

**”ELÄPÄS
POIKA
HÄTTÄILE”**
(s. 6)

**KURSSIT ALAS,
SALKUNHOITAJA
OPTIMISTINEN**
(s. 9)

**RYSSLAND – EN
GÅTA INLINDAD
I ETT MYSTERIE?**
(s. 25)

SELIGSON & CO NELJÄNNESVUOSIKATSAUS 3 / 2011

10 vuotta!



**SELIGSON
& CO**

Yksinkertainen on tehokasta.

**...MUTTA MITÄ
10 VUODEN
YLITUOTTO
MERKITSEE?**
(s. 12)

SISÄLLYS

KUILUN PARTAALLA.....	3
HÄLYÄ VAI ÄLYÄ.....	4
KESTÄVÄN KEHITYKSEN PÄIVITYKSIÄ.....	18
KORKONÄKYMISTÄ.....	24
RYSK TILLVÄXT – ETT MYSTERIUM?.....	25
KALAKISAN VOITTAJA	26
RISKIENHALLINTAA (SARJAKUVA).....	27
AKTIIVISET RAHASTOT	
Varainhoitorahasto Pharos	6
Phoenix	9
Phoebus	12
Russian Prosperity.....	16
KORKORAHASTOT	
Rahamarkkinarahasto AAA.....	19
Euro-obligaatio	19
Euro Corporate Bond	20
PASSIIVISET OSAKERAHASTOT	
Suomi-indeksirahasto.....	20
OMXH25-indeksiosuusrahasto.....	21
Eurooppa-indeksirahasto.....	21
Aasia-indeksirahasto.....	22
Pohjois-Amerikka-indeksirahasto.....	22
Global Top 25 Brands	23
Global Top 25 Pharmaceuticals	23
Kehittyvät markkinat	24

Tämä katsaus julkaistaan neljännesvuosittain.

Rahastoistamme julkaistaan myös **Yksinkertaistettu rahastoesite**, joka sisältää mm. tarkemmat kuvaukset rahastoistamme, kunkin sijoituspolitiikasta sekä tietoa rahasto-yhtiöstä.

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

Rahastojen viralliset **osavuosikatsaukset** (puolivuositain) ja **vuosikertomukset** sisältävät mm. rahastojen tuloslaskelmat ja taseet.

Julkaisumme löytyvät kotisivuiltamme www.seligson.fi ja niitä voi tilata joko puhelimitse (09) 6817 8200 tai sähköpostilla info@seligson.fi sekä Tapiola-yhtiöiden konttoreiden kautta.

Rapportering på svenska

Alla nyckeluppgifter och en del av rapporterna finns tillgängliga på svenska på vår webbplats, www.seligson.fi.

Också publikationerna *Förenklad fondprospekt* och *fondernas stadgar* finns på svenska både på vår webbplats och som tryckalster.

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

Nopeammin sähköisesti

Katsauksemme on luettavissa myös internetin kautta (www.seligson.fi) jo siinä vaiheessa, kun tiedostoa vielä viimeistellään painokuntoon. Jos et halua painettua versiota laisinkaan, ole ystävällinen ja ilmoita siitä sähköpostilla osoitteeseen info@seligson.fi – kiitos!

© Seligson & Co Rahasto-yhtiö Oyj
ja Seligson & Co Oyj, 2011

Vastuullinen toimittaja: Ari Kaaro
Kuvitus: Jan Fagnäs / Is Good Creative

Huom! Rahastojen tunnuslukujen määritelmät eivät mahtuneet tällä kertaa mukaan katsaukseen. Ne löytyvät www.seligson.fi/suomi/rahastot/tunnusluvut/maaritelmaa.htm

Historiallinen tuotto ei ole tae tulevasta. Itse asiassa se ei kerro siitä juuri mitään.

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

Kustannuksilla on merkitystä. Jo parin prosentin vuosikulut vähentävät merkittävästi (jopa huomasti!) pitkäaikaisen sijoituksen kokonaistuottoa. Lähempi tarkastelu laskureillamme:

www.seligson.fi/suomi/sijoitustieto/tyokalut/.



Yksinkertainen on tehokasta!

KUILUN PARTAALLA?

Harvassa ovat ne tämän syksyn sijoituskatsaukset, joissa ei kauhistella Euroopan ja USA:n poliittisten päättäjien viimeaikaisia toimia tai niiden puutetta. Tämä käsillä olevakaan ei ole poikkeus, aiheeseen palataan monilla sivuilla.

Poliitikkojen todellisista mielipiteistä esimerkiksi velkakriisin hoidosta on vaikea saada selvää käsitystä, koska lausuntoja antaessaan heidän tarkoituksenaan ei välttämättä ole valistaa, vaan tehdä – no, politiikkaa.

Aktiiviuransa jälkeen merkittävät poliitikotkin voivat ilmaista mielipiteitään vapaammin. Yhdysvaltain entinen presidentti kirjoitti yksityisessä kirjeessä, että ”*pankkijärjestelmän valtavat väärinkäytökset eivät haittaa vain liike-elämää, vaan muuttaa myös kiinteistöjen omistussuhteita vallankumouksellisella tavalla... Pankit ovat liikutelleet pääomia, joista kolme neljäsosaa on ollut pelkkää ilmaa ja vielä lisäksi lainoittaneet ties ketä liiketoimissa, jotka ovat muistuttaneet lähinnä vedonlyöntiä ja päättyneet kuten vedonlyönnillä on tapana. [...] Tämä kuviteltu pääoma on nyt menetetty ja lasku on lankeamassa jollekulle [...] Olemme kylväneet tuuleen ja joudumme nyt korjaamaan pyörremyrskyn satoa.*”¹

Entinen presidentti oli Thomas Jefferson, vuosi 1819 ja pankkikriisi, johon hän viittasi oli Yhdysvaltain ensimmäinen vakavampi kotimaisen talouden synnyttämä finanssikriisi. Sen aikana nähtiin ajoittain päivittäisiä konkurssihuutokauppoja eri puolilla maata ja kiinteistöjen arvot putosivat joissain osavaltioissa yli puolella. Vuoden 1819 paniikin aikana talouden tulevaisuus vaikutti ennen näkemättömän synkältä. Amerikkalaisille osakesijoittajalle seuraava vuosikymmen oli kuitenkin kohtuullinen – tuotto lähes 7 % vuodessa.

Muistellaan vielä toistakin kriisiä, 1800-luvun vastinetta Lehman Brothersin kaatumiselle. Tasan vuonna 1800 perustettu pankki Overend, Gurney and Company (OGC) oli saavuttanut erinomaisen aseman Englannin finanssimaailmassa innovaatioillaan maksumääräysten välittäjänä. Vuoden 1825 markkinoiden romahduksen aikaan OGC:n asema oli niin vahva, että se pystyi lainoittamaan myös muita pankkeja. Sitä kutsuttiinkin lempinimellä ”pankkien pankki”.

Ajan myötä OGC kuitenkin sijoitti omia varojaan yhä riskialttiimmiin etenkin rautatieyhtiöiden osakkeisiin ja ajautui vuoden 1866 pörssilaskun aikana vaikeuksiin. Englannin pankki kieltäytyi tarjoamasta hätäapua pankin maksuvaikeuksissa – aivan kuten Yhdysvaltain viranomaiset Lehmanille – ja toukokuun 1866 mustana perjantaina OGC rahat loppuivat.

Kansalaiset ryntäsivät kaduille vaatimaan rahojaan muistakin pankeista. London Times -lehden mukaan *Kukaan ei ollut turvassa... Puolen päivän aikaan sekasotkusta kehkeytyi mellakka ja ihmiset ryntäsivät arvostetuimpien pankkien ovia päin.*² Lontooseen hankittiin kokonainen pataljoona lisää poliiseja pitämään joukkoja järjestyksessä.

Englantilaiset ovat keinotelleet kuin hullut... tilinteon päivä on saapunut ja pankkiirien, kapitalistien ja liikemiesten kasvoilta heijastuu tyhjä paniikki ja mustanpuhuva epätoivo”, kirjoitti Atlantin takaisista tapahtumista New York Times.

Finanssikriisi iski myös reaalielämään. Yli 200 yritystä, paljon tuon ajan Englannissa, meni konkurssiin lyhyessä ajassa. Lamaa edeltävän ajan löysä velkaraha oli saanut aikaan huijan ylituotannon etenkin laivateollisuudessa, jossa pelkästään Lontoon työpaikkojen määrä oli kaksinkertaistunut viidessä vuodessa.

”Tämän toimialan magnaatit ovat paitsi lisänneet tuotantoaan yli kaiken kohtuuden, myös solmineet valtavia uusia sopimuksia keinottelemalla sillä ajatuksella, että helppoa velkarahaa olisi jatkossakin saatavilla,” kirjoitti kukapa muu kuin satunnaisilla perinnöillä ja ystävävällä elänyt työtön toimittaja Karl Marx, jonka pääteoksen viimeistelylle finanssikriisi antoi pitkän vitkuttelun päättäneen energiaruiskeen.

Laivanrakennus ei ollut ainoa ongelmasektori. Edullista lainaa hyödyntämään oli perustettu myös sen ajan CDO:ita eli ”*countless swindling companies*” (huijausfirmoja), joiden sekalaiset liiketoimet loppuivat laman myötä lyhyeen.

Tästäkin lamasta kuitenkin selvitettiin, sekä reaalielämässä että markkinoilla. Itse asiassa 1860-luku oli osakesijoittajille ainakin USA:ssa, josta löytyvät parhaat tilastot, yksi kaikkien aikojen parhaista. Markkinat tuottivat yli 18 % vuodessa.

Yllä oleva ei tietenkään ole ennustus siitä, mitä 2010-luku sijoittajalle tuo. Aikaisempien kriisien perusteella ei myöskään voi antaa sijoitusvinkkejä, ennustuksia toimialapainoista, ajoituksista tai vaikkapa valtioiden velkakriisien hoidosta (vaikka jotkut niin tekevätkin, heistä enemmän Jarkko Niemen katsauksessa s. 4-5).

Tarkoitus on vain muistuttaa, että taloudessa on nähty synkkiä aikoja ennenkin ja niistä on toistaiseksi selvitty sekä reaalielämän että sijoitussalkkujen osalta. Talous – ihmisten työn, kekseliäisyyden, säästöjen, toiveiden, tarpeiden ja turhuuksien kohtauspaikka – on uskomattoman kaoottinen ja monimutkainen, mutta juuri sen kautta myös erittäin muuntumis- ja uudistumiskykyinen mekanismi.

Maailma tuskin loppuu tähänkään poliittiseen tai velkakriisiin – tai jos loppuu, niin ainakin se on ensimmäinen kerta.



Ari Kaaro
ari.kaaro@seligson.fi
Suora puh. 09 – 6817 8217

¹ The Online Library of Liberty, <http://oll.libertyfund.org>, Thomas Jeffersonin kirje Richard Rushille 22.6.1819.

² Tämä ja myöhemmät sitaattit tai niiden lähteet: Sylvia Nasar, *The Grand Pursuit, The Story of Economic Genius*, 2011

HÄLYÄ VAI ÄLYÄ?

Tätä kirjoittaessa rahoitusmarkkinoiden seuratuimpiin kriisimittareihin kuuluvien volatiliiteetin ja eri markkinoiden välisen korrelaation mittaukset ovat jo viikkoja pysytelleet vakavaa tautia osoittavissa lukemissa.

Siksi olisin halunnut kirjoittaa jotakin sijoittajan mieltä ylentävää, mutta kun rahoituskriisin toinen näytös näyttää jääneen polkemaan paikoilleen poliittisen päätöksenteon tai päättämättömyyden vuoksi, jatkankin suurin piirtein siitä mihin edellisessä katsauksessamme jäin, tosin hieman eri näkökulmasta.

Keskustelun monista näkökohdista huomioni kiinnittyi jälleen kerran sijoitussuosituksiin (ammattitauti?) ja päätin käydä niitä läpi oikein urakalla.

Sain lukea rohkeita kannanottoja pitkäjänteisten sijoituspäätösten tekemiseksi. Olin kerrassaan vaikuttunut siitä kuinka ennakkoluulottomasti vakaita ohjeita jaettiin vaikean markkinatilanteen keskellä. Erityisesti viehättivät seuraavat otsikot jotka tulivat vastaan yhdellä ja samalla lukutuokiolla:

- *"Vähennä osakkeita, osta kultaa, nyt on sen aika"*, sanoo kokenut sijoitusalan ammattilainen.
- *"Vain USA:n joukkolainat ovat historian valossa nyt turvallinen sijoituskohde"*, toteaa seniorisalkunhoitaja.
- *"Platina on poikkeuksellisesti kultaa edullisempaa"*.
- *"Aika ostaa osakkeita, ne eivät ole olleet yhtä edullisia 20 vuoteen"*, sanoo toinen kokenut sijoitusalan ammattilainen.

Kun katsausta venytetään muutamaaan päivään, ovat salkunhoitajat, ekonomistit ja muut erityisasiantuntijat ehtineet taas antaa melkoisen joukon keskenään ristiriitaisia sijoitusneuvoja rahoitusmarkkinoiden kriisin junnatessa paikallaan.

Ristiriitaisista neuvoista huolimatta niille on yhteistä tukeutuminen omaan tai opittuun *historialliseen* kokemukseen ja oletukseen, että nyt markkinoiden kehitys toistuisi uudelleen sellaisena kuin neuvoa jakava sijoitusammattilainen uskoo. Monien suosittelijoiden kohdalla tällaista toimintaa voitaneen kutsua myös vähintään erheeksi analogisessa päättelyssä.

Useimmat asiantuntijoista ovat yhtä mieltä siitä, että kriisin ratkaisun avaimet ovat poliitikkojen käsissä. Silti hekin uskaltaavat antaa voimakkaaseen näkemykseen perustuvia sijoitussuosituksia (ristiin rastiin).

Poliittisen päätöksenteon epävarmuuden luulisi olevan kaikille itsestään selvyys, jonka ennustamiseen ei ainakaan modernia rahoitusteorian opiskelun perusteella pitäisi löytyä kovin hyviä eväitä.

Voiko menneestä oppia?

Edellisellä sivulla Ari Kaaro päätyi siihen, että menneestä voi oppia ainakin sen, että syvätkin kuilut voidaan ylittää, jopa sijoitussalkkujen arvonkehityksen näkökulmasta.

Monet hakevat kuitenkin historiasta myös täsmällisempiä ja konkreettisempia apuja akuuttiin neuvottomuuteen. Näin tapahtuu ehkä vielä enemmän politiikassa ja makrotalouden puolella kuin suoraan sijoituspäätöksissä.

Kirjoitin edellisessä katsauksessamme kuinka välillä unohtuakseen ja epäsuosioon joutuneiden ekonomistien arvo on kriisin myötä palautunut. Talouspoliittisen keinovalikoiman käyttöohjetta on etsitty heidän lisäksi historian tapahtumista. Varsinkin USA:ssa on 30-luvun lamaopeista tullut joillekin talousoppineille lähes uskonkappaleita nykyongelmien hoidossa.

Periaatteessa tämä on hyväksi: vaikka kriisit tuntuvat syntyessä ainutkertaisilta, on hyvä pitää mielessä historian opetuksia. Näin kahdesta syystä, joista ensimmäinen on itsestään selvä: talouden sykleillä ajatellaan usein olevan samankaltainen kierto, kunhan vain löytää sen oikean mallin...

Toinen syy on tämän tosiasian johdannainen: kun historiasta kerran yritetään oppia, voi olettaa, että myös talouspoliittiset päättäjät näin tekevät ja heidän tulevat toimensa heijastavat näitä oppeja ja aina hereillä olevat markkinaosapuolet pyrkivät ennakoimaan näitä toimia ja näin molemmat teoillaan muokkaavat kriisin etenemistä.

USA:ssa on kuitenkin on herännyt myös huoli näiden 30-luvun kriisin ja nykypäivän välisten päätelmien oikeellisuudesta. Mennäänkö analogiassa liian pitkälle?

Valtioiden varat rikki

Kahden kuuluisan amerikkalaisen taloustieteilijän Carmen Reinhartin ja Kenneth Rogoffin maailman finanssikriisejä käsittelevän ja oivasti nimetyistä tutkimuksesta *This Time is Different*¹ ("Tällä kertaa on toisin") löytyy aineistoa Euroopan valtioiden vararikoista aina 1300-luvulta lähtien.

Sen perusteella voi kysyä, olisiko nykyisen rahaliiton rakentaminen pitänyt esimerkiksi ottaa huomioon, että euroaluokan ongelmaoppilas Kreikka on ehtinyt vararikkoon itsenäistymisen jälkeen 1829 jo neljästi? Onko sillä merkitystä, että maa pitää tutkimuksen kolmostilaa 66 tutkitun valtion joukossa, kun vertailukohtana on maan maksukyvyttömyyden kesto niiden itsenäisyyden aikana? Kreikan kumulatiivinen vararikkoluku on 50,6 %

Espanjalla vararikkoja on puolestaan ehtinyt kertyä pitkän itsenäisen historian (vuodesta 1476) aikana 13, mutta niistä peräti kuusi jo ennen 1800-lukua eikä yhtään 1900-luvun alun jälkeen. Espanjan "kumulatiivinen vararikko-aika" on 23,7 %



(laskettu 1800-luvun alusta). Portugalilla on vararikkoja kuusi, mikä on kaksi vähemmän kuin Ranskalla tai nykyisellä mallimaalla Saksalla, joilla niitä on siis molemmilla kahdeksan.

Koska suuri osa euroalueen valtioiden niin sanotuista luottotahtumista on melko vanhaa kantaa, suhtaudun epäilevästi niiden kykyyn tuoda merkittävää apua nykykriisin ratkaisuun.

