jää entistä pienemmäksi, mutta kulut säilyvät ennallaan. Viiden suurimman rahaston listahinnoilla lasketut hallinnointipalkkiot olivat 32,3 miljoonaa euroa. Jos sama varallisuus olisi hoidettu indeksituotteella, olisi sijoittajien kustannus ollut 2,9 miljoonaa euroa.

Suomi osakerahastot	hallinnointi ja säilytyspalkkio	TER	Ilmoitettu vertailuindeksi	selitysaste (R <sup>2</sup> )	aktiivinen kulusuhde	
Rahasto 1	1,90 %	1,90 %	Ei vertailuindeksiä	95,2 %	9,6 %	
Rahasto 2	2,00 %	1,61%*	OMX Helsinki CAP GTR	96,1 %	11,1 %	
Rahasto 3	2,00 %	2,00 %	OMX Helsinki CAP	76,5 %	5,3 %	
Rahasto 4	2,00 %	2,00 %	OMX Helsinki CAP yield	96,6 %	11,7 %	
Rahasto 5	1,83 %	1,83 %	OMXH Portfolio GI	92,0 %	7,4 %	
Seligson & Co OMX Helsinki 25	0,18 %	**	0,18 %	OMX Helsinki 25	93,3 %	0,18 %

\* Tässä lienee jotain vikaa... TER voi tuskin olla pienempi kuin hallinnointipalkkio.

\*\* Maksimipalkkio. Rahaston koon mukaan määräytyvä todellinen palkkio 0,17 % p.a.

Indeksiä ja indeksirahastoa paremmin viiden vuoden tarkastelukauden aikana pärjäsi rahasto 3, jonka selitysaste ja aktiivinen kulusuhde olivat alhaisimmat – siis aidosti aktiivisin rahasto. Tämä havainto on tärkeä niille, jotka haluavat yrittää löytää niitä aktiivisia rahastoja, joiden historiallisen käyttäytymisen perusteella on mahdollista lyödä markkinatuotto.

Edellisen taulukon luvut kuvaavat suurimpien suomirahastojen ”aktiivista” sijoituspolitiikkaa viiden vuoden periodilta. Samaa asiaa voidaan tutkia myös vertaamalla salkun sisältöjä indeksin sisältöön jonakin tietyn ajan hetkenä. Valitettavasti rahastot raportoivat vain suurimmat sijoituksensa, mutta sekin kertoo asiasta jotain: kuvassa alla.

Kivoja kesäaktiiviteetteja kaikille,



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

PS. Sijoittamisen kokonaiskustannuksista lisää sivulla 16.

<sup>1</sup> Valitsin tarkasteluun Suomen Sijoitusrahastoyhdistyksen Rahastoraportin Osakerahastot Suomi – kohdassa käytettävän OMX Helsinki CAP GI indeksin, jota käytetään laajasti. Valittu indeksi huomioi osingot toisin kuin valitettavan moni rahastojen itse valitsema vertailuindeksi. Indeksissä on yksittäisen yhtiön paino rajattu 10 % kuten tavallisten sijoitusrahastojenkin säännöissä. Indeksiosuusrahaston käyttämä OMXH 25 indeksi muodostuu vain Helsingin pörssin suurimmista yhtiöistä. Tarkalleen ottaen vertailun passiivisena rahastona pitäisi olla vastaavaa indeksiä seuraava indeksirahasto.

<sup>2</sup> Viiden suurimman rahaston listahinnoilla lasketut hallinnointipalkkiot olivat 32,3 miljoonaa euroa. Jos sama varallisuus olisi hoidettu indeksituotteella, olisi sijoittajien kustannus ollut 2,9 miljoonaa euroa.

<sup>3</sup> Tässä on soveltuvin osin käytetty Ross Millerin esittelemää metodologiaa ”Measuring the True Cost of Active Management by Mutual Funds” Ross M. Miller, State University of New York (2005).

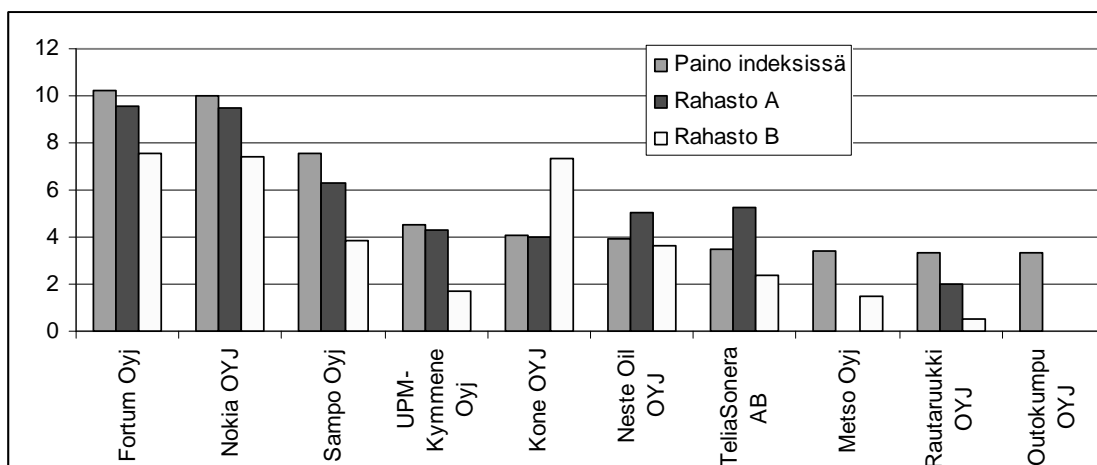
<sup>4</sup> Selitysaste (  $R^2$ ; R-squared) on tilastollinen termi, joka kertoo kuinka paljon selittävä tekijä kertoo selitettävän muutoksesta (ennuste). Tässä tapauksessa kuinka paljon aktiivisen rahaston tuotoista voidaan selittää markkinan yleisen kehityksen perusteella (tässä mitattu OMXH CAP GI – indeksillä). Selitysaste voi saada lukuarvon 0-100. Jos rahaston selitysaste on 100, voidaan sen liikkeet selittää täysin indeksin muutoksilla. Matemaattisesti selitysaste on ennusteen ja selittäjän välisen korrelaatiokertoimen neliö.

<sup>5</sup> Active Expense ratio:

$$C_A = C_P + \frac{R(C_P - C_I)}{\sqrt{1 - R^2}}$$

missä

C(A) on aktiivinen kulusuhde  
C(P) on rahaston kulusuhde (TER)  
C(I) on indeksirahaston kulusuhde



**Kuva:** Kahden aktiivisen rahaston 10 suurinta sijoitusta vs. indeksi 31.7.2008.

Vain kahden aktiivisen rahaston suurimmat sijoitukset oli tuoreeltaan saatavilla.

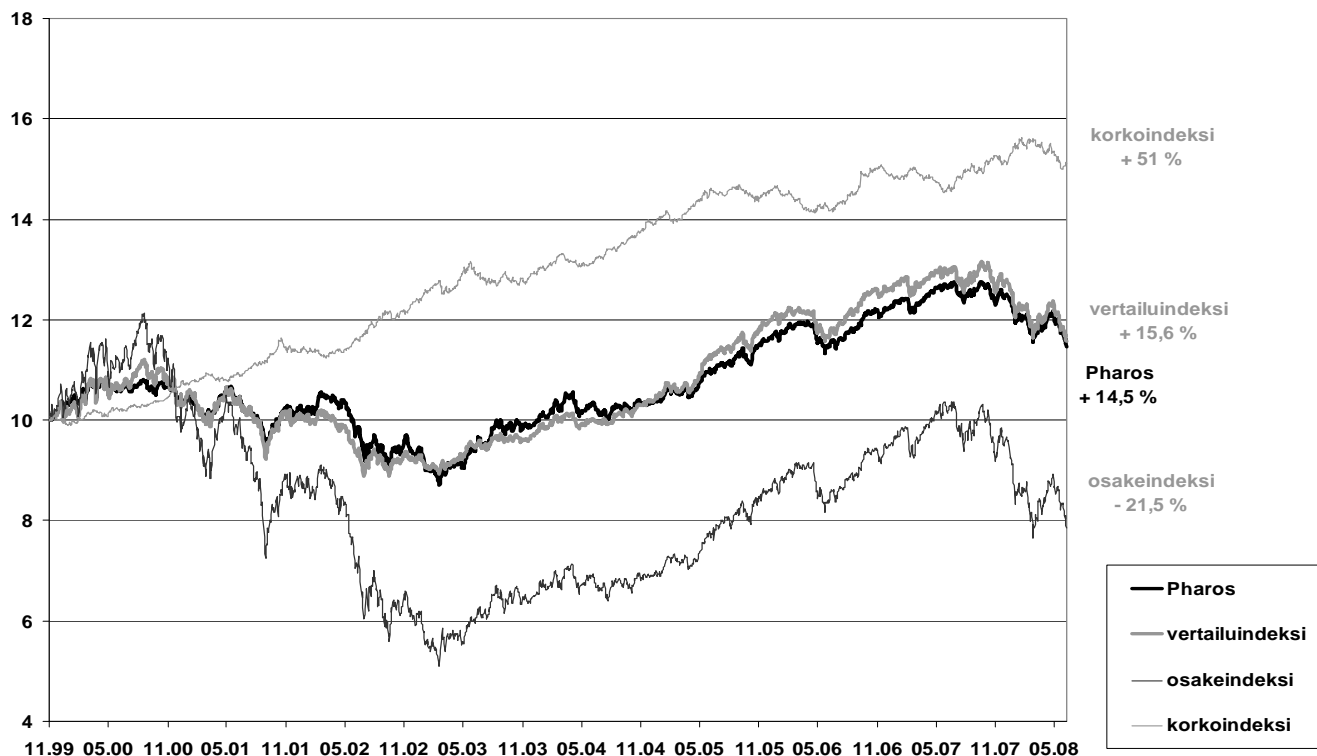
VARAINHOITORAHASTO PHAROS  
30.6.2008

Varainhoitorahasto, joka sijoittaa osake- ja korkomarkkinoille.

## Pharos ja vertailuindeksit

Euro

24.11.1999 - 30.6.2008



### RAHASTON AVAINTIEDOT

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

\* Peruspalkkio + kohderahastojen palkkiot

### TUOTTO- JA RISKI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	-2,40 %	5,99 %	-2,27 %	7,15 %
Vuoden alusta	-8,15 %	6,26 %	-9,20 %	7,85 %
1 v	-9,54 %	5,64 %	-10,62 %	7,39 %
3 v	4,40 %	4,74 %	2,45 %	5,78 %
5 v	21,54 %	5,09 %	22,47 %	5,36 %
Aloituspäivästä	14,50 %	6,44 %	15,61 %	7,17 %
Aloituspäivästä p.a.	1,59 %		1,70 %	

### KULUT JA TUNNUSLUVUT / VIITTEET

\* Sisältää myös kohderahastojen palkkiot

\*\* Pharoksen kohdalla kiertonopeusluku ei sisällä kohderahastojen lukuja eikä määräajoin uusittavia sijoitustodistuksia, talletuksia tai rahamarkkinarahastosiijoituksia. Em. rahamarkkinavälinekauppojen kanssa kiertonopeusluku on 96,62 %.

### KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.7.2007 – 30.6.2008

Palkkiot yhteensä (TER)	0,61 % *
Tuottosidonnainen palkkio (vuoden alusta)	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	8,47 % **
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksi-poikkeama (tracking error)	2,27 %
Lähipiirin omistusosuus (30.6.2008)	3,60 %

SUURIMMAT OMISTUKSET	Osuus rahastosta	Allokaatio
S&Co Eurooppa 50 -indeksirahasto	14,9 %	Osakesijoitukset yhteensä 45,7 %
S&Co USA -indeksirahasto	8,5 %	
S&Co Global Top 25 Brands	5,0 %	
S&Co Phoebus	3,1 %	Korkosijoitukset yhteensä 54,3 % (duraatio 3,7 v)
Nasdaq 100 -indeksiosuus	2,8 %	
S&Co Global Top 25 Pharmaceuticals	2,7 %	
CIF Asia Ex-Japan Equity Fund	2,3 %	
S&Co APS Far East	2,0 %	
S&Co Japani -indeksirahasto	1,9 %	
APS Japan Growth	1,4 %	
S&Co Russian Prosperity	1,1 %	
Pitkät korkosijoitukset	29,7 %	
Lyhyet korkosijoitukset	24,6 %	



## SALKUNHOITAJALTA

Vuoden alkupuolisko oli viileää kyytiä osakesijoittajille. Osakesijoitustemme vertailuindeksi on laskenut vuoden alusta peräti -18 %, vaikka vuoden toisella neljänneksellä laskua tuli kylläkin enää vain -2 %. Korkomittapuomme eli eurooppalainen valtionobligaatioindeksi EFFAS on vuoden alusta pakkasella -0,2 %. Lyhyitä rahamarkkinasijoituksia suosiva puskurimme auttoi jälleen kerran. Kahdentoista kuukauden rahamarkkinasijoitukset tuottavat parhaimmillaan jo 5,5 % vuodessa.

Pharoksen arvo laski alkuvuonna -8,2 % - harmillista mutta sijoitusolosuhteisiin nähden kohtuullista. Vuoden alusta olemme pärjänneet hiukan paremmin kuin vertailuindeksimme ja rahaston aloituspäivästä olemme sille hävinneet vähemmän kuin kulujemme verran. Kokonaiskulummehan ovat edelleen markkinoiden edullisimmat. Tulevaisuuden tuottomme pysyttelee jatkossakin osake- ja korkomarkkinoiden välimaastossa.

Ankeimmasta alkuvuoden kehityksestä vastasi salkusamme alipainossa vertailuindeksiimme nähden olleet eurooppalaiset osakkeet (-21 %). Usein murheenkryyninä ollut Japani oli loppukevään 6 %:n nousun ansiosta parhaiten pärjännyt osakesijoituksemme ja ”vain” 10 % miinuksella vuoden alusta. Hyvä hajautus ja sijoitussuunnitelmassa pysyminen osoitti jälleen kerran toimivuutensa. Kuumimpien pörssien perässä juoksemisakin on omat vaaransa, kuten Kiinan osakemarkkinoiden 50 %:n pudotus on tänä vuonna osoittanut. Pharos ei ole sijoittanut Kiinaan, ainakaan vielä.

Salkkumme korkosijoitukset painottuvat edelleen lyhyempiin korkoihin, vaikkakin hieman aiempaa vähemmän. Pitkien korkojen nousun myötä olen kevään aikana nostanut korkosijoitustemme duraatiota vajaan neljään vuoteen. Jos talouskasvu edelleen hidastuu ja inflaatiokierre taittuu, pääsemme hyötymään aiempaa pidemmästä duraatiosta. Korkomarkkinoita seuraavat sijoittajat ovat varmaankin panneet merkille, että rahamarkkinarahaston +14,2 %:n viiden vuoden tuotto päihittää jo reippaasti obligaatorahaston +10,6 %:n tuoton.

En ole käynyt muuta kauppaa kuin mitä lunastukset, merkinnät ja rahamarkkinasijoitusten erääntymiset vaativat. Osakesijoitustemme osuutta on toisen vuosineljänneksen hiukan nostettu 44 %:sta 46 %:iin. Tämä tehtiin myymällä lunastusten yhteydessä enemmän korkosijoituksia kuin osakesijoituksia.

## Äälioralli iski

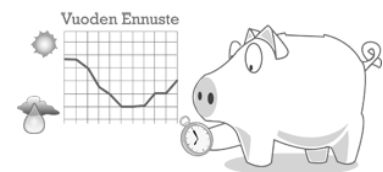
Ei ole hauskaa tuntea itsensä ääliöksi – etenkin silloin, jos on rahaston salkunhoitaja, jolla on luottamustehtävä hoitaa muiden varallisuutta.

