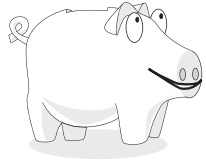




Kuka rikastuu  
Kiinassa?

(s. 24)



Indeksirahastojen  
palkkioiden  
alennukset

(s. 3)



# SELIGSON & CO

## NELJÄNNESVUOSIKATSAUS 3 / 2007



Markkinoiden  
vuoristoradalla  
(s. 8)

Alfasta  
riskiin  
(s. 4)

Seligson & Co  
10 vuotta!  
Syntymäpäivätilaisuus  
asiakkaillemme 14.11.  
(s. 3)

APS Asset  
Management,  
kaukoidän tuntija  
(s. 7)

SELIGSON  
& CO

*Yksinkertainen on tehokasta.*

## SISÄLLYS

INDEKSIRAHASTOJEN PALKKIOT ALENEVAT...	3
SELIGSON & CO 10 VUOTTA.....	3
ALFASTA RISKIIN.....	4
APS ASSET MANAGEMENT.....	7
TUNNUSLUKUJEN MÄÄRITELMIÄ.....	18
MIKÄ ON MIFID?.....	19
KUKA RIKASTUU KIINASSA?.....	24
RAHASTOJEN SÄÄNTÖMUUTOKSIA.....	30
RAHASTON UPOTUSTA.....	31
AKTIIVISET RAHASTOT	
Varainhoitorahasto Pharos .....	8
Phoenix .....	12
Phoebus .....	15
APS Far East .....	26
Russian Prosperity.....	28
KORKORAHASTOT	
Rahamarkkinarahasto AAA.....	19
Euro Obligaatio .....	20
Euro Corporate Bond .....	20
INDEKSI- JA KORIRAHASTOT	
Suomi –indeksirahasto.....	21
OMXH25 –indeksiosuusrahasto.....	21
Eurooppa 50 –indeksirahasto.....	22
Japani -indeksirahasto.....	22
Global Top 25 Brands .....	23
Global Top 25 Pharmaceuticals .....	23

### 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!

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

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

Rahastojen **osavuositarkastukset** (puolivuositarkastukset) ja **vuosikertomukset** 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).

**Förenklat Fondprospekt** och **Fondernas Regler** finns på svenska både på vår webbplats och som trycktalster. 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, 2007  
Vastuullinen toimittaja: Ari Kaaro  
Kuvitus: Jan Fagermä, Endero Oy

## JOKO OLET TUTUSTUNUT VIDEOBLOGIIN?

Olemme käynnistäneet uuden kanavan asiakaskommunikaatiollemme, videoblogin. Tuotamme noin kerran viikossa internetin kautta katsottavissa olevan muutaman minuutin mittaisen videojutun, jossa käsitellään tavalla tai toisella ajankohtaisia sijoitusasioita. Päivitämme blogia yleensä keskiviikkoon mennessä.

Tavoitteenamme on entisestään parantaa asiakaspalveluamme avaamalla kirjallista esitystä epämuodollisemmalla tavalla sijoitusfilosofiaamme ja suhtautumistamme sijoituskeskusteluissa esillä oleviin kysymyksiin. Varainhoito on luottamustehtävä ja avoin kommunikaatio rakentaa luottamusta.

Videoblogi ja sen uusimmat otsikot löytyvät suoraan kotisivulta, [www.seligson.fi](http://www.seligson.fi) – tervetuloa katsomaan!



## HALLINNOINTIPALKKIOIDEN ALENNUKSET

### - osassa uutena rahastolle maksettava kaupankäyntipalkkio

Valoa näkyvissä! Syksy pimenee kohta talveksi, mutta indeksirahastojemme hallinnointipalkkiot sentään alenevat.

Keskitymme palvelemaan pitkäjänteisiä sijoittajia, jotka haluavat saada osansa maailmantalouden kasvusta, tuottavuuden tehostumisesta ja muun muassa tätä kautta seuraavasta yritysten arvonnoususta. Vieläpä rationaalisesti: kustannustehokkaasti ja hyvin hajauttaen.

Näistä lähtökohdista teemme seuraavat muutokset indeksirahastojemme palkkioihin:

	<b>Vanha hallinnointipalkkio</b>	<b>Uusi hallinnointipalkkio</b>
<b>Osakerahastot</b>		
Suomi	0,50%	0,45%
Eurooppa	0,50%	0,45%
Japani	0,50%	0,45%
<b>Korkorahastot</b>		
Rahamarkkina AAA	0,20%	0,18%
Euro-obligaatio	0,30%	0,28%
Euro Corporate Bond	0,35%	0,33%

Lisäksi **osakeindeksirahastoihin** (Suomi, Eurooppa, Japani ja USA) tulee mukaan merkintöjen ja lunastusten yhteydessä perittävä *kaupankäyntipalkkio*, joka maksetaan rahastoon. Palkkion suuruus on 0,1%.

Uudet palkkiot maksetaan siis rahastoon, ”osuudenomistajien yhteiseen kassaan”, ei rahastoyhtiölle. Kansainvälisessä kielenkäytössä näitä ei sen vuoksi yleensä kutsutakaan merkintä- tai lunastuspalkkioiksi, vaan esimerkiksi nimellä ”anti-dilution fee”. Tästä syystä kutsumme niitä myös suomeksi jatkossa nimellä ”kaupankäyntipalkkio”.

Palkkiorakenteen uudistuksen tarkoituksena on palvella entistä paremmin pitkäjänteisiä sijoittaja-asiakkaitamme. Hallinnointipalkkion alennus parantaa tuottoa suoraan ja rahastoon maksettava kaupankäyntipalkkio varmistaa, että muiden sijoittajien merkintöjen ja lunastusten rahastolle aiheuttamat kaupankäyntikulut eivät rasita pitkäjänteisten sijoittajien tuottoa. Muutokset astuvat voimaan 1.1.2008.

Palkkiomuutosten vuoksi myös rahastojen sääntöjä on päivitetty. Tarkemmat tiedot sääntömuutoksista sivulla 30.

Palkkiomuutoksiin liittyviä kysymyksiä voi mielellään lähettää esimerkiksi allekirjoittaneelle tai tulla keskustelemaan niistä ja muustakin 10-vuotisjuhlatilaisuuteemme 14.11. Kutsu heti tuossa oikealla – **lämpimästi tervetuloa!**

Mukavaa syksynjatkoa,

Ari Kaaro  
ari.kaaro@seligson.fi

## SELIGSON & CO 10 VUOTTA!

Seligson & Co perustettiin vuonna 1997 tuottamaan nykyaikaisia kustannustehokkaita sijoituspalveluja pitkäjänteisille sijoittajille. Nyt 10 vuotta myöhemmin tavoite on sama – palvelut toivoaksemme entistä parempia ja fokus vieläkin selkeämpi.

Juhlistamme syntymäpäivää järjestämällä asiakkaillemme, sellaisiksi aikoville ja muillekin kiinnostuneille seminaarin sijoitusmaailman muuttumisesta.

**AIKA:** 14.11. klo 10 – 16.30.

**PAIKKA:** Suomen Elokuvasäätiön Auditorio,  
Kanavakatu 12, Helsinki

### ILMOITTAUTUMINEN:

Ei tarvita. Tervetuloa suoraan sisään!

## OHJELMA

Syntymäpäivän ohjelman rungon muodostavat seuraavat esitelmät, joiden jälkeen ja välissä voi keskustella, esittää kiperiä kysymyksiä, siemalla kahvia ja toivottavasti viihtyä kanssamme.



**11:00**

### Sijoitusmarkkinoiden rakenteet muutoksessa

*Timo Löyttyniemi*, toimitusjohtaja, Valtion Eläkerahasto



**12:00**

### Yrittäminen, omistaminen, sijoittaminen

*Peter Seligson*, partneri, Seligson & Co Oyj



**13:00**

### Venäjä – mitä, minne, milloin?

*Pekka Sutela*, johtaja, Suomen Pankin siirtymätalouksien tutkimuslaitos



**14:00**

### Kansakunta vaurastuu, yhteiskunta muuttuu

*Pertti Parmanne*, pääekonomisti, SAK



**15:00**

### Varainhoidon haasteet – seuraavat 10 vuotta

*Jarkko Niemi*, toimitusjohtaja, Seligson & Co Oyj



**15:45**

### Eettinen sijoittaminen, sijoittajan etiikka

*Ari Kaaro*, toimitusjohtaja, Seligson & Co Rahastoyhtiö Oyj



# TERVETULO!

# JOKA ALFAAN KURKOTTAÄ, SE RISKIIN KAPSAHTAA



Mennyt vuosineljännes oli sijoitusmarkkinoilla harvinaisen mielenkiintoista ja opettavaista aikaa. Pitkään kadoksissa ollut tuoton toinen puoli – riski – muistutti olemassaolostaan. Vieläpä paikoissa missä moni olisi sitä vähiten kaivannut.

Yhdysvaltain asuntorahoituskriisi osoitti kuinka innovatiiviset arvopaperimarkkinat paketoivat ja levittivät valtavia määriä riskiä niin tehokkaasti, että pelurit eivät lopulta itsekään tiedä mistä kaikkialta sitä löytyy. Välittömänä seurauksena tästä on ollut pankkien välisten rahamarkkinoiden toiminnan häiriöt, mikä näkyy meillä Suomessakin mm. pankkien välisen rahamarkkinakäyrän omituisena muotona ja normaalia selvästi korkeampana riskipreemiona euroalueen valtioihin verrattuna. Toisaalta toimialalle tyypilliseen tapaan likapyykin pesu on jo alkanut, vaikka peli on vielä kesken.

Tätä kirjoitettaessa ainakin 39 yksittäistä absoluuttisen tuoton rahastoa oli ajautunut jonkin tyyppisiin likviditeetti- tai arvostusongelmiin. Mitään tietoa ei ole siitä, montako vielä ”poksahdaa”<sup>1</sup>. Mutta onko sillä laajemman talous- ja markkinakehityksen kannalta edes väliä?

## Sattuu ja tapahtuu

Hedgerahastojen markkinointi niiden synnyinkodissa USA:ssa on pääosin sallittua vain sellaisille yksityishenkilöille, joille muuta varallisuutta on kertynyt niin paljon, että epäonnistumiset näissä sijoituksissa eivät aiheuta sijoittajan vararikkoa. Nyt kun ongelmia on tullut pintaan, voidaan markkinavalvojan ja lainsäätäjän kaukonäköisyyttä arvostaa. Toisin on laita useissa Euroopan maissa, myös Suomessa, missä hedgerahastojen markkinointi laajalle yleisölle on tavanomaista. Tarvitaan vain valvojan leima ”erikoissijoitusrahasto”.

Unohdetaan kuitenkin tällä kertaa hedgerahastojen, toiselta nimeltään absoluuttisen tuoton rahastojen, markkinointiin liittyvät ongelmat ja tarkastellaan tapahtunutta rahoitusjärjestelmän riskien hajautusfunktion ja sitten sijoittamisen tuotto/riski-suhteen näkökulmista.

Ajoittainen ”rahastonupotus” voidaan nähdä myös hyvänä asiana. Silloin lähdetään ajatuksesta, että hedgerahastojen salkunhoitajien taidot käsitellä monimutkaisia sijoitusinstrumentteja ja niihin liittyviä riskejä ovat ylivertaisia muihin sijoittajaryhmiin verrattuna. Edelleen uskotaan, että näiden rahastojen asiakkaat ovat sijoittajaosaamisen pyramidin huipulta. Silloin joidenkin tämän tyyppisten rahastojen ajautuminen konkurssiin aika ajoin voidaan nähdä osana toimivia arvopaperimarkkinoita: riski on siellä missä sitä parhaiten ymmärretään ja välillä sen realisoituminen johtaa vararikkoihin - *shit happens*.

Toimialan ja tutkijoiden lisäksi tälle näkemykselle ovat tukea antaneet myös jotkut nimekkäät keskuspankkiirit ja talouspolitiikot. Nyt nähdyn ”ykkösnäytöksen” perusteella on kuitenkin herännyt muutamia kysymyksiä, jotka asettavat edellisen työhypoteesin kyseenalaiseksi. Yksi mielenkiintoisimmista: kuinka on selitettävissä se, että ainakin näennäisesti yhdeltä tietyltä markkinalta (subprime USA:ssa) alkaneet ongelmat aiheuttavat tuhoa aivan muualla (esim. kvantitatiiviset hedgerahastot tai long/short -strategiat)?

Olen aiemminkin (katsaus 2/2006) kummastellut sitä, että hedgerahastojen riskiä ei voi tarkastella normaalilla mean-variance -kehikolla, vaan siihen kuuluvat suuret odottamatomat tappiot. Kuvaavaa on suuren amerikkalaisen investointipankin asiantuntijan tokaisu kesken elokuun valtaisaa volatilitteettiä: ”...näimme liikkeitä, joiden todennäköisyys oli 25 standardipoikkeaman luokkaa (*siis äärimmäisen epätodennäköisiä*, suom. huom) ja vieläpä useina perättäisinä päivinä”. Käytännössä nämä standardipoikkeamat kulkivat hintalappu hihassa aiheuttaen valtavia tappioita useille sijoittajille.

## Kvantteja kumoon

Huimia palkkioita perivien hedgerahastojen sijoituslupaukseen kuuluu positiivinen tuotto kaikissa markkinaolosuhteissa. Harmittavasti nyt löytyi kuitenkin sellainen markkinaolosuhte mikä näytti yllättävän olemassa-olollaan. Myös absoluuttisen tuoton rahastoina markkinoiduista tuotteista varsinkin historiallisiin aikasarjoihin perustuvien, kvantitatiivisten absoluuttisen tuoton rahastojen tuotoissa tapahtui elokuussa kummia. Useiden kymmenien prosenttien pudotukset ja pitkä velkavipu johtivat pelastusoperaatioihin ja rahastojen sulkemisiin.

Tuhon siemenet oli kuitenkin kylvetty jo aikaisemmin. Yksi nopeimmin suosiotaan kasvattaneista hedgestrategioista on viime vuosina ollut juuri kvantitatiivinen mallinnus. Yksinkertaisimmillaan markkinaneutraaliksi kutsuttu kvantti-strategia muodostuu yhtä suuresta pitkästä positiosta (esim. ostettuja osakkeita, joiden uskotaan kehittyvän suotuisasti) ja lyhyestä positiosta (salkunhoitaja lainaa ja myy osakkeita, joiden uskoo kehittyvän huonosti).

Kun samalla periaatteella ja samoista arvopapereista rakennettuja salkkuja on monta ja kun riittävän suuri toimija alkaa kääntää positioitaan vaikkapa suuresta rahastolunas-tuksesta johtuen (eli esimerkissämme ostaa takaisin lyhyen positionsa ja myy omistamansa sijoitukset) ja vaikuttaa siten hintoihin, voi se laukaista vyöryn, jossa halvalta näyttäneille

sijoituksille ei löydy ostajaa ja kalliina pidettyjen kohteiden hinnat jatkavat nousuaan. Erityisen voimakas liike syntyy, kun mukana on velkavipua, jolla sijoitetun pääoman tuottoa on ollut tarkoitus kasvattaa. Juuri tällainen paniikki näytti yllättäneen joihinkin absoluuttisen tuoton rahastoihin sijoittaneet elokuussa.<sup>2</sup>

Ensimmäiset akateemiset tutkimukset, joissa selvitetään näitä synkän elokuun tapahtumia ja syitä, ovat huimaa luettavaa.<sup>3</sup> Millaisia tarinoita saammekaan kuulla, kun nyt toiminnan keskipisteessä olleet saavat luvan niistä kertoa? Toistaiseksi ne jäävät valvovan viranomaisen ja vaikeuksiin ajautuneiden pankkien ja rahastoyhtiöiden välisiksi.

### Missä markkinaneutraali alfa?

Julkaisin vuosi sitten taulukon suomalaisista hedgerahastoista - alla sille päivitys. Niiden riskikorjattu tuotto on edelleen pysytellyt sekä kolmen vuoden, että vuoden vertailuissa alle keskimääräisen Eurooppa-osakerahaston ja rahamarkkina-rahaston yhdistelmän. Alfaa ei siis näin tarkasteltuna ole (keskimäärin) syntynyt, vaan tuhoutunut.

Rahastotyyppi	tuotot p.a. 3 vuotta	tuotot p.a. 12 kk	Riski (volatiliteetti 12 kk)
Hedget (16kpl /3 vuotta; 24 kpl/12 kk)	7,20 %	3,60 %	7,90 %
Osakerahastot (Eurooppa 50 kpl/3 .; 65 kpl 12 kk)	21,90 %	15,80 %	14,20 %
Lyhyen koron rahastot € (23 kpl/ 3 vuotta; 32 kpl. 12 kk)	2,48 %	3,18 %	0,24 %
<b>Riskineutraali salkku:</b> eurooppa + rahamarkkinarahasto	13,16 %	9,81 %	7,92 %
<b>Tuottoneutraali salkku:</b> eurooppa + rahamarkkinarahasto	7,34 %	3,68 %	3v: 3,73% 1v: 0,80%

Taulukon riskineutraali salkku on muodostettu niillä painoilla (pyöristettynä täyteen prosenttiin), millä yhdistelmän riski on sama kuin hedgerahastojen keskimääräinen riski. Vastaavasti tuottoneutraali salkku on sellainen yhdistelmä Eurooppa- ja rahamarkkinarahastoa, jolla yhdistelmän tuotto on identtinen hedgerahastojen ka. tuoton kanssa. Riskineutraalin salkun kolmen vuoden tuotto on lähes 6% korkeampi (p.a.) kuin hedgejen keskimäärin. Tuottoneutraali salkku on puolestaan saavuttanut saman tuoton yli 4% pienemmällä riskillä.

**Huom!** Kyseessä on puhtaasti historiallisen lupausten täyttymisen tarkastelu, jolle ei pidä antaa ennustearvoa!

(Lähde: Sijoitusrahastoyhdistyksen Rahastoraportti, syyskuu 2007)

### Vaihteeksi loistava myyntilupa

Hedgerahastojen toimintamallista on lyhyt matka alati innovatiivisen rahastomarkkinan viimeiseen villitykseen eli ns. 130/30 –rahastoihin, joita markkinoidaan jo Suomessakin.

130/30- tai ”short extension” –rahastot lupaavat ”optimaalista sijoitusratkaisua, joka perustuu tehokkuuteen” - vau!

Markkinoijien mukaan 130/30 –rakenne parantaa sijoitusten tehokkuutta nostamatta riskiä – lupaus joka on aiemmin kuultu yleensä hedgerahastojen suunnalta. 130/30 -rahastojen sijoituspolitiikat ovatkin osittain lainaa hedgemaailmasta. Näitä rahastoja voinee tyypitellä perinteisen rahaston (joita alan jargonissa kutsutaan *long only* –rahastoiksi) ja hedge-rahaston välimuodoksi.

130/30 -strategian väitetty hienous perustuu ajatukseen, että löytämällä joukko ”mätämunia” (se 30%) ja myymällä niitä lyhyeksi salkunhoitaja voi vastaavasti kasvattaa myös suosikkikohteidensa painoa (100%+30%) ilman, että salkun riski poikkeaisi yleisestä markkinariskistä (100%). Näin salkunhoitaja luo lisätuottoa riskin muuttumatta. Siis onnistuessaan.

Teoreettisissa tarkasteluissa on pyritty osoittamaan, että aktiivisen salkunhoitajan mahdollisuudet ottaa näkemystä vertailuindeksiään vastaan ovat liian rajalliset, jos huonoiksi määriteltujen sijoitusten kohtalona on ainoastaan jäädä salkusta pois<sup>4</sup>. Erityisesti näin käy, jos nämä ”huonot” sijoitukset ovat painoltaan pieniä. Niinpä salkunhoitaja voi *teoriassa* parantaa salkkunsu riski/tuotto –suhdetta myymällä näitä hylkiöitä lyhyeksi.

### Lyhyeksi myymisen taito

130/30 rahastojen salkunhoitajat perustavat salkkujensa rakenteen usein monimutkaisiin (tai sellaiseksi väitettyihin) kvantitatiivisiin menetelmiin korostaen lyhyeksi myydyin 30%:n osuuden merkitystä tuotoille.