Voisiko niistä sitten löytää tilastollisten kuriositeettien sijaan joitakin yhteisiä nimittäjiä, jotka tunnistamalla kriisien syntyä voitaisiin ennustaa? Reinhartin ja Rogoffin mukaan kyllä.

Ensimmäinen näistä on kehittyvien talouksien taipumus toistuviin vararikkoihin ja siitä seuraaviin korkean inflaation aikoihin, kun ne ovat matkalla kohti kehittyneempää taloudellista rakennetta.

Mielestäni erityisen mielenkiintoinen havainto liittyy kehittyvien talouksien kotimaisen ja ulkomaisen velkaantumisen määrään. Parhaillaan eletävän ”hässäkän” kuluessa on valtioiden velkataakkoja vertailtaessa usein esitetty näkemys, että valtion kotimainen velkataakka olisi sen taloudellisen tulevaisuuden kannalta jollakin tavoin vähemmän vaarallinen kuin ulkomainen.

Tutkimuksen valossa ei näin kuitenkaan ole, vaan ainoastaan kotimaisen velan synnyttämät ongelmat, erityisesti alttius hoitaa vaivaa inflatoimalla poikkeaa ulkomaisen velan hoidosta. Nyky maailmassa yksittäisillä euroalueen valtioilla ei kuitenkaan ole itsenäistä keskuspankkia, joka voisi tarvittaessa devalvoida rahanarvoa tai hoitaa asiaa käynnistämällä inflaation.

Tästä pääsemmekin euron ankkurivaltion Saksan historiallisiin syihin suhtautua nuivasti useimpiin ehdotettuihin elvytystoimiin. Toistaiseksi Saksa on kaatanut ainakin yhteiset eurobondit, vakausrahaston vivuttamisen ja veroelvytyksen. Mahtaako tämä johtua Saksan 1920-luvun hyperinflaation aiheuttamasta traumasta, viisaasta rahapolitiikasta vai vain luterilaisesta suhtautumisesta rahaan?

Toinen tutkijoiden havaitsema nykyaikaan hyvin sopiva selittävä tekijä valtioiden velkakurimuksen kiihtymiselle on pääoman vapaa liikkuvuus. Tutkijat havaitsivat, että kun tutkimuksen kohteena olleesta pitkästä aikajanasta löytyi ”vapaa pääoman liikkuvuuden” kausia, seurasi näitä muita periodeja useammin valtioiden vararikkojen aaltoja. Poliitikot tullevatkin käyttämään argumenttia uusien pääomanliikkeitä ns. rauhoittavien sääntöjen luomiseen – toivottavasti muistetaan myös lisäsääntelyn haittapuolet.

Vaurauden pilarit

Kokonaan toisenlainen historiallinen lähestymistapa valtioiden hyvinvointiin löytyy tuoreen *Pillars Of Prosperity* teoksen kirjoittaneilta taloustieteen professoreilta Timothy Besleyleltä ja Torsten Perssonilta. Vaurauden pilareilla ei viitata Kreikan

kukoistuskauten arkkitehtuuriin, vaan heidän teoriakehikkonsa selittää yhteiskuntien säilymistä ja valtioiden vararikkoalttiutta yhteiskuntarakenteiden eroista käsin.

Raa’asti yksinkertaistettuna heidän teoriasensa esittää, että yhteiskunnat, joissa yhdistyy vapaa poliittinen kulttuuri, tehokkaat valtion ylläpitämät instituutiot sekä kohtuullinen kansantuote ja jotka lisäksi pystyvät ylläpitämään oikeudenmukaista verojärjestelmää sekä keräämään verot laajasta veropohjasta, ovat *pysyvästi* muita paremmassa asemassa myös velkaantumisen hoidon osalta.

Olin hiljattain kuuntelemassa finanssikriisiä käsittelevää seminaaria, missä Persson vakuuttavasti esitti kiehtovaa teoriaa ja osoitti lopuksi kuinka mm. Kreikan historiallisen yhteiskuntakehityksen ja nykyisen taloudellisen ahdingon välillä on heidän ”mallillaan” selvä syy-seuraussuhde. Mutta miksi herrat professorit eivät kertoneet tätä jo viisi vuotta sitten!

Mitä oikeasti tiedämme?

Tiedämme, että pankkijärjestelmä on osin rikki. Tiedämme myös, että pankkijärjestelmä on osin rikki samasta syystä kuin aikaisemminkin – sen toiminnalle välttämätön keskinäinen luottamus on ainakin osittain kadonnut. Lisäksi tiedämme, että suurin syy tähän on pankkien saamiset euroalueen ongelmiin ajautuneilta valtioilta.

Sen sijaan me emme tiedä kuinka poliitikot ja keskuspankkiirit tulevat asian hoitamaan. Kuinka voisimmekaan tietää, saavat-han myös Euroopan kansat tähän vielä vaikuttaa – ja kuka osaa ennustaa vaalitulosia?

Historiaa kannattaa kaikesta huolimatta tutkia. Suoria ratkaisumalleja tämän päivän kysymyksiin voi olla jopa haitallista hakea, mutta mahdollisesti sen avulla voi välttää joitain aiempia virheitä, sekä poliittisena päättäjänä että yksittäisenä sijoittajana. Ehkäpä ihan kaikki ei ole tälläkään kertaa toisin?

Jarkko Niemi
toimitusjohtaja / Seligson & Co Oyj
jarkko.niemi@seligson.fi

¹ Tutkimus löytyy osoitteesta www.nber.org/~wbuiter/cr1.pdf

VARAINHOITORAHASTO PHAROS

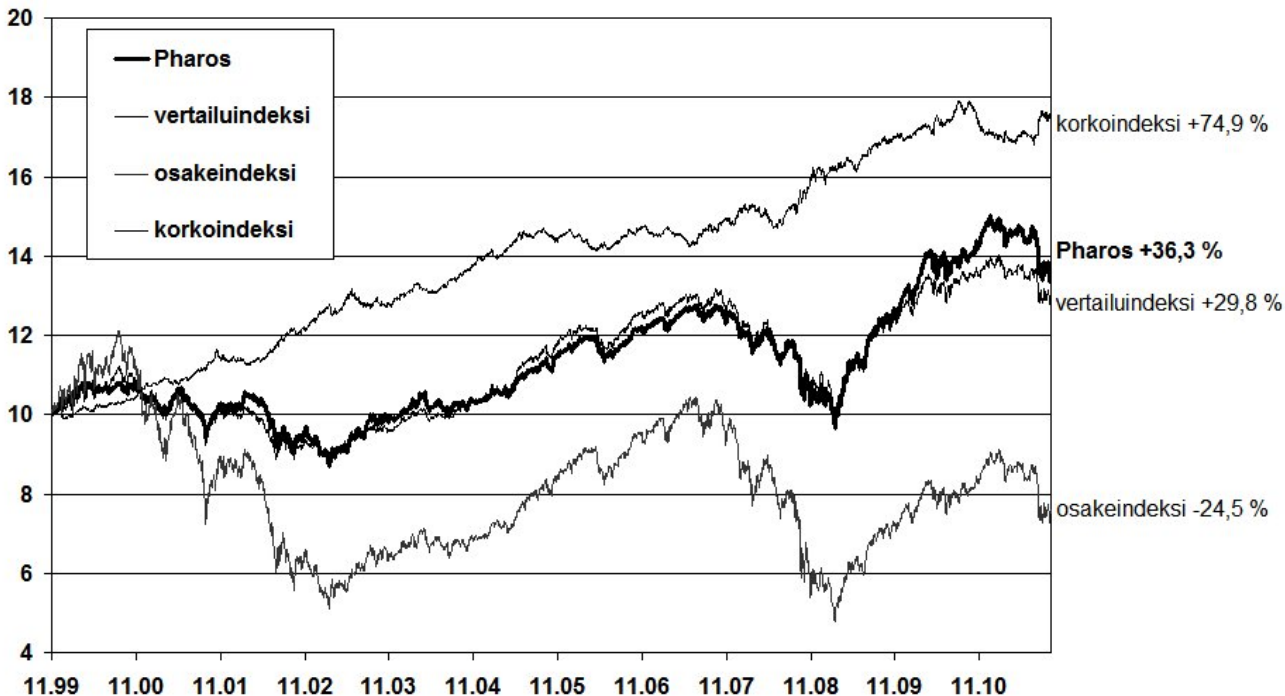
30.9.2011

Varainhoitorahasto, joka sijoittaa maailmanlaajuisesti osake- ja korkomarkkinoille.

Pharos ja vertailuindeksit

Euro

24.11.1999 - 30.9.2011



RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	24.11.1999
Tyyppi	Yhdistelmärahasto
Rahaston koko (milj. euroa)	13,3
Vertailuindexi	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 (maksetaan rahastoyhtiölle)	ei
Kaupankäyntipalkkio lunastettaessa (maksetaan rahastoon)	1 %, jos sijoitusaika alle 6 kk; 0,5 %, jos alle 12 kk; muuten 0 %
Salkunhoitaja	Petri Rutanen

TUOTTO JA VOLATILITEETTI

	Rahasto		Vertailuindexi*	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	-5,61 %	10,96 %	-3,94 %	10,19 %
Vuoden alusta	-7,65 %	7,85 %	-5,73 %	7,36 %
1 v	-2,15 %	7,22 %	-3,24 %	6,79 %
3 v	20,30 %	9,17 %	14,96 %	9,04 %
5 v	14,34 %	7,93 %	5,43 %	8,27 %
10 v	41,82 %	7,37 %	35,81 %	7,31 %
Aloituspäivästä	36,35 %	7,29 %	29,77 %	7,76 %
Aloituspäivästä p.a.	2,65 %		2,22 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT / VIITTEET

* Juoksevat kiinteät kulut 30.9.2011 sekä rahaston oma tuottosidonnainen palkkio vuoden alusta. Luku sisältää myös kohderahastojen kiinteät palkkiot, mutta ei kohderahastojen mahdollisia tuottosidonnaisia palkkioita.

** Pharoksen kiertonopeusluku ei sisällä kohderahastojen lukuja eikä määrääjain uusittavia rahamarkkinarahastosijoituksia. Rahamarkkinasijoitukset huomioiden kiertonopeusluku on 56,07 %.

KULUT JA TUNNUSLUVUT	1.10.2010– 30.9.2011
Palkkiot yhteensä (TER)	0,79 %*
Tuottosidonnainen palkkio (vuoden alusta, sisältyy TER-lukuun)	0,28 % (mahd. myös 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	-11,67 % **
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	3,20 %
Lähipiirin omistusosuus (30.9.2011)	2,3 %

OSUUS OSAKESIJOITUKSISTA	Osuus osake-sijoituksista	ALLOKAATIO
S&Co Eurooppa -indeksirahasto	29,8 %	Osakesijoitukset yhteensä 54,3 %
DJ STOXX Small 200 etf	5,2 %	
S&Co Pohjois-Amerikka indeksirahasto	20,3 %	
Nasdaq 100 -indeksiosuus	5,7 %	Korkosijoitukset Yhteensä 45,7 % (duraatio 1,5 v)
S&Co Global Top 25 Brands	4,8 %	
S&Co Global Top 25 Pharmaceuticals	5,7 %	
S&Co Phoebus	5,1 %	
S&Co Phoenix	2,9 %	
DFA Emerging Markets Value	6,1 %	
S&Co Aasia	8,4 %	
S&Co Russian Prosperity	3,2 %	
MSCI Latin America etf	2,9 %	
Pitkät korkosijoitukset > 1v	4,5 %	
Lyhyet korkosijoitukset < 1v	41,2 %	



Vuoden kolmas neljännes alkoi leppoisasti, markkinat antoivat suomalaisten sijoittajien viettää lomansa rauhassa. Jos sattui loman aikana vilkaisemaan pörssikursseja, saattoi palata levollisin mielin riippumattoon jatkamaan päivänia.

Keskieurooppalaisten sijoittajien lomakausi ei alkanut yhtä hyvin. Elokuun 1. päivänä osakekurssit lähtivät syöksykierteeseen ja ennen kuin mantereen lomakausi oli puolivälissä oli pörssien markkina-arvosta sulanut viidennes.

Tämän jälkeen kriisiä puski kriisiin päälle, huonoille uutisille ei näkynyt loppua. Tätä kirjoittaessa tilanne ei juurikaan näytä valoisammalta. Päinvastoin, jos kuuntelee ns. asiantuntijoi- ta, saattaa pahin olla vielä edessä. No, oli jakson aikana sentään taloudessa valopilkkujakini: Suomi sai kaiken myllerryksen keskellä ostettua itselleen vakuudet – tai ehkä tarkemmin ”vakuutuksen” – osalle Kreikan tukipakettiosuuttaan.

Osakevertailuindeksimme laski neljänneksen aikana -11 %. Kehittyvät markkinat niiasivat peräti -19 % (MSCI Emerging Markets Index). Eurooppa-indeksirahaston lasku (-16 %) oli selvästi jyrkempi kuin Pohjois-Amerikan (-4 %), osittain valuuttakurssien vaikutuksesta. Dollari vahvistui euroon nähden 7 %. Osakesijoituksistamme parhaiten pärjäisivät Global Pharma- ja Global Brands -rahastot, joiden arvo ei jakson aikana juuri muuttunut. Tämä kaksikko on ennenkin vaikeina aikoina toiminut hyvänä osakesalkun vakauttajana.

Parhaaseen laatuun keskittyvän korkosijoittajan kelpasi hymyillä. Sijoittajien joukkopako ”laatuun” painoi Suomen valtion 10 vuoden lainan koron alas melkein kokonaisen prosenttiyksikön (2,3 %:iin). Noin 6 vuoden duraatiolla toimivan Euro-obligaatorahaston arvo nousi vuosineljänneksen aikana peräti 3 %. Lyhyt korko (3kk) on pysytellyt reilun 1,5 % tuottotasolla, joka vaatimattomuudestaan huolimatta on tulplasti sen, mitä reilu vuosi sitten sai 3kk euribor-sijoitukselle.

Pharoksella on reilun kymmenen vuoden historiansa aikana ollut yhtä heikkoja vuosineljänneksiä kuin tämä melko harvoin. Tätä suurempia, lähinnä osakemarkkinoista johtuvia, vuosineljänneksen arvonlaskuja ovat olleet teknokuplan puhkeamisen yhteydessä pari neljännestä vuosina 2001–2002. Tuoreessa muistissa on myös finanssimarkkinoiden sulaminen 2008, jolloin heikompia vuosineljänneksiä oli myös kaksi. Nämä ovat taustapeilistä katsottuna olleet hyviä osakeostojen tilaisuuksia. Pyrin kuitenkin pitämään mielessä, että historia ei aina toista itseään.

Nyt koettu -5,6 % pudotus oli vertailuindeksiämme (-3,9 %) selvästi jyrkempi. Eron syynä ovat lähinnä mainitut pitkien korkojen hyvät tuotot. Pharoksen korkosalkku on ollut duraatioltaan selvästi vertailuindeksiä alhaisempi eli korkoriskin osalta sijoituspolitiikkaa on ollut varovaista. Rahaston alusta lukien Pharos on tuottanut kumulatiivisesti 36,4 % ja vertailuindeksimme 29,8 %.

Juoksevat kulut Pharoksen kohdesijoituksista ovat laskeneet 0,33 %:sta 0,31 %:iin eli selvästi alle sääntöjen salliman maksimin (0,85 %). Kohdesijoitusten kulut ovat historiallisen

alhaisella tasolla, mikä johtuu mm. siitä, että salkun korkosijoituksista poikkeuksellisen suuri osa on käteisenä tai siihen rinnastettavissa olevissa rahamarkkinasijoituksissa. Lisäksi osakepuolella on vähänlaisesti kalliimpia aktiivisesti hallinnoituja rahastoja. Rahaston oman 0,35 %:n kiinteän hallinnointipalkkion kanssa juoksevat kulut syövät tuottoamme vuodessa nyt 0,66 % (30.9.2011). Nämä luvut ovat sitä paitsi ”listahintoja” ilman mahdollisia palkkionpalautuksia, joita Pharos suurehkona sijoittajana saa useista sijoituskohteistaan. Palkkionpalautukset maksetaan aina itse rahastoon – ei siis rahastoyhtiölle – kasvattamaan osuudenomistajien tuottoa.

Palautukset ja mahdollinen tuottosidonnainen palkkio näkyvät TER-luvussa, joka kuluneen 12 kuukauden ajalta oli 0,79 %. Käsitäkseni mukaan Pharos on edelleen kiinteiltä kuluiltaan Suomen edullisin kansainvälisesti osake- ja korkomarkkinoille sijoittava yhdistelmärahasto.

”Eläpäs poika hättäile”

Muistan haikkeudella kuinka pikkupoikana kesän kohokohtia oli päästä isoisän kanssa nostamaan kalaverkkoja aamuvarhain. Minä juoksin veneelle ja vaari seurasi hissukseen perässä. Huutelini: ”tule jo” tai ”anna minä soudan” ja ”nopeasti nyt, ettei kalat karkaa”. Aati-vaari vastasi aina ärsyttävän rauhallisesti: ”Eläpäs poika hättäile”.

Vaikka omat lapseni ovat jo aikuisia, lausahdus on perheessäni edelleen yleisessä käytössä mitä erilaisimmissa tilanteissa. Se tulee usein mieleen myös salkunhoitotyössäni. Etenkin tänä kesänä kun syylistyin erittäin epäpharosmaiseen toimintaan. Kävin nimittäin nopeaa kauppaa eli *treidasin!*

Kesällä en voinut kuin ihmetellä kun USA:n vääjäämätön velkakaton nostaminen meni poliittiseksi arvovaltapeliksi. Liittovaltion kassa oli tyhjä, USA vain muutaman päivän päässä teknisestä konkurssista ja poliitikot vain haukkuivat toistensa talouspolitiikkaa. Euroopan tilanne oli vähintään yhtä hullunkurista kädenvääntöä. Kun aikaa kului eikä tehty muuta kuin kinasteltiin yksityiskohdista, ”iso kuva” maailmalta muuttui vain synkemmäksi.