Kirjoitin viime katsauksessa, että olin tammi-maaliskuun 16 %:n osakemarkkinoiden laskun jälkeen uskaltanut nostaa osakepainomme 40 %:sta 44 %:iin. Taputtelin itseäni selkään kun uskalsin uida vastavirtaan ja hieman ostella muiden myydessä paniikissa. Osakekurssien kääntymässä nousuun päätökseni näyttikin hyvältä. Kesäkuussa pörssit sukelsivat uudestaan.

Olisiko sittenkin pitänyt jatkaa osakemarkkinoiden karttamista? Niitti tuli Arvopaperilehden kesäkuun numerossa, jossa todettiin: ”Ääliöralli tuli ja meni”. Termi oli ilmeisesti käänös englanninkielen ilmauksesta ”Sucker’s rally”. Siinä viitattiin maaliskuuhun osakekurssien tilapäiseen toipumiseen. USA:n tunnetuimpiin markkinakommentaattoreihin kuuluva Ed Yardeni luetteli 7 ehtoa osakemarkkinoiden nousulle. Ehdot vaikuttavat mahdottomilta, joten vain ääliöt uskovat pörssilaman olevan ohi. Juhannusviikonloppu menikin miettiessäni olenko artikkelissa kuvailtu ääliö.

Tilannetta ei helpottanut se, että Dow Jones -indeksillä oli synkin kesäkuu sitten 1930 -luvun pörssilaman. Kuluttajien talousodotukset olivat alimmillaan yli neljään vuosikymmeneen. Kauppalehden 30.6. tummanpuhuva etusivu uutisoi: ”Pohjaa ei näy vielä – USA:n ja muun maailman pörssien viimeviikkojen syöky kertoo selkeää viestiä. Talouskasvu hidastuu maailmanlaajuisesti”. Itsetutkiskelussa ei enää millään löytynyt sisäistä sankaria, vaan sisäisen ääliön painoarvo lisääntyi hetki hetkeltä.

Rauhoituttuani rupesin tutkimaan tarkemmin millaista vahinkoa on mahdollisesti syntynyt. Osakekurssit olivat laskeneet -16 % vuoden ensimmäisen neljänneksen aikana, jolloin aloin jakson loppua kohden nostaa osakepainomme. Toisella neljänneksellä ne laskivat enää 2 %. Ääliöralliin osallistuminen ei onneksi tullut kovin kalliiksi. Olimme sitä paitsi edelleen alipainossa osakesijoituksissamme.



## Osakepainon kehittymisen lyhyt historia

Yhteistyökumppanimme DFA:n analyytikko Inmoo Lee julkaisi jakson aikana tutkimuksen sijoittajien käyttäytymisestä. Se vahvisti joitakin aikaisempiakin tutkimustuloksia: sijoittajat tyypillisesti ostavat herkemmin arvopapereita, kun talousnäkyvät ovat suotuisat.

Ongelmaksi muodostuu se, että kaikkien ostaessa kurssit kohoavat ja ns. riskipreemiot laskevat. Sijoittajien riskinottohalukkuus on usein korkeimmillaan silloin kun riskinotosta saa huonoimman korvauksen. Sen sijaan markkinoiden laskujen aikana, yleisen pelkotilan vallitessa, voi saada parempia tulevaisuuden tuottoja. Enemmistö sijoittajista myy silloin arvopapereita laskeviin kurssiin.

Miltä näyttää Pharos tässä tarkastelussa, missä markkinaolosuhteissa rahastomme on ollut yli- ja alipainossa osakkeita? Kysymys on oleellinen, sillä perusallokaatio osakkeiden ja korkojen välillä on tärkein rahaston tuottoon vaikuttava tekijä.

Viiva graafissa alla kuvaa osakemarkkinoiden kehitystä ja pylväät sitä prosentiosuutta salkusta, joka on ollut sijoitettuna osakemarkkinoille kunkin vuosineljänneksen lopussa rahaston perustamisesta saakka. Vähiten meillä oli osakkeita vuoden 1999 - 2000 vaihteessa (30 - 35 %). Jälkeenpäin voi todeta, että osakekurssit olivat silloin huipussaan. Vuoden 2000 keväästä vuoden 2003 kevääseen osakekurssit laskivat yli 50 %.

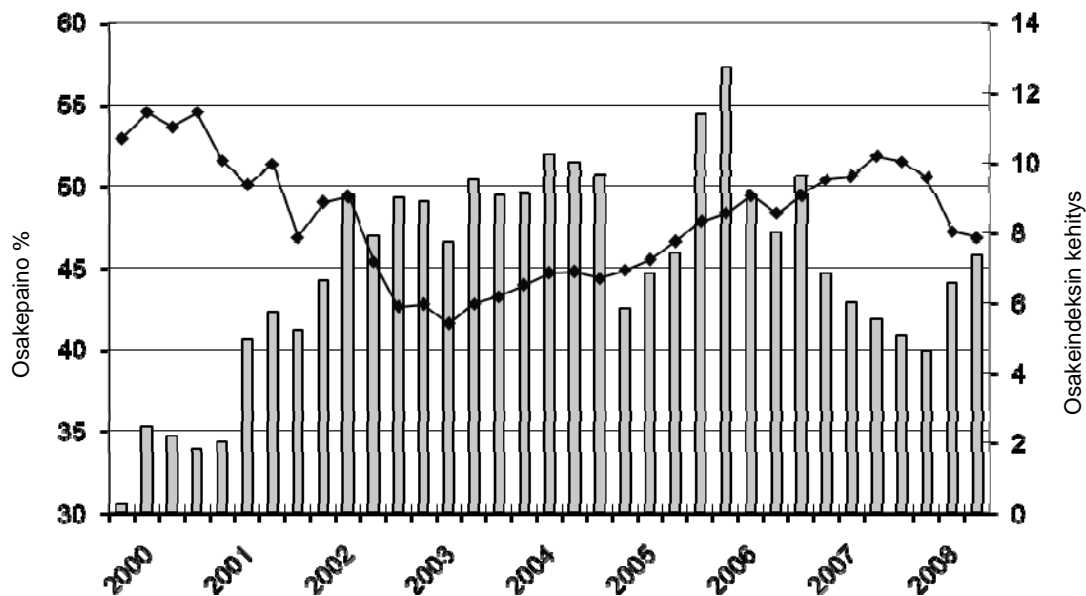
Kurssien ollessa pohjalukemissa oli osakepainomme nostettu jo 47 %:iin eli lähelle ”normaalitilanteen” 50 %:n painoa. Aika hyvin. (En tosin voi ottaa tästä kunniaa sillä aloitin Pharoksen salkunhoitajan vasta 2004.)

Kun aloitin salkunhoitajana, kurssit olivat nousseet reilussa vuodessa yli 30 %. Tein virheen kun kevensin osakepainomme sillä kurssit jatkoivat huimaa nousuaan vielä 2,5 vuotta. Vuoden 2003 pohjasta vuoden 2007 kevääseen mennessä osakekurssit olivat lähes tuplaantuneet. Sijoittajat, jotka olivat myyneet osakkeitaan vuonna 2003 kun ilmapiiri oli synkimmillään, jäivät tästä noususta tai ainakin osasta siitä paitsi.

Hätäilystäni huolimatta olimme Pharoksessa kohtuullisen hyvin nousussa mukana. Osakepainomme oli korkeimmillaan vuoden 2005 lopussa (57 %).

Osakepainon noususta valtaosa tuli osakehintojen nousun myötä eli en aktiivisesti tehnyt salkun painoihin suuria muutoksia. Alkuvuodesta 2007 olimmekin sitten jo aktiivisella päätöksellä taas alipainossa, mutta kurssit jatkoivat nousuaan vielä kesään saakka. Alimmillaan osakepainomme oli vuoden 2007 lopussa (40 %) kun osakemarkkinat kääntyivät ns. ”sub prime” -kriisin pahentuessa taas jyrkkään laskuun.

Pharoksen osakepaino ja osakevertailunindeksin kehitys







Olen yleensä lisännyt osakepainoa kurssien laskiessa ja taas vähentänyt kurssien noustessa. Tätä ei missään nimessä pidä tulkita niin, että osaisin ennakoita kurssiliikkeitä. Päinvastoin, olen ehkä liiankin varovaisena sijoittajana usein aloittanut salkun hienosäädön liian aikaisin.

En kuitenkaan varsinaisesti pyri ajoittamaan sijoituspäätöksiä, vaan olemaan johdonmukainen välittämättä liiaksi yleisestä markkinatunnelmasta. Poikkean vertailuindeksimme määrittelemästä sijoitusstrategiasta maltillisesti ja vain harvoin, historiallisesti poikkeavissa markkinaolosuhteissa. Usein tämä johtaa myös siihen, että uimme valtavirtaa vastaan. Hulluus markkinoilla kun usein jatkuu pidempään kuin mitä rationaalinen sijoittaja osaa odottaakaan.

Miksi rahaston arvonkehitys ei sitten ole juurikaan lyönyt vertailuindeksiään? Yksi tekijä on sijoittamisen kustannukset - meillä kuitenkin markkinoiden alhaisimmat! Toinen syy on ylivarovaisuus: olemme usein liian aikaisin liikkeellä. Tämä kostautui esim. korkomarkkinoilla vuosina 2002 – 2004, kun pitkät korot laskivat historiallisen alhaiselle tasolle ja obligatioindeksi vastaavasti nousi ennätyslukemiin. Alipaino pitkissä koroissa on tuottanut tulosta vasta viime vuosina. Toisaalta varovaisuus on myös pitänyt rahastomme volatiliteetin eli kurssiheilunnan vertailuindeksiämme alempana ja yhdistelmärahastojen vertailuryhmässämme alhaisimpina.

Mutta jotta olennainen ei unohtuisi: olenko siis ääliö? Salkunhoitajana olen pyrkinyt noudattamaan yhtiömme johdonmukaisen varovaista yleislinjaa. Ääliörrällin tunnistaa aina vasta jälkikäteen ja kenen vaan on helppo viisastella perästäpäin. En siis ainakaan tunnusta!

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

Ja nyt lomalle. Rentouttavaa kesää kaikille – myös toisia ääliöiksi nimitteleville jälkiviisailla!

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



## RAHASTOJEN TUNNUSLUKIJEN MÄÄRITELMIÄ

### Volatiliteetti / standardipoikkeama

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

### Indeksipoikkeama (tracking error / aktiivinen riski)

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

### Salkun kiertonopeus

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

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

### Kaupankäyntikulut

Rahaston pääomasta veloittavat rahaston kaupankäyntiin liittyvät arvopaperinvälittäjille maksetut palkkiot. Ilmoitetaan prosenttilukuna *keskimääräisestä* pääomasta edeltävällä 12 kk:lla. **Huomi!** 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 veloittavan hallinnointi- ja säilytyspalkkion, tilinhoito- ja muut pankkikulut sekä mahdollisen tuottosidonnaisen palkkion. TER –luku *ei sisällä* esim. kaupankäyntikuluja, jonka vuoksi raportoimme myös rahastojen kokonaiskulut. Pharoksen osalta TER sisältää myös kohderahastojen kulut.

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

### Kokonaiskulut / TKA

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

### Välityspalkkiot lähipiirille

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

### Korkoriski (duraatio)

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

### Sharpen luku

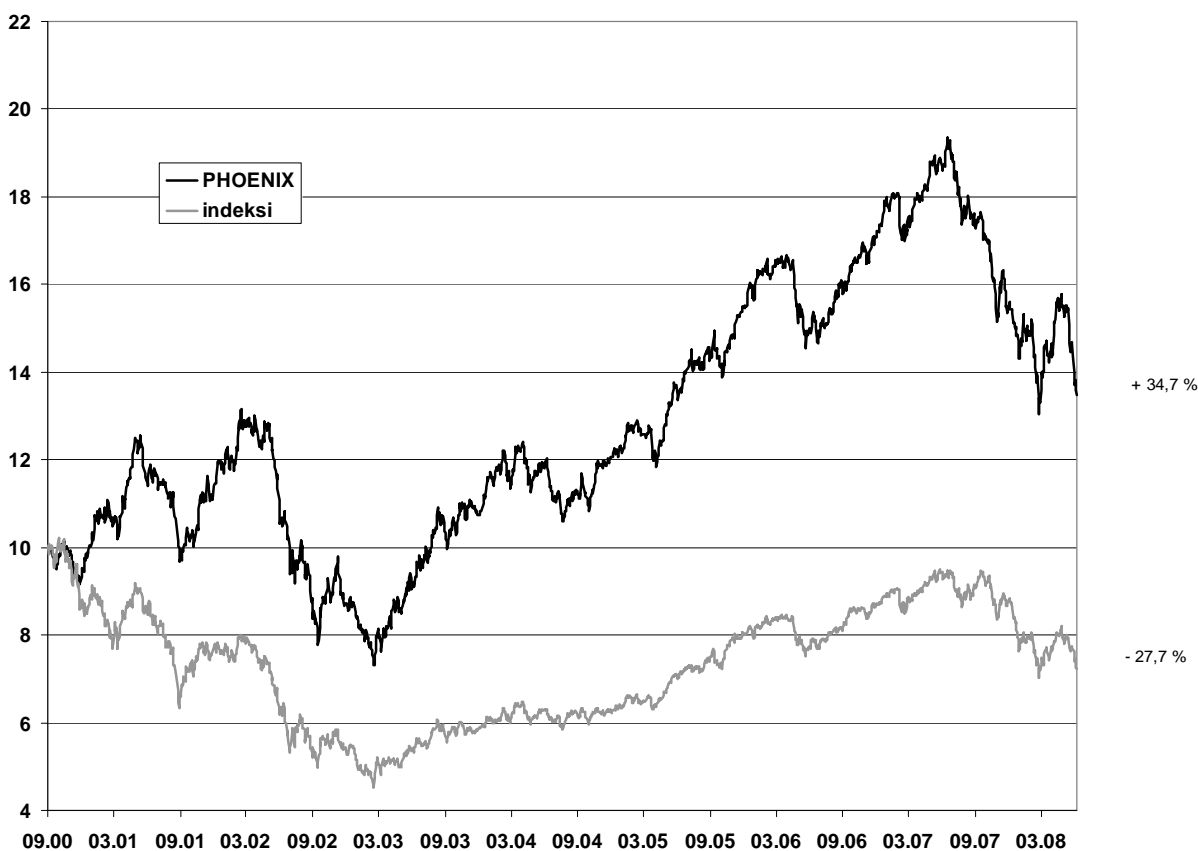
Alan käytännöstä poiketen *emme julkaise* tässä katsauksessa Sharpen lukua, koska se ei käsittelemme tuo mitään olennaista informaatiota indeksiin verrattujen tuoton ja volatiliteetin sekä indeksipoikkeaman (tracking error) lisäksi. Julkaisemme kuitenkin Sharpen luvun Sijoitusrahastoyhdistyksen suosituksen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

Osakerahasto, joka sijoittaa maailmanlaajuisesti erikoistilanteisiin.