En kuitenkaan ole onnistunut löytämään mitään kestäväää perustelua sille, miksi lyhyeksi myynti olisi toimivilla, tehokkailla markkinoilla sen helpompaa, kuin voittajien eli pitkän salkun rakentaminen. 130/30 -strategiaa tukevissa tarkasteluissa kuitenkin lähdetään oletuksesta, että salkunhoitajalla tällainen taito on.



No, miten tahansa asiaa katsookin, on 130/30 -salkun sijoitusaste 160%. Tällöin ei voida välttää tilanteita, missä myös salkun volatilitteetti on sen mukainen, riippumatta siitä markkinoitaanko niitä neutraalin markkinariskin tuotteina vai ei.

Mistä tulemmekin toiseen näitä rahastoja koskevaan perustavaa laatua olevaan kysymykseen: miksi 130/30, miksei 190/42 tai 119/60. Totta kyllä näitä rahastoja löytyy ainakin väleiltä 140-120/35-20. Mutta JOS salkunhoitaja on todella taitava em. lyhyiden positioiden hoidossa, niin miksei ainakin 100/100 tai 150/150 - jolloin palaamme taas hedge-maailmaan!

Verrattuna yksinkertaiseen vain osakkeita ostavaan rahastoon, missä yksittäisen arvopaperin lasku johtaa automaattisesti sen suhteellisen painon pienenemiseen ja mahdollisen lisälaskun marginalisoitumiseen, käy lyhyen position nousevien osakkeiden osalta juuri päinvastoin: niiden suhteellinen osuus ja syntyvä vahinko kasvavat kurssin jatkaessa nousuaan. Yksinkertainen tosiasia, mutta lyhyitä positioita hoitaneille ja erityisesti heidän asiakkailleen kivulias kokemus.

En voi välttyä ajatukselta, että 130/30 -rahastot ovat vähän kuin hedgejä, joita ”ajetaan käsijarru päällä”, jotta niiden markkinointi onnistuisi mahdollisimman laajalle. Toisaalta tällaisten rahastojen tuottojen käyttäytyminen ei voi jäädä immuuniksi elokuun kaltaisissa häiriötilanteissa.

## Rahamarkkinakin ravistelussa

Toinen rahastomarkkinan osa minne subprime -ongelman ei heti olisi kuvitellut heijastusvaikutuksineen ulottuvan, on ”rahamarkkinarahastot”.<sup>5</sup> Lainausmerkit siksi, että mielestäni oikeat ja ihan oikeasti vähäriskiset rahamarkkinarahastot eivät tällaisiin instrumentteihin koske, eikä niillä pitäisi olla siihen lupaakaan. Kuulopuheina kantautuneen asiakaspalautteen perusteella myöskään useat näihin sijoittaneet yksityissijoittajat eivät olleet tätä riskiä ymmärtäneet.

Luullakseni pitkään jatkuneet matalat korot ja yrityslainamarkkinoiden alhaiset riskipreemiot ovat ajaneet monet salkunhoitajat ottamaan sellaisia riskejä, joita alun perin ei ole ollut tarkoitus. Tähän heitä on kenties pakottanut alalle tyypillinen markkinointi historiallisilla tuotoilla, vaan ei tulevilla riskeillä. Kun riskiprofiileiltaan täysin erilaisia tuotteita vertaillaan myyntitilanteessa sulavasti keskenään, on rahastosäästäjä ja kokeneempikin sijoittaja helposti viettä-vissä.

Toistakin meriselitystä tapahtuneelle on tarjottu, mutta se on jo paljon huolestuttavampi: salkunhoitajat eivät ehkä ole ymmärtäneet sijoitustensa todellista luonnetta ja riskiä...

Oli miten oli, haluan lopuksi jälleen muistuttaa siitä valitettavasta tosiasiasta, että riskikorjatun lisätuoton määrä – alpha, alfa,  $\alpha$  – on edelleen eri sijoittajille yhteensä lasketuna nolla. Siinä pelissä kaikki eivät voi voittaa, mutta kustannusten kautta kaikki voivat hävitä.

Siksi(kin) kannattaa sijoittaa vain sellaiseen, minkä ymmärtää. Yksinkertainen on paitsi tehokasta, myös ymmärrettävää.

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

1) The Hedge Fund Implode-O-Meter: <http://hf-implode.com>

2) Suomessa markkinoitavien absoluuttisen tuoton rahastojen tuotot olivat elokuussa keskimäärin absoluuttiset 1,6% miinuksella, kun esimerkiksi koko maailmaan sijoittavat osakerahastot tuottivat keskimäärin samalla periodilla -1,1%. (Sijoitusrahastoyhdistyksen Rahastoraportti, syyskuu 2007).

3) Amir E. Khandani & Andrew W. Lo: ”What happened To The Quants In August 2007?”, First Draft Sept. 20. 2007

4) Esim. Roger G. Clarke, Harindra de Silva ja Steven Saprà : ”Toward More Information-Efficient Portfolios”; The Journal of Portfolio Management, 2004 Fall

5) Euroalueelle sijoittavista 34:stä ”rahamarkkinarahastosta” 11 saivat sijoittajilleen aikaan negatiivista tuottoa elokuussa. (Sijoitusrahastoyhdistyksen Rahastoraportti, syyskuu 2007).



## APS ASSET MANAGEMENT

Yhteistyökumppanimme Kaukoidässä on singaporelainen APS Asset Management (APS). APS on noin 10 vuotta toiminut varainhoitaja, joka on erikoistunut Aasian markkinoihin. Singaporen lisäksi APS:llä on toimistot Kiinassa ja Japanissa. Yhtiö hallinnoi noin 2 miljardin euron asiakasvaroja.

APS:n rahastojen sijoituspolitiikka perustuu omaan sijoitustutkimukseen ja lähtökohtana on aina nimenomaan kyseisen yrityksen liiketoiminta ja menestymismahdollisuudet. Niin sanottuun makroanalyysiin APS kiinnittää vähemmän huomiota. ”Keskitymme siihen, minkä katsomme osaavamme parhaiten: etsimään yrityksiä, joilla on hyvät kasvumahdollisuudet ja suhteellisen alhainen arvostus”, sanoo yhtiön perustaja ja pääomistaja Wong Kok Hoi.

APS:n sijoitustyyliä ei voi luokitella sen paremmin arvo- kuin kasvusijoittamiseksi. He pyrkivät rakentamaan salkkuja, joihin ostettujen osakkeiden kohdalla voidaan nähdä useita perusteltuja syitä odottaa arvonnousua.

APS:n ydinjoukko on parinkymmenen analyytikon tiimi, joka tekee kaikkien sijoituskohteiden osalta kattavan tutkimus- ja analyysityön. Mielenkiinnon pääpaino on pienehköissä ja keskisuurissa yrityksissä, joihin suurten kansainvälisten analyysituottajien mielenkiinto kohdistuu harvemmin.

Keskeiset markkinat APS:lle ovat tällä hetkellä Japani, Kiina, Malesia, Etelä-Korea, Taiwan, Hongkong ja Singapore, mutta tulevaisuudessa yhtiö suunnittelee laajentuvansa uusille alueille sitä mukaa kuin kaukoidän maiden talous- ja markkinakehitys etenee.

APS hallinnoi useita kaukoitään sijoittavia rahastoja. Perustimme yhteistyössä APS:n kanssa Suomeen rekisteröidyn APS Far East –rahaston vuonna 1999. Juuri tämä rahasto on valitettavasti viime aikoina menestynyt keskimääräistä huonommin - aktiiviseen näkemyksenottoon liittyy aina riskejä.

Kaiken kaikkiaan APS – ja myös Seligson & Co APS Far East – on usein ollut aasialaisiin osakkeisiin sijoittavien rahastojen vertailujen kärjessä, voittaen muun muassa Global Investor ja Asia Asset Management –lehtien palkintoja.

Yhteisen APS Far East –rahastomme lisäksi Seligson & Co:n varainhoito edustaa APS:n erikoistutotteita Suomen markkinoilla. Allekirjoittanut antaa mielellään lisätietoja sekä APS:stä että yhtiön tuotteista.

Petri Pohjanoksa  
[petri.pohjanoksa@seligson.fi](mailto:petri.pohjanoksa@seligson.fi)  
puh. 09 - 6817 8207



APS:n mukaan etenkin kehittyvien markkinoiden sijoitushallinnoinnissa on henkilökohtaisilla yrityskäynneillä suuri merkitys. Kuvassa yhtiön perustaja ja edelleen sijoitustoiminnasta vastaava **Wong Kok Hoi** yritysvierailulla, mukana myös yhteistyökumppaneita.

### APS:N RAHASTOJA

- **APS Far East**  
Suomalainen UCITS-rahasto, sijoittaa pääosin Etelä-Koreaan, Hong kongiin, Kiinaan, Malesiaan, Singaporeen ja Taiwaniin. Tavoitteena ylittää MSCI AC Far East ex-Japan indeksin tuotto.  
Minimimerkintä 1 euro.
- **APS Japan Growth Fund**  
Irlantilainen UCITS, joka sijoittaa ensisijaisesti pieniin ja keskisuuriin japanilaisiin yrityksiin.  
Minimimerkintä USD 100 000.
- **APS Small Cap Alpha Fund**  
Irlantilainen UCITS, joka sijoittaa pieniin yrityksiin Kaukoidän maissa (ei Japani). Tärkeimmät sijoituskohteet ovat Etelä-Korea, Taiwan ja Singapore.  
Minimimerkintä USD 100 000.
- **APS China A Share Fund**  
Off-shore –rahasto, joka sijoittaa Kiinan osakemarkkinoille.  
Vain ammattisijoittajille.



### LISÄÄ APS:stä:

- APS Far East –rahaston ajankohtainen katsaus alkaen sivulta 26
- APS:n sijoitusfilofian tarkempi esittely katsauksessa 4/2005 ([www.seligson.fi](http://www.seligson.fi) => esitteet ja katsaukset)
- Yhtiön Internet-sivut osoitteessa [www.aps.com.sg](http://www.aps.com.sg)

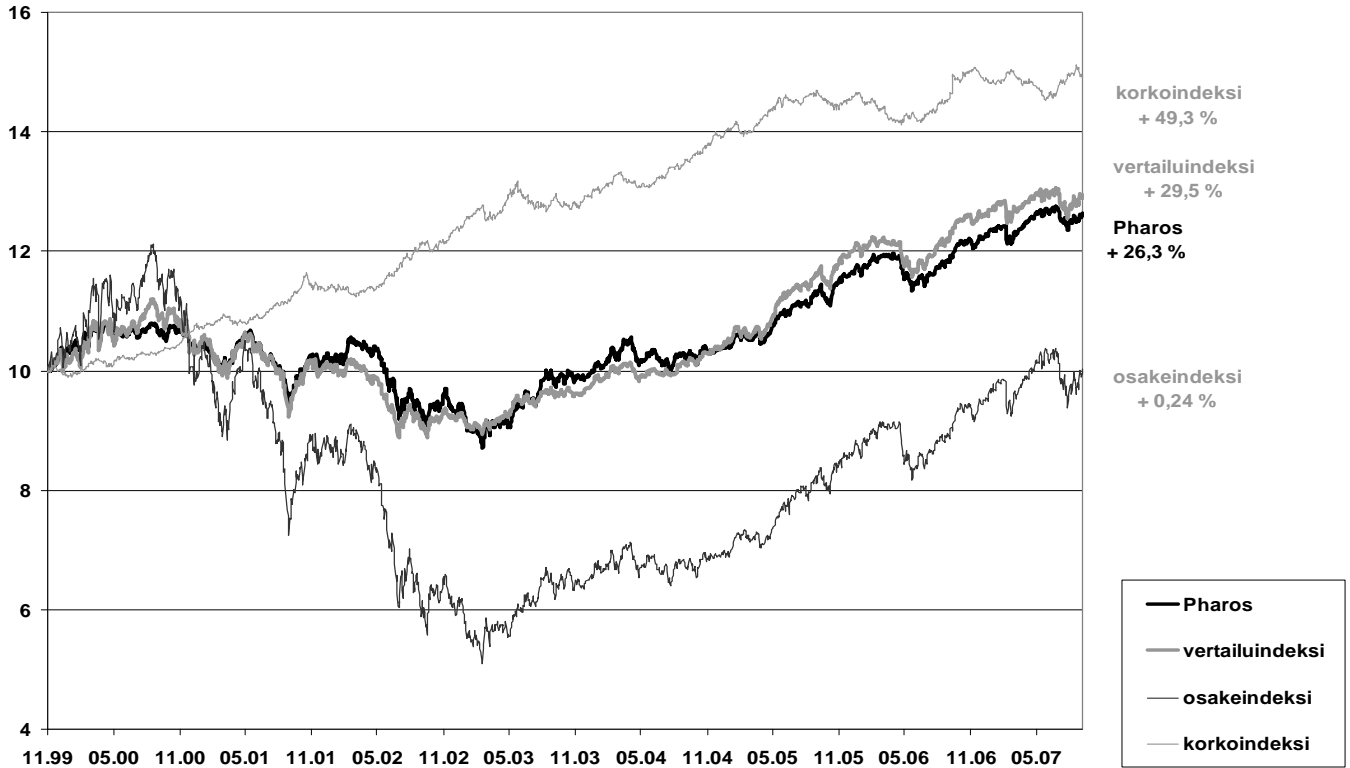
VARAINHOITORAHASTO PHAROS  
30.9.2007

Varainhoitorahasto, joka sijoittaa osake- ja korkomarkkinoille.

**Pharos ja vertailuindeksit**

Euro

24.11.1999 - 30.9.2007



**RAHASTON AVAINTIEDOT**

Aloituspäivä	24.11.1999
Tyyppi	Yhdistelmärahasto
Rahaston koko (milj. euroa)	6,0
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	-
Lunastuspalkkio	0% (1%, jos sijoitusaika alle 6kk, 0,5%, jos alle 1 v)**
Salkunhoitaja	Petri Rutanen

\* Peruspalkkio + kohderahastojen palkkiot \*\* Lunastuspalkkio rahastoon

**TUOTTO- JA RISKI**

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	-0,2 %	5,2 %	0,1 %	7,2 %
Vuoden alusta	3,2 %	4,3 %	3,0 %	5,8 %
1 v	5,9 %	4,1 %	5,2 %	5,3 %
3 v	23,6 %	4,3 %	28,5 %	4,9 %
5 v	37,1 %	5,8 %	43,8 %	5,3 %
Aloituspäivästä	26,3 %	6,5 %	29,5 %	7,1 %
Aloituspäivästä p.a.	3,0 %		3,3 %	

**KULUT JA TUNNUSLUVUT / VIITTEET**

\* Sisältää myös kohderahastojen palkkiot

\*\* Pharoksen kohdalla kiertonopeusluku ei sisällä kohderahastojen lukuja eikä määrääjain uusittavia sijoitustodistuksia, talletuksia tai rahamarkkinarahastositouksia. Em. rahamarkkinavälinekauppojen kanssa kiertonopeusluku on: 146 %.

**KULUT JA TUNNUSLUVUT**

1.10.2006 – 30.9.2007

Palkkiot yhteensä (TER)	0,67 % *
Tuottosidonnainen palkkio (vuoden alusta)	0,06 % / 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	8,79 % **
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	1,70 %
Lähipiirin omistusosuus (30.9.2007)	3,53 %

**SUURIMMAT OMISTUKSET**

Osuus rahastosta

**Allokaatio**

SUURIMMAT OMISTUKSET	Osuus rahastosta	Allokaatio
S&Co Eurooppa 50 -indeksirahasto	14,7 %	<b>Osakesijoitukset yhteensä 41 %</b>
S&Co USA	5,9 %	
S&Co Global Top 25 Brands	4,2 %	
S&Co Phoebus	3,2 %	
Nasdaq-100 -indeksiosuus	3,2 %	<b>Korkosijoitukset yhteensä 59 %</b> (duraatio 1,2 v)
S&Co Global Top 25 Pharmaceuticals	3,1 %	
S&Co APS Far East	2,7 %	
S&Co Japani -indeksirahasto	1,5 %	
S&Co Russian Prosperity	1,2 %	
APS Japan Growth	1,1 %	
Pitkät korkosijoitukset (Valtion obligaatiot (12,2 %))	12 %	
Lyhyet korkosijoitukset (Seligson & Co Rahamarkkinarahasto AAA 1,6 %)	47 %	



## SALKUNHOITAJALTA

Kuluneen kesän osakekurssien kehitys oli yhtä vuoristorataa. Osakemarkkinat kipusivat ensin lähelle kaikkien aikojen huippua ja syöksyivät sitten USA:n asuntorahoituskriisin seurauksena hurjaan yli 10%:n laskuun ja kääntyivät jälleen huimaan nousuun. Äkkinäisiin nousuihin ja laskuihin tottumattomien sijoittajien sydämet olivat taas koetuksella. Vuosineljänneksen kestäneen villin kyydin jälkeen palasimme kuitenkin lähes siihen mistä aloitimme – rahastomme osakemarkkinoiden vertailuindeksin muutos oli vaivaiset -1,6% .

Maailman talouskasvun hiipumiseen ja korkojen laskuun uskovat korkosijoittajat nostivat korkomarkkinoiden vertailuindeksiä peräti 2,4%. Koko rahaston vertailukohtana toimiva edellisten yhdistelmä pysyi melkein muuttumattomana: +0,1%. Ja kuten tasapainoista sijoituspolitiikka noudattavalle rahastolle kuuluukin, oli Pharokseen sijoittaneiden kyyti oli melko tasaista tuottaen -0,2%:n tappiota.

Osakesijoituksistamme parhaan tuoton tarjosi Nasdaq-indeksisijoituksemme (+3,1%), dollarin alamäestä huolimatta. Maailman suurimpiin tavaramerkkeihin sijoittava Global Top 25 Brands oli toinen positiivista tuottoa tehnyt osakerahastomme. Muut 8 osakerahastosijoitusta olivat miinuksella. Hurjinta syöksy oli Japanissa (-9,3%).

Korkokäyrä on myös heilunut kuin huvipuiston kieputin. Keväällä pitkät korot kipusivat lyhyitä korkeammalle ja palautuivat taas melkein puoli prosenttia alhaisemmalle tasolle. Jännitystä lisää se, että korkomarkkinoilla uskotaan talouskasvun hidastumiseen ja osakemarkkinoilla kasvun jatkuvan tai ainakin säilyttävän nykyisen tahtinsa. Mene ja tiedä. Joka tapauksessa Pharoksen korkosijoitukset keskittyvät edelleen lyhyisiin korkoihin ja rahaston korkosijoitusten juokseva vuosituotto on n. 4,7%.

Vuosineljänneksen aikana en ole juurikaan käynyt muuta kauppaa kuin mitä erääntyvien korkosijoituksiemme uusiminen edellytti. Jatkamme syksyyn normaalia alemmalla osakepainolla (41%). Vaikka monet analyytikot kehuvat osakkeiden edelleen olevan P/E -luvuilla mitattuna edullisia, jättävät he usein mainitsematta - tai ehkä jopa huomiotta? - että elämme yritysten pitkän aikavälin trendeihin nähden poikkeuksellisen hyviä aikoja. Jos nykyinen tulostahti hiipuu, osakkeet eivät enää näytäkään niin edullisilta. Pitää muistaa, että P/E on nimenomaan *suhdeluku*, jossa jakajana toimiva E:kin muuttuu suhdanteiden mukana.

Pharos oli hyvin varautunut näihin nousuihin ja laskuihin. Tein kuitenkin täysin niistä riippumatta salkkuun pienen muutoksen: jaoin Japani -sijoituksemme kahteen osaan.

Käytännössä siirsin vajaan puolet Japani –indeksirahastosijoituksestamme yhteistyökumppanimme APS:n Japan Growth -rahastoon. Indeksisijoituksemme on tehty maan 30:een suurimpaan yhtiöön, kun taas Japan Growth keskittyy nimensä mukaisesti kasvuyrityksiin, lähinnä keskisuuriin ja pieniin sellaisiin. Japan Growth -rahaston vertailuindeksi on Tokion pörssin ”Topix 1st section”, joka kattaa 1600 yhtiötä. Viime aikojen suuryhtiöitä heikompi kurssikehitys on tehnyt pienehköistä kasvu-yhtiöistä taas houkuttelevia.

Japan Growth on aktiivisen salkunhoidon rahasto, mutta vuotuinen kiinteä hallinnointipalkkio on kohtuullinen 0,75%. Rahasto perii lisäksi 15%:n tuottosidonnaisen palkkion siitä tuoton osasta, joka ylittää vertailuindeksin. Rahasto on tarkoitettu lähinnä instituutiosijoittajille (minimimerkintä USD 100 000).