Ihmettelin, että pörssikurssit eivät heinäkuun puoliväliin mennessä olleet juurikaan reagoineet tähän vaaralliseen pelleilyyn. Analytikot toistivat: ”Ei syytä huoleen, yrityksillä menee edelleen hyvin”. Pharoksen osakepaino oli edelleen samassa n. 55 %:ssa kuin alkukesästä, mikä oli tilanteeseen nähden mielestäni liikaa. Päätin ryhtyä varovaisesti palauttamaan osakepainoa vähintään normaalille 50 %:n tasolle.

Niinpä 13.7. myin korin rahastoja, johon sisältyi Eurooppa-, Pohjois-Amerikka- ja Aasia-indeksirahastoja. Yhteensä myin 370 tuhannen euron edestä osakeriskiä, kaikkia suurin piirtein samassa suhteessa kuin mitä niitä salkussa oli. En siis puuttunut maantieteelliseen allokointiin, joka mielestäni oli kohdallaan. Salkun osakepaino laski 52 %:iin.

”Hyvä näin toistaiseksi – katsotaan taas viikon parin päästä myydäänkö lisää”, ajattelin itsekseen saunaa lämmittäessäni. ”Eläpäs poika hättäile”, soi samalla korvissani.



Varainhoitorahasto Pharos

Jo muutaman viikon päästä osakemarkkinat alkoivat reagoida tilanteeseen. Kävi kuten usein aikaisemminkin: mukamas yön aikana sietämättömäksi käyneeseen tilanteeseen reagoitiin markkinoilla paniikinomaisesti, pörssikurssit romahtivat 10–20 % muutamassa päivässä. Analyytikot ja asiantuntijat vaihtoivat nopeasti säveltä: ”Tilanne on nyt erittäin huolehduttava. Taantuma on nurkan takana ja heijastuu myös yritysten tuloksiin. On syytä korjata osakepainoa reippaasti alaspäin”. Useat heistä olivat vielä muutamaa viikkoa aiemmin vakuutelleet markkinoiden vakautta. Herätykseen tarvittiin romahdus.

Kurssilaskun myötä Pharoksen osakepaino oli elokuun puoliväliin mennessä pudonnut 49 %:iin ja tunnelma markkinoilla oli kaoottinen. Salkkuja ryhdyttiin kiireellä reivaamaan varovaisemmiksi. Tilanne oli liian herkullinen jättää käyttämättä. Jo 15.8. päätin kuitenkin vaihtaa suuntaa, mutta aluksi ostaa vain takaisin mitä olin kuukautta aikaisemmin myynyt. Aioin ostaa lisää, jos kurssit jatkavat laskuaan, olihan salkusta noin puolet käteistä tai siihen rinnastettavia likvidejä rahamarkkinasijoituksia. No, markkinat rauhoittuivat sitten muutamassa viikossa eikä suurempaa liikehdintää ole sen jälkeen ollut.

Sijoitusrahastokauppa on onneksi vaivatonta. Säännöt ovat selvät ja kaikkien osapuolten kauppahinta on päivän osuuden arvo. Toisin kuin ETF:issä, normaaleissa rahastoissa ei ole ns. osto- ja myyntinoteerauksen välistä ”spreadiä”, jonka sijoittaja maksaa ETF:n markkinatakaajalle, välittäjän perimän välityspalkkion lisäksi. Pharos maksoi tästä ”rahastotreidistäni” ns. kaupankäyntipalkkion eli 0,1 % per kauppa, joka sentään menee itse rahastoon kattamaan muille kärsivällisemmille sijoittajille kauppohenkilöiden aiheuttamat kulut. Tämä on mielestäni korrektia, sillä kaikki muutkin ”treiderit” maksavat tämän kulun itse rahastolle – ei rahastoyhtiölle. Näin treidereiden kaupankäynti ei rasita muita osuudenomistajia. Sijoitusrahasto-osuudet soveltuvat hyvin Pharos-tyyliseen ”nopeaan” kauppaan eli positiota pidettiin kuukausi. Päivän sisäiseen kauppaan soveltuu luonnollisesti paremmin ETF, jonka hinta liikkuu reaaliajassa.

Suora osakekauppa on vielä hankalampaa. Muuttujia on paljon enemmän, joista likviditeetti eli toisen sijoittajan asettuminen kaupan vastapuoleksi, on merkittävä ero rahastoihin ja ETF:iin nähden. Soitin tuolla romahdusviikolla kollegalleni Anders Oldenburgille, joka hoitaa suoria osakesijoituksia tekemää Phoebus-rahastoa. Yritin houkutella hänet muutaman päivän moottoripyöräretkelle, mutta hän ei ehtinyt koska hänen piti ”hyödyntää alennusmyyntiä”. Anders käy rahastossa harvoin osakekauppaa, mutta kun näinkin poikkeuksellinen tilaisuus tarjoutuu, hän ei malttanut olla käyttämättä sitä. Andersin into loi uskoa siihen, että Pharoskin oli ollut oikeaan aikaan liikkeellä. Luin myöhemmin viikolla, että myös Warren Buffett oli ollut ostoksilla samaan aikaan - yes!

Takaisinoston tuloksena osakepainomme nousi 52,2 %:iin. Ostin nimittäin samoja rahastoja samalla 370 tuhannella eurolla, en siis samaa kappalemäärää halvemmalla. Suhteellisesti osakepaino nousi siten hieman ja sain 41 178 euron arvosta lisää osuuksia ”ilmaiseksi”. Operaatio tuotti Pharos-osuudelle 15.8. arvoilla kulujen jälkeen 0,31% arvonnousua, mikä on melkein vuoden hallinnointipalkkio.

Ostinko takaisin liian aikaisin? 30.9. hinnoilla olisin saanut tuon saman korin (kappalemääräisesti osuuksia) 8 416 euroa halvemmalla. Siinä mielessä siis vähän ”hättäilin.” Vakavasti puhuen haluan vielä painottaa, että kauppani eivät mielestäni ollut spekulatiivinen riskinotto, joka olisi yhtä hyvin voinut olla tappiollinen. Kyse oli varsinaisesti salkun tasapainottamisesta osakekurssien suurten muutosten seurauksena. En yrittänyt arvata, nousevatko vai laskevatko osakekurssit.

Reagoin siis salkunhoidollisesti tilanteeseen, joka minusta oli hetkellinen ylilyönti. Koko ajan oli myös varasuunnitelma. Jos kurssit olisivat nousseet vahvasti heti myyntini jälkeen, olisin myynyt lisää, sillä halusin siinä tilanteessa osakepainon oikeasti lähemmäksi neutraalia. Jos kurssit olisivat takaisinostoni jälkeen jatkaneet merkittävästi alas olisin ilomielin ostanut lisää. En tiedä mikä olisi loppujen ollut mieluisin vaihtoehto, eikä sillä oikeastaan ole maltilliselle pitkäaikaiselle sijoittajalle niin väliäkään.

Rahaston osakepaino on nyt 54,3 % eli suurin piirtein samoissa lukemissa kuin kolme kuukautta sitten, kun suurimmat osakeindeksit maailmalla olivat 5–15% korkeammalla. Vuosineljänneksen loppupuolella rahastoon tuli enemmän lunastuksia kuin merkintöjä. En ole lunastusten seurauksena myynyt osakerahastoja, vaan maksanut ne käteisestä, mikä on myös kasvattanut osakepainoa. Nyt kun osakekurssit ovat jo huomattavasti alempana kuin keväällä ja talousmediat pulloillaan negatiivisia uutisia, en enää ole yhtä huolissani kurssitason kestävydestä. Osakepaino on nyt mielestäni kohdallaan.

Voin ilolla todeta, että näinkin ”vaikeilla” markkinoilla Pharoksen rahastopääoma on jopa hiukan kasvanut koko vuosineljänneksen aikana. Nettona toki vain 28 tuhatta euroa, mutta kuitenkin. Kiitokset kuuluvat sekä uusille osuudenomistajille että niille maltillisille sijoittajille, jotka pysyvät sijoitussuunnitelmissaan taustapelotelluista huolimatta.

Esitin edellisessä katsauksessa salkun sijoitusten maantieteellisen ja toimialakohtaisen jaon ja joitain niihin liittyviä perusteluja. En ole sittemmin tehnyt suurempia muutoksia salkun koostumukseen. Jatkamme vertailuindeksiimme nähden alipainossa Euroopassa (43 % / 49 %) ja muualla vastaavasti pienessä ylipainossa: Pohjois-Amerikka 34 % / 33 %, Japani & Oseania 10 % / 8 % ja kehittyvät markkinat 13 % / 11 %.

Muistuttaisin vielä, että jos oma riskinottohalukkuus merkittävästi poikkeaa Pharoksesta, voi tehdä kuten allekirjoittanut eli täydentää Pharosta muilla sijoituksilla oman aikajänteen ja tavoitteiden mukaan. Olen sijoittanut merkittävän osan arvopaperiomaisuudestani Pharokseen, koska uskon, että rahaston maltillinen ”hötkyilemätön” sijoitustyyli ja alhaiset kustannukset ovat pysyviä kilpailuvaltteja.

Raportoin rahaston kuluista ja sijoitusten jakaumasta yksityiskohtaisesti kuukausittain myös [www-sivuillamme](http://www.sivuillamme), tervetuloa tutustumaan sitäkin kautta.

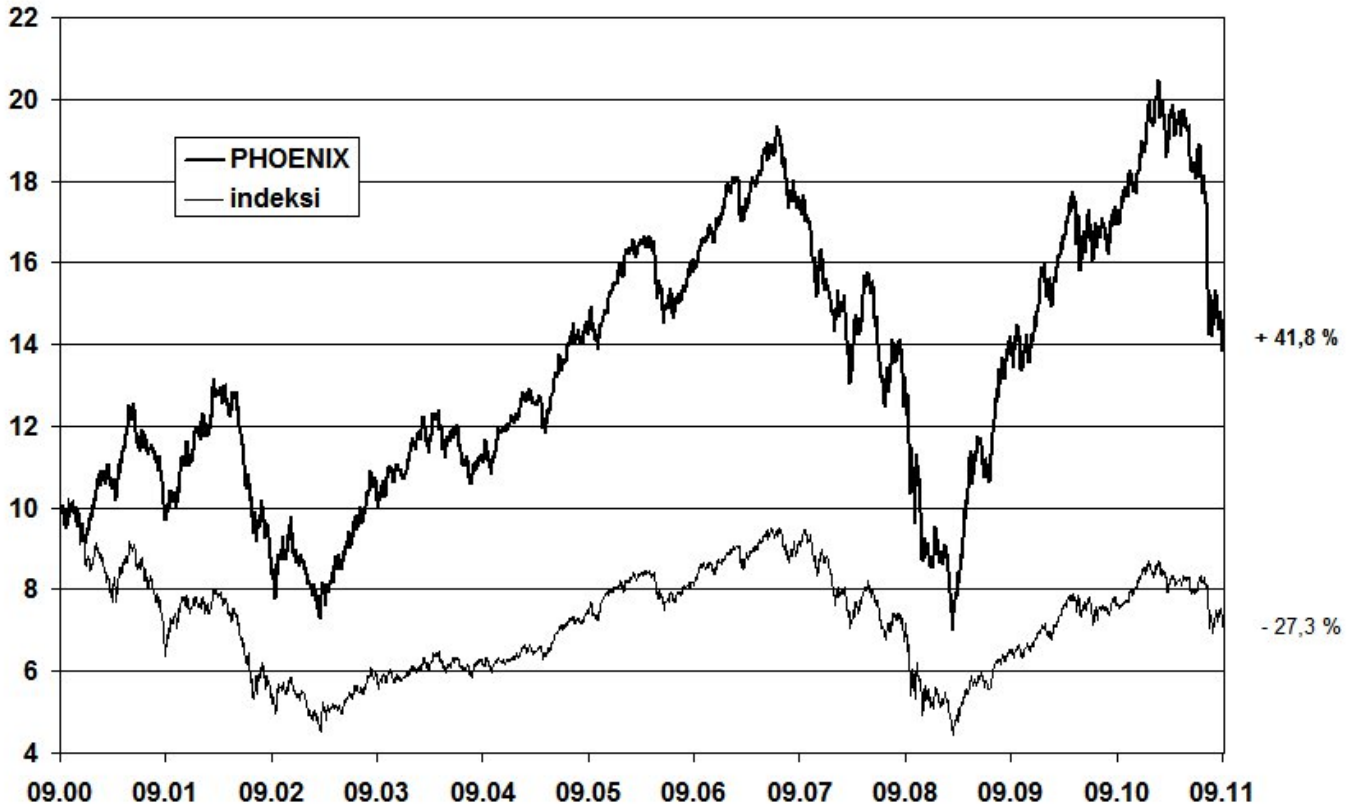
Petri Rutanen, varainhoitajanne
petri.rutanen@seligson.fi



Phoenix ja vertailuindeksi

Euro

25.9.2000 - 30.9.2011



RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	25.9.2000
Tyyppi	Kansainvälinen osakerahasto
Rahaston koko (milj. euroa)	10,4
Vertailuindeksi	MSCI All Country World NDR
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	1,1 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	On
Merkintäpalkkio	Ei (1.1.2011 alkaen)
Lunastuspalkkio	Ei
Salkunhoitaja	Peter Seligson

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.10.2010 – 30.9.2011

Palkkiot yhteensä (TER)	1,58 %
Tuottosidonnainen palkkio (vuoden alusta, sisältyy TER-lukuun)	0,44 %
Kaupankäyntikulut	0,07 %
Kokonaiskulut (TKA)	1,65 %
Salkun kiertonopeus	39,00 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	9,65 %
Lähipiirin omistusosuus (30.9.2011)	10,05 %

TUOTTO JA VOLATIILITEETTI

	Rahasto		Vertailuindeksi*	
	Tuotto	Volatiiliteetti	Tuotto	Volatiiliteetti
3 kk	-23,05 %	31,24 %	-9,81 %	22,26 %
Vuoden alusta	-24,21 %	21,39 %	-13,75 %	16,07 %
1 v	-17,19 %	19,44 %	-4,54 %	14,76 %
3 v	15,55 %	24,17 %	11,83 %	21,15 %
5 v	-11,43 %	21,36 %	-12,44 %	19,34 %
10 v	46,02 %	19,05 %	8,81 %	17,89 %
Aloituspäivästä	41,79 %	18,93 %	-27,33 %	18,31 %
Aloituspäivästä p.a.	3,22 %		-2,88 %	

SUURIMMAT OMISTUKSET

Maa Osuus rahastosta

AUSTRALIAN VINTAGE LTD	Australia	6,6 %
TENET HEALTHCARE CORP	Yhdysvallat	4,2 %
ALCATEL-LUCENT	Ranska	3,9 %
UBS AG-REG	Sveitsi	3,9 %
ELECTRONIC ARTS INC	Yhdysvallat	3,2 %
MYLAN INC	Yhdysvallat	2,9 %
PFIZER INC	Yhdysvallat	2,8 %
GAZPROM OAO-SPON ADR	Venäjä	2,8 %
M-REAL OYJ-B SHARES	Suomi	2,7 %
HUTCHISON WHAMPOA LTD	Hongkong	2,7 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

SALKUNHOITAJALTA

Vuoden kolmannen neljänneksen aikana rahasto-osuuden arvo laski -23 % ja Morgan Stanley World -indeksi -9,8 %. Vuoden tarkastelujaksolla rahasto on laskenut -17,2 % ja indeksi -4,6 %. Kolmen vuoden jaksolla ollaan sentään plus-sa puolella: rahasto 15,6 %, indeksi 11,8 %.

Huonoja lukuja siis, jopa kurjempia kuin Lehmanin kaatuessa syksyllä 2008. Salkunhoitajana olen pettynyt, mutta samaan hengenvetoon on todettava, että salkkumme osakkeiden näin halventuessa olen tulevaisuuden suhteen erinomaisen toiveikas.

Miksi salkku kehittyi näin huonosti ja miksi olen niin optimistinen? Ehkä salkulle ”tyypillisen” osakkeen, esimerkiksi Mylanin, lähempi tarkastelu valaisee asiaa. Osake nousi toukokuussa erittäin lähelle tavoitetasoani (jota olin noston helmikuussa, koska yhtiö oli kehittynyt niin hyvin). Siitä osakkeen arvo on laskenut suurin piirtein saman verran kuin rahastonkin, noin 25 %.

Mitä Mylanille on tapahtunut? No ei oikeastaan mitään, ainaakaan negatiivista. Kakkoskvartaalin tulos oli jonkin verran odotettua parempi ja yhtiö on saanut joukon uusia lisenssejä geneerisille lääkkeille. Myös määrätietoinen velan vähentäminen Merck KGA:n geneeristen lääkkeiden toimintojen oston jälkeen on jatkunut. Sisäpiiriläiset ovat ostaneet osaketta ja analyytikkojen suosituksinkin ovat nousseet lähes yksimieliseksi vahvaksi ostoksi.

Kaikesta tästä huolimatta kurssi siis laskenut neljänneksen. Mylanin osakkeen hinta on nyt noin 9x tälle vuodelle ennustettu tulos ja jos uskoo analyytikkoja, pitäisi tuloksen parantua lähes 15 % vuodessa lähivuosien kuluessa ja yhtiön oman arvion mukaan jopa 20 %.

Markkinat ovat siis vain jostain syystä päättäneet, että Mylanin kaltaisiin yhtiöihin tulee soveltaa isompaa riskipreemiota. Sama koskee lähes koko salkkuamme ja asiantilan miellyttävän kääntöpuolen pitäisi olla, että nämä osakkeet myös nousevat voimakkaasti kun markkinoiden tuuli taas kääntyy.