## Phoenix ja vertailuindeksi

Euro

25.9.2000 - 30.6.2008



### RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	25.9.2000
Tyyppi	Kansainvälinen osakerahasto
Rahaston koko (milj. euroa)	10,2
Vertailuindeksi	MSCI All Country World NDR
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	1,1 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	on
Merkintäpalkkio	2 %
Lunastuspalkkio	ei
Salkunhoitaja	Peter Seligson

### TUOTTO JA RISKI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	-3,78 %	18,61 %	-1,97 %	17,14 %
Vuoden alusta	-12,69 %	19,39 %	-17,75 %	18,45 %
1 v	-28,18 %	17,14 %	-22,39 %	16,71 %
3 v	-0,63 %	13,13 %	2,10 %	12,75 %
5 v	45,93 %	13,48 %	33,35 %	12,46 %
Aloituspäivästä	34,65 %	16,13 %	-27,74 %	16,72 %
Aloituspäivästä p.a.	3,90 %		-4,10 %	

### KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.7.2007 – 30.6.2008

Palkkiot yhteensä (TER)	1,12 %
Tuottosidonnainen palkkio (vuoden alusta)	0,00 %
Kaupankäyntikulut	0,32 %
Kokonaiskulut (TKA)	1,44 %
Salkun kiertonopeus	124,57 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indekspoiikkeama (tracking error)	9,58 %
Lähipiirin omistusosuus (30.6.2008)	17,71 %

### SUURIMMAT OMISTUKSET

Yhtiö	Maa	Osuus rahastosta
CHAODA MODERN AGRICULTURE	Hongkong	6,1 %
MEINL INTERNATIONAL POWER LT	Itävalta	4,8 %
TATE & LYLE PLC	Iso-Britannia	4,4 %
UBS AG-REGISTERED	Sveitsi	4,4 %
AMGEN INC	Yhdysvallat	4,4 %
BOSTON SCIENTIFIC CORP	Yhdysvallat	4,2 %
RHODIA SA	Ranska	4,1 %
SANOMAWSOY OYJ	Suomi	3,8 %
PFIZER INC	Yhdysvallat	3,8 %
TOGNUM AG	Saksa	3,8 %

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

## SALKUNHOITAJALTA

Vuoden toisen neljänneksen aikana Phoenixin rahasto-osuuden arvo laski 3,8 % ja vertailukohta eli Morgan Stanley World –indeksi noin kaksi prosenttia. Vuoden sisällä rahasto on laskenut 28,2 % ja indeksi 22,2 %. Myös kolmen vuoden tähtäimellä olemme hieman miinuksella (-0,6 %) indeksin päästessä juuri ja juuri plussalle (+2,1 %).

Markkinoiden laskusuunta on siis jatkunut ja jatkunut. Tilanne näytti tosin kannaltamme paremmalta aina toukokuun lopulle asti. Phoenix kehittyi alkuvuodesta positiivisesti ollen kesän kynnyksellä 10 prosenttiyksikköä vertailuindeksiään edellä, mutta kesäkuun romahdus kolahti sitten huomattavasti kovemmin kuin markkinaa keskimäärin. Etumatka indeksiin vuodenvaihteesta lukien supistui vain noin 5 %:iin.

Näinhän Phoenix on toki käyttäytynyt ennenkin: markkinan ollessa vaikea laskee sen arvo keskimääräistä nopeammin. Sijoittajien hakiessa turvaa eivät erikoistilanteet ole suosiossa. Korvauksena tästä pitää tietenkin toivoa nousunkin olevan jyrkempi sitten kun sen aika taas tulee.

### Liukas öljy

Öljyn hinnankorotuksen suhteen on minun myönnettävä olleeni väärässä – jos siis ette ole sitä jo huomanneet! Vuosi sitten kirjoitin uskovan öljyn tynnyrihinnan kehittyvän ehkä ennemmin kohti 40 dollaria kuin 135:ttä. Enkä itse asiassa ole vielääkään aivan vakuuttunut näiden tasojen pysyvyydestä. (Minäkö itsepäin...?)

Tulkitsen markkinatilannetta toisin kuin useimmat öljyalan erikoistuntijat. Käsittäkseni pulaa ei ole sen paremmin öljystä kuin uusista löydöistäkään. Tokihan on epävarmuutta poliittisesta kehityksestä eri puolilla maailmaa sekä keinotekoisesta kehityksestä eri puolilla maailmaa sekä keinotekoisuutta markkinoilla, mutta varsinainen kulutuskysyntä näyttäisi olevan tasapainossa tuotannon kanssa. Samaa mieltä ovat myös OPEC:in ministerit. Joskus öljy tietenkin loppuu, mutta vielä ei minusta ole näkyvissä mitään merkkejä siitä, että öljyn tuotannon riittämättömyys nousisi suureksi ongelmaksi lähitulevaisuudessa.

Viime vuosina on öljyn etsintään, poraukseen ja tuotannon tehostamiseen investoitu ennen näkemättömiä summia. Suurien öljy-yhtiöiden vuosikokouksessaan lausuma ennuste päivätuotannoksi vuodelle 2020 oli 95 miljoonaa tynnyriä eli selvästi enemmän kuin nykyinen noin 80 miljoonan tynnyrin päivätuotanto.

Samaan aikaan on kysyntäpuolella investoitu yhtä innokkaasti säästö- ja tehostamistoimenpiteisiin. Myös suhdanteiden pitäisi alkaa jo viedä kysyntäkäyrää alaspäin.

Kaikkesta tästä huolimatta öljyn hinta sen kuin nousee päivä päivältä. Mistä oikein on kyse?

Moni haluaisi tietenkin löytää vastauksen tähän kysymykseen, eikä öljyalan maallikkona minun varmaan edes pitäisi yrittää vastata. Yhden huomion, jota en ole kuullut muualta, haluaisin kuitenkin kantaa vaatimattomana kortenani yhä kasvavaan selitysten kekkoon.

Suojaus hinnanvaihteluita vastaan, *hedging*, on ollut kaikkien suurempien tuotannollisten yritysten hallitusagendalla viime vuosina. Siitä voi sanoa tulleen jopa oikean muoti-ilmiön. Yhä useammat yritykset ovat katsoneet entistä tarkemmin liiketoimintansa riskejä mm. koventuneiden corporate governance –vaatimusten vuoksi. Riskeihin kuuluu myös energian hinnan nousu. Tätä kautta tuleva lisäkysyntä raaka-aineiden johdannaismarkkinoilla voi olla mukana vaikuttamassa hinnankorotukseen lyhyellä tähtäimellä. Jos tämä pitää paikkansa, on ounasteleman öljyn hinnan lasku todennäköisesti melko raju. Saadaanpa nähdä.

### Salkun tapahtumat

Vuosineljänneksen aikana myin rahastosta kahden yhtiön osakkeita ja ostin yhtä tilalle. Salkussamme on nyt yhteensä 34 yhtiötä. Myyntien joukossa oli myös vanha kunnan Samsung, joka ehti olla kanssamme neljä vuotta melko hyvällä tuotolla. Myynnin syynä oli yksinkertaisesti se, että Samsungin osakkeen tämän vuoden mainio kehitys toi osakkeen tavoitehintaani. Negatiivisen suhdannenäkemykseni vuoksi en katsonut aiheelliseksi nostaa tavoitehintaa.

Viime raportissani kerroin sijoituksestamme M-Realin velkakirjaan. On mielenkiintoista, että sijoituksen arvo on kehittynyt hyvin, vaikka yhtiön osakkeen kurssi on romahtanut. Näin siitäkin huolimatta, että yhtiö on ryhtynyt toimiin vapauttaakseen joitakin niistä kokonaisuuteen sisältyvistä arvoista, joista kirjoitin. M-Real myi osan Pohjolan Voimasta ja on siten saanut arvonmäärityksen myös jäljellejäävälle osalle – kaiken kaikkiaan noin puoli miljardia euroa. Yhtiöllä ei pitäisi nyt olla suuriakaan vaikeuksia hoitaa ne lainat, jotka erääntyvät 2010. Sen sijaan metsäteollisuuden tilanne on entisestään vaikeutunut kevään aikana. On mielenkiintoista nähdä alkaako se vihdoinkin viimein näkyä myös rakennejärjestelyinä.

Riskilisän nousu on luonut erikoistilannesijoittajalle suuren määrän mahdollisuuksia. Edullisesti hinnoiteltuja arvopapereita löytyy helposti, mutta vaikeampaa on löytää mahdolliset syyt siihen, miksi markkinat taas muuttaisivat mielensä arvostusperusteista. Tämä on kuitenkin välttämätön elementti, jotta saamme joskus realisoitua muuten nähtävissä olevan aliarvostuksen.

Katsotaanpa vaikka viime neljänneksen tapahtumia Fiberwebin ympärillä. Ostin osaketta Phoenixiin 50 penceä kappale, mikä on ehkä vain noin kolmannes siitä, mitä pidän yrityksen todellisen arvona. Pian ostomme jälkeen teki israelilainen kilpailija Avgol ostotarjouksen Fiberwebistä hintaan 100 penceä osakkeelta – juuri sellainen arvoa realisoiva tapahtuma, jota olin odottanut. Avgol veti kuitenkin tarjouksensa takaisin mm. rahoitusvaikeuksien vuoksi. Kyseessä siis kaiken kaikkiaan hyvä esimerkki siitä, että rahoituskriisi on iskenyt erikoistilannesijoituksiin täydellä voimalla. Tämä näkyi myös kesäkuun kurssikehityksessä.

Tätä taustaa vasten päätin hajauttaa salkkua myös kokonaan toisenlaiseen erikoistilanteeseen.

### Uusi aalto Iraniin

Phoenix on käyttänyt hyväkseen tarjoutunutta tilaisuutta olla yksi ensimmäisistä länsimaisista Teheranin pörssiin sijoittavista sitten Iranin vallankumouksen.

Iran on yksi Lähi-idän suurimpia valtioita sekä pinta-alaltaan (1,65 mkm<sup>2</sup>) että väkiluvultaan (yli 70 milj.). Luonnonvaroiltaan se on yksi maailman rikkaimpia maita. Öljyvarannot ovat maailman kolmanneksi suurimmat ja maakaasua on enemmän vain Venäjällä. Lisäksi tulevat runsaat esiintymät hiiltä, kromia, kuparia, rautamalmia ja lyijyä.

Väestö kasvaa nopeasti eikä työvoimasta ole pulaa, paitsi ehkä koulutetummassa päässä. Talous on kasvanut 5-6 % vuodessa, mutta on voimakkaasta sääntelystä johtuen monin paikoin hyvin tehoton. Suurista öljy- ja kaasuvarannoista huolimatta tuo Iran enemmän kaasua kuin vie ja on yksi maailman suurimmista bensiinin ostajista. Moinen ei sinänsä ole epätavallista öljyntuottajamaissa – päinvastoin, monet pitävät sitä yhtenä syynä öljyn hintojen nousuun.

Talouden tehottomuudesta huolimatta on maa kerännyt valtavat valuuttavarannot, jotka kasvavat yhä nopeasti. Vaihottaiseen ylijäämää oli vuonna 2007 peräti 30 miljardia dollaria.

Valtavia luonnonvaroja ei kuitenkaan ole kunnolla pystytty hyödyntämään muun muassa presidentti Mahmoud Ahmadi-nejadin valitsemien poliittisten törmäyslinjan takia. Hallitukseen ollaan tyytymättömiä eikä työmarkkinoilta löydy tilaa kasvavalle väestölle. Valtavat tuet tuhlailevasti käytetylle bensiinille nielaisevat aivan liian suuren osan valtion budjetista.

Tätä taustaa vasten ovat liberaalimmat voimat taas saaneet jonkin verran jalansijaa myös hallinnossa. Ali Larijanin valinta parlamentin puhemieheksi on yksi esimerkki tästä.

Hänellä on paljon vaikutusvaltaa hengellisten johtajien piirissä ja on parlamentin jäsen nimenomaan Qomista, maan uskonnollisesta pääkaupungista. Eurooppalaisille Larijani on tullut tunnetuksi taitavana pääneuvottelijana ydinteknologiin liittyvässä kiistassa.

Taloutta yritetään tehostaa. Yhtenä juonteena tehostamisohjelmassa on maassa ennennäkemätön yksityistämishohjelma. Lähivuosina on tarkoitus viedä pörssiin useampia suuria valtionyrityksiä.

Teheranin pörssi on jo nyt yksi Lähi-idän suurimpia: noin 400 listattua yritystä, joiden markkina-arvo yhteensä noin 50 miljardia dollaria. Pörssistä löytyy öljyntuotanto- ja jalostusyhtiöitä, rakennus- ja kiinteistöyrityksiä, kupari- ja rautakaivoksia sekä jalostajia, jne. Arvostukset ovat alhaisia P/E-lukujen liikkua noin 5:n tienoilla, vaikka tuloskasvu on ollut 15 %:a vuodessa ja osinkotuotto vaihtelee 12-14 %:n välillä.

Iran muistuttaa jonkin verran Egyptiä muutama vuosi sitten. Uudistusten tarve on ilmeinen ja askeleita oikeaan suuntaan on jo otettu. On ymmärretty, että taloutta pitää tehostaa, jotta voidaan luoda hyvinvointia ja työpaikkoja. Yksi osoitus tästä on länsimaisille sijoittajille avattu mahdollisuus tulla mukaan maan pääomamarkkinoille. Yksityistämishoito vaatii pääomia ja tulee varmasti johtamaan omistusrakenteiden yhä suurempaan liberalisointiin.

Myös poliittiset muutokset ovat mahdollisia. USA:n ja Iranin tulevat presidentinvaalit saattavat johtaa jännitteiden lientymiseen. Tämä tuskin vaikuttaisi osakekursseihin ainakaan negatiivisesti.

Sijoitamme Teheranin pörssiin *First Persian Equity Fund* -nimisen rahaston kautta. Normaalisti Phoenixin sijoittajia ei rasiteta rahastosijoituksista seuraavilla kaksinkertaisilla hallinnointipalkkioilla, mutta tässä tapauksessa suoraa sijoitusmahdollisuutta ei ollut ja rakenteellinen erikoistilanne on kuitenkin huomattavan houkutteleva. Arvostukset ovat alhaiset ja näkyvissä on monta arvon nousun realisoitumiseen johtavaa reittiä.

Palautettanne toivoen ja sitä arvostaen: hyvää kesänjatkoa!

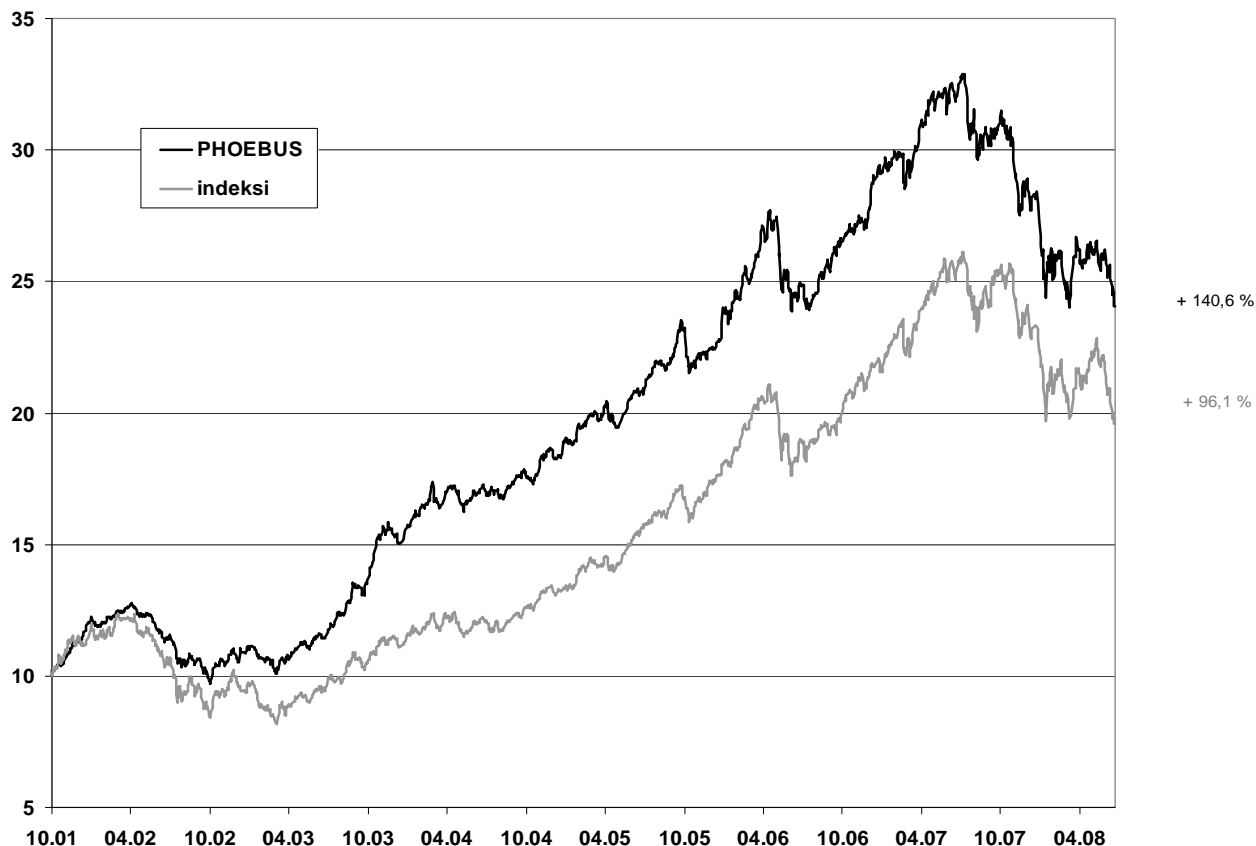


Peter Seligson, salkunhoitaja  
[peter.seligson@seligson.fi](mailto:peter.seligson@seligson.fi)