Pharoksen maksamat kokonaispalkkiot (0,67%) ovat suorien korkosijoitusten määrän kasvaessa edelleen laskeneet. Kohdesijoituksistamme maksetut kiinteät palkkiot ovat tällä hetkellä vain 0,23%. Pharoksen sijoittajien kiinteät kulut suorista korkosijoituksista ovat aina vain rahaston hallinnointipalkkion verran (0,35%), mikä on edullisempaa kuin valtaosassa Suomessa myytävistä korkorahastoista. Suomessa ei edelleenkään ole Pharosta kustannuksiltaan edullisempaa tasapainoista yhdistelmärahastoa. (*Sijoitustutkimuksen rahastoraportti 8/2007*)

### Liikkeessä kyydistä

Monet onnittelivat itseään kun ehtivät myydä osakeomistuksiaan elokuussa. Päätös myydä oli helppo, kun oli ajan hermolla ja seurasi aktiivisesti markkinoita. Öljyn hinta oli taas noussut ennätyskorkealle, USAn keskuspankin entinen pääjohtaja Alan Greenspan varoitteli korkotason noususta ja inflaation vaaroista ja USA:n asuntorahoituskriisin seuraukset näkyivät vain pahenevan. Kurssithan olivat selvässä laskussa!

Ovela markkinaliikkeiden arvaaja osasi myös ostaa samat osakkeet pian takaisin halvemmalla. Talouslehtien nettikeskustelusivuilla saattoi lukea pörssiviisaiden kertomuksia kuinka he hyödynsivät notkahdusta. Toimittajatkin innostuivat selostamaan kuinka notkahdus loi oivan mahdollisuuden pikavoittoihin (esim. ”*Sijoittaja teki pörssissä parissa viikossa hyvät tuotot*”, Helsingin Sanomat 4.10.2007).

Kylmät faktat, siis toteutuneet rahavirrat, viittaavat kuitenkin siihen, että kaikki eivät olleet ajoituksessaan näin hyviä. Sijoitustutkimuksen rahastoraporttien mukaan

suomalaiset ostivat heinäkuussa osakerahastoja vielä rohkeasti: 191 miljoonan euron edestä. Heinäkuun puolessa välissä osakekurssit olivat useilla indekseillä mitattuna kaikkien aikojen huipussaan. Kurssit laskivat elokuun puoleen väliin mennessä 10,5%. Osakerahastosi-  
sijoituksia myytiin elokuussa 505 miljoonaa euron edestä. Osakerahastojen osuudenomistajamäärä laski samalla peräti 10 000:lla. Syyskuun loppuun mennessä osakekurssit olivat toipuneet elokuun pohjasta 6,8%. Syyskuun aikana rahaa palasi takaisin osakerahastoihin alle puolet lähteneestä (232 miljoonaa euroa) eikä osuudenomistajien lukumääräkään noussut kuin 6 000:lla.

Näyttäisi jälleen kerran siltä, että valtaosa sijoittajista myi vasta kurssien ”romahdettua” ja läheskään kaikki eivät ehtineet ostaa ennen kurssien toipumista. En tiedä mihin suuntaan osakekurssit tästä jatkavat, mutta kesän tapahtumat olivat taas mainio osoitus siitä, että vaikka tulevien tapahtumien ennustaminen vielä onnistuisikin, markkinoiden reaktioiden arvaaminen osuu harvemmin kohdalleen.

Hermostuneilla sijoittajilla ja spekulanteilla on taipumus poistua vuoristoradan vaunusta vääristä syistä, vääriin aikoihin. Keväällä 2005 säikähdettiin inflaatiota, keuhällä 2006 korkokehitystä ja kesällä 2007 luottokriisiä, joista kaikista toivuttiin melko nopeasti. Kaikista hermoheikoimpien ei ehkä pitäisi nousta osakemarkkinoiden vuoristoradan kyytiin lainkaan, vaan tyytyä korkosijoituksiin - istua puiston penkillä ja nauttia maisemista. Hattarakin voisi maistua.

### **Rikoo on riskillä volatiili**

Pörssisäätiön hiljattain teettämän tutkimuksen mukaan vain kolmannes piensijoittajista tietää mitä tarkoittaa ”volatiliteetti”. Useimmat kuitenkin hyväksyvät sen, että sijoittamiseen liittyy riskiä. Riskipitoisemmat sijoitukset kuten osakkeet tarjoavat pitkällä aikavälillä paremman tuoton. Tuotto ja riski kulkevat käsi kädessä ja jos salkussa on muita kuin täysin riskittömiä lyhyen koron sijoituksia, niin on varmaa, että salkun arvo ajoittain myös laskee.

Sijoittajan tärkein päätös onkin miettiä itselleen sopiva riskiratkaisu. Kuinka paljon riskiä eli lyhyen aikavälin nousuja ja laskuja hän on valmis sietämään. Kuinka hurjaan vuoristorataan uskaltaakaan astua?

Osakemarkkinoiden volatiliteetti on kesän tapahtumien jälkeen selvästi noussut tai tarkemmin sanottuna palannut normaalille tasolle. Monet pelurit tulkitsevat tämän kasvaneena riskinä osakesijoitusten äkilliseen arvonalaskuun tehden hätäisen johtopäätöksen, että osakemark-

kinoille ei kannata sijoittaa nyt, kun tilanne on epävarma. (Koskas se ei markkinoilla sitä olisi...?)

Volatiliteetti mittaa kuitenkin markkinoiden muutosherkyyttä niin alas kuin ylöskin päin. Se ei ota kantaa kurssimuutosten suuntaan vaan ainoastaan niiden suuruuteen: heilun, siis olen. Ongelmallista on, että tämä riskimittari yleensä ilmoittaa riskien kasvaneen vasta suurten liikkeiden jo tapahduttua, koska laskut ovat tyypillisesti nousuja jyrkempiä.

Noussut volatiliteetti on allekirjoittaneen ja monen muunkin mielestä tervetullutta. Se kertoo sijoittajien jälleen muistavan sijoittamiseen liittyvät riskit. Markkinoilla on taas kerran ahneuden lisäksi myös terve määrä pelkoa - ehkä. Hinnanmuodostus on kestävämmällä pohjalla, kun sijoittajat ovat valmistautuneet suurempiin muutoksiin. Ylilyönnit saattavat olla harvinaisempia, kun riskit ovat tiedossa.

Itse asiassa olemme vasta (ainakin hetkellisesti) palanneet osakemarkkinoiden normaalin volatiliteetin eli n. 20%:n tasolle. Pidän pelottavan todennäköisenä, että mm. keskuspankkien halu ”rauhottaa” markkinoita koronlaskuilla voi helposti taas laskea volatiliteettiä ja ”palauttaa hulluuden”.

### **Automaattijarrut, pehmustetut penkit**

Osakemarkkinat ovat taas kerran näyttäneet pystyvänsä huimiin nousuihin ja yhtäkkisiin laskuihin. Toki myös pitkien korkosijoitusten arvo voi nousta ja laskea, mutta yleensä osakemarkkinoita maltillisemmin.

Pharoksen kehitys kulkee näiden välimaastossa. Pyrimme valmistautumaan nousuihin ja laskuihin etukäteen, ei liian myöhään paniikissa. Rahaston korkosijoitukset toimivat jarruna vaimentaen osakesijoitustemme suurempia heilah-  
teluja. Pharoksen vaunussa on lisäksi penkkien pehmusteena riskittömät lyhyet koron sijoitukset. Niiden pidemmän aikavälin tuotto on yleensä pitkiä korkosijoituksia vaatimattomampi, mutta todennäköisyys negatiiviseen tuottoon esim. yli 3 kk:n sijoitusajalla lähes olematon.

Pitkällä aikavälillä (yli 10v) Pharoksen osake- ja korkomarkkinasijoitusten vuosituottojen keskiarvo asettuneen tasolle 6-7%. Pharokseen sijoittanut voi odottaa samantyyppistä tuottoa miinus rahaston kulut. Pharoksen riski - mitattuna tavanomaiseen tapaan volatiliteetillä - asettuneen myös osake- ja korkomarkkinoiden välimaastoon. Viime vuosina Pharoksen volatiliteetti on lyhyiden korkosijoitusten ansiosta ollut vertailuindeksiä alhaisempi.

Kuvassa alla on esitetty Pharoksen ja osake- sekä korkovertailuindeksien kehitys vuosineljänneksittäin rahaston perustamisesta alkaen. Täysiä vuosineljänneksiä on ehtinyt kertyä 31 kpl. Rahaston perustamisesta saakka osakemarkkinat ovat samoilla tasoilla kuin vuoden 1999 lopulla, mutta esim. vuoden 2003 maaliskuun pohjista on nousua melkein 100%. Monet kyllästyivätkin osakesijoittamiseen juuri noihin aikoihin. Korkomarkkinat ovat tuottaneet samana aikana kunnioitettavat 49%, vaikka viimeisen kahden vuoden aikana tuotto on ollut melko vaatimatonta. Pharos on 26,3% kokonaistuotollaan ja 3,0% vuosituotollaan jäänyt näiden yhdistelmästä vähemmän kuin kulujensa verran.

Rahaston perustamisesta lähtien negatiivisen tuoton neljänneksiä on korkomarkkinoilla ollut 7, osakemarkkinoilla 10 ja Pharoksessa 11. Positiivisen tuoton neljänneksiä on kaikissa ollut vähintään n. kaksi kolmesta. Vuoristoradan tavoin kurssit yleensä nousevat tasaisemmin ja ”romahdukset” tulevat yhtäkkiä ja ovat kestoltaan lyhytaikaisempia.

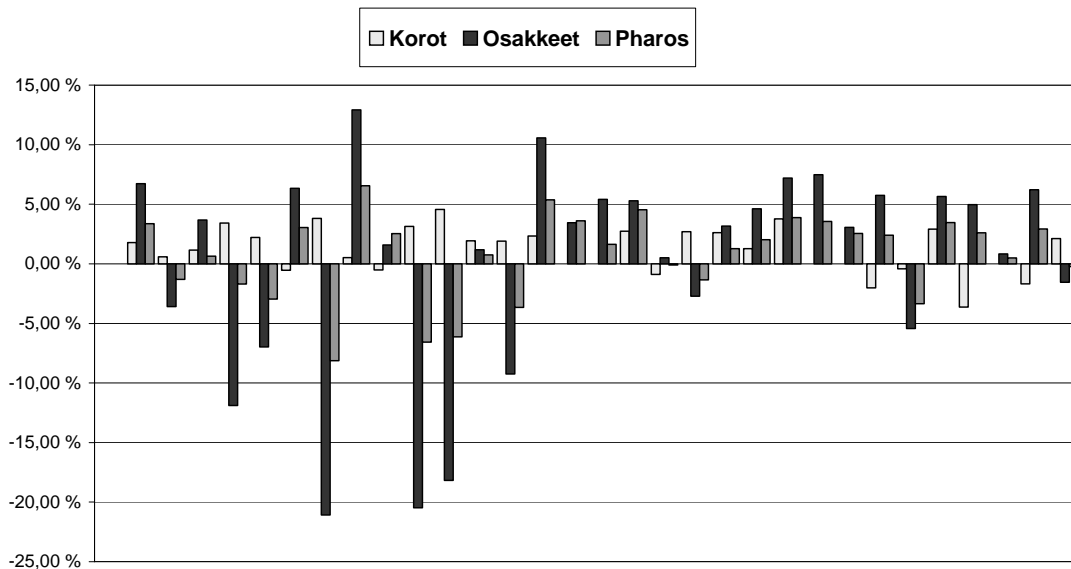
Suuri ero löytyykin eri markkinoiden nousu- ja laskuliikkeiden jyrkkyyksissä. Kun korkomarkkinoilla suurin pudotus oli -3,6%, oli se osakemarkkinoilla -21,1%, New Yorkin pommi-iskujen aikaan syksyllä 2001. Myös Pharoksen historian suurin arvonalasku (-8,1%) oli tuolla vuosineljänneksellä. Kuten osakemarkkinoilla on tapana, suurin nousuneljännes tuli heti perään. Vuoden 2001 viimeisen neljänneksen aikana osakkeiden hinnat kipusivat 12,9% ja Pharoksen arvo seurasi mukana 6,6% nousulla. Osakemarkkinoiden volatiliiteetti oli vuosina 2001-2002 usein yli 30%:n, jonka jälkeen seurasi kurssien tähän asti jatkunut melko tasainen nousuputki.

Pharoksen historian reilun 31:n vuosineljänneksen aikana korkomarkkinoilla ei ole ollut yli 5%:n nousuja tai laskuja kertaakaan. Osakemarkkinoilla niitä oli 18 kpl eli useampi kuin joka toinen. Pharoksella näitä oli 5 kpl. Pharos -vaunun matkustajat eivät siis ole täysin välttyneet pomputta, mutta niitä on tullut osakemarkkinoihin nähden harvemmassa ja vaimeampina. Pyrin ohjastamaan vaunuamme samaan malliin myös jatkossa. Tervetuloa kyytiin!



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

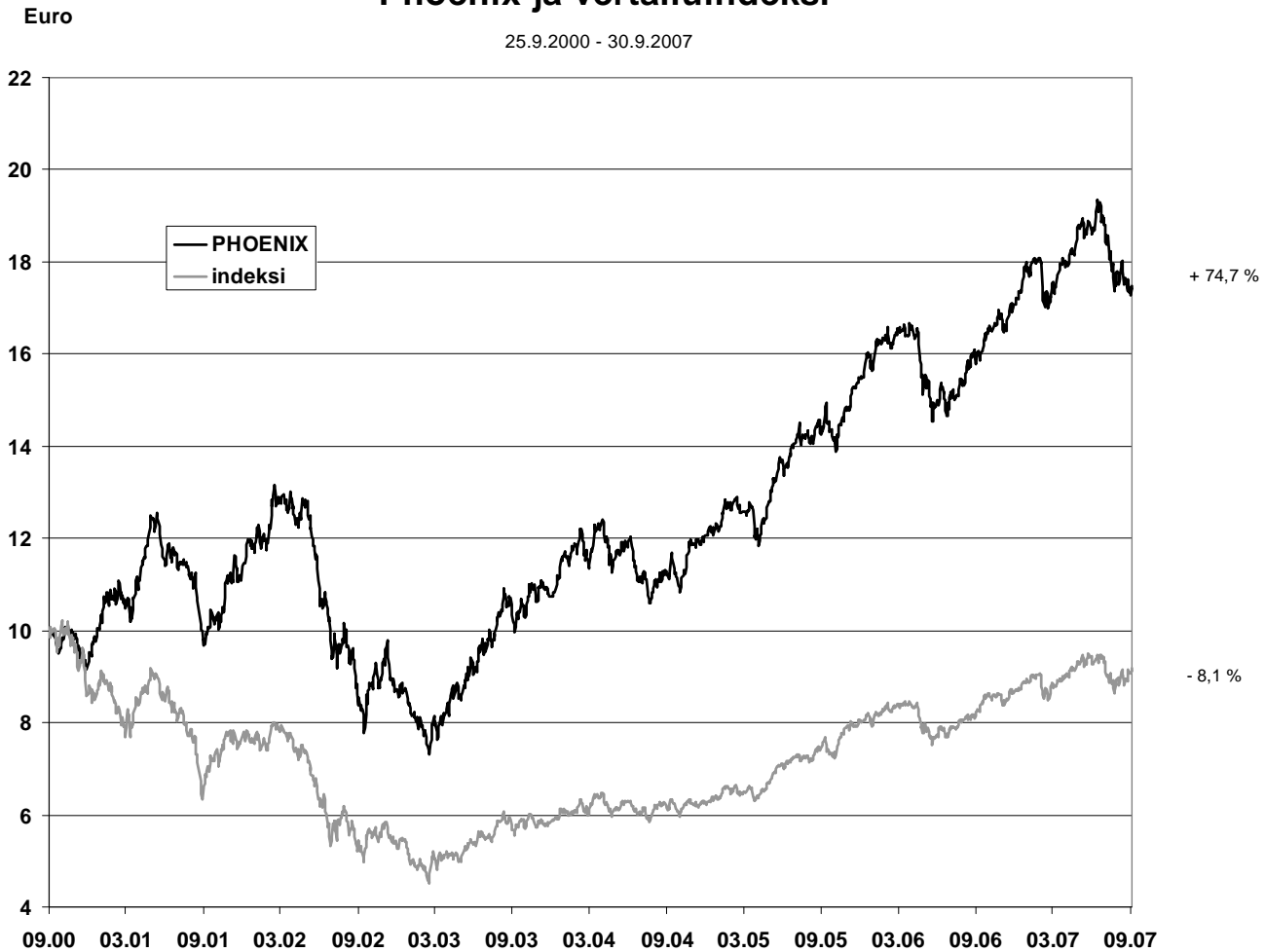
### Tuotto % per vuosineljännes



31.3.2000 - 28.9.2007



## Phoenix ja vertailuindeksi



### RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	25.9.2000
Tyyppi	Kansainvälinen osakerahasto
Rahaston koko (milj. euroa)	14,0
Vertailuindeksi	MSCI All Country World NDR
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	1,1 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	on
Merkintäpalkkio	2 %
Lunastuspalkkio	Ei
Salkunhoitaja	Peter Seligson

### KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.10.2006 – 30.9.2007

Palkkiot yhteensä (TER)	1,12 %
Tuottosidonnainen palkkio (vuoden alusta)	0,00 %
Kaupankäyntikulut	0,34 %
Kokonaiskulut (TKA)	1,46 %
Salkun kiertonopeus	125,97 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	5,91 %
Lähipiirin omistusosuus (30.9.2007)	18,00 %

### TUOTTO- JA RISKI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	-6,8 %	13,7 %	-1,3 %	14,8 %
Vuoden alusta	1,5 %	11,0 %	5,3 %	11,8 %
1 v	9,1 %	10,3 %	10,8 %	11,1 %
3 v	55,7 %	11,0 %	49,7 %	10,6 %
5 v	107,7 %	14,4 %	68,6 %	13,7 %
Aloituspäivästä	74,7 %	15,9 %	-8,1 %	16,7 %
Aloituspäivästä p.a.	8,3 %		-1,2 %	

### SUURIMMAT OMISTUKSET

Yhtiö	Maa	Osuus rahastosta
JOHNSON & JOHNSON	Yhdysvallat	4,6 %
TELE NORTE LESTE PART-ADR	Brasilia	4,6 %
GETRONICS NV	Alankomaat	4,4 %
TATE & LYLE PLC	Iso-Britannia	4,3 %
SANOMAWSOY OYJ	Suomi	4,2 %
AMGEN INC	Yhdysvallat	4,0 %
PFIZER INC	Yhdysvallat	3,7 %
RHODIA SA	Ranska	3,6 %
BOSTON SCIENTIFIC CORP	Yhdysvallat	3,5 %
SWISS LIFE HOLDING	Sveitsi	3,4 %

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

## SALKUNHOITAJALTA

Vuoden kolmannen neljänneksen aikana Phoenixin arvo laski 6,8% ja vertailukohtana toimiva Morgan Stanley World –indeksi 1,3%. Tarkasteltaessa vuosi taaksepäin on rahasto noussut 9,1% ja indeksi 10,8%. Viimeisimmän kolmen vuoden luvut ovat 55,7% rahastolle ja 49,7% indeksille.

Vuoden 2007 alku oli Phoenixille hyvä ja meneillään olevan markkinamyllerryksen alkukin sujui mukavasti. Syyskuussa olemme kuitenkin jääneet pahasti jälkeen vertailuindeksistämme – jälleen kerran osoitus siitä, että markkinat näkevät erikoistilanneyhtiöt keskimääräistä riskialttiimpina.

USA:n asuntoluottojen ongelmista liikkeelle lähtenyt markkinaturbulenssi on taas tarjonnut meille monia arvokkaita opetuksia. Lainamarkkinoiden vaikeudet eivät tulleet yllätyksenä: raporttejani lukeneet muistanevat, että viittasin orastavaan ongelmaan jo kesällä 2006 ja jälleen tämän vuoden ensimmäisessä raportissani.