Suhdannotilanne

Suhdanteiden suhteen elämme mielenkiintoisia aikoja. Normaalin rytmin mukaan olisimme nyt suurin piirtein konjunktuurikerroksen puolivälissä. Kasvu laantuu ja talouden rattaat pyörivät hieman rauhallisemmin, koska suhdanteen nousuvaiheessa kasvatetut varastot palaavat kohti normaalia.

Tältä näyttikin vielä heinäkuun alussa. Samalla kun tiedot kysynnän hienoisesta heikkenemisestä alkoivat tihkua markkinoille, sukelsivat sekä Eurooppa että USA poliittiseen kriisiin. Pörssin mielialoja ei auttanut se, että heinäkuun puolivälissä Kiinakin tarttui taloutensa käsijarruun hillitäkseen inflaatiopaineita.

Kuluttajat ovat reagoineet näihin huoliin voimakkaasti ja saaneet ostopäälliköt edelleen kiristämään linjaansa. Kaiken

kaikkiaan ollaan monin osin hyvin samankaltaisessa tilanteessa kuin Lehmanin kaatumisen jälkeen: pörssit poukkoilevat ja media paisuttelee uhkakuvia. Arvioita siitä, että olemme finanssikriisiäkin syvemmän laman äärellä saa lukea lähes päivittäin.

Omasta mielestäni samankaltaisuuksia on vähän. Lehmanin kaatuminen yllätti useimmat talouden toimijat ja koko järjestelmä oli jälkisyklisen ”kireyden” vallassa. Nyt sekä pankeilla, yhtiöillä että valtiolla on ollut aikaa valmistautua, eikä kriisiin pitäisi siten iskeä yhtä kovasti.

En usko myöskään sitä, että Kiina pitelee käsijarrustaan kiinni kovin kauan. Muun maailman kehnompi kehitys hillitsee inflaatiota myös Kiinassa ja tekee taas mahdolliseksi ekspansivisemmän politiikan, vaikka useat suuret onnettomuudet – etenkin Wenzhou’n junaturma heinäkuun 28. päivä – ovatkin saaneet aikaan julkisen keskustelun talouskasvun varjopuolista. Hallitus tarvitsee kuitenkin talouskasvua ja länsimaiden kannalta mielenkiintoista on, että vientivetoinen kasvu kääntyy pikku hiljaa enemmän kulutuspainotteiseksi.

Kävin Kiinassa syyskuussa ja matka vahvisti käsitystäni siitä, että raaka-aine- ja investointi-intensiivinen kasvu muuntuu vähitellen tasapainoisemmaksi. Tämä on ymmärtääkseni länsimaiden talouksille vain hyväksi, kunhan käsillä olevista kriiseistä selvitään, mikä taas tapahtuu uskoakseni vasta sitten, kun päästään yli nyt esillä olevien säästötoimien täysistä vaikutuksista, jotka iskevät ehkä 2013/14.

Monet pörssit ovat mielestäni jo ”ylimyytyjä”. Lyhyitä positiivisia on paljon ja sijoittajilla, mm. rahastoilla, todella runsaasti käteistä. Varastojen pienentämisen vaikutus reaalityönteeseen on jo vähenemässä, minkä melko hyviltä näyttävät makroluvut vahvistavat. Jos Kreikka-kysymys ja Euroopan pankkien pääomittaminen ratkaistaan lähiviikkoina, voidaan vuoden lopulla vielä nähdä kunnon nousuja – mutta tämä on tietenkin vain jossittelua!

Salkku

Vuosineljänneksen aikana ostin kolmen meille uuden yhtiön osakkeita ja myin pois yhden.

Tate & Lyle, lähinnä keinotekoisista makeutusaineistaan tunnettu englantilaisyhtiö, oli salkussamme peräti neljä ja puoli vuotta, siis tyypillistä sijoitusajakaamme kauemmin. Johto on onnistunut suuntaamaan liiketoiminnan painopisteen sokerista ja tärkkelyksestä elintarviketeollisuuden erikoisaineisiin. Isompi muutos kestää ymmärrettävästi normaalia erikoistilanneprosessia pidempään, mutta kaiken kaikkiaan voimmekin olla tyytyväisiä heidän työhönsä.

Uudet yhtiömme ovat China Railway Construction, Pandora ja Corning eli kolme hyvin erityyppistä yhtiötä kolmelta mantereelta. China Railway Constructionin nimi kertoo toimialan: se rakentaa rautateitä. Yllä mainitun onnettomuuden takia on maan hallitus hillinnyt rautateiden kiivasta rakennustahtia ja alan yhtiöiden osakkeet ovat syöksyneet. China Railway

Constructionin osake on painunut erityisen paljon, koska kaiken lisäksi heidän suurin ulkomaanprojektinsa sattuu olemaan Libyassa.

Pandora on nopeasti kasvava tanskalainen koruyritys, joka listattiin vasta vuonna 2009. Jakelukanava pumpattiin ennen osakeantia täydemmäksi kuin mitä oli liiketoiminnan kannalta tarpeen ja tämä iskee nyt takaisin. Markkinoiden luottamus yhtiöön on erittäin alhainen ja kurssi pudonnut huippulukemistaan jopa 90 %.

Keramiikka- ja erikoislasiyhtiö Corningin osake on kevään tasoista pudonnut noin 50 %, koska markkinat pelkäävät kuluttajien innon ostaa uusia iPadeja ja iPhoneja (yms.) hiipuvan. Osakkeen arvostustaso on alhainen, vaikka yhtiön näytöt sijoittaja-arvon luoja ovat lähes uskomattoman vahvat. Sisäisiä ongelmia ei ole, joten erikoistilanne on Corningin kohdalla vain suhdenteisiin liittyvä.

Vimpelcom

Mylanin tavoin Vimpelcomkin on hyvä esimerkki salkkume osakkeiden markkinaliikkeistä viime kvartaalin aikana.

Se on itse asiassa pudonnut jopa 30 % siltä tasolta, jolla Vimpelcomia ostimme. Yhtiön kurssia rasitti koko viime vuoden jälkipuoliskon pääomistajien eli Alfa Groupin ja Telenorin riitely. Kiista huipentui tämän vuoden alussa, kun Vimpelcom fuusioitui Wind/Orascom Telecomin kanssa vastoin Telenorin tahtoa. Pidin tätä otollisena ostoajankohtana. Jo silloin kurssi oli tullut alas 30 % vuoden aikana ja huipputasoistaan lähes 70 %.

Fuusion tuloksena syntyi todellinen jätti kehittyvien markkinoiden puhelinmarkkinoille. Liikevaihto on yli 20 miljardia

dollaria vuodessa, käyttökate yli 10 miljardia ja asiakkaita lähes 200 miljoonaa Algeriasta Venäjälle, Kazakstanista Vietnamiin. Asukkaita yhtiön toiminta-alueella on melkein 900 miljoonaa ja kasvumahdollisuuksia telepalveluille löytyy varmasti.

Yhtiön osakekohtaiset luvut selventävät arvostustasoja (tuloslutut ovat viimeiseltä 12 kuukaudelta ja taseen osalta heinäkuulta 2011). Osakkeen arvo on tätä kirjoitettaessa 9,3 USD ja nettovelka 14,4 USD per osake. Liikevaihto per osake oli 13,9 USD ja käyttökate 5,8 USD ja investointien jälkeinen vapaa kassavirta 3,3 USD osakkeelta. Yhtiökokous päätti maksaa ennakko-osinkoa 0,45 USD per osake, vuoden osinkotavoitteeksi on annettu ymmärtää 0,8 USD per osake.

EV/EBTDA on 4,1 ja FCF/EV 13,3 % ja FCF/kurssi jopa 35,5 % ja osinkotuotto 8,6 %. Tämäntyypisiä tunnuslukuja voisi odottaa suomalaiselta alueelliselta puhelinyhtiöltä. Kun ne tulevat Vimpelcomilta, jolla on edelleen mahdollisuus kaksinumeroisiin kasvuprosentteihin, tekevät ne osakkeesta todella houkuttelevan. Yhtiö on myös sitoutunut korkeisiin osinkoihin.

Vimpelcomilla on toki ongelmansa, pääomistajien konfliktin lisäksi. Toiminta Algerian, Bangladeshin, Pakistanin ja Laosin kaltaisilla markkinoilla ei ole riskitöntä. Orascomin perintönä tuli esimerkiksi konflikti Algeriassa. Kun Algeria hävisi Egyptille taisteltaessa jalkapallon Afrikan mestaruudesta, yritti Algerian hallitus kansallistaa egyptiläisomisteisen Orascomin paikallisen yksikön (no, kiistoilla veroistakin lienee asiassa osansa). Mutta ehkä se vielä siitä: Venäjän jalkapallomaajoukkue kohtaa Algerian huomattavasti harvemmin, joten Vimpelcomilla voi olla Orascomia paremmat poliittiset mahdollisuudet kiistojen ratkaisuun...

Palautettanne toivoen ja sitä arvostaen,



Peter Seligson, salkunhoitaja
peter.seligson@seligson.fi

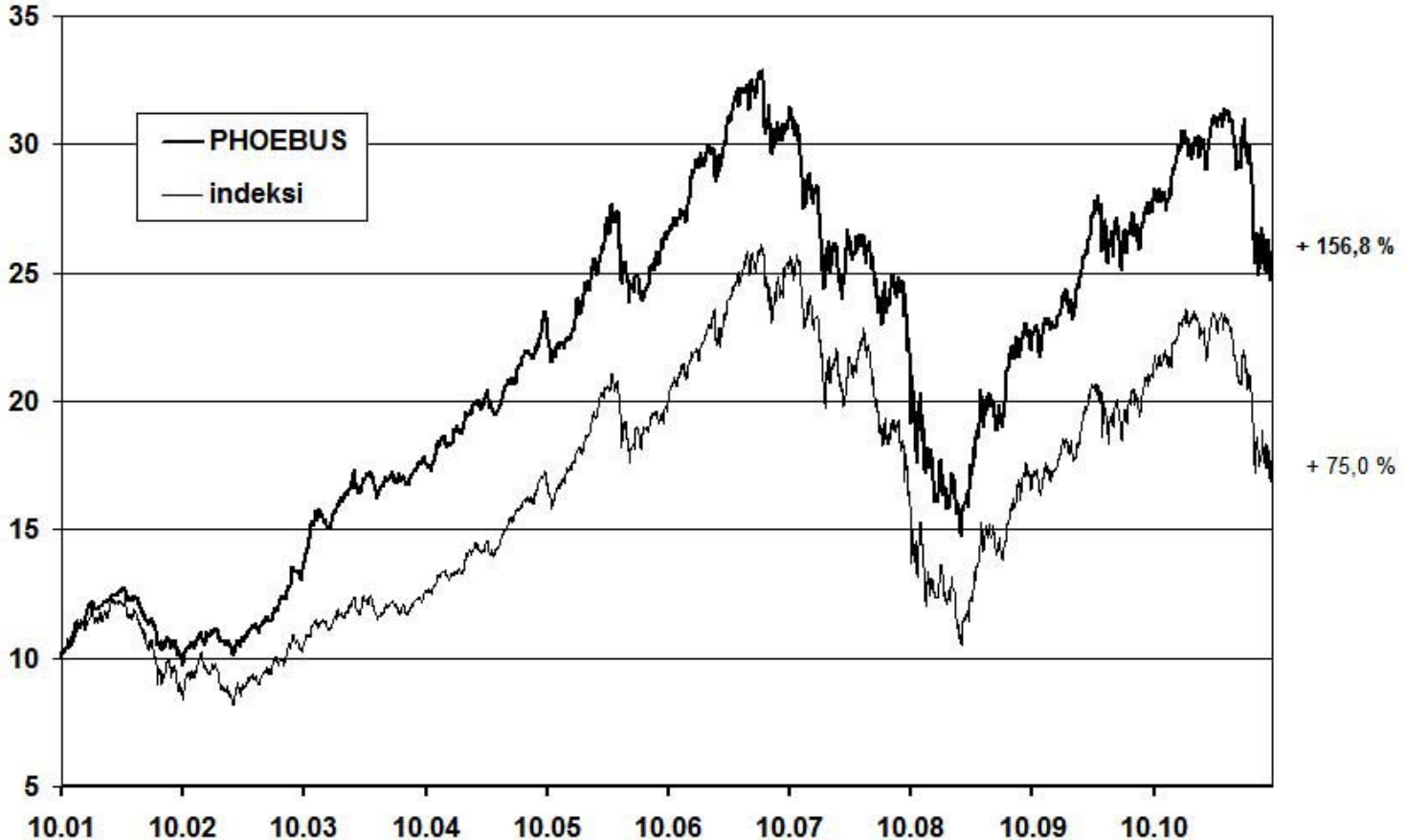


Ei mikään paikallinen puhelinyhtiö. Vimpelcomin toiminta-alueella on salkunhoitajan arvon mukaan runsaasti kasvupotentiaalia. Karttapohjista puuttuvat Kanadan toiminnot.

Euro

Phoebus ja vertailuindeksi

10.10.2001 - 30.9.2011



RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	10.10.2001
Tyyppi	Osakerahasto
Rahaston koko (milj. euroa)	16,2
Vertailuindeksi	75% OMX Helsinki Cap Gl, 25% MSCI AC World NDR
Hallinointi- ja säilytyspalkkio	0,75 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	On
Merkintäpalkkio	Ei (1.1.2011 alkaen)
Kaupankäyntipalkkio lunastettaessa (maksetaan rahastoon)	1 %, jos sijoitusaika alle 12 kk; muuten 0 %
Salkunhoitaja	Anders Oldenburg

TUOTTO JA VOLATILITEETTI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	-14,09 %	27,00 %	-19,08 %	28,66 %
Vuoden alusta	-14,17 %	18,39 %	-23,66 %	19,95 %
1 v	-6,80 %	16,60 %	-16,99 %	18,29 %
3 v	16,88 %	20,71 %	6,94 %	22,04 %
5 v	-3,15 %	18,94 %	-11,58 %	20,25 %
Aloituspäivästä	156,80 %	15,41 %	74,98 %	17,27 %
Aloituspäivästä p.a.	9,91 %		5,77 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.10.2010 - 30.9.2011

Palkkiot yhteensä (TER)	1,18 %
Tuottosidonnainen palkkio (vuoden alusta, sisältyy TER-lukuun)	0,43 %
Kaupankäyntikulut	0,02 %
Kokonaiskulut (TKA)	1,20 %
Salkun kiertonopeus	-10,46 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	7,61 %
Lähipiirin omistusosuus (30.9.2011)	14,52 %

SUURIMMAT OMISTUKSET

	Maa	Osuus rahastosta
VACON OYJ	Suomi	8,6 %
FASTENAL CO	Yhdysvallat	7,2 %
AIR LIQUIDE SA	Ranska	6,9 %
HENNES & MAURITZ AB-B SHS	Ruotsi	6,2 %
SVENSKA HANDELSBANKEN-A SHS	Ruotsi	6,0 %
NOKIAN RENKAAT OYJ	Suomi	5,9 %
COSTCO WHOLESALE CORP	Yhdysvallat	5,3 %
HARLEY-DAVIDSON INC	Yhdysvallat	5,1 %
EXEL COMPOSITES OYJ	Suomi	5,1 %
SECO TOOLS AB-B SHS	Ruotsi	4,8 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella - www.seligson.fi

SALKUNHOITAJALTA

Vuoden kolmas neljännes oli osakemarkkinoilla Phoebuksen kymmenen vuoden historian toiseksi huonoin. Vaikka se laiha lohtu onkin, niin Phoebus kehittyi sentään hieman markkinoita paremmin – kuten laskevilla markkinoilla yleensäkin. Rahaston arvo laski vuosineljänneksen aikana -14,1 % vertailuindeksimme laskiessa -19,1 %.

Vuoden alusta Phoebus on laskenut -14,2 % ja vertailuindeksimme on laskenut -23,7 %. Rahaston alusta lukien Phoebus on noussut 156,8 % ja vertailuindeksi on noussut 75,0 %.

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

Ostot ja myynnit

Viime katsauksessa kerroin, että Phoebuksen kassa – silloin 8,7 % rahaston arvosta – oli mielestäni liian suuri. Kurssien lasku antoi oivan tilaisuuden ostaa lisää osakkeita.

Kolmannen neljänneksen aikana asiakkaiden nettolunastukset vähensivät kassamme 1,3 % ja osakeostoilla vähensin kassan painoa 3,5 %. Toisaalta kurssilasku lisäsi osaltaan kassan osuutta rahastosta, koska se laski osakkeiden osuutta. Siten kassamme on nyt 4,9 % rahaston arvosta. Sitä on edelleen varaa hieman pienentää, mutta olen nykytilanteeseen jo melko tyytyväinen.

Vanhoista yhtiöistämme ostin lisää lähinnä Konecranesia sekä pieniä määriä Seco Toolsia ja Lassila & Tikanojaa. Uusina yhtiöinä ostin salkkuamme Tikkurilaa ja Oriola-KD:ta, joista lisää jäljempänä.

On syytä huomata, että Tikkurila ja Oriola-KD ovat melko riippuvaisia Venäjästä, kuten ovat jo ennestään salkussamme olevista yhtiöistä Nokian Renkaat ja Stockmann. Mistään huimasta riskikeskittymästä ei kuitenkaan ole kyse. Yhtiöidemme toiminnot Venäjällä edustavat karkeiden laskelmieni mukaan noin 5 % Phoebuksen arvosta ja noin puolet tästä tulee Nokian Renkaista.

Lokeroiden ulkopuolella

Vajaat neljä vuotta sitten eli joulukuussa 2007 julkaisi Helsingin Sanomat artikkelin otsikolla ”Seligsonin osakerahastoilla nihkeää”. Siinä mainittiin, että Phoebus oli rahastoreittaaja Eufexiltä saanut ”tehokkuudestaan” huonoimman mahdollisen arvosanan (1/10). Perusviesti taisi olla, että pieneltä rahastoyhtiöltä ei pidä suurta menestystä odottaakaan.