## Phoebus ja vertailuindeksi

Euro

10.10.2001 - 30.6.2008



### RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	10.10.2001
Tyyppi	Osakerahasto
Rahaston koko (milj. euroa)	16,3
Vertailuindeksi	75% OMX Helsinki Cap GI, 25% MSCI AC World NDR
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,75 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	on
Merkintäpalkkio	2 %
Kaupankäyntipalkkio lunastettaessa (maksetaan rahastoon)	1 %, jos sijoitusaika alle 12 kk; muuten 0 %
Salkunhoitaja	Anders Oldenburg

### TUOTTO JA RISKI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	-7,12 %	14,60 %	-6,30 %	15,85 %
Vuoden alusta	-14,97 %	19,37 %	-15,79 %	20,44 %
1 v	-24,99 %	17,13 %	-22,44 %	18,40 %
3 v	15,80 %	13,57 %	26,51 %	14,30 %
5 v	110,13 %	12,03 %	106,32 %	12,73 %
Aloituspäivästä	140,64 %	11,87 %	96,13 %	14,20 %
Aloituspäivästä p.a.	13,95 %		10,53 %	

### KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.7.2007 – 30.6.2008

Palkkiot yhteensä (TER)	0,77 %
Tuottosidonnainen palkkio (vuoden alusta)	0,00 %
Kaupankäyntikulut	0,06 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,83 %
Salkun kiertonopeus	11,27 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksi-poikkeama (tracking error)	9,68 %
Lähipiirin omistussuus (30.6.2008)	18,84 %

### SUURIMMAT OMISTUKSET

Yhtiö	Maa	Osuus rahastosta
VACON OYJ	Suomi	8,7 %
LASSILA & TIKANOJA OYJ	Suomi	7,3 %
AIR LIQUIDE	Ranska	6,7 %
NOKIAN RENKAAT OYJ	Suomi	6,6 %
SVENSKA HANDELSBANKEN-B SHS	Ruotsi	6,0 %
TULIKIVI OYJ-A SHS	Suomi	5,2 %
EXEL OYJ	Suomi	5,2 %
TIETOENATOR OYJ	Suomi	4,7 %
HENNES & MAURITZ AB-B SHS	Ruotsi	4,6 %
STOCKMANN OYJ ABP-B SHARE	Suomi	4,5 %

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

## SALKUNHOITAJALTA

### Rahaston kehitys

Osakemarkkinoiden hermostuneisuus jatkui vuoden toisella neljänneksellä. Vertailuindeksimme laski 6,3% ja Phoebus 7,1 %. Vuoden alusta Phoebuksen arvo on pudonnut -15,0 % eli hieman vähemmän kuin vertailuindeksimme (-15,8 %). Toiminnan alusta Phoebus on tuottanut 140,6 %, vertailuindeksimme tuottaessa 96,1 %.

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

### Ostot ja myynnit

Kerroin viime katsauksessamme, että olin tehnyt spekulatiivisen sijoituksen yhtiöön China Fire Safety Enterprise Group Holdings (CFE). Myin osakkeemme toukokuun alussa. Sijoitus tuotti meille vajaassa neljässä kuukaudessa 19 % eli noin 65 500 euroa kulujen jälkeen.

Sijoitus epäonnistui, vaikka se tuotti hyvin. Hypoteesini nimittäin oli, että United Technologies (UTC) käyttäisi ostooptionensa ja tekisi julkisen ostotarjouksen heti kun se tuli mahdolliseksi huhtikuussa. Näin lunastushinta olisi ollut n. 40 % korkeampi kuin myyntihintamme. Mutta niin ei käynyt.

Se ei sinänsä ollut katastrofi, koska UTC:n optiolla on vielä juoksuaikaa 5 vuotta. Mutta koska option toteutushinta on sidottu CFE:n tulokseen lisää viivytyks merkittävästi riskiä. Jos CFE:n tulos laskee, lunastushintakin laskee. Päätös kotiuttaa voitot oli helppo: sijoitus oli alun perinkin spekulatiivinen – eli tarkoitettu lyhytaikaiseksi – eikä osake sovi Phoebuksen normaaleihin sijoituskriteereihin.

Lisäsin neljänneksen aikana edelleen hieman omistustamme Harley-Davidsonissa, kuten viime raportissa lupasin. Meillä on vieläkin varaa hieman kasvattaa positiota.

Muuten onnistuin pidättäytymään kaupankäynnistä. Jokainen kauppa aiheuttaa meille välityspalkkioita, mutta vain osa kaupoista parantaa salkun tuottoa. Mitä vähemmän salkkumme muuttuu, sitä paremmin rahaston voi odottaa tuottavan.

### Mikä on normaalia?

Vuoden takaisesta kurssihiipusta Phoebuksen vertailuindeksi on laskenut 25 % ja Phoebuksen arvo 27 %. Onko sijoittajalla syytä huoleen? Onko minun syytä tarkistaa sijoitusfilosofiaani, kun en myynyt kaikkia osakkeitamme vuosi sitten?

Ei nyt sentään.

Kurssien nousut ja laskut kuuluvat pörssiin yhtä varmasti kuin auringon paiste ja sadepäivät kuuluvat kesään. Lyhyellä jaksolla emme etukäteen voi tietää sen enempää pörssin suuntaa kuin tulevan kesän säätäkään. Pidemmällä useiden

vuosien tähtäimellä tiedämme, että kesää on keskimäärin melko aurinkoista. Tiedämme myös, että pörssikurssit pitkällä tähtäimellä seuraavat yhtiöiden vaurastumista ja nousevat suunnilleen talouskasvun tahdissa.

Keskiarvoja voi kuitenkin olla vaikea hahmottaa, kun yksittäiset havainnot poikkeavat voimakkaasti normaalista. Me kaikki riittävän monta kesää nähneet muistamme varmaan kuinka lämpimiä ja kauniita kesät olivat, kun olimme nuoria. Tosiasiassa kesät olivat silloin samanlaisia kuin nyt – aika vain kultaa muistot. Poikkeuksellisen mukavat päivät ovat jääneet parhaiten mieleen.

Phoebuksen vajaan 7 vuoden historian aikana vertailuindeksimme on tuottanut 10,5 % vuodessa. Tämä vastaa 2,5 %:ia per vuosineljännes. Useimmat osakesijoittajat olisivat varmasti kohtuullisen tyytyväisiä, jos kunkin vuosineljänneksen tuotto olisi +/- 1,5 % keskiarvosta eli 1-4%. Mutta kuinkahan usein tämä toteutuu?

Ei kovin usein. Phoebuksen historian 27 vuosineljänneksen aikana markkinatuotto on 7 kertaa ollut välillä 1-4 %. Loput 20 neljännestä, eli kolme neljäsosaa ajasta, tuotot ovat olleet selvästi normaalia paremmat tai huonommat. Ei ihme, että ”normaalia” voi olla vaikea hahmottaa!

Mutta viime aikojen kurssilasku on juuri sitä: aivan normaalia liikehdintää markkinoilla. Se ei vain ehkä tunnu normaalilta, koska muistimme on valikoiva.

Olen monesti kirjoittanut, että osakkeiden tuotto-odotus on hieman alempi kuin se 10 %, jonka osakkeet ovat historiallisesti tuottaneet. Tämä johtuu siitä, että osinkotuotto on nyt hieman pienempi. Uskon ”normaalin” osakemarkkinoiden vuosituoton olevan noin 8-9 %.

Viime vuoden kurssilaskusta huolimatta osakemarkkinoiden tuotto Phoebuksen tähänastisen historian aikana on siis ollut hieman normaalia parempi. Oikea perspektiivi on erittäin tärkeä osakemarkkinoiden tarkkailussa.

### Tuotto-odotus nousi!

Lehdissä näkee vain aniharvoin otsikon ”*Obligaatio romahtivat!*”. Sen sijaan lehdet kertovat, että pitkät korot ovat nousseet tuntuvasti. Korkosijoittajaa tämä varmasti lämmittää, vaikka hänen salkkunsa tämänhetkinen arvo onkin juuri siksi äsken laskenut.

Osakkeista puhutaan jostain syystä eri sanoin. Sen reilun 20 vuoden aikana, kun olen osakemarkkinoita ammatikseni seurannut, en muista ikinä nähneeni otsikkoa: ”*Osakkeiden tuotto-odotus nousi!*”. Silti sekä obligaatioissa että osakkeissa on kyse samasta asiasta – jos maksan sijoituskohteestani vähemmän tänään, voin odottaa siltä suurempaa tuottoa jatkossa.

Kesäkuun kurssilaskun jälkeen alan pitkästä aikaa löytää yhtiötä, joiden osakkeet tuntuvat halvoilta. Se ei tarkoita, että osakkeiden kurssilasku olisi ohi, mutta se on hyvä merkki.

Toistaiseksi en ole hankkinut salkkuamme uusia yhtiöitä, joten kassamme on edelleen normaalia suurempi 10 % rahaston arvosta. Mutta alentuneet hinnat tarjoavat meille tilaisuuden laittaa kassa jossain vaiheessa töihin entistä paremmin tuotto-odotuksin.

## PHOEBUS-YHTIÖISTÄ

**VACON**  
DRIVEN BY DRIVES

Kun esittelin taajuusmuuttajayhtiömme Vaconin ensimmäistä kertaa kolme ja puoli vuotta sitten, katsauksessa 4/04, omistimme 50 000 osaketta, joiden paino salkussamme oli 4,2 %. Nyt Vacon on suurin sijoituksemme, 8,7 % Phoebuksen arvosta. Näin siitä huolimatta, että olen tänä aikana lisännyt omistustamme vain 5 000 osakkeella. Osakekurssin loistava kehitys – se on yli tuplaantunut – on hoitanut loput.

Vuonna 2004 uusi toimitusjohtaja Vesa Laisi oli juuri ottanut ohjokset Veijo Karppiselta. Olin silloin hieman epävarma, mutta aika on näyttänyt, että Vaconin hallituksen valinta osui nappiin. Laisi on sanojensa mittainen mies.

Neljä vuotta sitten hän lupasi, että Vacon saavuttaa vuoteen 2006 mennessä 195 miljoonan euron liikevaihdon (lähtötaso 2003 oli 112 me) ja 14 % liiketuloksen (10,7 %). Tämä ei aivan toteutunut – vuoden 2006 liikevaihto oli 186 me ja liiketulos oli 12,4 % – mutta eron voi laittaa kokonaan dollariin piikkiin. Taajuusmuuttajien maailmanmarkkinat olivat neljä vuotta sitten noin 6 miljardia dollaria ja tänä vuonna ne ovat yli 8 miljardia dollaria. Mutta euroissa markkina ei tällä jaksolla ole kovin paljoa kasvanut – toisin kuin Vacon!

Vaikka osake on yli tuplaantunut, se on tällä hetkellä itse asiassa hieman halvempi kuin neljä vuotta sitten, koska Vaconin tulos on noussut vielä nopeammin. Aivan halpa se ei kuitenkaan ole. Viime vuoden tulokselle arvostus on nykykurssilla (25,75 euroa) noin P/E 19x. Yhtiölle, joka kasvaa 15-20 % vuodessa, se ei ole liikaa, kunhan kasvu jatkuu. Mutta jos kasvu nytkahtaa, arvostuksessa on paljon myös laskuvaraa. Riski on siis keskimääräistä suurempi.

### Taajuusmuuttajan tulevaisuus?

Tuleeko kasvu jatkumaan? Mikä ettei. Vaconin tavoite vuoteen 2012 on tuplata liikevaihto puoleen miljardiin euroon ja nostaa liiketulos 14 %:iin. Jos tämä toteutuu, osake tulee edelleen olemaan erinomainen sijoitus.

Tavoitteen saavuttamista tukee, että Vacon on merkittävästi vahvistamassa asemaansa taajuusmuuttajien tärkeimmällä

alueella, tuulivoimaloissa. Nämä edustavat noin kuudennesta koko taajuusmuuttajamarkkinoista ja kasvavat lähes kolminkertaista vauhtia koko markkinaan nähden. Tuulivoimaloista tuli kuitenkin viime vuonna vain neljäskymmenesosa Vaconin myynnistä. Tänä vuonna osuuden on määrä kolminkertaistua (vaikka Vaconin muukin myynti kasvaa ripeästi).

Suurimpana riskinä näen edelleen dollarin heikkouden. Toinen merkittävä riski on uusiutuvan energian osakkeissa syntynyt arvostuskupla. Esimerkiksi tuulivoima on edelleen täysin riippuvainen valtiollisista tuista, jotka tuppavat tulemaan ja menemään poliitikoiden mukana. Kun viisi vuotta sitten ostin meille Vestaksen osakkeita, tukia ei osakemarkkinoiden mukaan pitänyt enää ikinä USA:ssa tulla (ja osake oli siksi halpa). Nyt tilanne on täysin päinvastainen: osakemarkkinat eivät näe tuissa enää mitään riskejä. Osakkeiden arvostukset ovat pilvissä.

Vacon on kuitenkin poikkeuksellisen hyvä yhtiö, eikä osake ole ”clean tech” –ominaisuksistaan huolimatta älyttömän kallis. Eikä Vaconin liiketoiminta ole riippuvainen vain uusiutuvasta energiasta tai edes korkeista energian hinnoista (ne toki auttavat). En siksi ole myynyt osakkeitamme, vaikka Vaconin paino salkussa on kasvanut. Ainakaan vielä.

**Handelsbanken** Esittelin viimeksi Handelsbankenin reilut kaksi vuotta sitten katsauksessamme 1/2006. Silloin pankki oli juuri valinnut Pär Bomanin uudeksi toimitusjohtajaksi ja nostanut entisen toimitusjohtajansa Lars Grönstedtin hallituksen puheenjohtajaksi.

Keväällä 2008 Grönstedt sai potkut pankista. Pankin hallitusta johtaa nyt ensimmäistä kertaa yli 30 vuoteen ulkopuolinen puheenjohtaja. Tämä on sen luokan muutos, että minun on kyseenalaistettava, onko SHB enää sama luotettava, vakaasti kehittyvä pankki, jonka meille ostin.

Uskon, että se on. Ruotsalaisen talousmedian taustatutkimusten valossa suurin syy erimielisyyksiin vaikuttaa olleen, että Grönstedt halusi ottaa enemmän riskejä kuin Boman. Ostihan SHB Grönstedtin aikana henkivakuutusyhtiö SPP:n, jonka Boman viime syksynä myi.

Lisäksi Grönstedt teki paljon pääomamarkkinatoimintojen vahvistamiseksi – Boman taas sulki New Yorkin trading-toiminnot viime keväänä. Mediassa on myös spekuloitu, että Grönstedt olisi hakenut yritysostoja vahvemmin kuin muu hallitus uskalsi.

Paluu juurille on minusta hyvä asia. Handelsbanken on mielestäni uniikki siksi, että se on ainoa Pohjolan suuremmista pankeista, joka koostaan huolimatta onnistunut jatkuvasti toimimaan aidon paikallispankin tavoin. Eräs pankin perinne onkin ”kirkontornisääntö”: pankkitoimintaa ei pidä harjoittaa laajemmalla alueella, kuin mitä lähimmästä

kirkontornista näkee. (Sääntöä ei varmaan pidä soveltaa liian kirjaimellisesti esim. lähellä Temppliaukion kirkkoa...)