Kävi kuitenkin kuten rahoitusmarkkinoilla niin usein: reaktiot yllättivät, vaikka ongelmat olikin voitu aavistaa. Kasvaneiden riskipreemioiden vaikutukset jäävät vielä nähtäväksi, samoin kuin se, milloin meneillään oleva korkeasuhdanne lopullisesti kääntyy. Käännekohdan lähestyminen tuntuu joka varoituslaukauksen jälkeen yhä selvemmältä, vaikka ruutia tuntuisikin edelleen olevan jonkin verran jäljellä.

Markkinoille on joka tapauksessa jo hiipinyt kiinnostava, vaikkakin tavanomainen, muutos. Viime vuosien sijoitusilmasto on selvästi suosinut ns. ”arvoa” painottavia tyylejä, mutta nyt on painopiste melkein huomaamatta siirtynyt kohti yritysten kasvulukuja. Muutoksen huomio-pisteessä näkee selvimmin silloin kun jokin yhtiö ei enää kasva tai kasvu ainakin nikottelee. Markkinoilla ei tunnu olevan minkäänlaista kärsivällisyyttä kasvun notkahduksille, vaan vaikeuksiin joutuneita ammutaan kovilla hetki.

Tämä avaa kokonaan uuden mahdollisuuksien kirjon Phoenixin kaltaiselle erikoistilannesijoittajalle. Se tarkoittaa muun muassa sitä, että ”arvoa” pystyy jälleen ostamaan alle torihintojen. Riskit syntyvät kuitenkin ajoituksesta. Jos ostaa liian aikaisin, voivat voimakkaat markkinareaktiot puolittaa hinnat vielä entisestäänkin vaikka viikossa. Kurinalaisuuden merkitys nousee yhä enemmän kunniaan.

### Erikoistilannesijoittaja pysyköön lestissään

Tämän neljänneksen aikana myimme kokonaan tai osittain osuutemme kuudessa yhtiössä ja ostimme uusia tavanomaiseen tapaan viisi. Rahastossa on nyt 44 yhtiötä.

Myytyjen joukossa on Orascom Construction (ks. katsaus 1/2007), josta saimme kuuden kvartaalin sijoitusajalla reilusti enemmän kuin alunperin ajattelemani 100%.

Orascom Construction on kunnioitusta herättävä yhtiö, joka kasvaa loistavasti – juuri sellainen, johon voisi sijoittaa myös todella pitkällä tähtäimellä. Siksi minun piti myyntipäätöksen yhteydessä oikein muistuttaa itseäni Phoenixin sijoituspolitiikasta ja rahaston roolista useimpien sijoittajien salkussa.

Phoenixhan sijoittaa erikoistilanteisiin, jotka kestävät yleensä 1-5 vuotta, jonka jälkeen tilanne tavalla tai toisella vakiintuu. Rahaston tavoitteena on erikoistilanteisiin liittyvän korkeamman riskin kautta – mutta kurinalaisesti! – saavuttaa vertailuindeksiään parempi tuotto. Kunnianhimoinen tavoite, muun muassa rahaston kustannusten vuoksi, mutta tavoittelemisen arvoinen ja ehkä jopa jännittävä!

Phoenixia ei ole tarkoitettu muodostamaan sijoittajan koko salkkua, vaan se on järkevää yhdistää pitkäjänteisiin ja kustannustehokkaisiin rahastoihin, joita löytyy esimerkiksi yhtiömme muusta tarjonnasta. Näihin ”lisukkeena” Phoenix tarjoaa tavan ylipainottaa sellaisia hyviä yhtiöitä, joita markkinat syystä tai toisesta tilapäisesti alipainottavat.

### Kasinopeliä Kiinassa

Syyskuussa vietimme Kaaron Arin kanssa kymmenen päivää Kiinassa tutustumassa Aasian sijoituskohteisiin. Kiinan ”kasvuihmeestä” on kirjoitettu paljon, enkä aio pitkästytää teitä yksityiskohdilla maan taloustilanteesta – Ari tekee sen sitten erillisessä artikkelissa sivuilla 24-25 ☺ – mutta totean kuitenkin jälleen kerran tulleen selväksi miten valtavia määriä likviditeettiä Kiina imee itseensä.

Maan talouden painopiste on viennissä ja siihen yhdistyy keinotekoisien alhainen valuuttakurssi, joka on käytännössä melkein sidoksissa Yhdysvaltain dollariin, mutta lähes kaksinkertaisella korkotasolla. Näin Kiinaan virtaa valtavia määriä rahaa ja talous osoittaa kaikkia tavanomaisia ylikuumenemisen oireita. Kiinteistöjen ja osakkeiden hintakäyrät osoittavat suoraan ylöspäin, palkat nousevat voimakkaasti rannikon kasvukeskuksissa ja joka puolella valitellaan kyvykkään työvoiman puutetta samaan aikaan kun noin 800 miljoonaa ihmistä on lähes osattomina talouskasvun hedelmistä. Myös inflaatio on taas viime aikoina nostonut ikävännäköistä päätänsä, ennen muuta kohonneiden ruokamenojen muodossa.

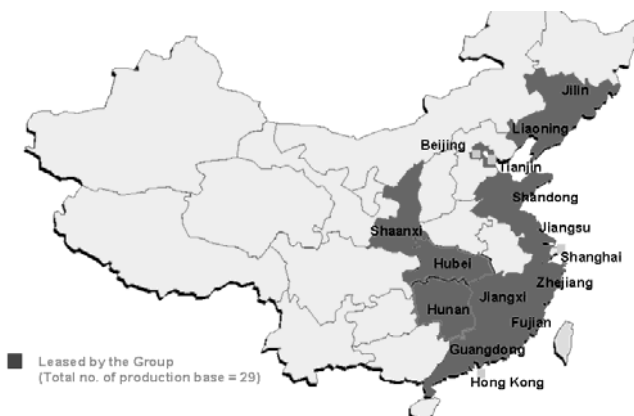
Kiinan pörssien arvostustasot ylittävät tätä kirjoitettaessa 50 kertaa tämän vuoden tuloksen (pienempi Shenzhenin pörssi nousee jopa 79:ään!). Optimistien mukaan Kiinan pörssien yhteenlaskettu markkina-arvo on vain 1,2 kertaa bruttokansantuote, joka nelinkertaistuu seuraavan 20 vuoden aikana – ei siis syytä huoleen.

Pessimistien mukaan taas vain 20% suuryhtiöistä on listattu ja näiden arvo ei voi olla paljon yli nykyarvostusten edellyttämän 6 kertaa BKT:n.

Samaan aikaan kiinalaisyhtiöt investoivat tahtiin, joka tuskin on kestävä; taustalla on enemmän keskusjohtoinen suunnittelu kuin yhtiöiden markkinatilanteesta kumpuavat tarpeet. Lisäksi monet valtio-omisteiset yhtiöt eivät maksa osinkoja, vaan käyttävät voittovarot sijoituksiin osakemarkkinoilla – mikä tietenkin nostaa kurseja entisestään. Erään arvion mukaan jopa 30% yhtiöiden voitoista tulee sijoittamisesta. Näin laskettuna todellinen P/E-luku olisikin  $50/0,7 = 71!$  Ei voi välttyä ajatukselta, että Kiinan pörssit muistuttavat tällä hetkellä suurta kasinoa.

Phoenixin kannalta on miellyttävää, että tältäkin markkinalta löytyy myös poikkeuksia. Yllä luettelemani luvut liittyvät Shanghaiin ja Shenzhenissä listattuihin niin sanottuihin A-osakkeisiin. Samojen yhtiöiden Hong Kongissa listatut H-osakkeet on arvostettu huomattavasti varovaisemmin. Tosin myös ”H-markkinan” arvostustaso on noussut tavanomaisesta tuloskertoimesta 10 jo noin 22:een, kun kiinalaiset yritykset ja jopa yksityishenkilöt ovat saaneet rajoitetussa määrin sijoittaa myös H-osakkeisiin.

Alueen ”suuri erikoistilanne” liittyy pienehköihin tai keskisuuriin yrityksiin, joiden ei vielä ole onnistunut listautua Shanghaiin tai Shenzheniin. Niinpä Hong Kongin, Singaporen ja Taiwanin pörsseissä on kokonainen valikoima täysin kiinalaisia yrityksiä, joiden arvostustaso on normaali tai jopa edullinen. Kävimme tutustumassa joihinkin tällaisiin ja kuvaan seuraavassa tarkemmin niistä yhtiä.



Chadalla on 29 tuotantokeskustasta eri puolilla Kiinaa, mutta vasta pääosin itärintamalla. Laajentumisen varaa on.

## Chaoda Modern Agriculture

Chaoda Modern Agriculture Holding Ltd perustettiin Fujianissa Kiinassa vuonna 1994. Hongkongissa listatun Chaodan tärkein liiketoiminta-alue on vihannesten ja hedelmien tuotanto, josta tulee 90% yhtiön liikevaihdosta. Uudet aluevaltauksset eli karjankasvatus ja riisintuotanto vastaavat lopusta.

Chaoda aloitti tuottamalla tomaatteja, mutta nykyinen valikoima kattaa jo yli 2 000 lajia ja lajiketta. Yhtiö tuottaa tänä vuonna yli miljoona tonnia hedelmiä ja vihanneksia 21 000:lla viljelyshehtaarilla, jotka sijaitsevat eri puolilla Kiinaa. Liikevaihdosta 70% tulee kotimarkkinoilta, loppu viennistä.

Chaoda on Kiinan suurin maatalousyritys, mutta tuottaa silti vain 0,2% maan hedelmistä ja vihanneksista. Suurimmasta osasta tuotantoa vastaavat ne 250 miljoonaa talonpoikaisperhettä, jotka edelleenkin ovat pääosin Kiinan talousihmeen ulkopuolella. Valtio panostaakin Chaodan kaltaisiin yrityksiin, jotka palkkaavat talonpoikia tarjoten näille mahdollisuuden ansiotyöhön modernimman ja tehokkaamman maatalouden piirissä heille allokoitun maa-alueen viljelysoikeutta vastaan.

Maatalouden modernisointi on vasta alullaan ja vaikka Chaodan tapaisia yrityksiä on satoja, uskoo yhtiö silti pystyvänsä kasvamaan 20-30% vuodessa vuosikausia. Chadallakin on etupainotteisia maankäyttösopimuksia seuraavaksi kahdeksi vuodeksi jo 15 000 hehtaarin edestä.

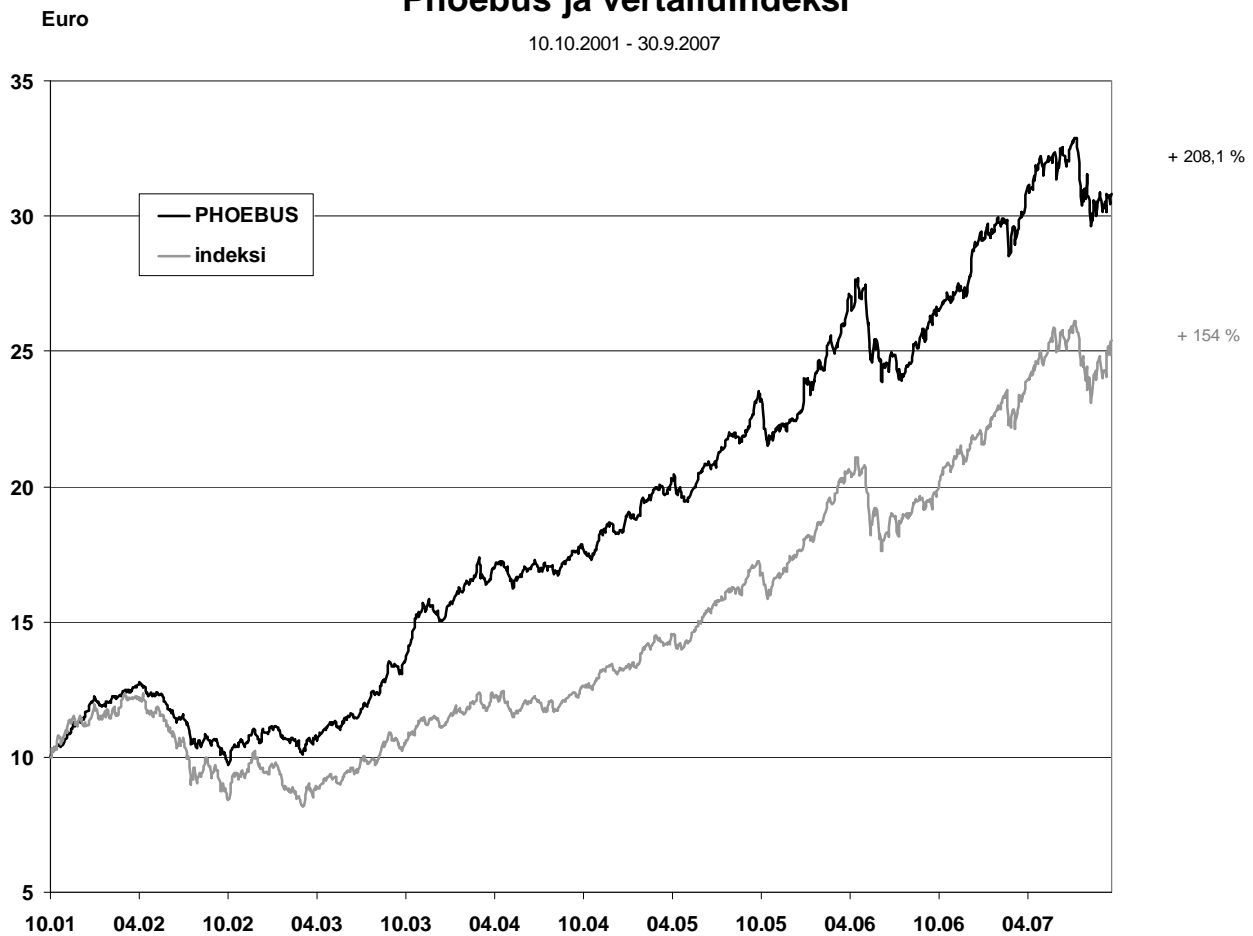
Vaikka he/vi –sektorin kysyntä ei Kiinassa kovasti kasvaakaan, antaa tuotannon tehostaminen, vienti ja jalostusarvon nostaminen Chadalle lähes rajattomat kasvumahdollisuudet. Osakkeella käydään kauppaa hintaan 9 kertaa tämän vuoden tulos ja vain 6 kertaa vuodelle 2009 laskettu tulos – vaikka toiminta on hyvin ennustettavaa. Missä vika, pelkäävätkö markkinat löytävänsä mätää omenia?

Tavallaan. Yhtiön pääomistaja ja hallituksen puheenjohtaja Kwok Ho on monesti sekä puhunut että toiminut tavoilla, joita ei markkinoilla katsota hyvällä. Pari vuotta sitten hän sekoitti samaan pussiin sekä Chaodan että omia jauhojaan pakottamalla maatalousyhtiön sijoittamaan titaniumkaivokseen. Kun tätä sotkua selviteltiin – ja hän oli juuri luvannut parantaa tapansa – meni Kwok Ho myymään ison osake-erän juuri ennen kuin yhtiölle valittiin uusi tilintarkastaja.

Käsitykseni on, että Chaoda on nyt ryhtynyt selvittämään corporate governanceaan aivan tosissaan. Markkinoiden luottamuksen palauttaminen tulee vaatimaan aikaa, mutta jos yhtiö siinä onnistuu on osakekurssissa paljon nousunvaraa.

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

## Phoebus ja vertailuindeksi



### RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	10.10.2001
Tyyppi	Osakerahasto
Rahaston koko (milj. euroa)	23,3
Vertailuindeksi	75% OMX Helsinki Cap GI, 25% MSCI AC World NDR
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,75 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	on
Merkintäpalkkio	2 %
Lunastuspalkkio	0% ( 1%, jos sijoitusaika alle 12 kk)
Salkunhoitaja	Anders Oldenburg

### TUOTTO- JA RISKI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	-4,0 %	14,8 %	0,4 %	17,3 %
Vuoden alusta	5,6 %	12,3 %	15,7 %	13,8 %
1 v	16,2 %	11,5 %	28,3 %	12,8 %
3 v	73,2 %	10,9 %	106,0 %	11,5 %
5 v	204,0 %	10,8 %	189,5 %	12,3 %
Aloituspäivästä	208,1 %	10,8 %	154,0 %	13,5 %
Aloituspäivästä p.a.	20,7 %		16,9 %	

### KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.10.2006 – 30.9.2007

Palkkiot yhteensä (TER)	0,76 %
Tuottosidonnainen palkkio (vuoden alusta)	0,00 %
Kaupankäyntikulut	0,08 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,84 %
Salkun kiertonopeus	39,35 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	8,52 %
Lähipiirin omistusosuus (30.9.2007)	16,92 %

### SUURIMMAT OMISTUKSET

Yhtiö	Maa	Osuus rahastosta
LASSILA & TIKANOJA OYJ	Suomi	9,4 %
VACON OYJ	Suomi	9,2 %
EXEL OYJ	Suomi	8,8 %
SVENSKA HANDELSBANKEN-B SHS	Ruotsi	6,0 %
TULIKIVI OYJ-A SHS	Suomi	5,8 %
AIR LIQUIDE	Ranska	5,2 %
VAISALA A	Suomi	4,7 %
NOKIAN RENKAAT OYJ	Suomi	4,6 %
STOCKMANN OYJ ABP-B SHARE	Suomi	4,4 %
TIETOENATOR OYJ	Suomi	4,1 %

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

## SALKUNHOITAJALTA

### Rahaston (surkea) kehitys

Huonot uutiset ensin: Kolmas vuosineljännes oli Phoebuksen 24 neljänestä kestäneen historian toiseksi huonoin suhteessa markkinoihin. Rahaston arvo laski -4,0% vertailuindeksimme noustessa 0,4%.

Suurta syytä huoleen ei mielestäni silti ole. Indeksi-poikkeamasta 85% selittyy kahdella osakkeella: TietoEnator ja Nokia. TietoEnatorin kurssi laski huonon tuloksen seurauksena 34% ja vaikutti noin -1,6% rahastoon. Nokian kurssi nousi 28% ja nosti vertailuindeksiämme 2,1%.

En sure, että emme ole sijoittaneet Nokiaan. Toistaiseksi jaksan myös uskoa TietoEnatoriin, jonka ongelmat vaikuttavat johtuvan enemmän sisäisestä tehottomuudesta kuin ulkoisista tekijöistä. Omia möhlyksiä on helpompaa korjata ja korjaustoimenpiteet ovat käynnissä. On kylläkin syytä varautua siihen, että kestää ennen kuin ne näkyvät.

Samoista syistä Phoebuksen tuotto vuoden alusta (+5,6%) on jäänyt merkittävästi vertailuindeksimme tuotosta (+15,7%). Toiminnan alusta Phoebus on tuottanut 208,1% vertailuindeksimme tuottaessa 154,0%.

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

### Pieniä voittoja

Huonosta tuotosta huolimatta neljännes ei ollut salkunhoidon osalta synkkä. Päinvastoin.

Kerroin vuosi sitten (katsauksessa 3/2006) vaihtaneeni Handelsbankenin B-osakkeemme A-osakkeiksi niin, että saimme välistä 12 700 euroa. Tänä vuonna hintaero normalisoitui ja pääsin vaihtamaan takaisin B-osakkeisiin niin, että tällä kertaa saimme välistä 10 500 euroa (bruttona 13 000 josta välittäjäimme otti 2 500). Olemme siis takaisin lähtöpisteessä, mutta 23 200 euroa rikkaampina kuin jos olisimme vain omistaneet pankkia käymättä kauppaa.

Mitä parasta, pidän edelleen todennäköisenä, että pankki jossain vaiheessa yhdistää osakesarjansa, koska B-osakkeita on osakkeiden kokonaismäärästä enää vajaat 2%. Jos näin käy, pääsemme vielä kolmannen kerran hyötymään sarjojen välisestä hintaerosta.

Myös Tulikivessä kaupankäynti oli meille suotuisaa. Kuten aiemmin olen kertonut, myin viime vuonna ja alkuvuonna 383 200 kpl Tulikiven osaketta, keskihintaan 3,36 euroa. Syys-lokakuun aikana ostin takaisin reilut 100 000 osaketta 27% halvemmalla (oikaistuna osingoilla).

Olemme siis 90 000 euroa rikkaampia kuin olisimme, ellen olisi alunperin myynyt nyt takaisin ostamiani osakkeita.