Tätä kirjoittaessani (5.10.2011) Phoebuksella on Eufexiltä paras mahdollinen arvosana (10/10) ja myös paremmin tunnetulta rahastoreittaajaa Morningstarilta paras mahdollinen arvosana eli viisi tähteä. Satunnainen tarkkailija saattaisi kysyä, miten olen muuttanut rahaston sijoitusprosessia, jotta tällainen huima laadun parannus on ollut mahdollinen?

Phoebuksen sijoittajat tietävät, että en ole muuttanut salkunhoidossa mitään. Rahastovertailut kertovatkin useimmiten enemmän reitista kuin rahastosta. Prosessi on mekaaninen, eikä yleensä huomioi kunkin rahaston erityispiirteitä. Vertailuissa käytettävät ajanjaksot ovat usein aivan liian lyhyitä, jotta tuloksilla olisi mitään arvoa. Ennen kaikkea: rahaston mennyt kehitys ei kerro juuri mitään sen tulevasta menestyksestä, vaikka vertailu olisi tehty kuinka hyvin tahansa. Edes maailman johtavat taloustieteilijät eivät osaa erottaa sattumaa ammattitaidosta rahastoja arvioidessaan – ja he myöntävät sen auliisti. (Esimerkkinä tästä ks. *internet-sivujemme videoblogi ”Onko ylivertaisia salkunhoitajia olemassa?”* osoitteessa www.seligson.fi)

Phoebus on reitista erityisen hankala, koska se ei sovi mihinkään valmiiseen lokeroon. Se on Suomipainotteinen, mutta sijoittaa myös muualle maailmaan. Se on pieniyhtiöpainotteinen, mutta sijoittaa myös suuryhtiöihin. Painotan yhtiöidemme kasvua, mutta en silti tingi järkevästä arvostuksesta.

Phoebuksen aloituspäivästä syysyllä 2001 joulukuun 2007 loppuun Suomen osakemarkkinat tuottivat osinkoineen 182 %. Maailman osakemarkkinat tuottivat lähdeveroista puhdistetuina netto-osinkoineen euroissa mitattuna vain 26 %. Phoebuksen vertailuindeksi, jossa Suomen paino on 75 % ja maailman paino 25 % (vuosittain rebalansoituna), tuotti 133 %. Phoebus tuotti samana aikana 183 %.

Vaikka Phoebus pärjasi huomattavasti vertailumarkkinoitaan paremmin löi se siis tuolla jaksolla Suomen markkinat vain vaivoin.

Vuoden 2007 lopusta syyskuun loppuun 2011 Suomen osakemarkkinat tuottivat osinkoineen -28 %. Maailman osakemarkkinat tuottivat samaan aikaan euroissa (netto-osinkoineen) -17 %. Phoebuksen vertailuindeksi tuotti -25 % ja Phoebus -9 %. Syyskuun lopussa Phoebus oli Sijoitustutkimuksen Rahastoraportin mukaan vuoden ja kolmen vuoden tarkastelussa paras sekä viiden vuoden tarkastelussa neljänneksi paras ”Suomi-osakerahasto”.

On kivaa saada tunnustusta ja ikävää saada haukkuja, mutta tällaiset vertailut ovat kyllä täysin merkityksettömiä. Phoebus ei ole Suomi-rahasto, joten sen etumatka kilpailijoihin selittyy lähinnä sillä, että Suomen osakemarkkinat ovat tuottaneet muita markkinoita huonommin. Aivan kuten Phoebuksen huonous neljä vuotta sitten selittyi päinvastaisella ilmiöllä.

Mihin Phoebusta sitten pitäisi verrata? Sitä varten rahastolla on vertailuindeksi. Sen painotus 75 % Suomen ja 25 % maailman osakemarkkinoita kuvastaa käsitystäni Phoebuksen sijoitusten normaalista maantieteellisestä jakaumasta vuosikymmenen yli. Vertailuindeksi ei ole täydellinen, mutta se on paras vertailukohta, jonka osaan rakentaa. Kun arvioi Phoebuksen menestystä, kannattaa siis käyttää sitä.

Rahastojen arviointi ei toki ole helppoa edes silloin, kun käytetään oikeaa vertailukohtaa. HS osui vuoden 2007 artikkelissaan sikäli oikeaan, että Phoebus pärjasi ko. vuonna 9,1 % vertailuindeksiä huonommin. Se jäi indeksilleen myös vuonna 2005 (9,6 %). Historiansa aikana rahasto on kuitenkin tuottanut indeksiin nähden yli tuplasti (157 % vs 75 %). Mitä nuo yksittäiset vuodet siis kertovat?

Fiksu lukija kontraa tässä vaiheessa: ”Mitä tuo 10 vuoden ylituotto sitten kertoo?” *Touché!*

Rahastoja vertailtaessa laadun arviointi on vähintään yhtä tärkeää kuin menneiden tuottolukujen arviointi. Mielestäni jopa paljon tärkeämpää.

TIKKURILA Aina siitä lähtien, kun Kemira 17 vuotta sitten listautui, olen pitänyt maalinvalmistaja Tikkurilaa sen parhaana osana. Tikkurilaan emme kuitenkaan ole voineet sijoittaa ennen kuin yhtiö irrotettiin Kemirasta viime vuonna. Silloin pidin kuitenkin sen arvostusta liian kalliina. Myös johdon vaihtuminen listauksen alla rajoitti alkuintoani. Arvostuksen nyt laskettua ja tutustuttuani hieman paremmin uuteen johtoon päätin ostaa meille ensimmäiset osakkeet tässä suomalaisittain harvinaisen vahvassa kulutustavarayhtiössä, joka on ydinmarkkinoillaan selvä markkinajohtaja.

Tikkurilan päämarkkinoiden kilpailutilanne kauppa- ja rakennusmaaleissa kertoo paljon. Suomessa Tikkurila on selvä markkinajohtaja yli 50 % osuudella. Pääkilpailijoita ovat maailman suurin maalifirma AkzoNobel sekä suomalainen Teknos. Ruotsissa Tikkurila on markkinajohtaja noin 40 % osuudella. Pääkilpailijoiden (AkzoNobel, tanskalainen Flügger ja norjalainen Jotun) yhteinen markkinaosuus on 40 %. Venäjällä Tikkurila on markkinajohtaja noin 18 % osuudella. Suurin kilpailija (litroissa mitattuna) on venäläinen Empils, jonka osuus on noin 7 %. Kalliimman hintaluokan tuotteissa pääkilpailijat Venäjällä ovat AkzoNobel ja saksalainen perheyhtiö Caparol.

Löytyy Tikkurilalta toki huonompia markkinoita. Yhtiö on hiljalleen rakentamassa jalansijaa itäiseen Keski-Eurooppaan. Puolassa se on neljänneksi suurin maaliyhtiö noin 14 % osuudella (neljän suurimman yhtiön yhteinen osuus markkinoista on 80 %). Lisäksi Tikkurilalla on toimintaa mm. Tšekissä, Slovakiassa, Unkarissa, Romaniassa ja Serbiassa. Kuvaavaa on, että näillä alueilla Tikkurilan liikevoittomarginaali on alle 5 %, kun se yhtiön päämarkkinoilla on 11–13 %. Markkinajohtajuudella on arvonsa.

Maalimarkkina on melko vakaa. Viimeisen 10 vuoden aikana Tikkurilan liikevaihto on kasvanut reilut 9 % vuodessa, josta vain neljäsosa orgaanisesti. Merkittävimpiä yritysostoja ovat olleet Alcro-Beckers Ruotsissa vuonna 2001 ja Kraski Teks Venäjällä vuonna 2006. Jatkossakaan ei liene syytä odottaa suurta kasvua länsimarkkinoilla, mutta Venäjällä ja Itä-Euroopassa kokonaiskysyntä henkilöä kohden on vielä alhainen ja kasvane edelleen. Samalla kysynnän painopiste siirtynee hiljalleen kohti parempilaatuisia ja kalliimpia maaleja.

Myös kannattavuus on ollut vakaa. Viimeisen kuuden vuoden aikana liikevoitto on vaihdellut välillä 9,1–10,2 % liikevaihdosta, joka vastaa hieman yli 20 % tuottoa liiketoimintaan

sidotulle pääomalle. Taso on meille riittävä, joskaan ei loistava. Osake ei ole aivan halpa, mutta nykyarvostus on mielestäni kohtuullinen. ”Normaalilla” 10 % liikevoitolla, tulos per osake on noin 0,90 euroa, mikä vastaa nykykurssilla (12,72e) P/E-lukua 14,2x. Yhtiö on lähes nettovelaton ja sen investointitarpeet ovat pieniä, joten suurehko osa tuloksesta voidaan jakaa omistajille osinkona.

Vahvan markkina-aseman ja vakaan liiketoiminnan lisäksi minua kiehtoo Tikkurilassa se, että yhtiöllä on nykyään kasvollinen pääomistaja, Paasikiven perheen Oras Invest omistaa Tikkurilasta 18,1 %. Kiinnostukseni Tikkurilaan kasvoi selvästi, kun valtion Solidium myi osakkeensa viime syksynä ja Kemira loput osakkeensa viime keväänä.

Toimitusjohtaja Erkki Järvistä en toistaiseksi juuri tunne, mutta tähänastinen vaikutelmani hänestä on hyvä. Positiomme on vielä pieni (1,2 % Phoebuksen arvosta), mutta aion kasvattaa sitä hiljalleen sitä mukaa kuin opin tuntemaan yhtiötä ja sen johtoa paremmin.



Lääkejakelija Oriola-KD on viidessä

vuodessa käynyt läpi huiman muutoksen. Alunperin vain Suomessa toiminut lääketehdas Orionin jakeluyksikkö oli laajentunut lääkkeiden tukkukauppaan Ruotsiin jo irtautuessaan emostaan vuonna 2006. Sen jälkeen se on laajentunut lääkkeiden tukku- ja vähittäiskauppaan Venäjälle (2008), lääkkeiden vähittäiskauppaan Ruotsiin (2010) ja myynyt terveyden- ja hammashuollon laite- ja tarvikeliiketoimintansa (2010). Heikompa hirtittäisi!

Strateginen muutos on minusta järkevä. Yhtiö näkee toisaalta suuren potentiaalin Venäjällä, toisaalta tulevaisuuden, jossa Pohjoismaiden apteekkimarkkinat ovat sääntelystä vapaita, jolloin erillisellä tukkukaupalla ei liene juuri elintilaa. Siksi on selvää, että pidemmän tähtäimen suunnitelmiin kuuluu aloittaa apteekkikauppa myös Suomessa, kun se vain on mahdollista.

Strategiset muutokset ovat usein raskaita ja niin ne ovat olleet myös Oriola-KD:lle. Venäjällä yhtiö sai lentävän lähdön tähden ensimmäisenä täytenä toimintavuonna huiman 45me liike-tuloksen, joka oli 2–3 kertaa ”normaalilla” parempi. Heilahtelut osoittautuivat kuitenkin symmetrisiksi tuloksen pudotessa viime vuonna 8me tappiolle.

Ruotsissakin muutos on ollut vaikea. Oriola-KD:n ostamat apteekit olivat aiemmin tehneet noin 20me tulosta. Viime vuonna taso puoliintui ja tänä vuonna se putoaa entisestään kilpailun tiukentuessa ja kilpailijoiden perustaessa ahkerasti uusia apteekkeja.

Venäjän huipputuloksen siivittämänä osake nousi huiman kalliiksi ja kävi viime vuonna jopa 5,49 eurossa. Venäjän ja Ruotsin tulospettymysten jälkeen se on mielestäni nyt taas suhteellisen halpa.

Nykykurssilla (1,67e) Oriolan markkina-arvo on noin 250me, jonka lisäksi sillä on 40me nettovelkaa. Bruttoarvo on siis noin 290me.

Tähän hintaan saamme:

1) Suomen tukkukaupan, joka on tehnyt vuosittain melko tasaisesti noin 20me liikevoittoa. Oriola-KD:n markkinaosuus on noin 46 %.

2) Ruotsin tukku- ja apteekkitoiminnan. Apteekkitoiminta, jonka markkinaosuus on noin 15 %, on tehnyt noin 20me vuositulosta. Tukkukauppa, jonka markkinaosuus on 40 %, on tehnyt tulosta noin 6me. Jatkossa toki tukkukauppa kutistunee kilpailijoiden integroitua taaksepäin. Oriola-KD maksoi apteekkitoiminnasta 160me.

3) Venäjän tukku- ja vähittäiskaupan, joka on 2008–2010 tehnyt tulosta yhteensä 44me eli keskimäärin 15me vuodessa. Tukkukaupassa yhtiö on Venäjän viidenneksi suurin noin 8 % osuudella ja apteekeissa se on Moskovan alueen kolmanneksi suurin. Oriola-KD maksoi näistä toiminnoista 165me, josta noin 50me kuitenkin perustui vuoden 2009 ylisuureen tulokseen.

Lisäksi pieni tukkukauppa Baltiassa tuo miljoonan vuodessa ja konsernikulut vievät 6me. Siten olettaisiin Oriola-KD:n ”normaalin” liiketuloksen olevan noin 50me eli noin 0,24 euroa per osake verojen jälkeen. Tämän lähes velattoman, markkina-asemaltaan harvinaisen vahvan yhtiön P/E-luku normaalitulokselle on siis vain 7x.

Normaalitulokseen Oriola-KD ei tule aivan heti pääsemään. Pidän kuitenkin yhtiön johtoa hyvänä ja olen melko varma siitä, että tämänhetkiset tulosongelmat liittyvät enimmäkseen nopeaan rakennemuutokseen ja ovat siten ohimeneviä. Jaksamme odottaa parempia aikoja.



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

MITÄ TARKOITTAÄ RAHASTON LAATU?

Anders Oldenburg kirjoittaa edellä Phoebuksen katsauksessa, että valittaessa sijoitusrahastoa on laatu tärkeämpää kuin menneet tuottoluvut. Mutta mitä tarkoittaa sijoitusrahaston laatu?

Hyvälle laadulle voi varmasti löytää montakin määritelmää, kyseessähan nimenomaan ei ole muutamaksi tunnusluvuksi puristettavissa oleva yksinkertainen suure. Joka tapauksessa sijoittajan on hyvä tarkastella ainakin seuraavia seikkoja.

Kokonaiskustannukset

Sijoittamisen kustannukset ovat pois sijoittajalle jäävästä tuotosta. Kaikki rahaston perimät palkkiot ja kaupankäyntikustannukset pitää määritellä ja raportoida selkeästi ja ainakin kiinteiden kustannusten tulee olla rahaston vertailuryhmässä alhaiset. Korkeat kustannukset saattavat lisätä myös salkunhoitajan riskinottoa, koska hänen on ensin tienattava kulujen verran kohde-markkinaa paremmin ja vasta sitten voi tuottaa osuudenomistajille lisäarvoa.

Jos rahastossa on tuottosidonnainen palkkio, tulee sen perustua vertailuindeksiin, joka on aidosti relevantti rahaston tavoitteiden näkökulmasta.

Raportoidaanko kaupankäynnin kustannuksista? Rahaston osuudenomistajille aktiivinen osakekauppa maksaa (ja tuottaa siten tuloa jollekulle muulle). Kannattaa kiinnittää huomiota siihen, pyritäänkö kaupankäyntiä minimoimaan ja saavatko osuudenomistajat tehdyille transaktioille selkeät perustelut.

Salkunhoitaja

Aktiivisissa rahastoissa on salkunhoitajalla tärkeä rooli. Miten kauan salkunhoitaja(t) on ollut sijoitusmarkkinoilla ja ko. yhtiössä ja miten johdonmukaisesti hän on noudattanut sijoittajille viestimäänsä sijoitustyyliä? Onko hän sijoittajien kanssa samassa veneessä eli omistaako hän itse hallinnoimansa rahastonsa osuuksia? Palkitaanko häntä salkun koon vaiko salkun tuoton mukaan?

Rahastoyhtiö

Rahaston hallinnoivan avoimuus ja yrityskulttuuri ovat tärkeitä: yhtiön on ajateltava ensisijaisesti asiakkaan etua. Onko viestintä avointa ja selkeää? Kerrotaanko sijoittajille avoimesti kaikista kustannuksista vai jätetäänkö ne mieluummin pois mainoksista ja presentaatioista?

Ei ole hyvä merkki, jos yhtiö mainostaa tuotteitaan aggressiivisesti menneiden tuottojen perusteella, puffaa usein ns. muotituotteita tai jos viestintä ylipäätään on ennen muuta markkinointia. Hyvä merkki sen sijaan on, jos varainhoitajan viestinnän yleislinjana on avata sijoittajalle finanssimarkkinoiden ilmiöitä ja monimutkaisuuksia sekä muistuttaa niistä seikoista, jotka oikeasti vaikuttavat sijoittajan pitkäjänteiseen tuottoon.

Salkunhoitajaa ja yhtiötä kannattaa testata. Saako kysymyksiin asiallisia vastauksia asiantunteilta henkilöiltä vaiko lähinnä vain myynnillisiiä standardilauseita? Saako pienissäkin huolissa asiantuntevaa opastusta?