Käytännössä tämä tarkoittaa, että organisaatio on erittäin hajautettu. Konttori palvelee jopa alueensa suurimpia yhtiöitä. Pankki tuntee asiakkaansa hyvin, luottoriskit ovat hallussa, kustannukset pysyvät kurissa ja asiakaspalvelu pelaa. Kun lisäksi panostetaan henkilöstöön (yli 95 % johtajista rekrytoidaan talon sisältä), asiakastyytyväisyys on taattu. SHB:llä onkin jo 20 vuotta ollut Pohjoismaiden suurpankeista tyytyväisimmät asiakkaat. Pikkuisen parempaan pystyvät vain pienet paikallispankit.

Miten näillä vahvuuksilla varustetun pankin pitäisi kasvaa? Luonnollisin vastaus on: avaamalla lisää konttoreita, jotka toimivat samalla mallilla. Jos toimintamallissa ei ole vikaa, miksi muuttaa sitä?

Boman onkin tehnyt juuri tätä: kasvattanut pankkia organisaatioon. Vuonna 1997 yli 90 % pankin konttoreista oli Ruotsissa. Nykyisin yli 30 % konttoreista on Ruotsin ulkopuolella. Kymmenessä vuodessa SHB on lisännyt konttoreiden määrää lähes neljänneksellä (128 kpl). Niistä 113 avattiin tyhjästä ja vain pieni osa tuli yritysostoin. Bomanin kahden vuoden aikana pankki on jo avannut 64 konttoria, joten kasvutahti on kiihtynyt reippaasti.

Ulkomaan toiminnot tuovat toistaiseksi vasta 17 % pankin tuloksesta, koska useimmat konttorit ovat nuoria eivätkä vielä kovin kannattavia. Kokemukset ensimmäisinä perustettujen konttoreiden tulosten kehityksestä ovat kuitenkin hyvin rohkaisevia.

Tästä huolimatta Handelsbankenin osake on kahdessa vuodessa laskenut 34 %. Nykykurssilla (SEK 142) SHB:n arvostus on erittäin alhainen, P/E 8,1x viime vuoden oikaisutulle nettotulokselle, tai P/E 9,4x kun tuloksen rasittaa ”normaaleilla” luottotappioilla.

Tavoitteena on avata tänä vuonna noin 40 uutta konttoria. Kun kannattava kasvu jatkuu, se tulee ennemmin tai myöhemmin näkymään myös osakekurssissa. Uskon, että Boman on oikealla tiellä keskittäessään pankin resurssit perinteiseen konttoritoimintaan.



Anders Oldenburg, salkunhoitaja  
anders.oldenburg@seligson.fi

## SIJOITTAMISEN KOKONAISKUSTANNUKSET

Maailmankuulu rahoituksen professori Kenneth French julkaisi keväällä tutkimuksen, jossa hän pyrkii arvioimaan sijoittamisen kokonaiskustannuksia. Sen mukaan sijoittamisen kulut – esimerkiksi arvopaperikaupankäynnin kustannukset, rahastojen hallinnointikustannukset, jne. – nousevat USA:n suurilla ja tehokkailla markkinoilla noin 100 miljardiin dollariin vuodessa – eli yli 10 %:iin markkinoiden odotetusta reaalitytuotosta!

Professori Frenchin selvitys koski sijoittamisen kustannuksia Yhdysvaltain markkinoilla vuosina 1980 – 2006. Kustannusten rakenne on jakson aikana selvästi muuttunut. Esimerkiksi osakekaupan kauppakohtaiset välityskulut ovat selvästi laskeutuneet, mutta samalla kaupankäynnin volyymin noususta. Varoja myös allokoidaan entistä enemmän hedgerahastoihin, joiden palkkiot ovat yleensä erittäin korkeat.

Internet ja ETF:ien yleistymisen ovat tehostaneet rahastojen jakelua ja siten huomattavasti laskeneet merkintä- ja lunastuspalkkioiden osuutta rahastosijoittajien kustannuksista. Muun muassa rahastojen lisääntynyt kaupankäynti on kuitenkin samaan aikaan nostanut niiden juoksevia kustannuksia. ETF:t puolestaan ovat siirtäneet kustannuksia rahastojen sisältä sijoittajille itselleen esimerkiksi välityspalkkioina ja osto- ja myyntihinnan erotuksena.

Rakennemuutos koskee myös sitä kuka maksaa. Institutionaalisten sijoittajien kokonaiskustannukset ovat keskimäärin laskeneet. Osa laskusta tulee passiivisen sijoitushallinnon osuuden lisääntymisestä nimenomaan instituutiopuolella, osa kilpailun vaikutuksesta. Yksityissijoittajat ryhmänä maksavat huomattavasti korkeampia palkkioita kuin instituutit. Kaikkein kalleinta sijoittaminen on keskimääräisten lukujen valossa niille, jotka käyttävät rahastojen rahastoja.

Rakennemuutoksesta huolimatta sijoittamisen kustannukset verrattuna markkinan arvoon ovat pysyneet hämmästyttävän tasaisina. Keskimääräinen lisäkustannus aktiivisuudesta verrattuna indeksisijoittamiseen on ollut noin 0,67 %.

Miksi sijoittajat sitten maksavat enemmän kuin on tarpeen? Osa on Frenchin mukaan silkkää tietämättömyyttä. Toinen tärkeä syy on ylenmääräinen itseluottamus. Kuvitellaan, että aktiivisella kaupankäynnillä pystytään lyömään markkinatuotto tai että osataan valita tuhansista aktiivisista rahastotuotteista ne, jotka pärjäävät tulevaisuudessa parhaiten.

Kenneth French on yksi Dimensional Fund Advisorsin (DFA) taustahahmoista. DFA on maailman suurin passiivinen pienyhtiöihin erikoistunut sijoitushallinnoija, jonka tuotteita Seligson & Co edustaa Suomessa.

Ari Kaaro  
ari.kaaro@seligson.fi

Kenneth Frenchin tutkimus ”The Cost of Active Investing” löytyy [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1105775](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1105775). Tämä lyhennelmä perustuu itse tutkimuksen lisäksi professori Frenchin esitelmään DFA:n sijoittajaseminaarissa kesäkuussa.



## GLOBAL BRANDS PÄIVITETTY

Global Top 25 Brands –rahasto sijoittaa yrityksiin, joilla on maailman vahvimmat tavaramerkit. Niiden kautta sijoittaja on kätevästi ja kustannustehokkaasti mukana talouskasvussa ympäri maailman.

Vaurastumisen myötä seuraa usein kulutustottumuksissa muutos enemmän nimenomaan brändituotteita suosivaan suuntaan. Global Brands –yhtiöt hyötyvät, jos talous kasvaa voimakkaasti edes jossain päin maailmaa. Siksi niiden kehitys on todennäköisesti jonkin verran tasaisempaa kuin markkinoiden keskimäärin.

Seuraamme brändien arvonkehitystä muun muassa Interbrand –nimisen alan erikoistuneen tutkimuslaitoksen analyysien avulla. Teemme rahaston salkkuun muutoksia kuitenkin vain, jos siihen on erittäin vahvoja perusteita. Näin siksi, että pyrimme pitämään rahaston arvopaperikaupankäynnin vähäisenä.

### Jalokivistä hakukoneisiin

Tämänvuotisen tarkastelun yhteydessä rahaston salkusta poistettiin Bulgari ja tilalle nostettiin Google. Italialaisen ylellisyystuote- ja palveluketju Bulgarian brändin arvo on viime vuosien aikana hiipunut. Esimerkiksi Interbrandin vuosittaisessa rakkauksessa Bulgari ei mahdu enää maailman sadan arvokkaimman tuotemerkin joukkoon: *Sic transit gloria mundi!*\*

Uutena yrityksenä rahastoon nostettiin mukaan Google. Google on kiistatta kasvanut maailman vahvimpien ja arvokkaimpien brändien joukkoon. Interbrandin tutkimuksen mukaan yritys oli 2007 jo toistamiseen brändiarvoaan eniten kasvattanut yritys, sijoitus rankingissa on nyt 20. Kilpaileva markkinatutkimuslaitos Millward Brown on BRANDZ -tutkimuksessaan rankannut Googlen jopa maailman arvokkaimmaksi brändiksi!

Amerikkalainen Google listautui pörssiin elokuussa 2004. Yhtiö tarjoaa pääasiassa erilaisia internet-palveluita ja sen kehittämä hakukone – tai pitäisi varmaan sanoa *hakujärjestelmä*, yhdestä koneesta ei todellakaan ole kyse – on noussut maailman suosituimmaksi. Yhtiön tärkein tulolähde on ilmaisen hakupalvelun suosiolla rakentuva internet-mainonta. Yrityksille myytävät hakutuloksiin perustuvat mainoslinkit muodostavat tällä hetkellä suurimman osan yrityksen tuloksesta.

Mainontakanavana Google on täsmällinen ja kustannustehokas. Koska mainoksia näytetään käyttäjien hakusanojen perusteella, on niiden osuvuus käyttäjän ajankohtaisiin tarpeisiin mainosmaailman mittapuilla erinomainen. Lisäksi mainostajat maksavat suurimmasta osasta mainoksia per klikkaus, joka vie mainostajan omille www-sivuille, ei siis pelkästä mainostekstin näytöstä.

Toisin kuin monet muut hakupalvelujen tarjoajat Google erottelee selvästi oikeat hakutulokset ja mainoslinkin, jolloin palvelun tarjoama tieto pysyy käyttäjille relevanttina.

Tehokkuutensa vuoksi Googlessa mainostavat myös monet sellaiset pienyritykset, joiden muu mainonta on erittäin vähäistä. Hyvä esimerkki löytyy läheltä, kun kirjoittaa *www.google.fi* –sivustolle hakusanaksi ”varainhoito”!

Suurta suosiota on saanut myös yrityksen ylläpitämä gmail-sähköposti. Lisäksi Google on kasvanut voimakkaasti ostamalla muita internet-palveluiden tarjoajia. Esimerkiksi Google Earth, YouTube ja DoubleClick ovat päätyneet Googlle yritystojen jälkeen. Nähtäväksi jää onnistuuko Google muuttamaan käyttäjäsuosion rahaksi myös näiden kohdalla.

Google hakee kovasti kasvua mobiilipalveluiden puolelta ja kehityspanokset ”gPhone” –nimiseen matkapuhelimeen ovat kovia. Uudesta puhelimesta kuulemme todennäköisesti loppuvuodesta lisää.



### Korin tasapainotus

Päivityksen yhteydessä myös muut salkussa olevat sijoitukset rebalansoitiin ns. normaalipainoihin. Viiden arvokkaimman tuotemerkin omistavien yhtiöiden osakkeisiin rahasto sijoittaa tasaosuuksin yhden kolmasosan salkun arvosta, seuraaviin kahteenkymmeneen vastaavasti kaksi kolmasosaa salkun arvosta.

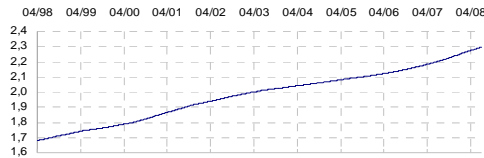
Tällainen rebalansointi on tärkeä osa tasapainoisen korirahaston salkunhoitoa, jotta yhden yksittäisen osakkeen arvon nousu jonain ajanjaksona ei pääse siirtämään koko rahaston riskin painopistettä jollekin kapealle osamarkkinalle.

Jani Holmberg  
jani.holmberg@seligson.fi

\* ”Katoavaista on mainen kunnia!” Näin sanottiin Roomassa jo kauan ennen kuin kreikkalaissyntyinen Sotirio Vulgaris perusti sinne jalokiviliikkeensä 1884 ja päätti brändätä sen muuntamalla nimensä latinaa jäljittelevään kirjoitusmuotoon BVLGARI.

**RAHAMARKKINARAHASTO AAA**  
30.6.2008

**ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)**



Rahamarkkinarahasto, joka sijoittaa eurooppalaisiin lyhytaikaisiin korkoinstrumentteihin.

**RAHASTON AVAINTIEDOT**

Aloituspäivä	1.4.1998
Tyyppi	Lyhyet korot, euro-alue
Rahaston koko (milj. euroa)	203,5
Vertailuindeksi	3 kk rahamarkkinaindeksi
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,18 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintäpalkkio	ei
Lunastuspalkkio	ei
Salkunhoitaja	Jani Holmberg / Jaana Timonen

**TUOTTO JA RISKI**

	Rahasto		Vertailuindeksi		3 kk euribor*
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti	
3 kk	1,06 %	0,16 %	1,27 %	0,21 %	1,17 %
Vuoden alusta	2,13 %	0,16 %	2,48 %	0,21 %	2,29 %
1 v	4,30 %	0,16 %	4,90 %	0,22 %	4,58 %
3 v	9,85 %	0,14 %	11,28 %	0,17 %	10,68 %
5 v	14,15 %	0,13 %	16,24 %	0,16 %	15,54 %
10 v	35,53 %	0,15 %	40,13 %	0,18 %	38,91 %
Aloituspäivästä	36,57 %	0,15 %	41,42 %	0,18 %	40,12 %
Aloituspäivästä p.a.	3,09 %		3,44 %		3,34 %

\* Sijoitustutkimuksen mukaan, ks. neljännesvuosikatsaus 1/2008, s. 19-20

**KULUT JA TUNNUSLUVUT**

1.7.2007 – 30.6.2008

Palkkiot yhteensä (TER)	0,18 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,02 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,20 %
Salkun kiertonopeus	97,44 %
Lainaluokitukset (rating)	AAA / AA / A 100 %
Salkun korkoriski (duraatio)	0,30
Välityspalkkiot lähipiirille	0,00 %
Indeksi-poikkeama (tracking error)	0,11 %
Lähipiirin omistussuus (30.6.2008)	0,87 %

**SUURIMMAT OMISTUKSET**

	Maa	Osuus rahastosta
Määräaikainen talletus Tapiola 02.01.2009	Suomi	5,0 %
Määräaikainen talletus Tapiola 15.09.2008	Suomi	5,0 %
Määräaikainen talletus Alandsbanken 01.09.2008	Suomi	5,0 %
Sijoitustodistus Sampo 31.7.2008	Suomi	4,9 %
Sijoitustodistus SHB 27.10.2008	Suomi	4,8 %
Sijoitustodistus SHB 27.2.2009	Suomi	4,7 %
Määräaikainen talletus SEB 03.10.2008	Suomi	4,0 %
Sijoitustodistus Nordea 21.10.2008	Suomi	3,9 %
Määräaikainen talletus SEB 15.07.2008	Suomi	3,5 %
Määräaikainen talletus Sampo 18.11.2008	Suomi	3,5 %

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

**EURO-OBLIGAATIOINDEKSIRAHASTO**  
30.6.2008

**ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)**



Obligaatioindeksirahasto, joka seuraa euroalueen valtioiden liikkeelle laskemien lainojen indeksiä.

**RAHASTON AVAINTIEDOT**

Aloituspäivä	14.10.1998
Tyyppi	Pitkät korot, euro-alue
Rahaston koko (milj. euroa)	42,4
Vertailuindeksi	EFFAS Bond Indices Euro Govt All
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,28 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintäpalkkio	ei
Kaupankäyntipalkkio lunastettaessa (maksetaan rahastoon)	0 % (0,2 %, jos sijoitusaika alle 3 kk)
Salkunhoitaja	Jani Holmberg / Jaana Timonen

**TUOTTO JA RISKI**

	Rahasto		Vertailuindeksi*	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	-3,57 %**	4,55 %	-2,96 %**	4,18 %
Vuoden alusta	-0,84 %	4,69 %	-0,73 %	4,51 %
1 v	2,75 %	4,47 %	2,74 %	4,04 %
3 v	-0,10 %	3,47 %	0,99 %	3,26 %
5 v	10,64 %	3,40 %	13,52 %	3,26 %
Aloituspäivästä	43,08 %	3,49 %	48,13 %	3,42 %
Aloituspäivästä p.a.	3,76 %		4,10 %	

\* Vertailuindeksiä vaihdettu rahaston historian aikana. \*\* Suurehko 3kk ero indeksiin johtuu rahaston arvonlaskenta-ajankohdan ja indeksin laskenta-ajankohdan erosta. Ajankohtaerot tasoituvat normaalisti tulevilla vertailujaksoilla.