Yritän edelleenkin välttää turhaa kaupankäyntiä. Kaupat maksavat varmuudella, mutta niiden lisäarvo ei ole varmaa. En alunperin myynyt Tulikiveäkään siksi, että olisin kuvitellut tietäväni kurssin laskevan, vaan rajoitin riskiä pienentämällä yhtiön hyvän kurssikehityksen ansiosta sen liian suureksi nousutta painoa salkussamme. Hinnan laskettua meillä oli taas varaa hieman lisätä painoa. Voittomme olivat siis puhtaasti riskienhallinnan ansiota.

### Muut myynnit ja ostot

Kerroin viime katsauksessa, että minun on syytä joko ostaa lisää Broadridge Financial Solutionsin osakkeita tai myydä ne, koska yhtiön paino salkussamme oli mitättömän pieni. Päädyin myymään osakkeet, koska en kokenut ymmärtäväni yhtiötä riittävästi.

Myyntipäätöstä edesauttoi, että löysin uuden Broadridgeä kiinnostavamman amerikkalaisen sijoituskohteen: Harley-Davidsonin. Siitä enemmän jäljempänä.

Yllä mainittujen kauppojen lisäksi lisäsin omistustamme kuudessa salkkuyhtiössämme: TietoEnator, Progressive, Securitas Systems, Handelsbanken, State Street ja Tamfelt.

Yhteensä sijoitin neljänneksen aikana nettona noin 900 000 euroa, vaikka rahastosta lunastettiin 0,3%. Näin kassamme, joka kesäkuun lopussa oli ylisuuri 12,1% rahaston arvosta, oli syyskuun lopussa jo normaalimmalla tasolla eli 8,8%. Sitä on toki varaa edelleenkin pienentää, kunhan löytyy järkeviä ostotilaisuuksia.

### Yhtiötaphtumia

Kaksi yhtiöstämme - Stockmann ja Handelsbanken - kertoivat neljänneksen aikana merkittäviä uutisia.

Stockmann päätti ostaa ruotsalaisen (alus)vaateketju Lindexin 8 miljardilla kruunulla. Rohkeuden puutteesta Hannu Penttilän joukkoja ei voi syyttää, vaikka en olekaan niin varma kaupan viisaudesta. Hinta on kova (13,4x liiketulos) ja synergiat "pehmeitä" eli eivät synny heti säästönä, vaan myöhemmin yhteisen Venäjälle laajentumisen tehostumisena.

Stockmannin sijoitetun pääoman tuottotavoite on 22%. Lindexin pitäisi siis tehdä lähes 1,8 miljardia kruunua liike-tulosta - ilman että pääomaa sitoutuu nykyistä enemmän - jotta kauppa täyttäisi Stockmannin hallituksen asettaman



tuottovaatimuksen. Lindexin tulostaso on tänään 600 miljoonaa (liiketulosmarginaali on 12%).

Tästä voinee päätellä, että kasvuhakuisuus meni tällä kertaa kannattavuuden edelle. Stockmann joutuu rahoittamaan kaupan laskelmiini mukaan noin 250 miljoonan euron osakeannilla, johon Phoebus ei nettomääräisesti tule osallistumaan.

Handelsbanken myi kuusi vuotta sitten hankkimansa eläkevakuuttaja SPP:n neljän miljardin kruunun voitolla. Pidän yhtiöistä, joiden strategia on johdonmukainen. Pidän vielä enemmän yhtiöistä, joilla on kanttia myöntää aiemmat virheensä ja korjata ne.

Handelsbanken on ainutlaatuisen hyvä pankki. Sen vahvisti lokakuussa jälleen kerran myös Svenskt Kvalitetsindex-yhtiön asiakastytyväisyysmittaus, jossa Handelsbanken sai suurpankeista ylivoimaisesti parhaan arvosanan. Sen se on saanut joka vuosi jo 19 vuoden ajan.



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

## PHOEBUS-YHTIÖISTÄ



Esittelin Tamfeltin viimeksi 3,5 vuotta sitten, katsauksessa 1/2004. Paljoakaan ei ole tässä ajassa muuttunut.

Tulos on toki noussut yli 90%. Mutta se heijastaa enemmän paluuta normaaliin kuin toiminnan merkittävää kasvua. Kirjoitin viimeksi, että normaali-vuoden tulos per osake on 50-60 senttiä ja hyvän vuoden tulos on 70-80 senttiä (rahastoanti huomioitu). Silloin Tamfeltin tulos oli vain 34 senttiä, viime vuonna se oli 66 senttiä. Se siis normalisoitui.

Todellinen kasvu näkyy liikevaihdossa, joka on 23% silloista suurempi. Se ei ehkä kolmessa vuodessa tunnu paljolta, mutta tarkoittaa kuitenkin, että Tamfelt on kasvanut tavoitteensa mukaisesti yli 7% vuodessa. Edellisen kymmenen vuoden aikana se ei onnistunut.

Hitaasti kasvavilla paperikonekudosten markkinoilla 7% kasvu tarkoittaa markkinaosuuden kasvua. Tamfeltilla on nyt noin 13% Euroopan kudosmarkkinoista (3v sitten noin 12%). Vielä tärkeämpää on, että yhtiö on selvästi vahvistanut asemiaan Kiinassa, jonne rakennetaan nykyään jo yli puolet maailman uusista paperikoneista.

Kiinan toiminta on toistaiseksi perustunut Suomessa kudotujen tekstiilien loppusauumaukseen ja myyntiin pienestä yhteistyöksestä. Viime vuonna Tamfelt päätti vihdoin rakentaa märkä- ja kuivatusviiritehtaan Kiinaan. Se on

melkoinen investointi – noin 20 miljoonaa euroa, arvioisin – mutta ehdottomasti paikallaan kilpailukyvyyn parantamiseksi maailman tärkeimmillä markkinoilla.

Kaikki puristinhuovat tehdään jatkossakin Suomessa. Niitä varten yhtiö on juuri käynnistämässä vajaan 10 miljoonaa euroa maksaneen uuden neulauskoneen. Näin koneen käydessäni syyskuussa Tampereen tehtaalla ja se kyllä on juuri niin hieno kuin hinta osoittaa!

Suuret investoinnit voivat käynnistyessään hieman rasittaa kannattavuutta, mutta ne ovat merkki siitä, että yhtiö varautuu kasvuun tulevaisuudessakin. Tamfeltissa tuntuisi olevan aivan erilainen vauhti päällä kuin 3-4 vuotta sitten.

Suuri kiitos tästä kuuluu suhdanteille – varsinkin suodatin-kankaissa, joissa sekä rautamalmin pelletointilaitosten että kaivosteollisuuden kankaiden kysyntä on syklisen korkealla. Mutta suuri kiitos kuuluu myös Jyrki Nuutilalle, joka nousi toimitusjohtajaksi vuonna 2005, sekä yhtiön keskijohdolle.

Riskejäkin löytyy. Hintakilpailu kiristyi selvästi viime vuonna, vaikka kudosten kustannus onkin alle 2% paperin tekemisen kokonaiskuluista ja viirojen ja huopien laatu voi vaikuttaa ratkaisevasti paperikoneen tuottavuuteen. Toistaiseksi Tamfelt on pärjännyt kiristyneessä kilpailutilanteessa hyvin; toisaalta parantamalla omaa tuottavuuttaan ja toisaalta tuomalla jatkuvasti uusia keihäänkärkituotteita markkinoille. Pyrkimys on tietenkin jatkaa tällä linjalla.

Arvostus ei ole halpa, mutta ei järjettömän kalliskaan. Arvioisin normaalivuoden tuloksen nousseen liikevaihdon kasvun tahdissa 65-75 senttiin per osake. Näin nykykurssi (11,30e) vastaisi velatonta P/E-lukua noin 16x. Osakekurssi on vuodesta 2003 myös seurannut liikevaihdon kasvua. Jos kommenttini arvostuksesta siis kuulosti tutulta, niin se johtuu siitä, että arvostus ei ole kolmessa vuodessa juuri muuttunut.

Koko osakkeen tuotto (51% osinkoineen) on siis ollut nimenomaan *sijoitustuottoa*, toisin kuin useimmissa muissa suomalaisissa yhtiöissä, Tamfeltin *spekulatiivinen* tuotto on tällä jaksolla ollut nolla. Se on hyvä asia, koska se tarkoittaa, että Tamfelt on edelleen sijoituskelpoinen yhtiö.



Avoin tie. Yksilöllisyys. Kromin ja nahan veljes- ja sisarkunta. Vapaus.

Kun 42-vuotias salkunhoitaja päättää sijoittaa Harley-Davidsoniin voi perustellusti kysyä, onko se oire keski-ikäisen kriisistä. Olen kuitenkin ostanut osakkeita, en moottoripyörää - ja vieläpä tietoisesti vaiheistanut ostojamme normaalia enemmän. Varsinainen syy vaiheistukseen toki on, että yhtiön lähiajan tuloskehitys tulee olemaan heikko.

H-D on jo toistakymmentä vuotta kiehtonut minua yhtiönä, koska se on maailman vahvimpia ja ainutlaatuisimpia brändejä. Kuinka monella yhtiöllä on 50% markkinaosuus? Kuinka monen kestokulutustavarafirman myynnistä puolet menee vanhoille asiakkaille? Ja ennen kaikkea: kuinka monen yhtiön asiakkaat haluavat tatuoida nahkaansa firman logon?

Osake on tähän saakka näyttänyt mielestäni aina liian kalliilta. Tänä vuonna se on laskenut dollareissa 34%, euroissa kokonaiset 38%. Suhteessa tulokseen yhtiö on nyt halvempi kuin kertaakaan vuoden 1990 jälkeen. Siksi omistamme vihdoinkin tätä laadultaan lähes uskomattoman hienoa yhtiötä.

Viimeisen 15 vuoden ajan H-D:n myymien pyörien määrä on kasvanut 12% vuodessa eli viisinkertaistunut 362 tuhanteen kappaleeseen. Liikevaihto on yli 8-kertaistunut (+15%/v) ja tulos yli 20-kertaistunut (+23%/v). Liiketulosprosentti on tuplaantunut 24%:iin.

Yhtiön markkinaosuus USA:ssa on pysytellyt 50% paikkeilla. Markkinatkin ovat siis kasvaneet voimakkaasti. Mutta kasvavatko ne enää? H-D on hyötynyt siitä, että se tekee vain raskaita pyöriä. Yli 750cc segmentti on kasvanut 40%:ista (1990) kokonaiseen 76%:iin (2003) kokonaismarkkinoista, eikä juuri enää voi kasvaa.

Mutta kokonaismarkkinoiden kasvu on myöskin ollut hyvää moottoripyöräilyn muuttuessa yhä suuremman kansanosan harrastusmuodoksi. Siitä kertoo se, että ajatut kilometrit ovat lähes ennallaan, vaikka pyöräkanta on tuplaantunut. Miksei harrastepyöräily voisi edelleen kasvaa? Sitä paitsi H-D:n osuus muun maailman markkinoista on vielä pieni – luokkaa 10-15% - mutta vahvassa kasvussa. Dollarin heikkous vahvistaa yhtiön kilpailukykyä vientimarkkinoilla.

Tänä vuonna USA:n markkinat tulevat hieman laskemaan, minkä voi laittaa täysin suhdanteiden piikkiin. H-D:n myynti laskee vielä enemmän, koska yhtiö varoo visusti aiheuttamasta jälleenmyyjilleen varasto-ongelmia. Tämä on hyvän yhtiön merkki, eikä siitä mielestäni pidä liikaa huolestua.

H-D arvostetaan nyt P/E-lukuun 11,9x viime vuoden tulokselle ja 12,5-13x kuluvan vuoden tulokselle, vaikka sen tase on erinomaisen vahva. Nettokassa edustaa 6-7% yhtiön hinnasta. Kasvuyhtiölle tämä on aivan poikkeuksellisen alhainen arvostustaso.

Johtoa en tunne, mutta asenne on kohdallaan. Jokainen johtaja tietysti kulkee pyörällä töihin. Asiakas on kuin osa perhettä. Asenne heijastaa intohimoa, ei byrokratiaa:

*”Uskomme mustaan vaatetukseen, koska siinä ei näy lika. Eikä heikkous. Uskomme, että kone, jolla istut kertoo maailmalle täsmälleen missä seisot. Emme välitä mitä muut uskovat.”*  
([www.livingbyit.com](http://www.livingbyit.com))

## RAHASTOJEN TUNNUSLUKUJEN MÄÄRITELMIÄ

### Volatiliteetti / standardipoikkeama

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

### Indeksipoikkeama (tracking error / aktiivinen riski)

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

### Salkun kiertonopeus

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

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

### Kaupankäyntikulut

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

### Total expense ratio / TER

Kertoo rahaston perimien kulujen osuuden prosenttilukuna keskimääräisestä pääomasta tarkastelujaksolla. Luku sisältää rahaston pääomasta veloitettavan hallinnointi- ja säilytyspalkkion, tilinhoito- ja muut pankkikulut sekä mahdollisen tuottosidonnaisen palkkion. TER –luku *ei sisällä* esim. kaupankäyntikuluja, jonka vuoksi raportoimme myös rahastojen kokonaiskulut. 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 veloitettavat 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 herkkyyden muutokselle. Matemaattisesti duraatio lasketaan joukkolainan kassavirtojen (vuotuiset kupongit ja lainan pääoman takaisinmaksu erääntymisessä) 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 käsittääksemme tuo mitään olennaista informaatiota indeksiin verrattujen tuoton ja volatiliteetin sekä indeksipoikkeaman (tracking error) lisäksi. Julkaisemme kuitenkin Sharpen luvun Sijoitusrahastoyhdistyksen suosituksen mukaisesti rahastojen virallisissa tilinpäätös- ja osavuosi-raporteissa.

## MIKÄ ON MIFID – JA ONKO SILLÄ ON VÄLIÄ?

Otetaan jälkimmäinen kysymys ensin, koska se on helppo.

- Varainhoitoasiakkaillemme: *kyllä*;
- Rahastoasiakkaillemme: *ei oikeastaan*.

Marraskuun 2007 alusta voimaan tuleva Rahoitusvälineiden markkinat -direktiivin (MiFID) perusteella annettava lainsäädäntö tuo useita muutoksia arvopaperimarkkinoiden sääntelyyn.

Direktiivin tavoitteena on edistää EU:n sisämarkkinoiden toimintaa, lisätä kilpailua markkinapaikkojen välillä ja kehittää yhdenmukaista asiakkaansuojaa. Muutokset koskevat sijoituspalveluita tarjoavia yhtiöitä, esim. arvopaperinvälittäjiä ja omaisuudenhoitajia. Suoraa vaikutusta sijoitusrahastoihin tai rahastojen asiakkaisiin MiFIDillä ei siten ole.

Varainhoitoon se kuitenkin vaikuttaa. MiFIDin myötä omaisuudenhoidon asiakkaiden asiakassuoja paranee entisestään. Esimerkiksi tiedonantovelvollisuutta palveluista ja niiden yksityiskohdista tarkennetaan. Omaisuudenhoitajan tulee myös jatkossa tuntea asiakas ja asiakkaan sijoituskokemus entistä paremmin jo ennen sijoituspalvelun tarjoamista. Asiakasluokittelu (ammattimainen/ei-ammattimainen asiakas) ja asiakasraportoinnin sisältö täsmentyy. Edelleen MiFID tuo välittäjille lisää velvoitteita sen varmentamiseen, että toimeksiantojen toteuttaminen tapahtuu asiakkaan kannalta parhaalla mahdollisella tavalla.

Vaikka MiFID ei rahastoihin juuri vaikutaakaan, niin sijoitusrahastojen toimintaa säänteleviä ohjeita ja määräyksiä päivitetään toki muuten säännöllisesti. Rahoitustarkastus antaa ohjeita ja julkistaa tulkintoja, jotka ohjaavat rahastoyhtiöiden päivittäistä toimintaa. Viimeisimpänä esim. tulkinta rahastoyhtiön menettelytavoista sijoitusrahastojen arvonlaskennassa (Rahoitustarkastuksen tulkinta 4/2007 15.8.2007, luettavissa [www.rahoitustarkastus.fi](http://www.rahoitustarkastus.fi)).

Lainsäädännön yleisenä pyrkimyksenä oleva menettelytapojen yhdenmukaistaminen ja toisaalta tietojen yhdenmukainen julkistaminen edistävät läpinäkyvyyttä ja vertailukelpoisuutta.

Rahastosijoittajalle tämä on varmasti hyvä asia. Tietenkin edellyttäen, että yhdenmukaisuus toteutetaan relevanteilla tiedoilla (esimerkiksi rahastojen rahastoista mukaan myös allaolevien rahastojen kulut, ei pelkästään kuoren) ja avainlukujen *järkeväillä* laskentakaavoilla.

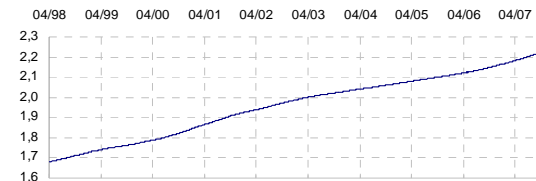
Allekirjoittanut antaa mielellään lisätietoja MiFID:istä ja ylipäätään sääntelykehikon vaikutuksesta rahasto- ja varainhoitoasiakkaillemme.



Mari Rautanen  
[mari.rautanen@seligson.fi](mailto:mari.rautanen@seligson.fi)

## RAHAMARKKINARAHASTO AAA 30.9.2007

### ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Rahamarkkinarahasto, joka sijoittaa eurooppalaisiin lyhytaikaisiin korkoinstrumentteihin.

### RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	1.4.1998
Tyyppi	Lyhyet korot, euro-alue
Rahaston koko (milj. euroa)	138,7
Vertailuindeksi	3 kk rahamarkkinaindeksi
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,2 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintäpalkkio	0 %
Lunastuspalkkio	0 %
Salkunhoitaja	Jani Holmberg / Samuli Seppävuori

### TUOTTO- JA RISKI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	1,0 %	0,1 %	1,0 %	0,2 %
Vuoden alusta	2,7 %	0,1 %	3,0 %	0,2 %
1 v	3,5 %	0,1 %	3,9 %	0,2 %
3 v	7,9 %	0,1 %	9,0 %	0,1 %
5 v	12,8 %	0,1 %	14,6 %	0,2 %
Aloituspäivästä	32,2 %	0,1 %	36,2 %	0,2 %
Aloituspäivästä p.a.	3,0 %		3,3 %	

### KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.10.2006 – 30.9.2007

Palkkiot yhteensä (TER)	0,20 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,01 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,22 %
Salkun kiertonopeus	103,17 %
Lainaluokitukset (rating)	AAA / AA / A 100 %
Salkun korkoriski (duraatio)	0,26
Välityspalkkiot lähipiirille	0,00 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	0,11 %
Lähipiirin omistusosuus (30.9.2007)	1,25 %

### SUURIMMAT OMISTUKSET

	Maa	Osuus rahastosta
Määräaikainen talletus Sampo 12.11.2007	Suomi	6,5 %
Määräaikainen talletus Aktia 03.01.2008	Suomi	5,8 %
Määräaikainen talletus SEB 28.12.2007	Suomi	5,8 %
Sijoitustodistus OKO 03.01.2008	Suomi	5,7 %
Määräaikainen talletus Sampo 15.11.2007	Suomi	5,1 %
Sijoitustodistus Sampo 14.12.2007	Suomi	5,0 %
Sijoitustodistus SHB 10.01.2008	Suomi	5,0 %
Sijoitustodistus Ålandsbanken 22.01.2008	Suomi	4,3 %
Sijoitustodistus Aktia 14.02.2008	Suomi	4,3 %
Määräaikainen talletus SEB 05.10.2007	Suomi	3,7 %

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

**EURO-OBLIGAATIOINDEKSIRAHASTO**

30.9.2007

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)	30,8
Vertailuindeksi	EFFAS Bond Indices Euro Govt All
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,3 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintäpalkkio	0 %
Lunastuspalkkio	0 % (0,2 %, jos sijoitusaika alle 3 kk)*
Salkunhoitaja	Jani Holmberg / Samuli Seppävuori

\*Lunastuspalkkio maksetaan rahastoon.

**TUOTTO- JA RISKI**

	Rahasto		Vertailuindeksi*	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	2,3 %	4,3 %	2,4 %	3,6 %
Vuoden alusta	0,3 %	3,5 %	0,7 %	2,9 %
1 v	-0,5 %	3,3 %	0,3 %	2,8 %
3 v	6,3 %	3,0 %	8,5 %	2,9 %
5 v	17,6 %	3,4 %	20,6 %	3,3 %
Aloituspäivästä	42,5 %	3,4 %	47,6 %	3,3 %
Aloituspäivästä p.a.	4,0 %		4,4 %	

\* Vertailuindeksiä vaihdettu rahaston historian aikana.