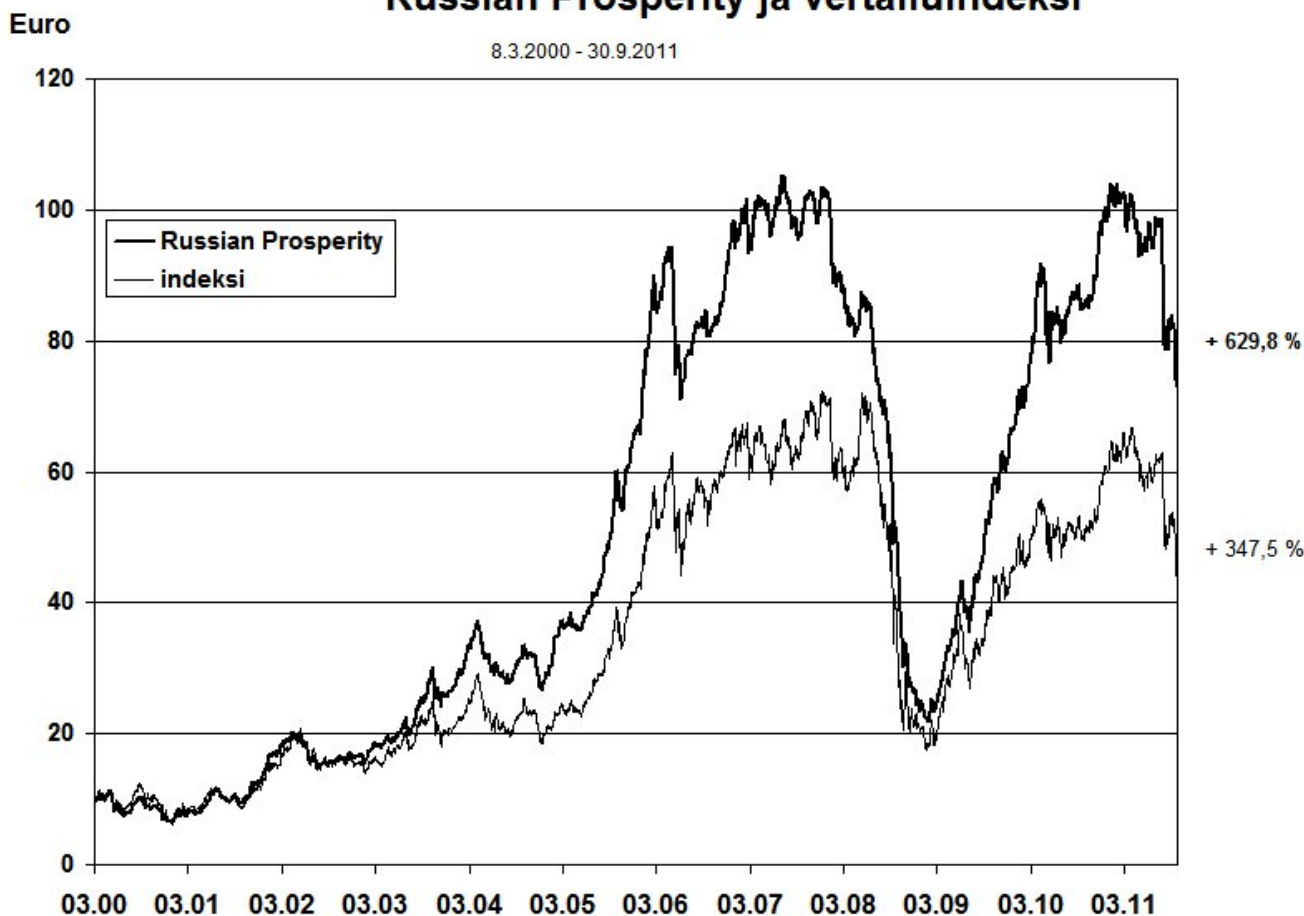
Ari Kaaro
ari.kaaro@seligson.fi
Suora puh. 09 – 6817 8217

RUSSIAN PROSPERITY FUND EURO

30.9.2011

Aktiivinen osakerahasto, joka sijoittaa pääosin Venäjän osakemarkkinoille.

Russian Prosperity ja vertailuindeksi



RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	8.3.2000
Tyyppi	Osakkeet, Venäjä & IVY
Rahaston koko (milj. euroa)	117,6
Vertailuindeksi	RTS1 – Interfax (huom! hintaindeksi)
Hallinointi- ja säilytyspalkkio	1,4 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	on
Merkintäpalkkio (maksetaan rahastoyhtiölle)	0–2,5 %, riippuen merkintäsummasta
Kaupankäyntipalkkio lunastettaessa (maksetaan rahastoon)	0,5 %, jos sijoitusaika alle 6 kk; muuten 0 %
Salkunhoitaja	Jonathan Aalto

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.10.2010 – 30.9.2011

Palkkiot yhteensä (TER)	1,52 %
Tuottosidonnainen palkkio (vuoden alusta, sisältyy TER-lukuun)	0,00 %
Kaupankäyntikulut **	0,72 %
Kokonaiskulut (TKA)	2,24 %
Salkun kiertonopeus	-38,01 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	11,69 %
Lähipiirin omistusosuus (30.9.2011)	0,08 %

** Huom! Kyseessä on arvio, suurin osa Venäjän osakekaupasta käydään ns. nettokauppana ilman selkeitä välityspalkkioita.

TUOTTO JA VOLATILITEETTI

	Rahasto		Vertailuindeksi*	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	-22,48 %	31,07 %	-24,53 %	38,00 %
Vuoden alusta	-25,77 %	21,23 %	-25,29 %	27,18 %
1 v	-14,26 %	19,35 %	-9,61 %	24,96 %
3 v	48,06 %	24,63 %	20,76 %	39,56 %
5 v	-10,69 %	21,78 %	-19,49 %	36,76 %
10 v	662,87 %	21,67 %	402,58 %	34,01 %
Aloituspäivästä	629,76 %	23,12 %	347,47 %	36,13 %
Aloituspäivästä p.a.	18,74 %		13,83 %	

* Huom! Kyseessä on hintaindeksi.

SUURIMMAT OMISTUKSET

	Maa	Osuus rahastosta
BASHNEFT	Venäjä	9,6 %
TNK-BP HOLDING	Venäjä	7,9 %
SURGUTNEFTEGAS	Venäjä	6,0 %
GAZPROM	Venäjä	5,1 %
MHP	Ukraina	4,9 %
DIXY GROUP	Venäjä	4,6 %
MRIYA AGRO HOLDING	Venäjä	4,1 %
M VIDEO	Venäjä	4,0 %
KAZMUNAIGAS EXPLORATION	Kazakstan	3,4 %
MAGNIT	Venäjä	3,2 %

SALKUNHOITAJALTA

Russian Prosperity -rahaston arvo laski heinä–syyskuussa -22,9 % ja vertailuindeksi RTS1- Interfax -25,8 %. Kurssilasku Venäjällä liittyi pitkälti länsimaiden velkaongelmiin sekä pelkoihin maailmantalouden tilasta. Rahasto on kesän aikana kaventanut eroa vertailuindeksiin nähden, vaikka olemmekin kirjoitushetkellä vuoden alusta lukien edelleen noin -0,38 prosenttiyksikköä indeksiä jäljessä.

Venäjän osakemarkkina on vuoden 2008 alun huippulukemista noin 45 % alempana, eikä sitä voi pitää ainakaan kehittyvien maiden joukossa kalliina. Venäjän yleisindeksin RTS:än ennusteisiin perustuva P/E-luku on tällä hetkellä 5,7x, mikä on edullinen verrattuna Kiinan SH Comp -indeksiin (13,0x), Brasilian Bovespaan (9,4x) sekä Intian Sensexiin (14,0x).

Salkun suurimmista sijoituksista öljy-yhtiö Bashneft laski -20,2 % ja TNK-BP:n hieman vähemmän eli -14,4 % (sisältäen puolivuositteiset osingot). Kotimaan markkinoilla toimivat yhtiöt kuten energiayhtiöt MRSK South ja Bashki-renergo sekä siipikarjayhtiö MHP ovat pärjänneet yleismarkkinaa heikommin pitkälti heikkenevän ruplan takia.

Myös sähköalan sijoituksemme ovat pärjänneet kehnosti, mikä johtunee Kremlin päätöksestä korottaa sähkön hintoja vasta ensi kesänä maaliskuun presidentinvaalin jälkeen. Pääministeri Putinin ehdotuksen mukaan maksimikorotus on 15 % eli sama kuin tänä vuonna. Korotus on taloudellisesti tärkeä, jotta yhtiöt voivat toteuttaa investointiohjelmiaan.

Öljy-yhtiö Surgutneftegasin kurssi laski ”vain” 7,5 %. Yhtiö on hyötynyt heikkenevästä ruplasta enemmän kuin muut öljy-yhtiöt, koska valuuttakurssinmuutokset vaikuttivat yhtiön 25 miljardin dollarin kassavarojen kautta myönteisesti taseeseen ja osinkosuunnitelmiin. Surgutneftegas hyötyy myös öljyverotuksen uudesta mallista, joka sen tuotevalikoimalla alentaa yhtiön kokonaisveroastetta.

Markkinoiden laskuista huolimatta öljyn hinta on pysynyt 100 dollarin tuntumassa ja vaikka epävarmuus maailmataloudessa jatkuisi, uskomme 2011 vuoden öljyn keskihinnan pysyttelevän tällä tasolla. Venäjän tämän vuoden budjettisuunnitelmassa oletuksena on noin 93 dollaria, mikä on mielestämme hieman konservatiivinen huomioiden kehittyvien markkinoiden kysynnän.

Venäjän öljytuotanto nousi elokuussa 10,3 miljoonan tynnyriin päivässä, mikä on uusi ennätys. Toisena oleva Saudi-Arabia tuottaa noin 9,9 miljoonaa tynnyriä päivässä. Öljy- ja kaasuverot muodostavat noin puolet kaikista Venäjän federaation budjetin tuloista.

Toimiala	RPFE %	RTS %
Öljy & kaasu	44	49
Muut raaka-aineet	4	21
Teollisuus	5	1
Telekommunikaatio	8	4
Energia (sähkö)	10	6
Rahoitus	4	17
Kulutustavarat	25	2

Kuluttajahintojen muutos Venäjällä oli syksyn alussa negatiivinen, pitkälti laskevien elintarvikehintojen takia. Elintarvikkeet ovat vastanneet noin puolesta maan inflaatiosta. Tämän vuoden sadosta odotetaan hyvää, mikä puolestaan laskee peruselintarvikkeiden hintoja. Siksi uskomme, että Venäjän keskuspankin tavoite 7 % inflaatiosta on mahdollinen.

Rahaston tärkeimmät omistukset ovat säilyneet melko ennallaan. Olemme myyneet osuutemme lääketieteellisyrittäjä Protekista, energiayhtiöstä Inter RAO:sta sekä lannoiteratkaisuja tarjoavasta Uralkalista. Uusia arvopapereita ovat tv-lähetysyhtiö Venäjällä keskittyvä mediayhtiö CTC Media sekä Evraz Group, joka on Venäjän suurin ja yksi maailman suurimmista teräsyhtiöistä. Yhtiön ydintoiminta koostuu sekä rautamalmin louhinnasta että orgaanisten polttoaineiden valmistamisesta.

Toimialapainomme eivät ole juuri muuttuneet kvartaalin aikana. Olemme edelleen indeksiin nähden ylipainossa kulutustavaroissa ja sähköntuotannossa, alipainossa sektorilla ”muut raaka-aineet” (esim. metalli- ja kaivosala) sekä rahoituksessa. Etsimme jatkuvasti yhtiöitä, jotka hyötyvät Venäjän vahvasta talouskasvusta ja olemme lisänneet sijoituksiamme etenkin kulutussektorille ja sähköyhtiöihin. Venäjän edullinen henkilövero (13 % tasavero) sekä alhainen velkakulttuuri saavat aikaan sen, että käytettävissä oleva tulo on korkealla tasolla, selvästi BRIC-maiden korkein.

Venäjän pitkän aikavälin luottoluokitus BBB on mielenkiintoinen yksityiskohta. Vaikka Venäjän valtio on käytännössä velaton on sen luottokelpoisuus edelleen samalla tasolla kuin konkurssin partaalle ajautuneen Islannin. Tämä kertoo mielestämme enemmän luottoluokitusfirmoista kuin Venäjän talouden tilanteesta.

Presidentti Medvedevin ja pääministeri Putinin viimeaikaiset ilmoitukset ovat olleet maan kärkiuutinen. Samoihin aikoihin myös arvostettu ja pitkäaikainen talousministeri Aleksei Kudrin joutui eroamaan arvosteltuaan Medvedevin talouslinjauksia ja ilmoitettuaan, että ei aio olla mukana hallituksessa, jonka pääministeri on Medvedev. Kudrinin lähtöpässi oli mielestämme Medvedeviltä hätköity ratkaisu. Venäjän matala velkakulttuuri ja talouskasvu eivät kuitenkaan ole yhden miehen varassa emmekä poissulje sitäkään mahdollisuutta, että Kudrin jonain päivänä palaa parrasvaloihin. Uskomme myös, että Putinin todennäköinen paluu presidentiksi edistää Venäjän talouskasvua ja että Medvedevillä on parempi mahdollisuus jatkaa talouden ja yhteiskunnallisen elämän uudistamista pääministerinä.

Prosperity Capital Managementin raporttien pohjalta,



Jonathan Aalto
salkunhoitaja
jonathan.aalto@seligson.fi

KESTÄVÄN KEHITYKSEN PÄIVITYKSIÄ

Dow Jonesin kestävän kehityksen indeksien vuosittainen osakevalikoiman päivitys tehtiin perinteiseen tapaan syyskuussa ja tämä aiheutti luonnollisesti joitain muutoksia myös indeksirahastojemme sijoituksissa. Indeksien yritysvalinnosta vastaa sveitsiläinen Sustainability Asset Management (SAM) ja indekseihin valikoitui jälleen heidän kriteeriensä mukaiset parhaat yritykset.

SAM:in valintaprosessin lähtökohtana ovat Dow Jonesin ”normaalin” maailmaindeksin muodostavat 2500 maailman suurinta yhtiötä, mitattuna vapaan kaupankäynnin kohteena olevien osakkeiden markkina-arvolla. Näistä valitaan indeksiin päätyvät yhtiöt toimialoittain, jotta varmistetaan, että valintaprosessi ei aiheuta vinoumia indeksien toimialapainoituksissa.

SAM:in analyysi jakaantuu kolmeen osaan: taloudelliset kriteerit (esim. riskienhallinta), ympäristön huomioon ottaminen ja sosiaaliset kriteerit (mm. työturvallisuus). SAM:in prosessi on saanut laajaa kansainvälistä tunnustusta kattavuudestaan ja johdonmukaisuudestaan.¹ Tarkka kuvaus valintaprosessista (englanniksi) löytyy indeksikäsitelöistä internet-osoitteesta www.sustainability-indexes.com/07_html/publications/guidebooks.html.

Päivitykset eri indekseissä

Dow Jones Sustainability North America -indeksiä seuraavaan Pohjois-Amerikka-indeksirahastoomme tuli 20 uutta yhtiötä kahdentoista poistuvan tilalle. Indeksiksi ja rahastomme varallisuus on nyt hajautettuna 143 eri yhtiön osakkeisiin. Poistuneiden yhtiöiden osuus oli hieman yli 10 % rahaston varallisuudesta. Painoarvoltaan suurimmat lähtijät olivat Coca-Cola ja Microsoft.

Yhtiöiden poistuminen indeksistä ei välttämättä tarkoita, että ne olisivat kestävän kehityksen kriteerien näkökulmasta huonontuneet edellisestä vuodesta, vaan samojen toimialojen muut yhtiöt ovat onnistuneet täyttämään ko. kriteerit paremmin. Painoarvoltaan suurimpina uusina yhtiöinä rahastoon nousivat Goldman Sachs ja EMC Corp. Yhdysvaltojen paino rahaston varallisuudesta päivityksen jälkeen on 87 %, kanadalalaisten yhtiöiden 13 %. Kohdealueeseen USA:n ja Kanadan lisäksi kuuluvasta Meksikosta ei yrityksiä ole vielä mukana.

Eurooppa-indeksirahastomme seuraa *Dow Jones Sustainability Europe* -indeksiä, johon valittiin 21 uutta yhtiötä 13 poistuvan yhtiön tilalle. Poistuvien yhtiöiden osuus oli viisi prosenttia rahaston varallisuudesta, joten näistä vapautuvien varojen uudelleen sijoittaminen aiheutti kymmenen prosentin kierto nopeuden rahastolle. Yhtiöiden lukumääräksi muodostui päivityksen jälkeen 172.

Markkina-arvoltaan suurimpia uusia tulijoita olivat rahoitussektoriin kuuluvat Société Générale, Zurich Financial Services sekä UniCredit. Näille yhtiöille tilaa tekivät esimerkiksi ING Group, Volkswagen sekä ArcelorMittal.

Maantieteellisesti suurin osa sijoituksista suuntautuu edelleen Ison-Britannian, Sveitsin, Saksan ja Ranskan markkinoille. Suomalaisista yhtiöistä on mukana viimevuotiseen tapaan viisi ja nämä edustavat yhteensä noin prosenttia rahaston varallisuudesta.

Aasia-indeksirahaston *Dow Jones Sustainability Asia Pacific* -indeksiin valittiin tarkistuksen yhteydessä 24 uutta yhtiötä 10 poistuvan tilalle. Rahasto koostuu tällä hetkellä 156 yhtiön osakkeista.

Markkina-arvojen mukaan tarkasteltuna suurimmat muutokset tapahtuivat japanilaisissa yhtiöissä, uusina mukaan nousivat esimerkiksi Mitsubishi UFJ Financial Group sekä Mitsubishi Corp ja poistujina Sumitomo Corp sekä Murata Manufacturing Co. Poistuvien yhtiöiden osuus oli 14% rahaston varallisuudesta.

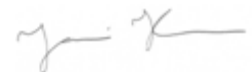
Poikkeuksellisesti kesken tarkastelukauden indeksistä poistettiin Fukushima tapahtumien keskipisteenä ollut Tokyo Electric Power. Tämän tilalle nostetun Korea Electric Powerin vierailu indeksissä jäi muutaman kuukauden mittaiseksi, yhtiö poistettiin syyskuun päivityksen yhteydessä.