**KULUT JA TUNNUSLUVUT**

1.7.2007 – 30.6.2008

Palkkiot yhteensä (TER)	0,29 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,04 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,33 %
Salkun kiertonopeus	-48,28 %
Lainaluokitukset (rating)	AAA / AA / A 100 %
Salkun korkoriski (duraatio)	5,83
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksi-poikkeama (tracking error)	2,10 %
Lähipiirin omistussuus (30.6.2008)	0,01 %

**SUURIMMAT OMISTUKSET**

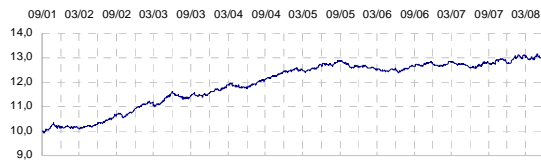
	Maa	Osuus rahastosta
Saksan valtion obligaatio 3,50% 4.1.2016	Saksa	11,0 %
Italian valtion obligaatio 4,25% 1.8.2014	Italia	10,2 %
Ranskan valtion obligaatio 3,50% 25.4.2015	Ranska	8,8 %
Saksan valtion obligaatio 6,25% 4.1.2024	Saksa	6,7 %
Suomen valtion obligaatio 3,875% 15.9.2017	Suomi	6,6 %
Itävallan valtion obligaatio 3,90% 15.7.2020	Itävalta	6,4 %
Espanjan valtion obligaatio 5,00% 30.7.2012	Espanja	5,9 %
Suomen valtion obligaatio 5,375% 4.7.2013	Suomi	4,8 %
Suomen valtion obligaatio 4,25% 4.7.2015	Suomi	4,6 %
Ranskan valtion obligaatio 4,25% 25.4.2019	Ranska	4,5 %

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

**EURO CORPORATE BOND**

30.6.2008

**ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)**



Obligaatioindeksirahasto, joka seuraa yritysten liikkeelle laskemien euromääräisten lainojen indeksiä.

**RAHASTON AVAINTIEDOT**

Aloituspäivä	14.9.2001
Tyyppi	Pitkät korot, euro-alue
Rahaston koko (milj. euroa)	13,5
Vertailuindeksi	Merrill Lynch EMU Corporates Non-Financial Index
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,33 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintä-/lunastuspalkkio (maksetaan rahastoyhtiölle)	ei
Kaupankäyntipalkkio lunastettaessa (maksetaan rahastoon)	0 % (0,2 %, jos sijoitusaika alle 3 kk)
Salkunhoitaja	Jani Holmberg / Jaana Timonen

**TUOTTO JA RISKI**

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	-1,24 %	3,89 %	-1,38 %	3,59 %
Vuoden alusta	-0,03 %	3,93 %	-0,51 %	3,55 %
1 v	1,21 %	3,68 %	0,60 %	3,17 %
3 v	0,17 %	2,85 %	0,99 %	2,57 %
5 v	11,50 %	2,87 %	14,71 %	2,70 %
Aloituspäivästä	27,83 %	2,98 %	33,87 %	2,90 %
Aloituspäivästä p.a.	3,68 %		4,39 %	

**KULUT JA TUNNUSLUVUT**

1.7.2007 – 30.6.2008

Palkkiot yhteensä (TER)	0,34 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,03 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,37 %
Salkun kiertonopeus	5,31 %
Lainaluokitukset (rating)	AAA 6 %, AA 7 %, A 43 %, BBB 44 %
Salkun korkoriski (duraatio)	4,3
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	1,65 %
Lähipiirin omistusosuus (30.6.2008)	0,02 %

**SUURIMMAT OMISTUKSET**

	Maa	Osuus rahastosta
Suomen valtion obligaatio 3,875% 15.9.2017	Suomi	5,5 %
Bayer AG JVK 6,00%, 10.04.2012	Saksa	3,7 %
Siemens Finance JVK 5,75% 04.07.2011	Saksa	3,7 %
GIE SUEZ ALLIANCE JVK 5,125 % 24.06.2015	Ranska	3,6 %
Electricite De France JVK 4,625 % 06.11.2013	Ranska	3,6 %
UPM-Kymmene JVK 6,125% 23.01.2012	Suomi	3,6 %
Carrefour SA JVK 4,375% 15.06.2011	Ranska	3,6 %
Telefonica Europe BV JVK 5,125 % 14.02.2013	Alankomaat	3,6 %
VOLKSWAGEN INTL FIN JVK 5,375% 22.5.2018	Saksa	3,6 %
Iberdrola Intl JVK 4,875% 18.02.2013	Alankomaat	3,6 %

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

**SUOMI -INDEKSIRAHASTO**

30.6.2008

**ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)**



Suomalaisiin osakkeisiin sijoittava indeksirahasto.

**RAHASTON AVAINTIEDOT**

Aloituspäivä	1.4.1998
Tyyppi	Osakerahasto, Suomi
Rahaston koko (milj. euroa)	21,7
Vertailuindeksi	OMX Helsinki Benchmark Cap_GI
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,45 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintä-/lunastuspalkkio (maksetaan rahastoyhtiölle)	ei
Kaupankäyntipalkkio (maksetaan rahastoon)	0,1 % merkittäessä ja lunastettaessa (0,5 % lunastettaessa, jos sijoitusaika < 6 kk)
Salkunhoitaja	Jani Holmberg / Jaana Timonen

**TUOTTO JA RISKI**

	Rahasto		Vertailuindeksi*	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	-8,53 %	21,91 %	-8,42 %	21,89 %
Vuoden alusta	-16,60 %	26,77 %	-16,16 %	26,55 %
1 v	-24,57 %	24,80 %	-23,94 %	24,65 %
3 v	26,10 %	18,93 %	28,56 %	18,82 %
5 v	118,17 %	16,81 %	109,10 %	16,78 %
10 v	92,50 %	25,01 %	61,66 %	25,27 %
Aloituspäivästä	116,76 %	24,94 %	81,27 %	25,27 %
Aloituspäivästä p.a.	7,84 %		5,97 %	

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

**KULUT JA TUNNUSLUVUT**

1.7.2007 – 30.6.2008

Palkkiot yhteensä (TER)	0,46 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,05 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,51 %
Salkun kiertonopeus	17,87 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	0,45 %
Lähipiirin omistusosuus (30.6.2008)	0,23 %

**SUURIMMAT OMISTUKSET**

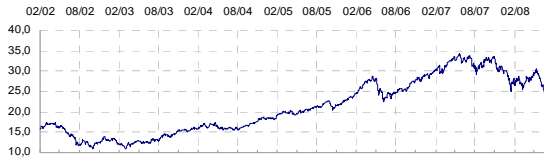
	Maa	Osuus rahastosta
Yhtiö		
FORTUM OYJ	Suomi	9,6 %
SAMPO OYJ-A SHS	Suomi	8,9 %
NOKIA OYJ	Suomi	8,0 %
UPM-KYMMENE OYJ	Suomi	6,3 %
TELIASONERA AB	Ruotsi	4,4 %
KONE OYJ-B	Suomi	4,4 %
NOKIAN RENKAAT OYJ	Suomi	4,2 %
STORA ENSO OYJ-R SHS	Suomi	4,2 %
METSO OYJ	Suomi	4,2 %
WARTSILA OYJ-B SHARES	Suomi	3,2 %

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

OMXH25 -INDEKSIOUSURAHASTO

30.6.2008

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



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

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	8.2.2002
Tyyppi	Osakerahasto, Suomi
Rahaston koko (milj. euroa)	125,3
Vertailuindeksi	OMX Helsinki 25 -osakeindeksi
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,11 - 0,18 % (rahaston koon mukaan)
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintäpalkkio	- / osakevälityspalkkio
Lunastuspalkkio	- / osakevälityspalkkio
Salkunhoitaja	Jani Holmberg / Jaana Timonen

TUOTTO JA RISKI

	Rahasto		Vertailuindeksi*	
	Tuotto**	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	-10,08 %	22,49 %	-8,14 %	21,53 %
Vuoden alusta	-17,99 %	28,25 %	-17,97 %	28,00 %
1 v	-23,98 %	25,14 %	-24,01 %	25,03 %
3 v	20,37 %	19,19 %	20,27 %	19,16 %
5 v	96,97 %	17,19 %	96,69 %	17,11 %
Aloituspäivästä	57,63 %	18,71 %	57,61 %	18,62 %
Aloituspäivästä p.a.	7,38 %		7,37 %	

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

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.7.2007 – 30.6.2008

Palkkiot yhteensä (TER)	0,18 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,06 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,24 %
Salkun kiertonopeus	29,42 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	0,35 %
Lähipiirin omistusosuus (30.6.2008)	0,0 %

SUURIMMAT OMISTUKSET

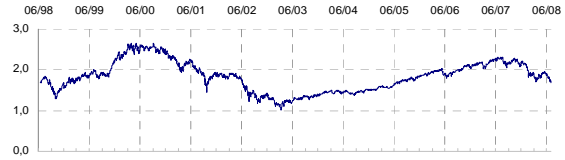
Yhtiö	Maa	Osuus rahastosta
FORTUM OYJ	Suomi	13,0 %
SAMPO OYJ-A SHS	Suomi	9,8 %
NOKIA OYJ	Suomi	8,8 %
UPM-KYMMENE OYJ	Suomi	6,9 %
KONE OYJ-B	Suomi	5,6 %
TELIASONERA AB	Ruotsi	5,3 %
NOKIAN RENKAAT OYJ	Suomi	4,9 %
METSO OYJ	Suomi	4,7 %
WARTSILA OYJ-B SHARES	Suomi	4,6 %
STORA ENSO OYJ-R SHS	Suomi	4,4 %

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

EUROOPPA 50 –INDEKSIRAHASTO

30.6.2008 (1.7.2008 alkaen Eurooppa –indeksirahasto)

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Euroopalaisiin osakkeisiin sijoittava kestävän kehityksen indeksirahasto (1.7.2008 alkaen).

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	15.6.1998
Tyyppi	Osakerahasto, Eurooppa
Rahaston koko (milj. euroa)	27,9
Vertailuindeksi	DJ STOXX 50 NDR 1.7.2008 alkaen DJ STOXX Sustainability
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,45 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintä-/lunastuspalkkio (maksetaan rahastoyhtiölle)	ei
Kaupankäyntipalkkio (maksetaan rahastoon)	0,1 % merkittäessä ja lunastettaessa (0,5 % lunastettaessa, jos sijoitusaika < 6 kk)
Salkunhoitaja	Jani Holmberg / Jaana Timonen

TUOTTO JA RISKI

	Rahasto		Vertailuindeksi*	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	-2,63 %	17,89 %	-2,17 %	17,81 %
Vuoden alusta	-19,87 %	23,94 %	-19,39 %	22,23 %
1 v	-24,11 %	21,44 %	-23,40 %	21,41 %
3 v	1,86 %	15,78 %	3,92 %	15,80 %
5 v	32,95 %	14,43 %	37,72 %	14,44 %
10 v	-2,21 %	22,00 %	7,25 %	22,24 %
Aloituspäivästä	2,29 %	21,98 %	13,45 %	22,24 %
Aloituspäivästä p.a.	0,23 %		1,26 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.7.2007 – 30.6.2008

Palkkiot yhteensä (TER)	0,46 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,13 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,59 %
Salkun kiertonopeus	30,16 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	0,30 %
Lähipiirin omistusosuus (30.6.2008)	0,53 %

SUURIMMAT OMISTUKSET

Yhtiö	Maa	Osuus rahastosta
HSBC HOLDINGS PLC	Iso-Britannia	4,3 %
TOTAL FINA ELF SA	Ranska	4,1 %
NESTLE SA-REGISTERED	Sveitsi	4,1 %
VODAFONE GROUP PLC	Iso-Britannia	3,6 %
ROYAL DUTCH SHELL PLC-A SHS	Iso-Britannia	3,3 %
NOVARTIS AG-REG SHS	Sveitsi	3,1 %
E.ON AG	Saksa	2,9 %
ROCHE HOLDING AG-GENUSSCHEIN	Sveitsi	2,9 %
BANCO SANTANDER CENTRAL HISP	Espanja	2,7 %
TELEFONICA S.A.	Espanja	2,5 %

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

**JAPANI -INDEKSIRAHASTO**  
30.6.2008

**ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)**



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

**RAHASTON AVAINTIEDOT**

Aloituspäivä	29.12.1999
Tyyppi	Osakerahasto, Japani
Rahaston koko (milj. euroa)	5,3
Vertailuindeksi	TOPIX Core 30 Return Index
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,45 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintä-/lunastuspalkkio (maksetaan rahastoyhtiölle)	ei
Kaupankäyntipalkkio (maksetaan rahastoon)	0,1 % merkittäessä ja lunastettaessa (0,5 % lunastettaessa, jos sijoitusaika < 6 kk)
Salkunhoitaja	Jani Holmberg / Jaana Timonen

**TUOTTO JA RISKI**

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	5,85 %	24,60 %	5,90 %	24,97 %
Vuoden alusta	-10,45 %	26,77 %	-10,08 %	26,87 %
1 v	-24,46 %	22,89 %	-23,99 %	23,13 %
3 v	-5,38 %	19,08 %	-3,06 %	19,32 %
5 v	12,62 %	20,06 %	18,47 %	20,14 %
Aloituspäivästä	-66,02 %	23,82 %	-64,37 %	24,75 %
Aloituspäivästä p.a.	-11,91 %		-11,42 %	

**KULUT JA TUNNUSLUVUT**

1.7.2007 – 30.6.2008

Palkkiot yhteensä (TER)	0,46 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,30 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,76 %
Salkun kiertonopeus	-9,50 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	0,71 %
Lähipiirin omistusosuus (30.6.2008)	0,97 %

**SUURIMMAT OMISTUKSET**

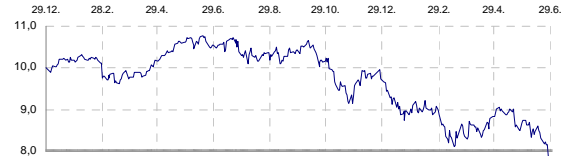
Yhtiö	Maa	Osuus rahastosta
TOYOTA MOTOR CORP	Japani	9,6 %
MITSUBISHI TOKYO FINANCIAL	Japani	8,0 %
NINTENDO CO LTD	Japani	5,3 %
CANON INC	Japani	5,0 %
SUMITOMO MITSUI FINANCIAL GR	Japani	4,8 %
HONDA MOTOR CO LTD	Japani	4,6 %
MIZUHO FINANCIAL GROUP INC	Japani	4,4 %
SONY CORP	Japani	3,9 %
MITSUBISHI CORP	Japani	3,9 %
MATSUSHITA ELECTRIC INDUST	Japani	3,6 %

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

**USA –INDEKSIRAHASTO**

30.6.2008 (1.7.2008 alkaen Pohjois-Amerikka –indeksirahasto)

**ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)**



Osakeindeksirahasto, joka seuraa Dow Jones Industrial Average TR indeksiä.