**KULUT JA TUNNUSLUVUT**

1.10.2006 – 30.9.2007

Palkkiot yhteensä (TER)	0,31 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,05 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,36 %
Salkun kiertonopeus	26,25 %
Lainaluokitukset (rating)	AAA / AA / A 100 %
Salkun korkoriski (duraatio)	5,9
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	1,71 %
Lähipiirin omistusosuus (30.9.2007)	0,01 %

**SUURIMMAT OMISTUKSET**

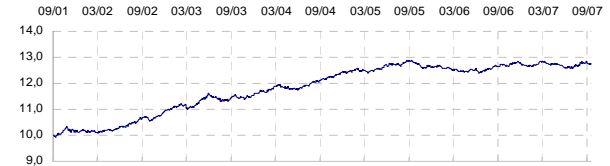
	Maa	Osuus rahastosta
Italian valtion obligaatio 4,25% 1.8.2014	Italia	16,1 %
Saksan valtion obligaatio 3,50% 4.1.2016	Saksa	15,3 %
Suomen valtion obligaatio 4,25% 4.7.2015	Suomi	11,3 %
Suomen valtion obligaatio 3,875% 15.9.2017	Suomi	9,3 %
Itävallan valtion obligaatio 3,90% 15.7.2020	Itävalta	9,1 %
Suomen valtion obligaatio 5,375% 4.7.2013	Suomi	6,8 %
Suomen valtion obligaatio 5,75% 23.2.2011	Suomi	5,1 %
Hollannin valtion obligaatio 3,75% 15.7.2014	Alankomaat	4,7 %
Suomen valtion obligaatio 2,75% 15.9.2010	Suomi	4,7 %
Ranskan valtion obligaatio 3,50% 25.04.2015	Ranska	4,6 %

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

**EURO CORPORATE BOND**

30.9.2007

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)	11,6
Vertailuindeksi	Merrill Lynch EMU Corporates Non-Financial Index
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,35 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintäpalkkio	0 %
Lunastuspalkkio	0 % (0,2 %, jos sijoitusaika alle 3 kk)*
Salkunhoitaja	Jani Holmberg / Samuli Seppävuori

\*Lunastuspalkkio maksetaan rahastoon.

**TUOTTO- JA RISKI**

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	1,0 %	3,5 %	1,0 %	2,6 %
Vuoden alusta	0,5 %	2,7 %	0,9 %	2,1 %
1 v	0,1 %	2,6 %	1,0 %	2,1 %
3 v	4,8 %	2,5 %	7,9 %	2,3 %
5 v	19,0 %	2,8 %	25,6 %	2,7 %
Aloituspäivästä	27,5 %	2,9 %	34,4 %	2,8 %
Aloituspäivästä p.a.	4,1 %		5,0 %	

**KULUT JA TUNNUSLUVUT**

1.10.2006 – 30.9.2007

Palkkiot yhteensä (TER)	0,37 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,11 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,48 %
Salkun kiertonopeus	61,27 %
Lainaluokitukset (rating)	AAA 7 %, AA 13 %, A 39 %, BBB 41 %
Salkun korkoriski (duraatio)	4,7
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	1,41 %
Lähipiirin omistusosuus (30.9.2007)	0,02 %

**SUURIMMAT OMISTUKSET**

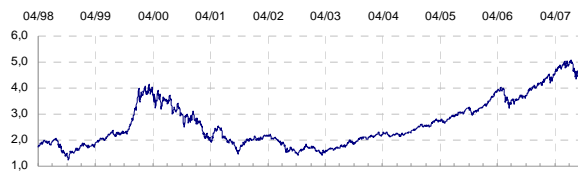
	Maa	Osuus rahastosta
Suomen valtion obligaatio 3,875% 15.09.2017	Suomi	6,6 %
Bayer AG JVK 6,00%, 10.04.2012	Saksa	4,5 %
UPM-Kymmene JVK 6,125% 23.01.2012	Suomi	4,5 %
Siemens Finance JVK 5,75% 04.07.2011	Saksa	4,5 %
GIE SUEZ ALLIANCE JVK 5,125 % 24.06.2015	Ranska	4,4 %
Electricite De France JVK 4,625 % 06.11.2013	Ranska	4,3 %
Telefonica Europe BV JVK 5,125 % 14.02.2013	Alankomaat	4,3 %
Iberdrola Intl JVK 4,875% 18.02.2013	Alankomaat	4,3 %
RWE Finance Bv JVK 4,625 % 23.07.2014	Saksa	4,3 %
Carrefour SA JVK 4,375% 15.06.2011	Ranska	4,3 %

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

## SELIGSON &amp; CO SUOMI -INDEKSIRAHASTO

30.9.2007

## ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Suomi -indeksirahasto seuraa Helsingin pörssin Benchmark -indeksiä.

## RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	1.4.1998
Tyyppi	Osakerahasto, Suomi
Rahaston koko (milj. euroa)	29,4
Vertailuindeksi	OMX Helsinki Benchmark Cap_GI
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,5 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintäpalkkio	0 %
Lunastuspalkkio	0 % (0,5 %, jos sijoitusaika alle 6 kk)*
Salkunhoitaja	Jani Holmberg / Samuli Seppävuori

\*Lunastuspalkkio maksetaan rahastoon.

## TUOTTO- JA RISKI

	Rahasto		Vertailuindeksi*	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	0,1 %	25,3 %	0,2 %	25,3 %
Vuoden alusta	16,1 %	19,8 %	16,5 %	19,8 %
1 v	30,8 %	18,0 %	31,6 %	18,0 %
3 v	110,5 %	15,3 %	106,8 %	15,2 %
5 v	233,1 %	16,4 %	205,4 %	16,4 %
Aloituspäivästä	187,8 %	25,0 %	138,7 %	25,3 %
Aloituspäivästä p.a.	11,8 %		9,6 %	

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

## KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.10.2006 – 30.9.2007

Palkkiot yhteensä (TER)	0,51 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,06 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,57 %
Salkun kiertonopeus	7,91 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	0,32 %
Lähipiirin omistusosuus (30.9.2007)	0,23 %

## SUURIMMAT OMISTUKSET

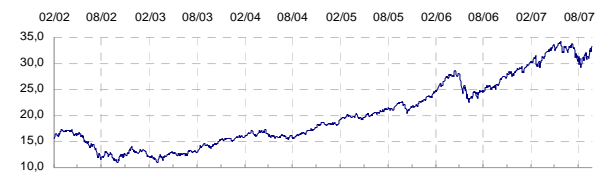
Yhtiö	Maa	Osuus rahastosta
NOKIA OYJ	Suomi	9,2 %
SAMPO OYJ-A SHS	Suomi	8,3 %
STORA ENSO OYJ-R SHS	Suomi	7,8 %
UPM-KYMMENE OYJ	Suomi	7,2 %
METSO OYJ	Suomi	5,0 %
FORTUM OYJ	Suomi	4,6 %
KONE OYJ-B	Suomi	4,4 %
TELIASONERA AB	Ruotsi	4,4 %
NORDEA AB - FDR	Ruotsi	3,1 %
ELISA COMMUNICATIONS OYJ-A S	Suomi	2,9 %

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

## OMXH25 -INDEKSIOUSRAHASTO

30.9.2007

## ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



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

## RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	8.2.2002
Tyyppi	Osakerahasto, Suomi
Rahaston koko (milj. euroa)	164,4
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 / Samuli Seppävuori

## TUOTTO- JA RISKI

	Rahasto		Vertailuindeksi*	
	Tuotto**	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	2,2 %	23,5 %	2,3 %	23,5 %
Vuoden alusta	14,2 %	18,5 %	14,2 %	18,3 %
1 v	28,2 %	17,2 %	28,1 %	17,0 %
3 v	99,2 %	15,3 %	99,5 %	15,3 %
5 v	193,2 %	16,7 %	192,6 %	16,6 %
Aloituspäivästä	112,0 %	17,5 %	112,2 %	17,5 %
Aloituspäivästä p.a.	14,2 %		14,3 %	

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

## KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.10.2006 – 30.9.2007

Palkkiot yhteensä (TER)	0,20 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,04 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,24 %
Salkun kiertonopeus	21,47 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	0,18 %
Lähipiirin omistusosuus (30.9.2007)	0,0 %

## SUURIMMAT OMISTUKSET

Yhtiö	Maa	Osuus rahastosta
NOKIA OYJ	Suomi	12,0 %
FORTUM OYJ	Suomi	10,4 %
SAMPO OYJ-A SHS	Suomi	9,1 %
UPM-KYMMENE OYJ	Suomi	8,3 %
STORA ENSO OYJ-R SHS	Suomi	7,2 %
METSO OYJ	Suomi	5,6 %
TELIASONERA AB	Ruotsi	5,1 %
KONE OYJ-B	Suomi	4,5 %
NORDEA AB - FDR	Ruotsi	3,6 %
RAUTARUUKKI OYJ	Suomi	3,3 %

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

EUROOPPA 50 –INDEKSIRAHASTO

30.9.2007

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



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

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	15.6.1998
Tyyppi	Osakerahasto, Eurooppa
Rahaston koko (milj. euroa)	47,0
Vertailuindeksi	DJ STOXX 50 NDR
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,5 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintäpalkkio	0 %
Lunastuspalkkio	0 % (0,5 %, jos sijoitusaika alle 6 kk)*
Salkunhoitaja	Jani Holmberg / Samuli Seppävuori

\*Lunastuspalkkio maksetaan rahastoon.

TUOTTO- JA RISKI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	-2,1 %	21,3 %	-1,9 %	21,3 %
Vuoden alusta	5,2 %	16,2 %	5,6 %	16,3 %
1 v	9,7 %	14,8 %	10,2 %	14,8 %
3 v	51,3 %	12,5 %	54,0 %	12,6 %
5 v	81,8 %	16,7 %	88,6 %	16,8 %
Aloituspäivästä	32,0 %	22,0 %	45,2 %	22,3 %
Aloituspäivästä p.a.	3,0 %		4,1 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.10.2006 – 30.9.2007

Palkkiot yhteensä (TER)	0,51 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,05 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,56 %
Salkun kiertonopeus	-0,25 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	0,20 %
Lähipiirin omistusosuus (30.9.2007)	0,40 %

SUURIMMAT OMISTUKSET

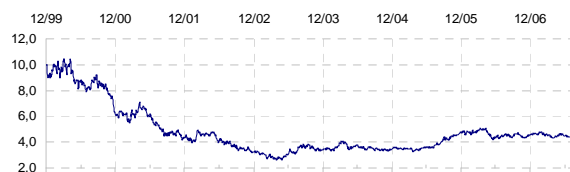
Yhtiö	Maa	Osuus rahastosta
BP PLC	Iso-Britannia	4,5 %
HSBC HOLDINGS PLC	Iso-Britannia	4,4 %
VODAFONE GROUP PLC	Iso-Britannia	3,9 %
TOTAL FINA ELF SA	Ranska	3,7 %
NESTLE SA-REGISTERED	Sveitsi	3,6 %
NOKIA OYJ	Suomi	3,1 %
ROYAL DUTCH SHELL PLC-A SHS	Iso-Britannia	3,1 %
GLAXOSMITHKLINE PLC	Iso-Britannia	3,0 %
NOVARTIS AG-REG SHS	Sveitsi	2,8 %
ROCHE HOLDING AG-GENUSSCHEIN	Sveitsi	2,6 %

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

SELIGSON & CO JAPANI -INDEKSIRAHASTO

30.9.2007

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



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

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	29.12.1999
Tyyppi	Osakerahasto, Japani
Rahaston koko (milj. euroa)	29,5
Vertailuindeksi	TOPIX Core 30 Return Index
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,5 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintäpalkkio	0 %
Lunastuspalkkio	0 % (0,5 %, jos sijoitusaika alle 6 kk)*
Salkunhoitaja	Jani Holmberg / Samuli Seppävuori

\*Lunastuspalkkio maksetaan rahastoon.

TUOTTO- JA RISKI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	-9,3 %	15,3 %	-9,2 %	15,6 %
Vuoden alusta	-10,5 %	14,0 %	-10,1 %	14,1 %
1 v	-8,6 %	14,1 %	-8,3 %	14,2 %
3 v	19,6 %	16,1 %	24,3 %	16,4 %
5 v	10,7 %	19,9 %	11,8 %	20,4 %
Aloituspäivästä	-59,2 %	23,7 %	-57,4 %	24,7 %
Aloituspäivästä p.a.	-10,9 %		-10,4 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.10.2006 – 30.9.2007

Palkkiot yhteensä (TER)	0,51 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,09 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,60 %
Salkun kiertonopeus	11,21 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	0,51 %
Lähipiirin omistusosuus (30.9.2007)	0,21 %

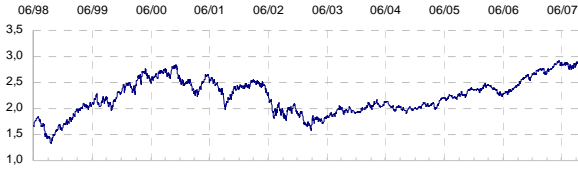
SUURIMMAT OMISTUKSET

Yhtiö	Maa	Osuus rahastosta
TOYOTA MOTOR CORP	Japani	12,0 %
MITSUBISHI TOKYO FINANCIAL	Japani	7,2 %
MIZUHO FINANCIAL GROUP INC	Japani	5,3 %
CANON INC	Japani	5,1 %
SUMITOMO MITSUI FINANCIAL GR	Japani	4,8 %
TAKEDA CHEMICAL INDUSTRIES	Japani	4,4 %
NINTENDO CO LTD	Japani	4,2 %
SONY CORP	Japani	4,1 %
HONDA MOTOR CO LTD	Japani	4,1 %
MITSUBISHI CORP	Japani	3,5 %

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

**GLOBAL TOP 25 BRANDS**  
30.9.2007

**ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)**



Osakekorirahasto, joka sijoittaa maailman arvostetuimpiin tavaramerkkeihin.

**RAHASTON AVAINTIEDOT**

Aloituspäivä	18.6.1998
Tyyppi	Osakerahasto, maailma
Rahaston koko (milj. euroa)	33,7
Vertailuindeksi	50% MSCI Consumer Discretionary NDR 50% MSCI Consumer Staples NDR
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,6 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintäpalkkio	0 %
Lunastuspalkkio	0 % (0,5 %, jos sijoitusaika alle 6 kk)*
Salkunhoitaja	Jani Holmberg / Samuli Seppävuori

\*Lunastuspalkkio maksetaan rahastoon.

**TUOTTO- JA RISKI**

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	1,2 %	14,0 %	-3,9 %	12,4 %
Vuoden alusta	8,2 %	11,1 %	0,6 %	10,1 %
1 v	15,1 %	10,8 %	4,9 %	9,8 %
3 v	46,6 %	10,9 %	33,2 %	10,4 %
5 v	54,8 %	14,6 %	34,1 %	13,2 %
Aloituspäivästä	71,8 %	18,3 %	22,2 %	15,7 %
Aloituspäivästä p.a.	6,0 %		2,2 %	

**KULUT JA TUNNUSLUVUT**

1.10.2006 – 30.9.2007

Palkkiot yhteensä (TER)	0,61 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,04 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,65 %
Salkun kiertonopeus	18,78 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	3,95 %
Lähipiirin omistusosuus (30.9.2007)	0,89 %

**SUURIMMAT OMISTUKSET**

Yhtiö	Maa	Osuus rahastosta
MCDONALD'S CORP	Yhdysvallat	7,3 %
COCA-COLA CO/THE	Yhdysvallat	7,1 %
PROCTER & GAMBLE CO	Yhdysvallat	6,7 %
UNILEVER NV-CVA	Alankomaat	6,5 %
THE WALT DISNEY CO.	Yhdysvallat	5,8 %
NINTENDO CO LTD	Japani	5,3 %
NOKIA OYJ	Suomi	4,9 %
WRIGLEY WM JR CO	Yhdysvallat	3,7 %
L'OREAL	Ranska	3,7 %
TIFFANY & CO	Yhdysvallat	3,5 %

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

**GLOBAL TOP 25 PHARMACEUTICALS**  
30.9.2007

**ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)**



Osakekorirahasto, joka sijoittaa maailman suurimpien lääkeyritysten osakkeisiin.

**RAHASTON AVAINTIEDOT**

Aloituspäivä	17.1.2000
Tyyppi	Osakerahasto, lääketieteellisyys
Rahaston koko (milj. euroa)	30,1
Vertailuindeksi	MSCI Pharma & Biotech NDR
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,6 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintäpalkkio	0 %
Lunastuspalkkio	0 % (0,5 %, jos sijoitusaika alle 6 kk)*
Salkunhoitaja	Jani Holmberg / Samuli Seppävuori

\*Lunastuspalkkio maksetaan rahastoon.

**TUOTTO- JA RISKI**

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	-2,6 %	11,7 %	-3,3 %	12,0 %
Vuoden alusta	0,5 %	10,3 %	-3,8 %	10,5 %
1 v	-2,0 %	10,3 %	-6,8 %	10,6 %
3 v	19,8 %	10,4 %	11,5 %	11,6 %
5 v	23,6 %	12,6 %	9,1 %	14,5 %
Aloituspäivästä	-3,2 %	15,9 %	-13,1 %	17,9 %
Aloituspäivästä p.a.	-0,4 %		-1,8 %	

**KULUT JA TUNNUSLUVUT**

1.10.2006 – 30.9.2007

Palkkiot yhteensä (TER)	0,61 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,02 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,63 %
Salkun kiertonopeus	-13,65 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	2,52 %
Lähipiirin omistusosuus (31.9.2007)	0,59 %

**SUURIMMAT OMISTUKSET**

Yhtiö	Maa	Osuus rahastosta
SANOFI-AVENTIS	Ranska	6,3 %
JOHNSON & JOHNSON	Yhdysvallat	6,3 %
GLAXOSMITHKLINE PLC	Iso-Britannia	6,3 %
PFIZER INC	Yhdysvallat	6,1 %
NOVARTIS AG-REG SHS	Sveitsi	6,1 %
NOVO NORDISK A/S-B	Tanska	4,8 %
SCHERING-PLOUGH CORP	Yhdysvallat	4,4 %
MERCK & CO. INC.	Yhdysvallat	3,7 %
BAXTER INTERNATIONAL INC	Yhdysvallat	3,7 %
DAIICHI SANKYO CO LTD	Japani	3,4 %

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

Joulukuussa 2006 aloittaneen **USA-indeksirahaston** täydelliset tunnusluvut julkaistaan vasta vuosikatsauksessa 2007, kun rahastolla on niiden laskemiseksi vaadittava vuoden historia. Rahaston tuotto syyskuun loppuun mennessä oli 4,3%, alkuvuoden perusteella laskettu TER 0,45%, TKA 0,54% ja indeksipoikkeama 0,16%.



## KUKA RIKASTUU KIINASSA?

*”Joka tietää tapahtumat kolme päivää etukäteen, on rikas tuhat vuotta”, kuuluu kiinalainen sanonta. Maan osakemarkkinoilla monet yrittävät.*

Kaksikymmentätuhatta kiinalaista kuolee tänään - minne he kaikki joutuvat? Suuressa maassa tulee vastaan odottamattomia ongelmia. Monissa Kiinan suurkaupungeissa, esimerkiksi Shanghaissa, on loppumassa tuhkaurnille sopiva maa. Käytännölliset kiinalaiset osaavat kuitenkin kehittää ratkaisuja: internetissä pidettävien virtuaalihuutojen johtava alue maailmassa ei yllättäen olekaan Kalifornia, vaan Kiinan itärannikko.

Tänään myös syntyy lähes 50 000 kiinalaista. He tulevat maahan, joka on jälleen valtavassa myllerryksessä, kuten Kiina on ollut jo noin sadan vuoden ajan.

Kiina yritti ensimmäisenä Aasian valtiona siirtyä diktatuurista demokratiaan jo 1900-luvun alkupuolella. Orastavan kansanvallan huumassa maahan rekisteröitiin lähes 700 poliittista puoluetta. Armeijan ylipäällikkö kaappasi kuitenkin vallan ja hänen kuoltuaan maa ajautui vuosia kestäneeseen poliittiseen kaokseen, jota seurasi japanilaisten miehitys, sisällissota ja vihdoin pitkän marssin kautta karais-tuneiden kommunistien diktatuuri.