Rahaston varallisuuden maantieteellinen jako tarkistuksen jälkeen näyttää seuraavalta: Japani 50,0 %, Australia 30,0 %, Etelä-Korea 12,9 %, Taiwan 3,7 %, Hong Kong 2,8 % ja Singapore 0,6 %.

Indeksirahastojamme kokonaisuutena tarkastellen yhtiöiden lukumääräisiä muutoksia voidaan pitää varsin korkeina, mutta päivityksestä aiheutuneissa kaupankäyntivolyyymeissa ja indeksirahastojen kierto nopeuksissa ei nähty kuitenkaan poikkeuksellisen suuria heilahteluja, kuten rahastojen tunnuslukuvuoltilta ilmenee.



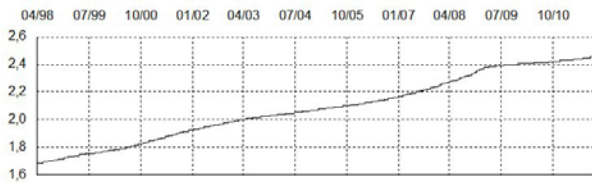
Jani Nilsson, salkunhoitaja
jani.nilsson@seligson.fi



Jani Holmberg, salkunhoitaja
jani.holmberg@seligson.fi

¹ Esimerkiksi kestävän kehityksen arvioijia tarkasteleva ”Rate the Raters” -projekti. Lisätietoja esim. www.sustainability-indexes.com/07_html/assessment/overview.html

RAHAMARKKINARAHASTO AAA
 30.9.2011

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)


Rahamarkkinarahasto, joka sijoittaa lyhytaikaisiin eurooppalaisiin korkoinstrumentteihin.

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	1.4.1998
Tyyppi	Lyhyet korot, euro-alue
Rahaston koko (milj. euroa)	275,0
Vertailuindeksi	3 kk euriborindeksi
Hallinnointi- ja säilytyspalkkiot	0,18 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintäpalkkio	ei
Lunastuspalkkio	ei
Salkunhoitajat	Jani Holmberg / Inari Nilsson

TUOTTO JA VOLATILITEETTI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	0,45 %	0,05 %	0,40 %	0,07 %
Vuoden alusta	1,05 %	0,06 %	0,89 %	0,08 %
1 v	1,33 %	0,06 %	1,12 %	0,07 %
3 v	5,61 %	0,12 %	5,21 %	0,15 %
5 v	14,21 %	0,15 %	14,36 %	0,18 %
10 v	28,60 %	0,13 %	30,43 %	0,15 %
Aloituspäivästä	45,93 %	0,15 %	49,16 %	0,17 %
Aloituspäivästä p.a.	2,84 %		3,00 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT
1.10.2010 – 30.9.2011

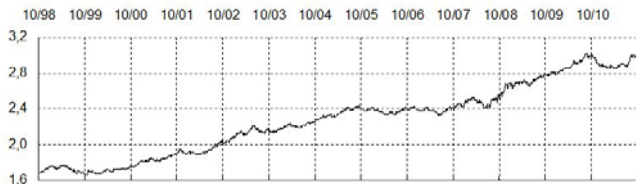
Palkkiot yhteensä (TER)	0,18 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,01 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,20 %
Salkun kiertonopeus	38,10 %
Salkun korkoriski (duraatio)	0,26
Välityspalkkiot lähipiirille	0,00 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	0,02 %
Lähipiirin omistussuus (30.9.2011)	0,68 %

SUURIMMAT OMISTUKSET

	Maa	Osuus rahastosta
Sijoitustodistus Ålandsbanken 02.12.2011	Suomi	3,3 %
Sijoitustodistus SHB 01.11.2011	Suomi	2,9 %
Sijoitustodistus SHB 14.11.2011	Suomi	2,9 %
Sijoitustodistus Tapiola Pankki 13.12.2011	Suomi	2,9 %
Sijoitustodistus Nordea 27.10.2011	Suomi	2,5 %
Sijoitustodistus Tapiola Pankki 7.11.2011	Suomi	2,5 %
Sijoitustodistus Ålandsbanken 04.01.2012	Suomi	2,5 %
Määräaikainen talletus Helsingin OP Pankki 12.10.2011	Suomi	2,2 %
Määräaikainen talletus AsuntoHypoPankki 09.01.2012	Suomi	2,2 %
Sijoitustodistus Aktia 10.10.2011	Suomi	2,2 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

EURO-OBLIGAATIO
 30.6.2011

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)


Obligaatioindeksirahasto, joka seuraa euroalueen valtioiden liikkeelle laskemien

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	14.10.1998
Tyyppi	Pitkät korot, euro-alue
Rahaston koko (milj. euroa)	48,1
Vertailuindeksi	EFFAS Bond Indices Euro Govt All > 1Yr
Hallinnointi- ja säilytyspalkkiot	0,28 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintäpalkkio	ei
Kaupankäyntipalkkio lunastettaessa (maksetaan rahastoon)	0 % (0,2 %, jos sijoitusaika < 3 kk)
Salkunhoitajat	Jani Holmberg / Inari Nilsson

TUOTTO JA VOLATILITEETTI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	3,43 %	4,91 %	3,19 %	5,56 %
Vuoden alusta	3,65 %	3,86 %	2,70 %	4,10 %
1 v	0,04 %	3,75 %	-0,98 %	4,02 %
3 v	18,67 %	4,03 %	14,81 %	4,17 %
5 v	24,23 %	4,13 %	20,07 %	3,99 %
10 v	57,95 %	3,80 %	55,96 %	3,75 %
Aloituspäivästä	77,87 %	3,70 %	76,74 %	3,64 %
Aloituspäivästä p.a.	4,54 %		4,49 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT
1.10.2010 – 30.9.2011

Palkkiot yhteensä (TER)	0,28 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,02 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,30 %
Salkun kiertonopeus	-16,10 %
Lainaluokitukset (rating)	AAA 61,2 %, AA 35,3 %, BBB 2,2 %, CCC 1,3%
Salkun korkoriski (duraatio)	5,83
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	1,45 %
Lähipiirin omistussuus (30.9.2011)	0,01 %

SUURIMMAT OMISTUKSET

	Maa	Osuus rahastosta
Ranskan valtion obligaatio 4,25% 25.04.2019	Ranska	9,6 %
Italian valtion obligaatio 4,25% 01.08.2014	Italia	9,2 %
Saksan valtion obligaatio 3,50% 04.01.2016	Saksa	9,2 %
Ranskan valtion obligaatio 3,50% 25.04.2015	Ranska	8,6 %
Saksan valtion obligaatio 6,25% 04.01.2024	Saksa	8,3 %
Italian valtion obligaatio 4,25% 01.03.2020	Italia	7,1 %
Saksan valtion obligaatio 4,0% 04.01.2018	Saksa	5,2 %
Ranskan valtion obligaatio 5,50% 25.04.2029	Ranska	4,7 %
Hollannin valtion obligaatio 3,75% 15.07.2014	Alankomaat	4,5 %
Itävallan valtion obligaatio 3,90% 15.07.2020	Itävalta	4,2 %

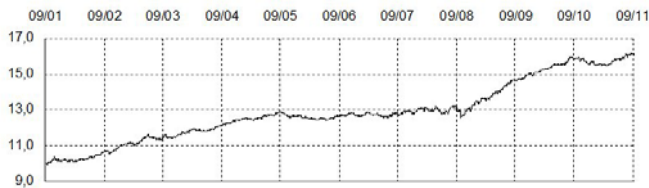
Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

PASSIIVISET RAHASTOT

EURO CORPORATE BOND

30.9.2011

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Obligaatioindeksirahasto, joka seuraa yritysten liikkeelle laskemien

RAHASTON AVAINTIEDOT	
Aloituspäivä	14.9.2001
Tyyppi	Pitkät korot, euro-alue
Rahaston koko (milj. euroa)	40,9
Vertailuindeksi	Merrill Lynch EMU Corporates Non-Financial Index
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,33 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintä-/lunastuspalkkio (maksetaan rahastoyhtiölle)	ei
Kaupankäyntipalkkio lunastettaessa (maksetaan rahastoon)	0 % (0,2 %, jos sijoitusaika < 3 kk)
Salkunhoitaja	Jani Holmberg / Inari Nilsson

TUOTTO JA VOLATIILITEETTI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	1,67 %	4,10 %	1,41 %	4,22 %
Vuoden alusta	2,29 %	3,37 %	2,52 %	3,22 %
1 v	1,12 %	3,26 %	1,16 %	3,09 %
3 v	23,41 %	3,46 %	25,52 %	3,16 %
5 v	25,99 %	3,48 %	27,95 %	3,08 %
10 v	60,11 %	3,21 %	70,76 %	3,01 %
Aloituspäivästä	60,42 %	3,21 %	70,26 %	3,02 %
Aloituspäivästä p.a.	4,82 %		5,44 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.10.2010 – 30.9.2011

Palkkiot yhteensä (TER)	0,33 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,07 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,41 %
Salkun kiertonopeus	-2,69 %
Lainaluokitukset	AAA 2,2%, AA 15,9%, A 46,0 %, BBB 35,9 %
Salkun korkoriski (duraatio)	4,08
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	1,46 %
Lähipiirin omistusosuus (30.9.2011)	0,01 %

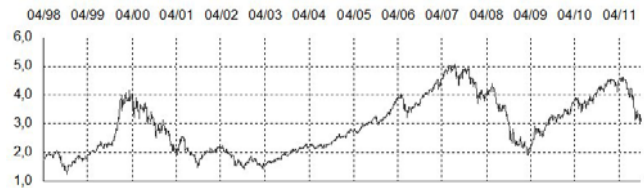
SUURIMMAT OMISTUKSET	Maa	Osuus rahastosta
ELECTRICITE DE FRANCE 6,25% 25.01.2021	Ranska	2,1 %
ENEL-SOCIETA PER AZIONI 5,25% 20.06.2017	Italia	2,0 %
ENI SPA 4,75% 14.11.2017	Italia	1,9 %
VEOLIA ENVIRONNEMENT 4,375% 16.01.2017	Ranska	1,8 %
TELEFONICA EUROPE BV 5,125% 14.02.2013	Espanja	1,8 %
E.ON INTL FINANCE BV 5,75% 07.05.2020	Saksa	1,7 %
SIEMENS FINANCE 5,125% 20.02.2017	Saksa	1,7 %
GDF SUEZ 6,25% 24.01.2014	Ranska	1,7 %
SHELL INTERNATIONAL FIN 4,50% 09.02.2016	Alanko-	1,6 %
FRANCE TELECOM 4,75% 21.02.2017	Ranska	1,6 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

SUOMI-INDEKSIRAHASTO

30.9.2011

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Suomalaisiin osakkeisiin sijoittava indeksirahasto.

RAHASTON AVAINTIEDOT	
Aloituspäivä	1.4.1998
Tyyppi	Osakerahasto, Suomi
Rahaston koko (milj. euroa)	34,8
Vertailuindeksi	OMX GES Sustainability Finland Index
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,45 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintä-/lunastuspalkkio (maksetaan rahastoyhtiölle)	ei
Kaupankäyntipalkkio lunastettaessa (maksetaan rahastoon)	0,1 % merkittäessä ja lunastettaessa (0,5 %, lunastettaessa jos sijoitusaika < 6 kk)
Salkunhoitaja	Jani Holmberg / Inari Nilsson

TUOTTO JA VOLATIILITEETTI

	Rahasto		Vertailuindeksi*	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	-24,24 %	40,30 %	-24,25 %	40,42 %
Vuoden alusta	-29,64 %	28,05 %	-29,42 %	28,13 %
1 v	-23,57 %	25,31 %	-23,26 %	25,36 %
3 v	3,31 %	27,99 %	4,96 %	28,23 %
5 v	-16,06 %	25,79 %	-13,11 %	25,90 %
10 v	98,03 %	22,43 %	83,06 %	22,50 %
Aloituspäivästä	84,62 %	25,70 %	57,62 %	25,99 %
Aloituspäivästä p.a.	4,64 %		3,43 %	

* Hintaindeksi 30.6.2005 asti, 1.7.2005 alk. Helsinki Benchmark Cap –tuottoindeksi ja 1.3.2011 alkaen OMX GES Sustainability Finland Index.

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.10.2010 – 30.9.2011

Palkkiot yhteensä (TER)	0,45 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,11 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,56 %
Salkun kiertonopeus	18,50 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	0,25 %
Lähipiirin omistusosuus (30.9.2011)	0,15 %

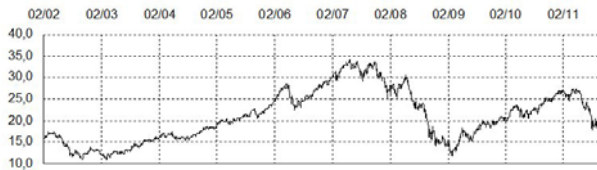
SUURIMMAT OMISTUKSET	Maa	Osuus rahastosta
FORTUM OYJ	Suomi	10,2 %
NOKIA OYJ	Suomi	10,1 %
KONE OYJ-B	Suomi	9,4 %
UPM-KYMMENE OYJ	Suomi	7,4 %
WÄRTSILA OYJ	Suomi	6,0 %
METSO OYJ	Suomi	5,0 %
NOKIAN RENKAAT OYJ	Suomi	4,9 %
STORA ENSO OYJ-R SHS	Suomi	4,7 %
ELISA OYJ	Suomi	3,8 %
ORION OYJ-CLASS B	Suomi	3,5 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

OMXH25 -INDEKSIOUUSRAHASTO

30.9.2011

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



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

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	8.2.2002
Tyyppi	Osakerahasto, Suomi
Rahaston koko (milj. euroa)	157,2
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 / Inari Nilsson

TUOTTO JA VOLATILITEETTI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto*	Volatiliteetti
3 kk	-22,48 %	39,93 %	-22,55 %	39,55 %
Vuoden alusta	-26,47 %	27,38 %	-29,50 %	27,27 %
1 v	-20,00 %	25,24 %	-23,25 %	25,18 %
3 v	6,14 %	30,25 %	-6,42 %	30,47 %
5 v	-12,44 %	27,68 %	-28,57 %	27,85 %
Aloituspäivästä	72,70 %	23,30 %	18,29 %	23,49 %
Aloituspäivästä p.a.	5,83 %		1,76 %	

* Huom! Rahaston tuotto on laskettu siten, että on otettu huomioon rahastosta jaetut tuotonmaksut. Vertailuindeksinä toimiva OMXH25-indeksi sen sijaan on hintaindeksi eli siinä ei ole mukana osinkoja.

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.10.2010 – 30.9.2011

Palkkiot yhteensä (TER)	0,16 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,02 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,18 %
Salkun kiertonopeus	14,07 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoiikkeama (tracking error)	0,19 %
Lähipiirin omistusosuus (30.9.2011)	0,0 %

SUURIMMAT OMISTUKSET

Maa Osuus rahastosta

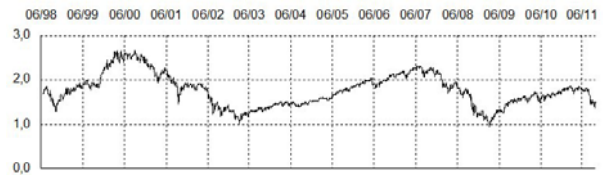
NOKIA OYJ	Suomi	12,3 %
FORTUM OYJ	Suomi	11,2 %
SAMPO OYJ-A SHS	Suomi	10,4 %
KONE OYJ-B	Suomi	10,1 %
UPM-KYMMENE OYJ	Suomi	6,5 %
TELIASONERA AB	Ruotsi	6,2 %
WÄRTSILA OYJ	Suomi	4,4 %
METSO OYJ	Suomi	4,4 %
NOKIAN RENKAAT OYJ	Suomi	4,3 %
NORDEA BANK AB - FDR	Ruotsi	3,7 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

EUROOPPA-INDEKSIRAHASTO

30.9.2011

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Osakeindeksirahasto, joka seuraa DJ Sustainability Europe-indeksiä.

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	15.6.1998
Tyyppi	Osakerahasto, Eurooppa
Rahaston koko (milj. euroa)	49,0
Vertailuindeksi	DJ Sustainability Europe 20.9.2010 asti DJ STOXX Sustainability
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,45 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintä-/lunastuspalkkio (maksetaan rahastoyhtiölle)	ei
Kaupankäyntipalkkio (maksetaan rahastoon)	0,1 % merkittäessä ja lunastettaessa (0,5 % lunastettaessa, jos sijoitusaika < 6 kk)
Salkunhoitaja	Jani Holmberg / Inari Nilsson

TUOTTO JA VOLATILITEETTI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	-16,53 %	34,27 %	-16,52 %	34,36 %
Vuoden alusta	-16,58 %	23,43 %	-16,45 %	23,45 %
1 v	-11,15 %	21,03 %	-10,89 %	21,05 %
3 v	-5,42 %	26,51 %	-3,92 %	26,61 %
5 v	-27,22 %	24,05 %	-24,87 %	24,10 %
10 v	-13,24 %	22,64 %	-6,86 %	22,68 %
Aloituspäivästä	-12,46 %	23,23 %	-1,02 %	23,43 %
Aloituspäivästä p.a.	-1,00 %		-0,08 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.10.2010 – 30.9.2011

Palkkiot yhteensä (TER)	0,46 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,03 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,50 %
Salkun kiertonopeus	-4,67 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoiikkeama (tracking error)	0,64 %
Lähipiirin omistusosuus (30.9.2011)	0,23 %

SUURIMMAT OMISTUKSET

Maa Osuus rahastosta

NESTLE SA-REG	Sveitsi	5,6 %
NOVARTIS AG-REG	Sveitsi	4,7 %
HSBC HOLDINGS PLC	Iso-Britannia	4,2 %
ROCHE HOLDING AG-GENUSSCHEIN	Sveitsi	3,5 %
TOTAL SA	Ranska	3,0 %
BRITISH AMERICAN TOBACCO PLC	Iso-Britannia	2,7 %
SIEMENS AG-REG	Saksa	2,4 %
TELEFONICA SA	Espanja	2,4 %
BANCO SANTANDER SA	Espanja	2,1 %
RIO TINTO PLC	Iso-Britannia	1,9 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

PASSIIVISET RAHASTOT

AASIA-INDEKSIRAHASTO

30.9.2011

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Osakeindeksirahasto, joka seuraa DJ Sustainability Asia Pacific -indeksiä.