**RAHASTON AVAINTIEDOT**

Aloituspäivä	29.12.2006
Tyyppi	Osakerahasto, USA
Rahaston koko (milj. euroa)	3,9
Vertailuindeksi	Dow Jones Industrial Average TR 1.7.2008 alkaen DJ Sustainability North America
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,43 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintä-/lunastuspalkkio (maksetaan rahastoyhtiölle)	ei
Kaupankäyntipalkkio (maksetaan rahastoon)	0,1 % merkittäessä ja lunastettaessa (0,5 % lunastettaessa, jos sijoitusaika < 6 kk)
Salkunhoitaja	Jani Holmberg / Jaana Timonen

**TUOTTO JA RISKI**

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	-5,90 %	21,17 %	-6,58 %	21,71 %
Vuoden alusta	-19,22 %	22,89 %	-19,74 %	23,31 %
1 v	-25,99 %	20,54 %	-26,21 %	20,82 %
Aloituspäivästä	-21,88 %	17,91 %	-21,55 %	18,16 %
Aloituspäivästä p.a.	-15,14 %		-14,90 %	

**KULUT JA TUNNUSLUVUT**

1.7.2007 – 30.6.2008

Palkkiot yhteensä (TER)	0,45 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,09 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,54 %
Salkun kiertonopeus	63,45 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	0,97 %
Lähipiirin omistusosuus (30.6.2008)	0,31 %

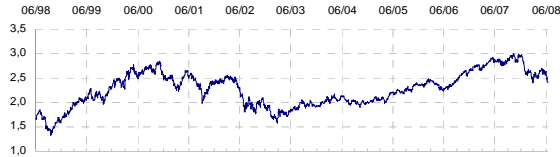
**SUURIMMAT OMISTUKSET**

Yhtiö	Maa	Osuus rahastosta
INTL BUSINESS MACHINES CORP	Yhdysvallat	5,8 %
CHEVRON CORP	Yhdysvallat	5,5 %
JOHNSON & JOHNSON	Yhdysvallat	4,1 %
PROCTER & GAMBLE CO	Yhdysvallat	4,0 %
GENERAL ELECTRIC CO	Yhdysvallat	3,7 %
MICROSOFT CORP	Yhdysvallat	3,4 %
CATERPILLAR INC	Yhdysvallat	3,0 %
EXXON MOBIL CORP	Yhdysvallat	2,9 %
COCA-COLA CO/THE	Yhdysvallat	2,9 %
3M CO	Yhdysvallat	2,8 %

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

**GLOBAL TOP 25 BRANDS**  
30.6.2008

**ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)**



Osakekorirahasto, joka sijoittaa maailman arvostetuimpiin tavaramerkkeihin.

**RAHASTON AVAINTIEDOT**

Aloituspäivä	18.6.1998
Tyyppi	Osakerahasto, maailma
Rahaston koko (milj. euroa)	28,6
Vertailuindeksi	50% MSCI Consumer Discretionary NDR 50% MSCI Consumer Staples NDR
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,6 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintä-/lunastuspalkkio (maksetaan rahastoyhtiölle)	ei
Kaupankäyntipalkkio (maksetaan rahastoon)	0 % merkittäessä ja lunastettaessa (0,5 % lunastettaessa, jos sijoitus aika < 6 kk)
Salkunhoitaja	Jani Holmberg / Jaana Timonen

**TUOTTO JA RISKI**

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	-4,40 %	17,77 %	-7,51 %	15,86 %
Vuoden alusta	-17,74 %	18,42 %	-19,05 %	16,58 %
1 v	-15,72 %	16,26 %	-25,50 %	14,56 %
3 v	10,74 %	12,67 %	-8,43 %	11,72 %
5 v	31,01 %	12,75 %	12,98 %	12,13 %
10 v	37,12 %	18,20 %	-2,50 %	15,62 %
Aloituspäivästä	43,01 %	18,20 %	-0,17 %	15,61 %
Aloituspäivästä p.a.	3,63 %		-0,02 %	

**KULUT JA TUNNUSLUVUT**

1.7.2007 – 30.6.2008

Palkkiot yhteensä (TER)	0,60 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,03 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,63 %
Salkun kiertonopeus	6,66 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	5,36 %
Lähipiirin omistusosuus (30.6.2008)	0,88 %

**SUURIMMAT OMISTUKSET**

Yhtiö	Maa	Osuus rahastosta
THE WALT DISNEY CO.	Yhdysvallat	6,6 %
MCDONALD'S CORP	Yhdysvallat	6,6 %
UNILEVER NV-CVA	Alankomaat	6,5 %
COCA-COLA CO/THE	Yhdysvallat	6,4 %
PROCTER & GAMBLE CO	Yhdysvallat	6,3 %
NINTENDO CO LTD	Japani	3,9 %
HARLEY-DAVIDSON INC	Yhdysvallat	3,4 %
NIKE INC -CL B	Yhdysvallat	3,3 %
HERMES INTERNATIONAL	Ranska	3,3 %
NESTLE SA-REGISTERED	Sveitsi	3,3 %

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

**GLOBAL TOP 25 PHARMACEUTICALS**  
30.6.2008

**ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)**



Osakekorirahasto, joka sijoittaa maailman suurimpien lääkeyritysten osakkeisiin.

**RAHASTON AVAINTIEDOT**

Aloituspäivä	17.1.2000
Tyyppi	Osakerahasto, lääketieteellinen
Rahaston koko (milj. euroa)	21,8
Vertailuindeksi	MSCI Pharma & Biotech NDR
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,6 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintä-/lunastuspalkkio (maksetaan rahastoyhtiölle)	ei
Kaupankäyntipalkkio (maksetaan rahastoon)	0 % merkittäessä ja lunastettaessa (0,5 % lunastettaessa, jos sijoitus aika < 6 kk)
Salkunhoitaja	Jani Holmberg / Jaana Timonen

**TUOTTO JA RISKI**

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	-0,47 %	15,34 %	-1,16 %	15,25 %
Vuoden alusta	-13,84 %	16,29 %	-14,52 %	16,71 %
1 v	-20,01 %	14,16 %	-22,04 %	14,64 %
3 v	-9,21 %	11,40 %	-15,62 %	12,14 %
5 v	2,25 %	11,78 %	-12,95 %	13,07 %
Aloituspäivästä	-20,52 %	15,83 %	-29,89 %	17,71 %
Aloituspäivästä p.a.	-2,68 %		-4,11 %	

**KULUT JA TUNNUSLUVUT**

1.7.2007 – 30.6.2008

Palkkiot yhteensä (TER)	0,61 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,05 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,66 %
Salkun kiertonopeus	-13,87 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	2,83 %
Lähipiirin omistusosuus (30.6.2008)	0,66 %

**SUURIMMAT OMISTUKSET**

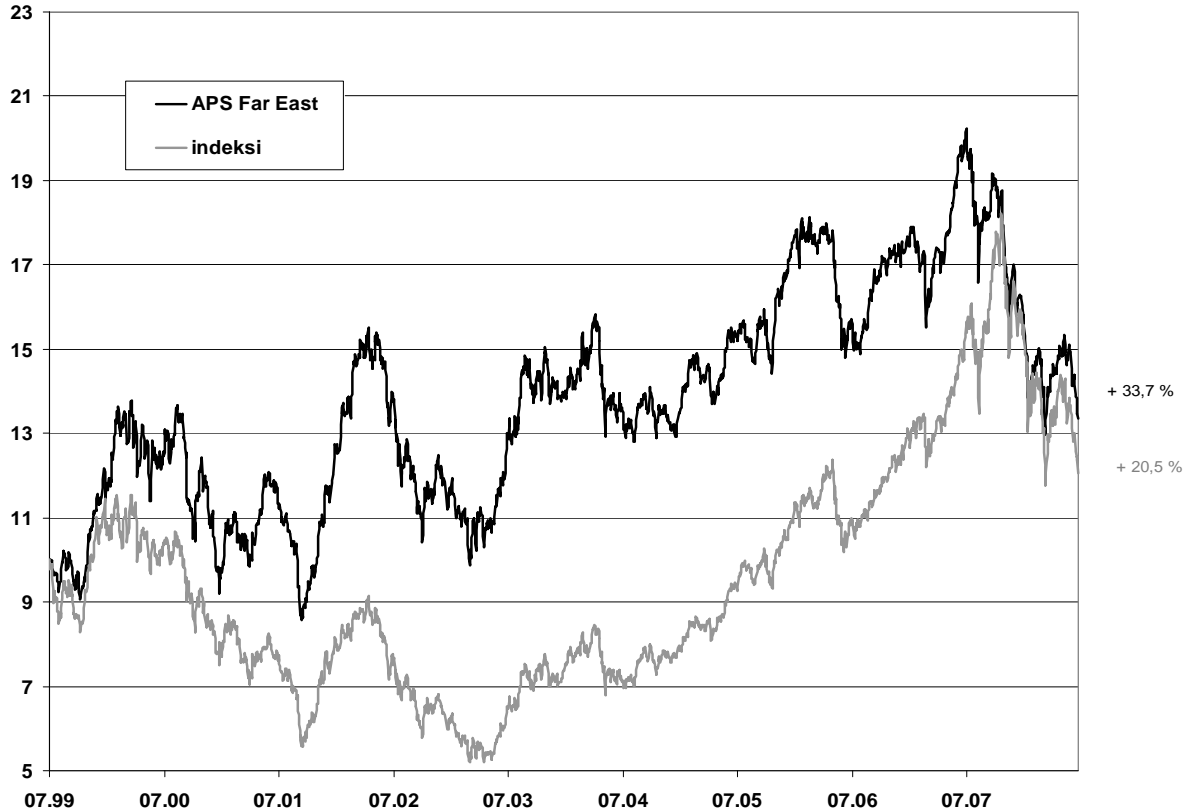
Yhtiö	Maa	Osuus rahastosta
JOHNSON & JOHNSON	Yhdysvallat	7,2 %
NOVARTIS AG-REG SHS	Sveitsi	7,1 %
GLAXOSMITHKLINE PLC	Iso-Britannia	6,2 %
SANOFI-AVENTIS	Ranska	5,9 %
PFIZER INC	Yhdysvallat	5,1 %
GILEAD SCIENCES INC	Yhdysvallat	4,8 %
NOVO NORDISK A/S-B	Tanska	4,3 %
GENZYME CORP	Yhdysvallat	4,1 %
BAXTER INTERNATIONAL INC	Yhdysvallat	4,1 %
MERCK KGAA	Saksa	3,9 %

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

## APS Far East ja vertailuindeksi

Euro

13.7.1999 - 30.6.2008



### RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	13.7.1999
Tyyppi	Osakkeet, Kaukoitä
Rahaston koko (milj. euroa)	7,3
Vertailuindeksi	MSCI AC Far East ex-Japan NDR
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	1,2 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	on
Merkintäpalkkio (maksetaan rahastoyhtiölle)	0 – 2,5 %, riippuen merkintäsummasta
Kaupankäyntipalkkio lunastettaessa (maksetaan rahastoon)	0,5 %, jos sijoitusaika on alle 6 kk; muuten 0 %
Salkunhoitaja	APS Asset Management

### KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.7.2007 – 30.6.2008

Palkkiot yhteensä (TER)	1,80 %
Tuottosidonnainen palkkio (vuoden alusta)	0,46 %
Kaupankäyntikulut	1,37 %
Kokonaiskulut (TKA)	3,16 %
Salkun kiertonopeus	160,70 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	25,11 %
Lähipiirin omistusosuus (30.6.2008)	2,56 %

### TUOTTO JA RISKI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	-5,10 %	15,84 %	-7,21 %	20,84 %
Vuoden alusta	-17,73 %	20,08 %	-22,88 %	29,61 %
1 v	-31,80 %	20,70 %	-18,94 %	29,46 %
3 v	-12,55 %	16,93 %	29,37 %	21,57 %
5 v	11,07 %	16,82 %	100,29 %	28,75 %
Aloituspäivästä	33,66 %	20,21 %	20,46 %	27,18 %
Aloituspäivästä p.a.	3,29 %		2,10 %	

### SUURIMMAT OMISTUKSET

Yhtiö	Maa	Osuus rahastosta
HANKUK ELECTRIC GLASS	Korean tasavalta	7,7 %
KH VATEC CO LTD	Korean tasavalta	6,3 %
VARITRONIX INTERNATIONAL LTD	Hongkong	5,0 %
HI-P INTERNATIONAL LTD	Singapore	4,9 %
KINGBOARD CHEMICALS HOLDINGS	Hongkong	4,6 %
DEL MONTE PACIFIC LTD	Singapore	4,3 %
BYD CO LTD-H	Kiina	3,7 %
HON HAI PRECISION INDUSTRY	Taiwan	2,9 %
HSU FU CHI INTERNATIONAL LTD	Kiina	2,6 %
HUAKU CONSTRUCTION CORP	Taiwan	2,6 %

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

## SALKUNHOITAJALTA

Maailmanlaajuinen hermostuneisuus rahoitusmarkkinoilla näkyi voimakkaana laskuna myös aasialaisten osakemarkkinoiden kurssikehityksessä. Aasian markkinoita kuvaava osakeindeksi laski jakson aikana euroissa mitattuna 7,2 %. Vuoden alusta lukien on laskua tullut jo 22,9 %.

Rahasto on pärjännyt jonkin verran paremmin, mutta luvut ovat silti negatiivisia: toisen neljänneksen aikana -5,1 % ja vuoden alusta -17,7 %.

Erityisen kovana kesäkuun kurssilaskut tuntuivat Intiassa, Filippiineillä, Koreassa ja Kiinassa. Intiassa talouden kehitystä haittaa erityisesti jo kaksinumeroisiin lukuihin kohonnut inflaatio ja sama peikko nostaa päätään myös Kiinassa.

Jakson aikana rahaston paras osake oli hongkongilainen laminaattivalmistaja Kingboard Chemicals, jonka kurssi nousi yli 30 %. Markkinat reagoivat alkuvuonna hyvin hermostuneesti USA:n taantumien mahdollisiin vaikutuksiin Kingboardin vientiin, mutta usko yhtiön integraatiostrategian ja laajentumishankkeiden onnistumiseen palautui pian.

Myös korealainen lasinvalmistaja Hankuk Electric Glassin osake kehittyi mainiosti, +22 %, ja yhtiö nousi rahaston tällä hetkellä suurimmaksi omistukseksi. Yhtiön liiketoiminnassa ei käsittääksemme ole tapahtunut merkittäviä muutoksia ja kurssinousu voi osittain selittyä markkinoilla liikkuvilla arveluilla siitä, että jo nyt merkittävänä osakkeenomistajana oleva Lazard Asset Management harkitsee merkittävää lisäpanostusta.

Rahaston suurimmista sijoituksista menestyi hyvin myös matkapuhelinten alihankkija korealainen KH Vatec. Sen ensimmäisen neljänneksen tulos oli odotettua parempi ja markkinat odottavat etenkin Nokialta tulevan tilauskannan kasvavan.

Jakson huonoimmin kehittyneet yhtiöt olivat malesialainen kiinteistöyritys SP Setia, taiwanilainen rakennuttaja Huang Hsiang ja taiwanilainen kaiutinvalmistaja Meiloon.

Eniten hallaa rahaston kehitykselle teki kuitenkin rahastossa suureholla painolla ollut BYD, jonka osakkeen kurssi laski lähes 33 %. Sijoittajia hermostutti edelleen BYD:in ja toisen elektroniikka-alihankkijan Foxconn Internationalin välinen oikeudenkäynti. Emme kuitenkaan usko sen vaikuttavan BYD:in pitkän aikajänteen kilpailukykyyn.

## Osakkeilla Koreasti

Melkein kaikki jakson aikana rahastoon hankitut uudet yritykset ovat korealaisia. Niiden myötä korealaisten yritysten osuus rahastosta on noussut noin 27 %:iin. Valintamme perustuvat kuitenkin yhtiökohtaiseen analyysiin, eivät yleiseen ”koreanäkemykseen”.

Suurimmalla painolla uusista yrityksistä on pääosin Korean kotimarkkinoilla toimiva asuntorakentaja Dongbu Corporation. Yhtiöllä on nähdäksemme hyvät mahdollisuudet yli kaksinkertaistaa liikevaihtonsa sekä 2008 että 2009. Uskomme Dongbun hyvän brändin auttavan sitä asuntomarkkinoiden vaikeutuessa. Tulevaisuudessa olemassa olevan asuntokannan korjaus- ja uudistustyöt nousevat entistä tärkeämmäksi tulolähteeksi.