Kommunismista oli kansanvalta kaukana. Puhemies Maon ponnistus pitkäksi hypyksi tulevaisuuteen johtikin ensin nälänhätään, sitten asteittaiseen yhteiskunnan vapautumiseen ja vihdoin täyskäännöksen kautta jäätävään kulttuurivallankumoukseen, joka vihdoin sulki ”Pekingin kevääksi”, uuden ajan aluksi Maon kuoleman jälkeen. Huh!

### Viisivuotissuunnitelma: rikastutaan!

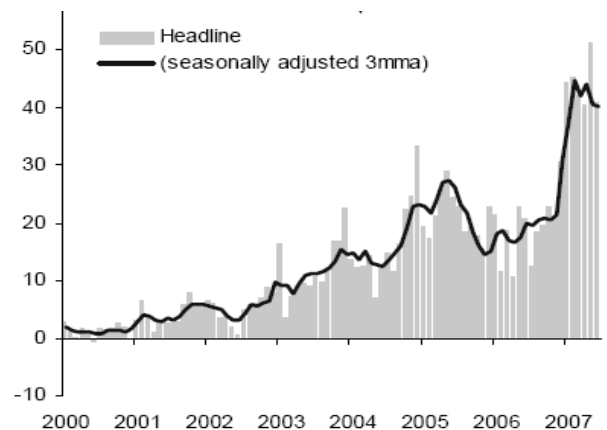
Maon jälkeen Kiinan todelliseksi johtajaksi nousseen Deng Xiaopingin tokaisun mukaan *”kissa saa olla musta tai valkoinen, kunhan osaa pyydystää hiiriä”*. Jos jollekin ei vielä tästä auennut, että aikaansaavuus ohitti nyt talouselämässä ideologiset yksityiskohdat, osasi sanaseppo Deng laittaa ohjeensa kansakunnalle vieläkin yksinkertaisemmin ja tehokkaammin: *”Rikastuminen on kunniakasta!”*

Keskusvallan käskyjä tottelemaan opetut kiinalaiset tekivät työtä käskettyä – ryhtyivät rikastumaan (kuva 1).

Kiinan perustuslain mukaan maata johtaa työväenluokka ja vallankäyttö perustuu työläisten ja talonpoikien liittoon. Käytännössä perinteiset työläiset ja talonpojat – ja etenkin maaseudun majojen työt – ovat jääneet pahasti jälkeen pääosin koulutetun kansanosan eduksi koituneesta talouskehityksestä.



**Kuva 1:** Kiinan asuakasta kohden lasketun bruttokansantuotteen kasvu 1980-2000 (kiinan yuaneissa). Monet taloustieteilijät ovat kyseenalaistaneet näitä Kiinan tilastokeskuksen lukuja, mutta yleinen trendi vahvasta kasvusta lienee joka tapauksessa selvä.



**Kuva 2:** Kiinan rikastuminen jatkuu ja jopa kiihtyy. Kuvassa Kiinaan kertyvät ulkomaanvaluuttavarannot, yksikkö miljardeja dollareita. (lähde: Tan Kong Yam, APS Asset Management)

### Kaksipäinen lohikäärme

Kiinan johdon haaste onkin monimuotoinen. Yhtäältä pitäisi saada jatkumaan suotuisa talouskehitys, jotta yhteiskunnan paineita voidaan poistaa rakentamalla tavalla, kansan enemmistön elintaso kohottamalla. Toisaalta talouden menestyneimpien osa-alueiden ylikuumenemista tulisi hillitä. Yksi asiaan liittyvistä ongelmista, sinänsä toki *happy problem*, on likviditeetti, liikkeellä olevan rahan suuri määrä. Menestyneillä kiinalaisyrittäjillä on valtavia määriä käteistä rahaa, jolle on vaikea keksiä *järkevää* käyttöä.



Yksityisellä puolella ongelmaan on helpohko ratkaisu: voittoja tuloutetaan omistajille, jotka käyttävät ne joko kulutukseen tai uuteen yritystoimintaan. Mutta monet pörssilistojen yhtiöt tai esimerkiksi ulkomaalaisten kanssa perustetut yhteisyritykset ovatkin valtiollisia. Tai tarkemmin: enemmistö-omistaja on valtiollinen, useimmiten jonkin alueellisen hallinto-organisaation kontrolloima organisaatio, joka ei silti maksa ns. liiketoimintayrityksestä saamiaan voittoja eteenpäin valtion kassaan. Koska kiinalaisten mahdollisuudet sijoittaa ulkomaille ovat hyvin rajalliset ja maan joukko-velkakirjamarkkina kehittymätön, päätyvät varat usein takaisin kotimaan osakemarkkinoille.

### Kerkeääkö Kiinaan?

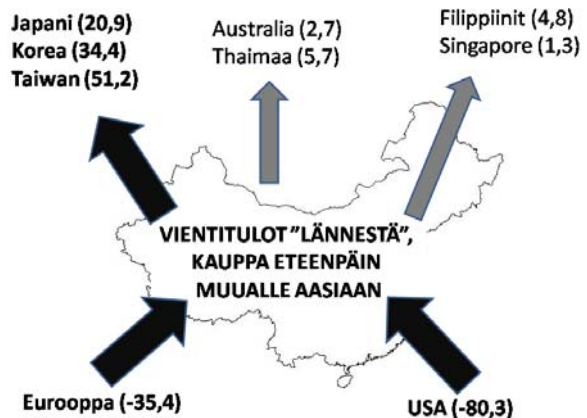
Kiina on yhä maailman nopeimmin kasvava suuri talous ja Kiinan osakemarkkinoiden likviditeettivoimainen kasvu näköjään jatkuu ja jatkuu. Pitäisikö Kiinaan siis vieläkin sijoittaa, jopa markkinoiden arvostustasolla reilusti yli 50 kertaa tulos?

Varmaa vastausta ei tähän(kään) ajoitus- ja arvostus-spekulointia sivuvaan sijoituskysymykseen ole. Monien mielestä on selvää, että hallitus yrittää viimeiseen saakka välttää kaikenlaisia yhteiskunnallisia häiriöitä – mukaanlukien maan yli 100 miljoonan osakesijoittajan mielenrauha – ainakin siihen asti, että ensi kesän olympiakisat saadaan hoidettua ei pelkästään kunnialla, vaan *kunniakkaasti*.

Arvostamani Aasian markkinoiden tuntija täsmäennusti syyskuun lopulla, että Kiinan A-osakkeiden indeksi nousee vuoden sisällä vielä 43%! Osakkeiden nykyisestä hurjasta hintatasosta huolimatta hän ja monet muutkin markkina-arvioijat katsovat, että yritysten kova tuloskehitys antaa perusteita odottaa osakehintojen edelleen kohoavan. Toisaalta on aina hyvä muistaa yksi taloustieteen perusviisauksista: *jos jokin ei voi jatkua ikuisesti, se tulee loppumaan*.

Varmaa sen sijaan on, että sijoittaja, jolla on hyvin hajautettu osakesalkku, on jo monella tavalla mukana Kiinan talouskehityksessä. Monien yritysten tärkein markkina tai tuotantoalue on Kiina, monet maailman johtavista kulutus-tavarayrityksistä kasvavat Kiinan markkinoilla enemmän kuin missään muualla, jne. (kuva 3).

Myös Kiinan kohdalla pitää paikkansa pitkäjänteisen osakesijoittamisen ihmisluontoa ja sen kärsivällisyyttä koetteleva yksinkertainen kauneus: aito tuotto syntyy aidosta kasvusta, innovaatioista ja parantuneesta tuottavuudesta. Eri yrityksiä riittävän pitkään omistava sijoittaja saa osansa kasvusta osakemarkkinoiden päivittäisten arvostusarvausten heilahteiluista huolimatta. Mitä pienemmällä kustannuksella sijoittaa, sitä suuremman osuuden ajan myötä kertyvästä arvonnoususta saa itse.



**Kuva 3:** Kahdenkeskiset *rahavirrat* Kiinaan ja Kiinasta maan tärkeimpien kauppakumppanien osalta. Etenkin Kiinan valmistava teollisuus on merkittävässä roolissa koko Aasian taloutta kannattelevassa jalostus- ja kaupankäyntiketjussa. Vuonna 2004, miljardoissa dollareissa. (Lähde: Fan Gang, China Economic Research Institute)

Mutta entäs se Kiina? Henkilökohtainen arvioni on, että kärsivällinen sijoittaja saa osansa kasvusta varmemmin ja vähemmällä pettymyksillä, kun välttää ehdoin tahdoin ostamasta osuuksia yrityksistä silloin, kun niiden hinnat tuntuvat leijuvan selvästi reaali-talouden mahdollisuuksien yläpuolella. Etenkin, kun kyseessä on markkina, johon edelleen liittyy monia corporate governance –kysymyksiä ja jolla ei ole vakiintuneita menetelmiä kertyneiden voittojen palauttamiseksi *kaikille* omistajille. Suomeksi sanottuna: en itse ostaisi kiinalaisia A-osakkeita nyt, mutta korostan että tietoa tulevista tapahtumista minulla ei ole - ei kolmen päivän päähän eikä kauemmaksi.

Kiinan merkitys yhtenä maailmantalouden keskeisistä suunnannäyttäjistä tulee kuitenkin todennäköisesti yhä lisääntymään ja sekä Kiinan kansalaisten ja että yritysten varallisuus edelleen kasvamaan. Mutta koittaako maan pääpörssiin vielä tulevan vuodenvaihteen jälkeenkin taas uusi lempeän nousujohteinen Shanghain kevät onkin sitten kokonaan toinen kysymys.

*Ari Kaaro*

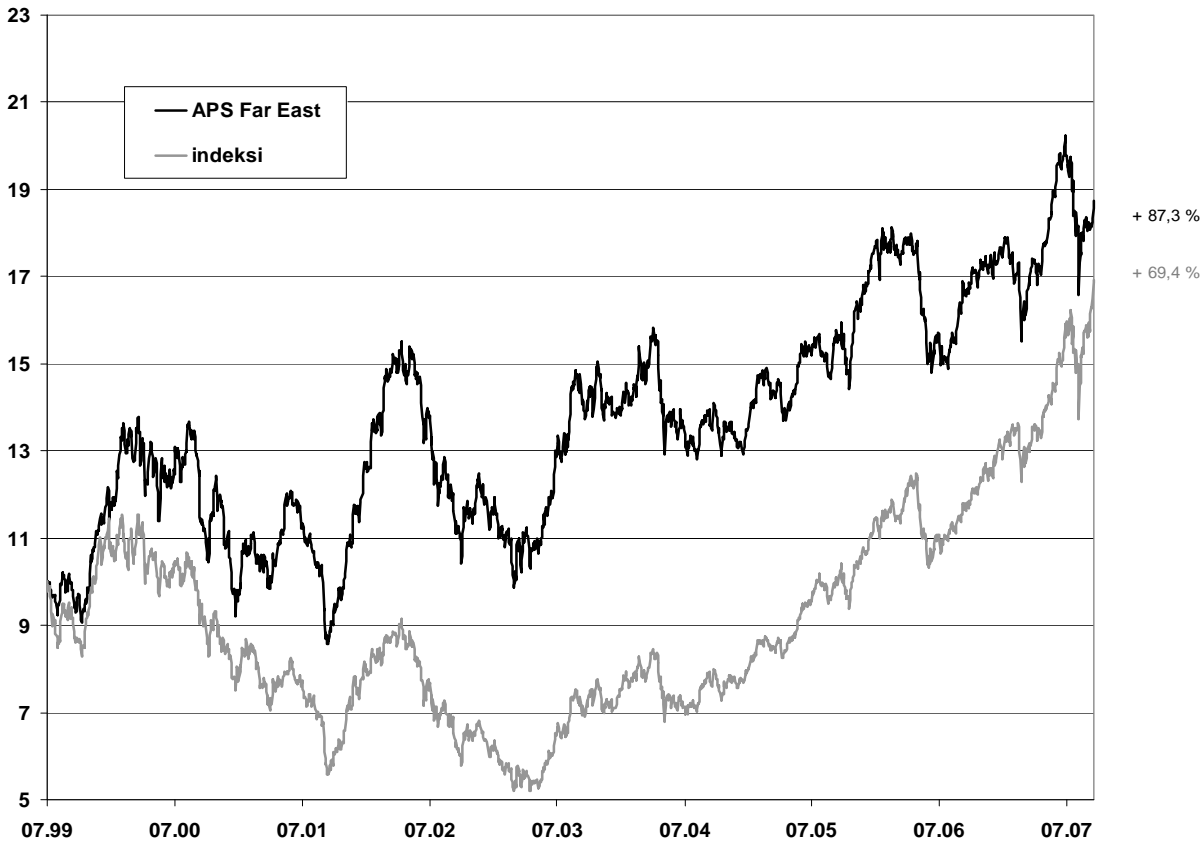
Ari Kaaro  
ari.kaaro@seligson.fi

*Minulla oli ilo osallistua Peter Seligsonin kanssa APS Asset Managementin järjestämälle Kiinan talouteen ja yrityksiin keskittyvälle tutustumiskäynnille syyskuussa. Suurin osa kirjoituksen huomioista perustuu matkan aikana isäntien ja eri puolilta maailmaa saapuneiden sijoittajien kanssa käytyihin keskusteluihin sekä sijoittajaryhmälle tietämystään tarjonneiden Kiinaan perehtyneiden tukijoiden näkemyksiin. Esitetyistä näkemyksistä ja mahdollisista virheistä vastaa kuitenkin vain allekirjoittanut.*

## APS Far East ja vertailuindeksi

Euro

13.7.1999 - 30.9.2007



### RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	13.7.1999
Tyyppi	Osakkeet, Kaukoitää
Rahaston koko (milj. euroa)	34,6
Vertailuindeksi	MSCI AC Far East ex-Japan NDR
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	1,2 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	on
Merkintäpalkkio	0 – 2,5 %, riippuen merkintäsummasta
Lunastuspalkkio	0 % (0,5 %, jos sijoitusaika on alle 6 kk)*
Salkunhoitaja	APS Asset Management

\*Lunastuspalkkio maksetaan rahastoon.

### TUOTTO- JA RISKI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	-4,4 %	23,4 %	12,6 %	26,9 %
Vuoden alusta	7,1 %	18,3 %	29,2 %	20,0 %
1 v	12,8 %	16,8 %	44,0 %	18,4 %
3 v	38,5 %	15,2 %	120,8 %	16,1 %
5 v	68,5 %	17,6 %	174,1 %	18,8 %
Aloituspäivästä	87,3 %	20,2 %	69,4 %	21,5 %
Aloituspäivästä p.a.	7,9 %		6,6 %	

### KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.10.2006 – 30.9.2007

Palkkiot yhteensä (TER)	1,30 %
Tuottosidonnainen palkkio (vuoden alusta)	0,00 %
Kaupankäyntikulut	0,90 %
Kokonaiskulut (TKA)	2,20 %
Salkun kiertonopeus	136,86 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	17,46 %
Lähipiirin omistusosuus (30.9.2007)	0,77 %

### SUURIMMAT OMISTUKSET

Yhtiö	Maa	Osuus rahastosta
HON HAI PRECISION INDUSTRY	Taiwan	8,3 %
FOXCONN TECHNOLOGY CO LTD	Taiwan	7,0 %
CATCHER TECHNOLOGY CO LTD	Taiwan	4,6 %
TEXWINCA HOLDINGS LTD.	Hongkong	3,9 %
JIANGSU EXPRESS CO LTD-H	Kiina	3,2 %
DEPO AUTO PARTS IND CO LTD	Taiwan	3,2 %
LOTTE SHOPPING CO	Korean tasavalta	3,0 %
HI-P INTERNATIONAL LTD	Singapore	2,9 %
CHINA TELECOM CORP LTD-H	Kiina	2,8 %
TANJONG PLC	Malesia	2,5 %

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

## SALKUNHOITAJALTA

Huolet Yhdysvaltain asuntorahoituksesta lähteneiden markkinahäiriöiden kääntymisestä laajemmaksi lamakier-teeksi hälvenivät kohti vuosineljänneksen loppua maailman osakemarkkinoilla ja jakso päättyi positiivisiin lukuihin. Aasian markkinat nousivat erityisen voimakkaasti. Aasian pörssien hyvää kehitystä siivittivät alueelta kiirineet suotuisat talousluvut sekä voimakas nousujohde Kiinassa.

Rahasto pärjäsikin valitettavasti huomattavasti vertailuindeksiään huonommin. Nostimme elokuussa merkittävästi salkun käteispainoa: emme osanneet ennustaa, että markkinat toipuivat loppukesän turbulenssista niin nopeasti.

Toinen syy salkun heikkoon kehitykseen oli siinä, että Hongkongissa listatut kiinalaisyhtykset (niin kutsutut H-osakkeet) olivat salkussa alipainossa. Niiden osakkeet nousivat kuitenkin nopeasti, kun Kiina ilmoitti suunnitelmista sallia yksityishenkilöiden sijoitukset manner-Kiinan A-osakkeiden lisäksi myös suoraan H-osakkeisiin. Suunnitelmat on sittemmin laitettu toistaiseksi jäihin, mutta H-osakkeiden arvot ovat edelleen nousseet; todennäköisesti ainakin osittain A-osakkeiden huiman kehityksen kannattelemina.

Jakson aikana rahaston parhaiten menestynyt osake oli jälleen kiinalainen Hongkongissa listattu Xinyi Glass, jonka esittelimme edellisessä katsauksessamme (2/2007). Xinyin kurssi nousi jakson aikana peräti 53%.

Myös viime katsauksessa esitelty salkun uusi tulokas huonekaluvalmistaja Samson Holdings sen sijaan halventui peräti yli 44%. Samsonin päämarkkinalla eli Yhdysvalloissa edelleen levinneet asuntorakentamisen ja -rahoituksen ongelmat iskivät odottua kovemmin sekä yhtiön ensimmäisen vuosipuoliskon toteutuneisiin lukuihin että sitä kautta myös sijoittajien odotuksiin.

Xinyin ja Samsonin kurssiliikkeiden vaikutukset salkun kokonaistulokseen olivat kuitenkin suhteellisen vähäisiä, yhtiöiden yhteenlaskettu paino on vain noin 2% rahaston omistuksista.

Suurempi yhtiökohtainen vaikutus oli sillä, että salkun kolme suurinta yritystä eli teknologiavalmistajat Hon Hai, Foxconn ja Catcher menestyivät jakson aikana kehnosti. Näihin yhtiöihin kohdistetut suuret odotukset laimenivat muun muassa tärkeän asiakkaan Motorolan heikkojen myyntilukujen vuoksi. Käsityksemme mukaan yhtiöiden tulevaisuuden näkymät ovat edelleen hyvät. Myös markkinat näyttäsivät kääntyvän samalle kannalle: Foxconnin ja Catcherin osakekurssit toipuivat kohti jakson loppua jo pahimmasta.

## Uusia sijoituksia

Taiwanilainen tietokonevalmistaja Qisda Corporation, aiemmalta nimeltään BenQ, kärsi pahasti matkapuhelinseikkailuistaan. Se suostui vuonna 2005 ottamaan huolekseen Siemensin silloisen matkapuhelintuotannon, mutta ei saanut toimintaa kannattavaksi. Tytäryhtiö BenQ Mobile ajautui vuosi sitten konkurssiin.

Yhtiöllä on nyt uusi toimitusjohtaja, optisen elektroniikan puolella kannuksensa hankkinut HB Chen. Hänen luot-saamanaan Qisda aikoo luopua BenQ –brändillä myytävistä laitteista ja keskittyä alihankintavalmistukseen ennen muuta LCD-TFT –näytöissä.

Qisda on mielestämme selvästi aliarvostettu. Osakkeen kurssi on jopa alle yhtiön hallussa olevien noteerattujen osakkuuksien arvon. Sijoittajat pelkäävät, että saksanseikkailuun liittyvät vastuut eivät yhtiön vakuutteluista huolimatta olisi vieläkään kokonaan ohi.