Lääketeollisuusyritys Polyplus on kehittänyt solujen välistä makromolekyyliden vaihtoa helpottavan proteiininkuljetustavan, joka edesauttaa lääkeaineiden kuljetusta eri puolille kehoa. Lääkealan innovaatioiden hyödyntäminen on usein hyvin riskialtista ja sopimukset kestävät kauan neuvotella. Tämä riski on olemassa myös Polyplusin kohdalla, vaikka sen ensimmäiset lisenssisopimukset suurten lääkeyhtiöiden kanssa ovatkin jo hyvin lähellä.

Rahastosta on jakson aikana myyty Catcher Technology, TPI Polene, Eastern Media, Depo Auto Parts, Hana Financial, China Airlines, Hanil Cement ja Lotte Shopping.

Näistä Lotte Shopping käytännössä vaihdettiin toiseen korealaiseen vähittäiskauppaan, GS Home Shoppingiin. GS on Korean suurin ja maailman kolmanneksi suurin telemyyntiyritys. Yhtiön liikevaihdon kasvu pysähtyi 2006-2007, ja markkinat rankaisivat siitä ankarasti. Näemme kuitenkin huomattavia mahdollisuuksia kustannussäästöihin sekä uuden kasvun hakemiseen Kiinan markkinoilta, jonne yhtiö on laajentanut.

## 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 jälkeä markkinakehityksestä. Pyrimme rakentamaan ja ylläpitämään noin 40–50 osakkeen salkkua, jonka koostumus on sellainen, että jokaisen osakkeen kohdalla voidaan nähdä useita perusteltuja syitä odottaa kurssinousua.

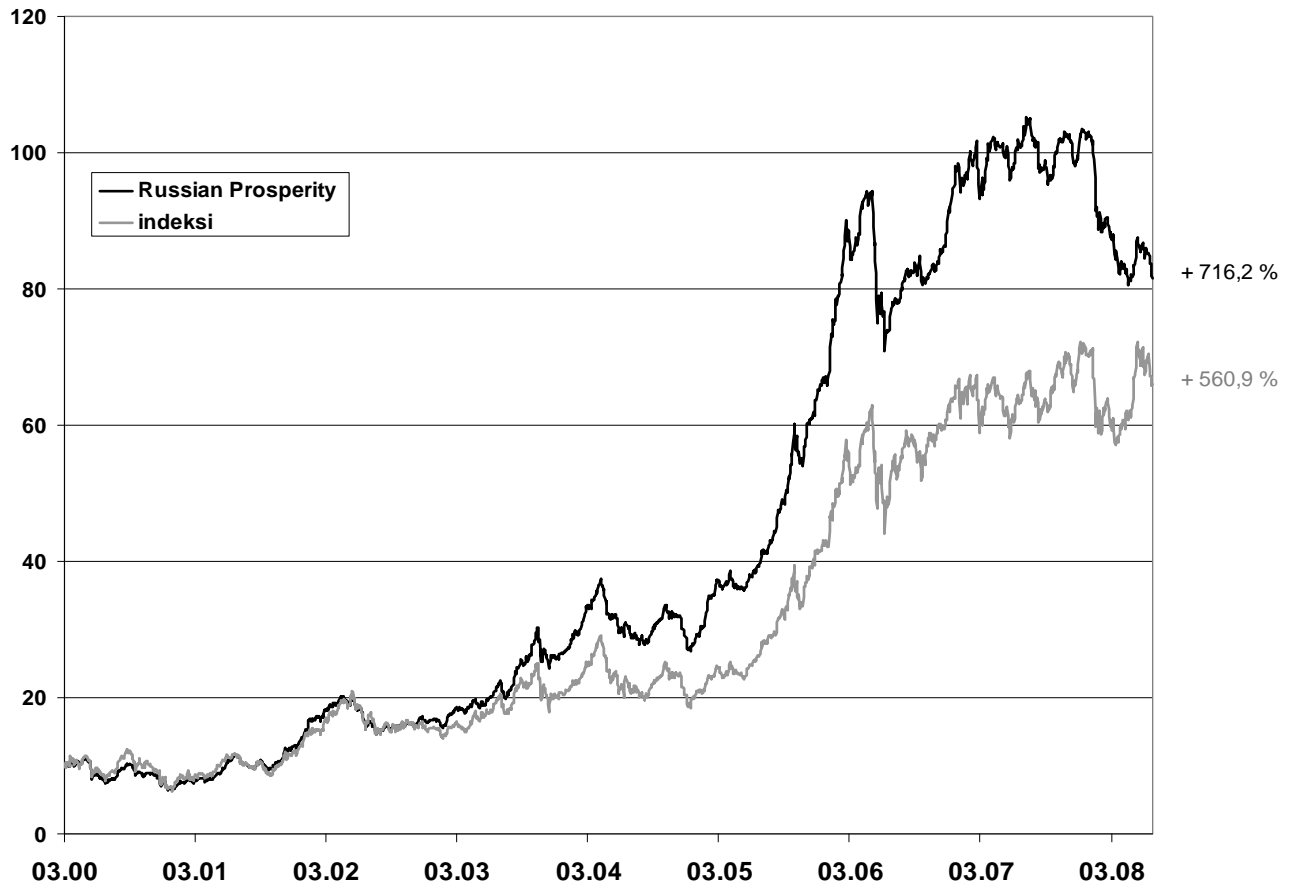
*APS Asset Management*



## Russian Prosperity ja vertailuindeksi

Euro

8.3.2000 - 30.6.2008



### RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	8.3.2000
Tyyppi	Osakkeet, Venäjä
Rahaston koko (milj. euroa)	159,4
Vertailuindeksi	RTS1 - Interfax
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	1,4 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	on
Merkintäpalkkio (maksetaan rahastoyhtiölle)	0 - 2,5 %, riippuen merkintäsummasta
Kaupankäyntipalkkio lunastettaessa (maksetaan rahastoon)	0,5 %, jos sijoitusaika alle 6 kk; muuten 0 %
Salkunhoitaja	Petri Rutanen

### KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.7.2007 - 30.6.2008

Palkkiot yhteensä (TER)	1,46 %
Tuottosidonnainen palkkio (vuoden alusta)	0,00 %
<b>Kaupankäyntikulut</b> (arvio, suurin osa Venäjän osakekaupasta käydään ns nettokauppana ilman eksplisiittisiä välityspalkkioita)	0,30 %
Kokonaiskulut (TKA)	1,76 %
Salkun kiertonopeus	0,03 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	14,43 %
Lähipiirin omistusosuus (30.6.2008)	0,07 %

### TUOTTO JA RISKI

	Rahasto		Vertailuindeksi*	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	-0,60 %	11,64 %	12,60 %	21,20 %
Vuoden alusta	-20,40 %	13,91 %	-6,05 %	25,99 %
1 v	-19,26 %	12,35 %	4,49 %	22,81 %
3 v	105,23 %	15,56 %	150,21 %	25,92 %
5 v	275,44 %	18,24 %	232,09 %	27,84 %
Aloituspäivästä	716,21 %	22,10 %	560,90 %	33,27 %
Aloituspäivästä p.a.	28,71 %		25,49 %	

\* Huom! Kyseessä on hintaindeksi.

SUURIMMAT OMISTUKSET	Maa	Osuus rahastosta
BASHNEFT- RTS PFD	Venäjä	7,4 %
SURGUTNEFTEGAZ-PFD	Venäjä	7,3 %
TNK BP HOLDING ORD	Venäjä	6,3 %
TATNEFT-PFD	Venäjä	5,7 %
MAGNIT-CLS	Venäjä	4,7 %
COMSTAR UNITED TELESYST-GDR	Venäjä	4,4 %
LUKOIL	Venäjä	4,2 %
NEW RUSSIAN GENERATION LIMITED	Venäjä	4,1 %
RITEK	Venäjä	3,6 %
CENTRAL TELECOMMUNICAT-PFD	Venäjä	3,5 %

**SALKUNHOITAJALTA**

Venäjän osakemarkkinat ovat toipuneet mukavasti, vaikka monilla muilla kehittyvillä markkinoilla alkuvuoden kurssilasku on jatkunut yhä jyrkempänä. Salkkumme arvonkehitys on kuitenkin vuoden alusta jäänyt selvästi RTS -indeksillä mitatusta osakemarkkinoiden yleisestä kehityksestä. Pyrimme alla selvittämään monista muista poikkeavia sijoitusratkaisujamme ja niiden vaikutuksia rahastomme tuottoon.

Venäjä on hyötynyt raaka-ainehintojen räjähdysmäisestä noususta öljyn ja kaasun rikkoessa hintaennätyksiä melkein viikoittain. On kuitenkin syytä muistaa, että maan talouskasvu perustuu nykyään paljon muuhunkin. Öljyn ja kaasun tuotanto kasvoi vuoden ensimmäisellä neljänneksellä vaivaiset 1,5 % ja niiden osuus BKT:sta on vain noin neljännes. Ne keräävät enää vain noin viidenneksen ulkomaisista suorista sijoituksista, mutta niiden osuus RTS -osake-indeksistä on peräti yli puolet. Monet suosimamme toimialat kuten telekommunikaatio, vähittäiskauppa ja voimalateollisuus kasvavat tulotason reaalisen nousun ja rakennejärjestelyjen siivittämänä huomattavasti nopeammin kuin raaka-aineteollisuus.

Rahasto sijoittaa myös muihin ns. IVY-maihin; niissä on tätä kirjoitettaessa n. 8 % salkusta. Vahva talouskasvu kattaa koko tämän alueen. Kun Venäjän BKT:hen lisätään Ukraina, Valko-Venäjä, Kazakstan, Georgia ja muut IVY-maat, on alueen talous jo melkein Englannin ja Ranskan kokoluokkaa.

Kuluvan vuoden kurssikehityksistä huolimatta Venäjän osakemarkkinat ovat edelleen kehittyvien markkinoiden edullisemmasta päästä. Investointipankki UBS:n tuoreen arvioin mukaan venäläisten osakkeiden keskimääräinen P/E -luku on vain 9,3 kun se on Kiinassa laskun jälkeenkin vielä 19,7 ja Intiassa 17,3.

**Valtavirrasta poiketen**

Niiden 12 vuoden aikana, jona olemme sijoittaneet Venäjälle, strategiamme ei ole koskaan ollut seurata valtavirtaa sijoittamalla indeksin mukaisesti. ”Osta-ja-pidä” -tyyppistä ajattelua leimaa perinpohjainen yritysanalyysi, keskittyminen tämän hetken kuumien teemojen sijasta tulevaisuuteen ja uskallus ottaa näkemystä pitkän aikavälin fundamentteihin sekä salkun alhainen kiertonopeus.

Rahaston salkku onkin melko keskittynyt melko pieneen määrään vähemmän tunnettuja yrityksiä, joissa meillä suurena vähemmistöosakkaana on usein myös hallituspaikka. Allokoidessamme pääomia keskityimme markkinatunnelman sijasta omistamiemme yhtiöiden johdon laatuun ja tuottavuuden parantamiseen, josta kokemuksemme mukaan tulevaisuudessa vääjäämättä seuraa yhtiön todellisen arvon esiintulo.

Seuraavan palstan taulukosta käy tarkemmin ilmi miten salkkumme toimialajakauma poikkeaa RTS -indeksistä ja kunkin toimialan osakkeiden kehitys alkuvuonna 2008.

	RTS- indeksi	RPFE Kurssikehitys (rahasto)	1-6 2008
Öljy / kaasu	58 %	50 %	11 %
Muut raaka-aineet	15 %	1 %	13 %
Rahoitus	17 %	6 %	-13 %
Energia / voimala	3 %	12 %	-20 %
Telekommunikaatio	3 %	14 %	-14 %
Teollisuus	3 %	5 %	5 %
Kulutus / kauppa	1 %	12 %	-7 %

Öljyn ja kaasun sekä raaka-aineiden hintojen nousun myötä ovat näiden alojen osakekurssit nousseet. Olemme hiipuvan kasvun takia näillä sektoreilla indeksiin nähden alipainossa, emmekä siten ole hyötynyt noususta täyspainoisesti. Öljy- ja kaasualalla painotamme pienempiä yhtiöitä, joiden kuluvan vuoden kurssikehitys ei ole ollut yhtä hyvä kuin isoimpien. Salkkumme nykyinen arvostustaso on siten indeksiä houkuttelevampi. Isimpien yhtiöiden tehostaminen on sitä paitsi jo pitkällä eikä näkyvässä ole samanlaista tuottavuuden paranusta kuin omistamissamme pienemmissä yhtiöissä.

Epäonneakin on ollut mukana: salkkumme suurimpiin sijoituksiin kuuluvan öljy-yhtiön TNK-BP:n pääomistajat riitaantuivat alkuvuonna. Uskomme, että omistuskamppailun edetessä me suuret vähemmistöosakkaat loppujen lopuksi hyödyimme tilanteesta.

Voimalateollisuuden kurssikehitys on ollut pörssin heikoimpia. Olemme kuitenkin vakuuttuneita, että kun yksityistäminen lähestyy loppusuoraa, tulemme näkemään huomattavaa kannattavuuden parantumista. Valtio on voimakkaasti edistämässä hinnoittelurajoitusten purkamista, jotta alan yhtiöt voisivat voittovaroillaan rahoittaa osan massiivisista kehitysinvestoinneistaan. Valtaosa finanssijoittajista ei toistaiseksi ole uskaltanut alalle, mutta ulkomaiset energia-alan yritykset kuten Eon, Enel, RWE ja Fortum ovat kiirehtineet saadakseen jalansijaa tällä maailman nopeimmin kasvavalla sähkön tuotanto- ja jakelumarkkinalla.

Valtavirran keskittyessä raaka-aineisiin ovat myös vahvasti ylipainottamamme telekommunikaatio- sekä vähittäiskaupan yhtiöiden kurssit kehittyneet vuoden aikana surkeasti. Uskomme, että yhtiöiden hinnoittelu ei enää huomioi alojen vahvana jatkuvaa kehitystä. Venäjällä on nykyään yksi maailman tiheimmistä matkapuhelinverkoista ja Moskovan kasvaessa ohi Lontoon Venäjältä on myös kovaa vauhtia tulossa Euroopan suurin vähittäiskaupan markkina-alue.

Aktiivisen sijoituspolitiikkamme vuoksi on odotettavissa, että välillä tulee jaksoja, jolloin rahastomme kehittyvät indeksiä tarkemmin seuraavia rahastoja heikommin. Teemme lujasti töitä, jotta nämä jaksot jäisivät mahdollisimman lyhyiksi.

*Sijoitusneuvoja Prosperity Capital Managementin raporttien pohjalta,*



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

SIJOITTAMISEN  
PSYKOLOGIAA

zzz...

...ETTÄ MENIN USKOOK ANALYYTIKKOJEN  
ENNUSTEITA SILLOIN VUODEN VAIHTEESSA  
- 20% KASVU MUKA!

NO, IHAN PAIKALLAAN SE KYLLÄ OLI  
HAJAUTUKSEN KANNALTA.

VAIKKA KYLLÄ NYT NÄYTTÄÄ NIIN  
HUONOLTA, ETTÄ PITÄIS VARMAAN  
JO MYYDÄ.

VAIKKA TOISAALTA, JOS MÄ OLEN OSTOLAIDALLA  
YIÄ 20 VUOTTA, NIIN HYVÄHÄN SE VAAN ON,  
ETTÄ HINNAT LASKEE.

JOKO SÄ OOT  
PÄÄTTÄNYT?

HUUU! LÄHDEÄÄNKÖ  
UIMAAN VAI PYÖRÄILEMÄÄN?

MARKKINAN TAITEKOHTA LÄHESTYY,  
PÄÄTÖS ON TEHTÄVÄ NYT...

UIMAAN VAI  
PYÖRÄILEMÄÄN  
- MITÄ...

HÄH!?!

JUU, KYLLÄ.  
ILMAN MUUTA!

klaps!

## SELIGSON & CO

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

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

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

## PALVELUMME

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

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

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

## YKSINKERTAINEN ON TEHOKASTA!

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



SELIGSON & CO RAHASTOYHTIÖ OYJ

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