Toinen uusi taiwanilaisyhtiö, Eastern Media International, tekee pääosan liikevaihdostaan laivaus-, kuormaus-, huolinta- ja varastointitoiminnoista. Se omistaa muun muassa moderneja viljan käsittely- ja varastointifaciliteetteja eri puolilla Taiwania sekä kolme Panamax –alusta. Ydintoimintojensa ohella yhtiö ansaitsee oikeutuksen nimensä sanalle ”media” omistamalla yhden Taiwanin suurimmista televisio-aseamista.

Eastern Median osake on myyty selkeästi alle sen kannattavien liiketoimintojen ansaitseman arvostuksen. Markkinat pelästyivät hallituksen puheenjohtaja Gary Wangin kesällä saamia petossyytteitä, vaikka ne koskivatkin hänen toimiaan Eastern Median emoyhtiössä. Käsityksemme on, että markkinat ovat ylireagoineet.

Muita jakson aikana tehtyjä uusia sijoituksia ovat kiinalainen logistiikkayhtiö Shenzhen International Holdings, Kiinan johtava makeisvalmistaja Hsu Fu Chi, korealainen Hanil Cement sekä filippiiniläinen Manila Water Company.

## APS:n sijoitusfilosofia

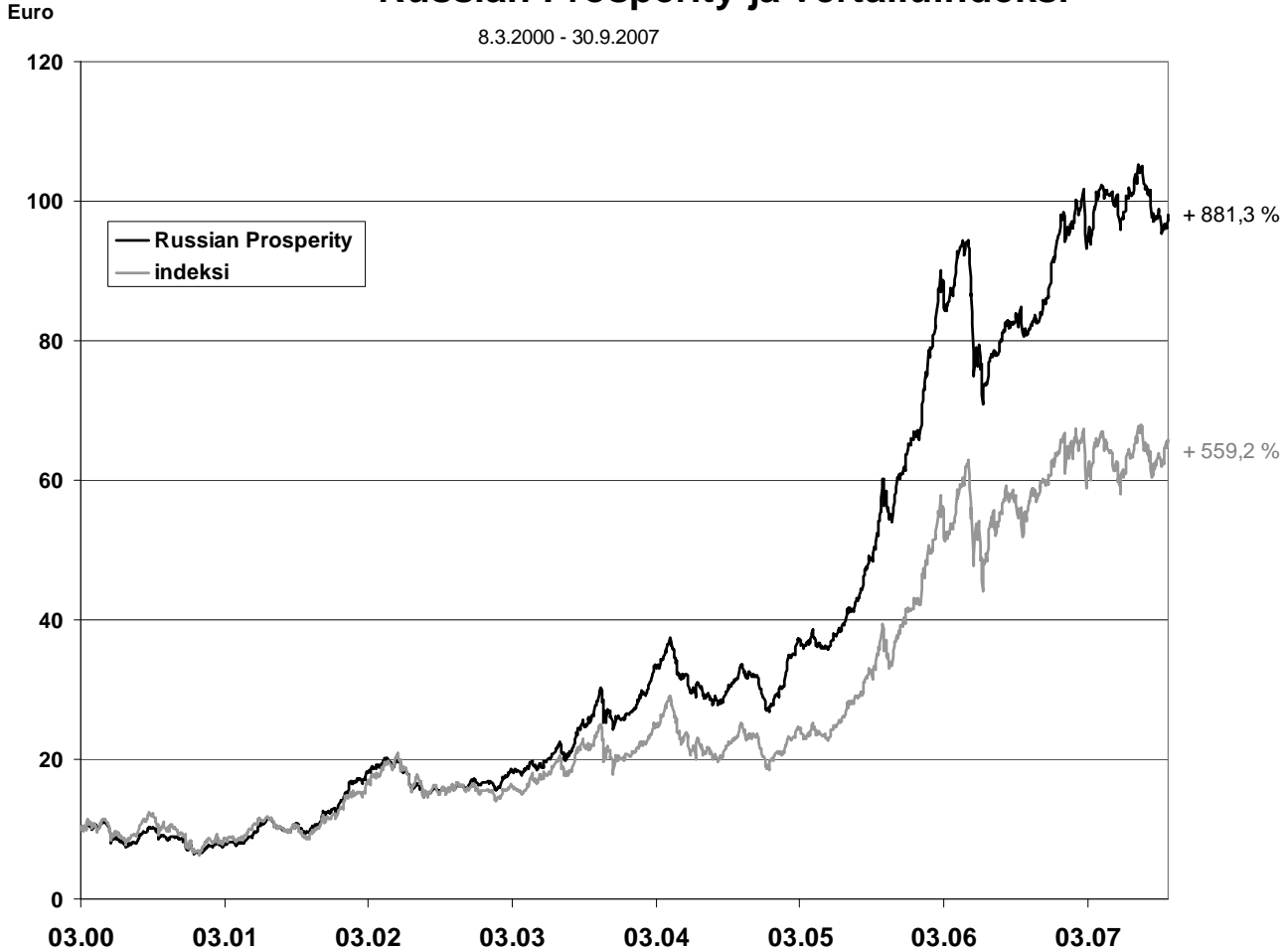
Jatkamme pitkäjänteistä tarkkaan tutkimukseen perustuvaa työtä tavoitteenamme löytää hyviä yhtiöitä kiinnostavalla arvostustasolla – emme siis lähde mukaan markkinoiden muotivirtauksiin, vaikka jäisimme joskus väliaikaisesti jälkeen markkinakehityksestä. Pyrimme rakentamaan ja ylläpitämään noin 40–50 osakkeen salkkua, jonka koostumus on sellainen, että jokaisen osakkeen kohdalla voidaan nähdä useita perusteltuja syitä odottaa kurssinousua.

*APS Asset Management*

RUSSIAN PROSPERITY FUND EURO  
30.9.2007

Aktiivinen osakerahasto, joka sijoittaa pääosin Venäjän osakemarkkinoille.

## Russian Prosperity ja vertailuindeksi



### RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	8.3.2000
Tyyppi	Osakkeet, Venäjä
Rahaston koko (milj. euroa)	196,7
Vertailuindeksi	RTS1 - Interfax
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	1,4 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	on
Merkintäpalkkio	0 - 2,5 %, riippuen merkintäsummasta
Lunastuspalkkio	0 % (0,5 %, jos sijoitusaika alle 6 kk)*
Salkunhoitaja	Petri Rutanen

\*Lunastuspalkkio maksetaan rahastoon.

### TUOTTO- JA RISKI

	Rahasto		Vertailuindeksi*	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	-2,9 %	11,2 %	4,2 %	21,0 %
Vuoden alusta	0,1 %	12,2 %	0,0 %	22,8 %
1 v	20,1 %	11,6 %	18,6 %	21,3 %
3 v	210,7 %	16,3 %	183,4 %	25,7 %
5 v	527,0 %	18,9 %	329,6 %	28,0 %
Aloituspäivästä	881,3 %	22,8 %	559,2 %	34,1 %
Aloituspäivästä p.a.	35,2 %		28,3 %	

\* Huom! Hintaindeksi.

### KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.10.2006 – 30.9.2007

Palkkiot yhteensä (TER)	1,46 %
Tuottosidonnainen palkkio (vuoden alusta)	0,01 %
Kaupankäyntikulut*	0,43 %
Kokonaiskulut (TKA)	1,89 %
Salkun kiertonopeus	-7,43 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipikkeama (tracking error)	10,25 %
Lähipiirin omistusosuus (30.9.2007)	0,07 %

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

SUURIMMAT OMISTUKSET	Maa	Osuus rahastosta
COMSTAR UNITED TELESYST-GDR	Venäjä	7,6 %
SURGUTNEFTEGAZ-PFD \$US	Venäjä	7,1 %
BASHNEFT- RTS PFD US\$	Venäjä	5,9 %
TNK BP HOLDING ORD US\$	Venäjä	5,0 %
TATNEFT-PFD-\$US	Venäjä	5,0 %
CENTRAL TELECOMMUNICAT-PFD \$	Venäjä	4,4 %
MAGNIT-CLS	Venäjä	4,4 %
LUKOIL-US\$	Venäjä	4,2 %
BASHKIRENERGO-\$US	Venäjä	4,2 %
RITEK - \$US	Venäjä	4,0 %

## SALKUNHOITAJALTA

Venäjän osakemarkkinat selvisivät poikkeuksellisen hyvin maailman pörssien kesän aikaisesta myllerryksestä. Heinäkuun 23. päivän kaikkien aikojen korkeimmalta tasolta Venäjän RTS -indeksi laski n. 13% eli saman verran kuin ns. kehittyneemmätkin markkinat. Aikaisempien ”korjausliikkeiden” aikana Venäjän pörssillä on ollut taipumus laskea jopa kaksi kertaa enemmän kuin maailman valtapörssit. Nyt RTS-indeksi päätti vuosineljänneksen jopa 4,2%:n nousuun.

Rahastomme arvonkehitys (-2,9%) oli pitkästä ajasta indeksinä heikompi. Niin indeksin kuin rahastomme arvot ovat suunnilleen vuoden alun tasolla. Indeksiin kuuluu useita suuryhtiöitä, joihin emme ole sijoittaneet lainkaan. Pidämme monien öljy-, kaasu- ja raaka-ainesuuryhtiöiden arvostusta haastavana verrattuna vähemmän tunnettuihin yhtiöihin ja uskomme salkussa nyt olevien yhtiöiden arvostustason olevan kasvunäkymiin nähden lupaavampi. Rahastomme arvonkehitys poikkeaa varmaan jatkossakin indeksistä. Pyrimme pitkällä aikavälillä keskimääräistä parempaan tuottoon, mutta on selvää, että rahasto joskus pärjää myös indeksinä heikommin.

Maailmantalous saattaa olla siirtymässä aikakauteen, jossa likviditeetti on kiristymässä, riskipitoisempi luotonanto varovaisempaa ja kokonaiskasvu maltillisempaa. Vaikutukset tulevat näkymään myös Venäjän markkinoiden tunnelmissa, vaikka monet tekijät vetävät myös toiseen suuntaan.

### Kasvua kotimarkkinoilta

Venäjä ja venäläiset ovat nettosäästäjiä. Maalla on huomattavat kauppa- ja vaihtotaseen ylijäämät. Keskuspankilla on yli 350 miljardin dollarin valuuttavarannot ja valtiomisteinen öljytulojen vakauttamisrahasto on kooltaan jo yli 100 miljardia dollaria. Pankkitalletuksetkin kasvavat n. 70%:n vuosivauhtia.

Kansalaisilla ei juurikaan ole velkaa: sen osuus bruttokansantuotteesta on vain n. 25%. Valtio saa lainaa kohtuullisella n. 150 korkopisteen riskillisellä suhteella Yhdysvaltoihin – millä ei tosin ole juurikaan merkitystä, koska Venäjän valtiolla ei ole lainatarpeita.

Venäjän kotimainen sijoittajakunta kasvaa vahvasti ja venäläiset itse ovatkin vastanneet valtaosasta viimeisen vuoden nettorahavirrasta osakemarkkinoille. He omistavat nyt n. 80% pörssiyhtiöistä. Ulkomaiset sijoittajat ovat suosineet suuryhtiöiden vapaasti vaihdettavia osakkeita, mikä selittää niiden kurssien lyhytaikaisen heilunnan ja korkean korrelaation maailmanmarkkinoiden kanssa.

Venäjän rupla on tase- ja budjettiylijäämien sekä säästämisasteen ansiosta vahva valuutta. Keskuspankki on yrittänyt hillitä sen vahvistumista, mutta mielestämme on todennäköistä, että rupla jatkaa nousuaan.

Venäjän talouskasvun moottorina ovat enenevässä määrin kotimaiset investoinnit ja kulutuskysyntä. Investoinnit ja rakentaminen kasvavat tällä hetkellä n. 25%:n vuosivauhtia, kulutuskysyntä 18%. Uskomme, että tämä tahti voi jatkua, sillä lähtötaso oli alhainen ja riippuvuus ulkomaisesta rahoituksesta on olematonta. Talous on samalla myös monipuolistunut merkittävästi.

Ulkomaiset suorat sijoitukset kartoivat Venäjää vuosikautia. Nyt kun talous on kasvanut maailman 9. suurimmaksi, tilanne on muuttunut. Maassa on toistaiseksi vielä melko vähän kansainvälisiä yrityksiä ja ulkomaiset suorat sijoitukset ovatkin olleet vahvassa kasvussa, mikä tukee myös talouden kasvua entisestään.

### Ei vain öljystä

Maailmantalouden kasvuvauhdin mahdollinen hidastuminen saattaa laskea öljyn hintaa. Venäjän taloutta johdetaan kuitenkin kuin öljyn tynnyrihintaa olisi vain n. 40 dollaria. Jos öljyn hinta puolittuisi nykyiseltä n. USD 80 tasoltaan valtion verotulot hiipuisivat, mutta emme usko, että se keskipitkällä tähtäimellä vaikuttaisi merkittävästi kasvutahtiin. Öljy ja kaasu ovat edelleen tärkeitä vientitulon lähteitä, mutta niiden vaikutus maan sisäiseen kasvuun on vähentynyt.

Venäläisten osakkeiden hinnat eivät ole kuluvaan vuonna juurikaan nousseet ja markkinat ovat nähdäksemme moniin muihin kehittyviin markkinoihin nähden edullisesti hinnoitellut. Yritysten tehostamistoimet ovat jatkuneet ja niiden kannattavuus paranee maailmanmarkkinoiden myllerryksistä huolimatta. Vaikka talouskasvun hidastumisen myötä yritysten liikevaihdon kasvu hiipuisikin, uskomme edelleen tulosten merkittävään kasvupotentiaaliin.

Suhtaudumme luottavaisesti myös poliittisen rintaman viimeaikaisiin tapahtumiin. Uuden pääministerin Viktor Zubkovin muodostamassa hallituksessa vaihtui vain neljä ministeriä. Myös se, että valtavan kansansuosion saanut nykyinen presidentti Putin on ilmoittanut pyrkivänsä jatkamaan politiikassa asettumalla kansanedustajaehdokkaaksi, on mielestämme vain positiivista.

Viimeaikaiset tapahtumat tukevat näkemystämme siitä, että ensi vuoden presidentinvaalit tulevat sujumaan hallitun rauhallisesti, eivätkä merkittävät muutokset valtion asenteessa yritystoimintaa kohtaan pääse yllättämään.

*Sijoitusneuvoja Prosperity Capital Managementin raporttien pohjalta,*



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

## SÄÄNTÖMUUTOKSIA RAHASTOIHIN

Rahoitustarkastus on hyväksynyt Seligson & Co Rahastoyhtiön hallinnoimille sijoitus- ja erikoissijoitusrahastoille uudet säännöt 8.10.2007.

Uudistetut säännöt astuvat voimaan vuoden vaihtuessa eli 1.1.2008. Sitä ennen ne voi joko tilata rahastoyhtiöstä (yhteystiedot takakannessa) tai lukea yhtiön internet-sivuilla osoitteessa [www.seligson.fi](http://www.seligson.fi).

**Sääntömuutokset eivät edellytä osuudenomistajilta minkäänlaisia toimenpiteitä.**

### Sääntömuutosten keskeiset kohdat ovat:

**\* Erikoissijoitusrahasto OMX Helsinki 25 –indeksiosuusrahasto muuttuu ”tavalliseksi” sijoitusrahastoksi**

Koska OMX Helsinki 25 –indeksiosuusrahasto seuraa tiettyä säännöissä määriteltyä osakemarkkinaindeksiä, saa se nykyisen lainsäädännön mukaan poiketa jossain määrin tavallisen sijoitusrahaston sijoitusrajoituksista, mikäli myös rahaston indeksi niin tekee.

Käytimme tätä mahdollisuutta hyväksemme ja päivitimme rahaston säännöt niin, että rahasto on 1.1.2008 alkaen tavallinen sijoitusrahasto, ei enää erikoissijoitusrahasto.

**\* Rahasto-osuuksia koskevia toimeksiantoja käsittelevä indeksirahastojen sääntöjen 8§ muutettiin siten, että rahastoon maksettavien kaupankäyntipalkkioiden periminen on mahdollista**

Muutos koskee Suomi-, Japani-, Eurooppa 50- ja USA-indeksirahastoja. Uusien sääntöjen mukainen 8§ kuuluu näin:

”Rahasto-osuuksien ostosta ja myynnistä peritään kaupankäyntipalkkio, jonka suuruuden ja muut ehdot päättää rahastoyhtiön hallitus. Kaupankäyntipalkkion tarkoituksena on korvata muille osuudenomistajille osuuksien ostoista ja myynneistä aiheutuneet kaupankäyntikulut ja se maksetaan rahastoon, ei rahastoyhtiölle.

Prosenttimääräinen kaupankäyntipalkkio voi olla enimmillään 0,5 prosenttia rahasto-osuuden arvosta. Hallitus voi asettaa sille myös euromääräisen alarajan perittävälle minimimäärälle.

Rahastoyhtiö voi puolestaan periä palveluhinnaston mukaisen enintään 20 euron suuruisen palkkion, jos merkintä tai lunastus on suoritettu muulla kuin rahastoyhtiön hallituksen määrittämän ja rahastoesitteissä mainitun normaalin menettelyn mukaisesti.

Tarkemmat tiedot palkkioista ovat kulloinkin voimassa olevissa rahastoesitteissä.”

Tämän katsauksen sivulla 3 käsitellään tarkemmin indeksirahastojen uutta palkkiorakennetta. Mainitun kaupankäyntipalkkion suuruus on 1.1.2008 alkaen 0,1%. Samalla kyseisten rahastojen sekä korkorahastojemme vuosittaisia hallinnointipalkkioita alennetaan.

**\* Rahaston varoista maksettavia korvauksia käsittelevä 20§ täydentyy**

Rahoitustarkastus on antanut uudet ohjeet siitä, mitä kuluja peritään sijoitusrahaston varoista ja miten niistä pitää ilmoittaa rahastojen säännöissä. Siten rahastojen sääntöjen 20§:t täydentyvät seuraavalla kappaleella:

”Rahaston varoista maksetaan lisäksi muita sellaisia kuluja, jotka liittyvät olennaisesti sijoitustoimintaan esim. kaupankäynnin selvitykseen liittyvät säilyttäjän perimät tapahtumamaksut ja pankkikulut. Nämä muut kulut maksetaan aina ulkopuolisen palveluntarjoajan veloituksen mukaisesti.”

---

**Näiden muutosten lisäksi** on kaikkien rahastojen sääntöihin uusittu kohta, joka koskee osuudenomistajien valitseman tilintarkastajan valintamenettelyä, sekä erikoissijoitusrahasto Phoebuksen sääntöihin kohta rahastoyhtiön mahdollisuudesta ulkoistaa rahaston salkunhoito. Phoebuksen salkunhoito on parhaillaan ulkoistettu rahastoyhtiön emoyhtiölle Seligson & Co Oyj:lle, jossa rahaston hoidosta vastaa Anders Oldenburg.

**Lisätietoja** rahastojen sääntömuutoksista antavat joko Ari Kaaro ([ari.kaaro@seligson.fi](mailto:ari.kaaro@seligson.fi), 09 – 6817 8217) tai Mari Rautanen ([mari.rautanen@seligson.fi](mailto:mari.rautanen@seligson.fi), 09 – 6817 8224) .





MÄ SANON YAIKKA... C7

OSU, PITUUS NELJÄ.  
SAAT JATKAA.

JES! SIT MÄ SANON YAIKKA  
C8...JA JOS OSUU NIIN YSI  
JA KYMPPI SAMAN TIEN.

OSU JA UPPOS! SE OLI NELJÄN  
MITTAINEN KYANTITATIIVINEN  
MARKKINANEUTRAALI. NYT MULLA  
ON ENÄÄ YKS PANKIN TASEEN  
ULKOPUOLINEN JÄLWELLÄ...

F2!

MIKÄ SÄKÄ! OSU  
JA UPPOS TAAS!  
SÄ VOITIT!

JEE! AJATTELE, JOS  
HEDGERAHASTOJEN TULEYIEN  
VOITTAJIENKIN VALINTA OIS YHTÄ  
HELPPOA KUIN TÄMÄ UPOTTAMINEN...

JÄ LEHMÄTKIN  
LENTÄS!

ÄLÄS SANO,  
KATO TONNE

NO HEI, TOIHAN  
ON HÄRKÄ.

## SELIGSON & CO

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

## RAHASTOMME

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

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

## YKSINKERTAINEN ON TEHOKASTA!

Monimutkaiset instrumentit ja runsas kaupankäynti arvopapereilla ovat 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)