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	29.12.1999
Tyyppi	Osakerahasto, Aasia
Rahaston koko (milj. euroa)	19,2
Vertailuindeksi	Dow Jones Sustainability Asia Pacific 31.3.2009 asti TOPIX Core 30 Return Index
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,45 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintä-/lunastuspalkkio (maksetaan rahastoyhtiölle)	ei
Kaupankäyntipalkkio (maksetaan rahastoon)	0,1 % merkittäessä ja lunastettaessa (0,5 % lunastettaessa, jos sijoitusaika < 6 kk)
Salkunhoitaja	Jani Holmberg / Inari Nilsson

TUOTTO JA VOLATILITEETTI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	-9,55 %	22,48 %	-9,62 %	23,94 %
Vuoden alusta	-17,18 %	18,87 %	-17,27 %	19,87 %
1 v	-6,42 %	17,45 %	-5,68 %	18,42 %
3 v	-0,83 %	22,17 %	4,28 %	23,48 %
5 v	-29,63 %	21,51 %	-25,95 %	22,47 %
10 v	-30,98 %	22,24 %	-23,61 %	22,80 %
Aloituspäivästä	-68,57 %	23,46 %	-65,55 %	24,51 %
Aloituspäivästä p.a.	-9,37 %		-8,66 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.10.2010 – 30.9.2011

Palkkiot yhteensä (TER)	0,47 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,03 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,51 %
Salkun kiertonopeus	2,34 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipointikeama (tracking error)	3,98 %
Lähipiirin omistusosuus (30.9.2011)	0,27 %

SUURIMMAT OMISTUKSET

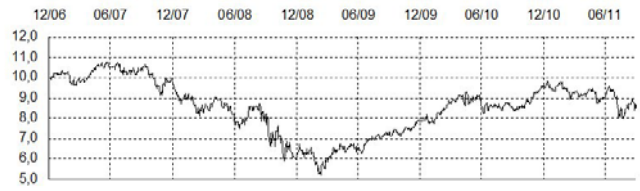
	Maa	Osuus rahastosta
BHP BILLITON LTD	Australia	5,4 %
TOYOTA MOTOR CORP	Japani	5,2 %
SAMSUNG ELECTR-GDR	Korean tasavalta	3,8 %
COMMONWEALTH BANK OF AUSTRALIA	Australia	3,4 %
MITSUBISHI UFJ FINANCIAL GROUP	Japani	3,2 %
WESTPAC BANKING CORP	Australia	3,0 %
TAIWAN SEMICONDUCTOR-SP ADR	Taiwan	2,9 %
AUST AND NZ BANKING GROUP	Australia	2,5 %
NATIONAL AUSTRALIA BANK LTD	Australia	2,4 %
SUMITOMO MITSUI FINANCIAL GR	Japani	2,0 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

POHJOIS-AMERIKA-INDEKSIRAHASTO

30.9.2011

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Osakeindeksirahasto, joka seuraa DJ Sustainability North America -indeksiä.

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	29.12.2006
Tyyppi	Osakerahasto, Pohjois-Amerikka
Rahaston koko (milj. euroa)	26,1
Vertailuindeksi	DJ Sustainability North America 1.7.2008 asti Dow Jones Industrial Average TR
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,43 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintä-/lunastuspalkkio (maksetaan rahastoyhtiölle)	ei
Kaupankäyntipalkkio (maksetaan rahastoon)	0,1 % merkittäessä ja lunastettaessa (0,5 % lunastettaessa, jos sijoitusaika < 6 kk)
Salkunhoitaja	Jani Holmberg / Inari Nilsson

TUOTTO JA VOLATILITEETTI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	-3,95 %	26,09 %	-3,57 %	26,42 %
Vuoden alusta	-8,13 %	18,96 %	-7,43 %	19,28 %
1 v	2,50 %	17,63 %	3,63 %	17,99 %
3 v	12,63 %	26,41 %	16,18 %	26,98 %
Aloituspäivästä	-13,09 %	24,36 %	-10,57 %	24,94 %
Aloituspäivästä p.a.	-2,91 %		-2,32 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.10.2010 – 30.9.2011

Palkkiot yhteensä (TER)	0,45 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,02 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,47 %
Salkun kiertonopeus	-15,97 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipointikeama (tracking error)	0,61 %
Lähipiirin omistusosuus (30.6.102011)	0,05 %

SUURIMMAT OMISTUKSET

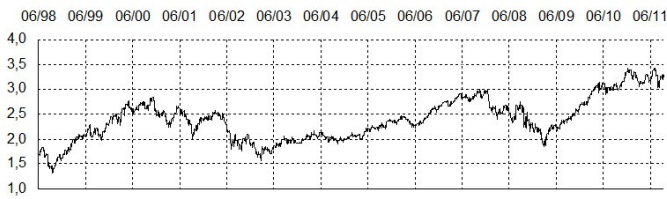
	Maa	Osuus rahastosta
INTL BUSINESS MACHINES CORP	Yhdysvallat	4,7 %
CHEVRON CORP	Yhdysvallat	4,2 %
PROCTER & GAMBLE CO/THE	Yhdysvallat	3,8 %
JOHNSON & JOHNSON	Yhdysvallat	3,8 %
AT&T INC	Yhdysvallat	3,8 %
GENERAL ELECTRIC CO	Yhdysvallat	3,7 %
INTEL CORP	Yhdysvallat	2,6 %
VERIZON COMMUNICATIONS INC	Yhdysvallat	2,3 %
MERCK & CO. INC.	Yhdysvallat	2,2 %
PEPSICO INC	Yhdysvallat	2,2 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

GLOBAL TOP 25 BRANDS

30.9.2011

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Osakekorirahasto, joka sijoittaa maailman arvostetuimpiin tavaramerkkeihin.

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	18.6.1998
Tyyppi	Osakerahasto, maailma
Rahaston koko (milj. euroa)	70,6
Vertailuindeksi	50% MSCI Consumer Discretionary NDR 50% MSCI Consumer Staples NDR
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,6 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintä-/lunastuspalkkio (maksetaan rahastoyhtiölle)	ei
Kaupankäyntipalkkio (maksetaan rahastoon)	0,5 % lunastettaessa, jos sijoitusaika < 6 kk
Salkunhoitaja	Jani Holmberg / Inari Nilsson

TUOTTO JA VOLATILITEETTI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	-0,50 %	21,43 %	-2,40 %	21,88 %
Vuoden alusta	-2,64 %	15,42 %	-4,38 %	16,81 %
1 v	7,20 %	14,26 %	4,87 %	15,95 %
3 v	27,32 %	19,90 %	32,11 %	20,91 %
5 v	29,20 %	18,35 %	10,41 %	18,77 %
10 v	57,71 %	17,78 %	27,29 %	16,99 %
Aloituspäivästä	92,89 %	18,75 %	35,65 %	17,20 %
Aloituspäivästä p.a.	5,07 %		2,32 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.10.2010 – 30.9.2011

Paikkit yhteensä (TER)	0,61 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,03 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,64 %
Salkun kiertonopeus	-14,37 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	5,13 %
Lähipiirin omistusosuus (30.9.2011)	0,11 %

SUURIMMAT OMISTUKSET

Maa Osuus rahastosta

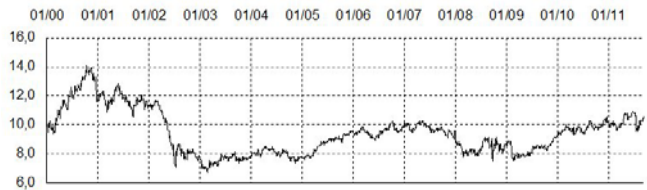
MCDONALD'S CORP	Yhdysvallat	8,5 %
COCA-COLA CO/THE	Yhdysvallat	8,3 %
UNILEVER NV-CVA	Alankomaat	6,7 %
PROCTER & GAMBLE CO/THE	Yhdysvallat	6,7 %
WALT DISNEY CO/THE	Yhdysvallat	5,6 %
TIFFANY & CO	Yhdysvallat	4,3 %
NIKE INC -CL B	Yhdysvallat	3,9 %
HERMES INTERNATIONAL	Ranska	3,8 %
BAYERISCHE MOTOREN WERKE AG	Saksa	3,8 %
KRAFT FOODS INC-CLASS A	Yhdysvallat	3,8 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

GLOBAL TOP 25 PHARMACEUTICALS

30.9.2011

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Osakekorirahasto, joka sijoittaa maailman suurimpien lääkeyritysten osakkeisiin.

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	17.1.2000
Tyyppi	Osakerahasto, lääketeollisuus
Rahaston koko (milj. euroa)	38,5
Vertailuindeksi	MSCI Pharma & Biotech NDR
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,6 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintä-/lunastuspalkkio (maksetaan rahastoyhtiölle)	ei
Kaupankäyntipalkkio (maksetaan rahastoon)	0,5 % lunastettaessa, jos sijoitusaika < 6 kk
Salkunhoitaja	Jani Holmberg / Inari Nilsson

TUOTTO JA VOLATILITEETTI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	0,10 %	18,95 %	-0,63 %	21,08 %
Vuoden alusta	3,98 %	14,05 %	1,78 %	16,38 %
1 v	8,08 %	12,96 %	5,22 %	15,46 %
3 v	24,76 %	17,79 %	20,29 %	20,05 %
5 v	7,03 %	16,29 %	-3,46 %	18,06 %
10 v	-5,31 %	15,76 %	-19,86 %	17,78 %
Aloituspäivästä	5,75 %	16,46 %	-9,97 %	17,78 %
Aloituspäivästä p.a.	0,48 %		-0,89 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.10.2010 – 30.9.2011

Paikkit yhteensä (TER)	0,62 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,04 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,676 %
Salkun kiertonopeus	-27,40 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	3,15 %
Lähipiirin omistusosuus (30.9.2011)	0,12 %

SUURIMMAT OMISTUKSET

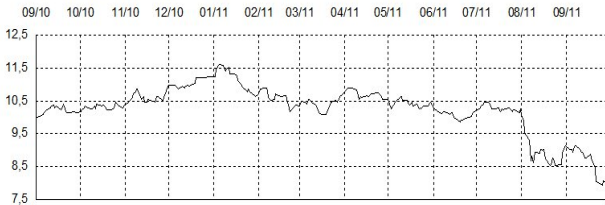
Maa Osuus rahastosta

ROCHE HOLDING AG-GENUSSCHEIN	Sveitsi	7,3 %
JOHNSON & JOHNSON	Yhdysvallat	7,0 %
MERCK & CO. INC.	Yhdysvallat	6,5 %
NOVARTIS AG-REG	Sveitsi	6,5 %
PFIZER INC	Yhdysvallat	5,7 %
BIOGEN IDEC INC	Yhdysvallat	4,3 %
ALLERGAN INC	Yhdysvallat	3,9 %
BRISTOL-MYERS SQUIBB CO	Yhdysvallat	3,8 %
CELGENE CORP	Yhdysvallat	3,7 %
GLAXOSMITHKLINE PLC	Iso-Britannia	3,6 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

KEHITTYVÄT MARKKINAT
30.9.2011

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Erikoissijoitusrahasto, joka sijoittaa kehittyville markkinoille erittäin laajasti hajautettuun passiiviseen DFA Emerging Markets Value Fund –rahastoon.

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	3.9.2010
Tyyppi	Osakerahasto (syöttörahasto), kehittyvät markkinat
Rahaston koko (milj. euroa)	16,0
Vertailuindeksi	MSCI Emerging Markets Value Index
Hallinnointi- ja säilytyspalkkiot	A-osuudet 0,25 % + kohderahasto 0,50 %, I-osuudet 0 % + kohderahasto 0,50 %
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintäpalkkio	0 %
Lunastuspalkkio	0 %, jos sijoitusaika ≥ 12 kk 0,5 %, jos sijoitusaika < 12 kk mutta ≥ 6 kk 1 %, jos sijoitusaika < 6 kk
Salkunhoitajat	Jonathan Aalto / Veera Siltaoja

TUOTTO JA VOLATILITEETTI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	-19,8 %	28,1 %	-19,8 %	28,0 %
Vuoden alusta	-24,0 %	21,9 %	-23,9 %	22,0 %
1 v	-20,3 %	18,3 %	-20,1 %	18,3 %
Aloituspäivästä	-19,0 %	17,9 %	-18,8 %	17,9 %
Aloituspäivästä p.a.	-17,8 %		-17,6 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.10.2010 – 30.9.2011

Palkkiot yhteensä (TER)	A: 0,90 % I: 0,65 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Salkun kiertonopeus	-25,96 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	1,86 %
Lähipiirin omistusosuus (30.9.2011)	0,05 %
Kaupankäyntikuluja ja kokonaiskuluja (TKA) emme ainakaan toistaiseksi voi julkais- ta, koska rahastosta, johon syöttörahastona toimiva Seligson & Co Kehittyvät Markkinat sijoittaa, ei niitä ole saatavilla.	

KORKONÄKYMISTÄ

Korkonäkymistä on valitettavan vähän uutta sanottavaa. Kreikan ja muutaman muun euromaan sekä USA:n velka- kriisiä on ratkottu pitkään ja hartaasti. Poliittisen päätöksenteon hitaus höystettynä talusmedian räväköillä otsikoilla on aiheuttanut melkoisia markkinaliikkeitä – juuri kun oli- tiin toipumassa vuoden 2008 finanssikriisistä.

Euroopan keskuspankin rahapolitiittiset kiristystoimet alku- vuonna 2011 olivat odotettuja inflaation kiihtyessä. Kesää kohti esiin nousivat pankkien vastuut Kreikan valtiolainojen suhteen. Keskuspankin rahapolitiikan kulmakivi, hintavaka- us, jäi taka-alalle. EKP:n oli unohdettava 2 % inflaatiota- voite ja kuunneltava poliitikkojen huolia velkakriisin vaiku- tuksista rahoitusmarkkinoiden toimintaan. Edelleen kesku- pankki on joutunut ostamaan jo aikaisemmin kriisimaiden lainoja, sekin vastoin alkuperäisiä toimintaperiaatteita.

Rahamarkkinakorot ovat edelleen historiallisen alhaalla eikä riskittömien korkosijoitusten tuotto anna edes inflaatio- suojaa. Pankit ovat kilpailleet talletusvaroista tulevien va- kavaraissuussäädösten vuoksi ja määräaikaistalletusten korot ovat ylittäneet selvästi vastaavat euribortasot. Sijoittajan on hyvä muistaa määräaikaistalletuksia miettiessään, että tili- koron lähdevero ei voi vähentää muiden sijoitusten mah- dollisista tappioista ja tarkistaa, että purkaminen ennen eräpäivää onnistuu ilman ylimääräisiä kuluja.

Hyvä lyhyen koron rahasto on likvidi hajautettu vaihtoehto, mutta tässä kohtaa muistutan (taas) rahamarkkinarahastojen sijoituskohteiden tarkastamisesta. Muutaman vuoden tauon jälkeen on monen rahamarkkinarahaston tuotto painunut (taas) pakkaselle, samasta syystä kuin edellisen kriisin aika- na. Salkkuihin on hankittu pitkiä vaihtuvakorkoisia lainoja korkeiden kulujen kattamiseksi ja niiden arvot ovat laske- neet orastavan pankkikriisin myötä.

Viime syksyn (3/2010) katsauksessa kävin läpi pitkän ko- ron rahastojen korkeita edellisten vuosien tuottoja sekä korkosijoituksiin liittyviä riskejä. Riskien suhteen mikään ei ole muuttunut: pitkät korot ovat tällä hetkellä vielä alempa- na kuin vuosi sitten, eivätkä rahastojen 12 kk tuotot ole lähelläkään edellisten vuosien tasoa.

Miksi pitkät korot, pois lukien kriisimaat, ovat jääneet näin- kin mataliksi yli 2 % inflaatiosta huolimatta? Suurten insti- tuutiosijoittajien mahdollisuudet ottaa osakeriskiä ovat alentuneet tuntuvasti ja hyvien euromaiden lainoja on han- kittu ”turvasatamina”. Jokainen voi miettiä, onko 10 vuo- den obligaatiosijoitus reilun 2 % korolla *riskitön* sijoitus?

Eurooppalaisten yrityslainojen riskilisät ovat tätä kirjoitetta- essa normaalit. Huomattavaa on se, että osakkeiden nyky- hinnoilla monen yrityksen oletettu osinkotuotto on suurem- pi kuin lainan vuotuinen kuponkikorko. Mielenkiintoista.

Jaakko Jouppi, korkoasiantuntija
jaakko.jouppi@seligson.fi

RYSK TILLVÄXT – ETT MYSTERIUM?

Winston Churchill yttrade följande ord i en radiosändning i oktober 1939:

"I cannot forecast to you the action of Russia. It is a riddle, wrapped in a mystery, inside an enigma; but perhaps there is a key. That key is Russian national interest."

(Jag kan inte förutsäga åt er hur Ryssland kommer att handla. Landet är en gåta inlindad i ett mysterie insvept i ett dunkel -- men möjligen finns det lösning. Lösningen är Rysslands nationella intresse.)

Det är inte bara Sir Winston som har haft svårt att förstå sig på Ryssland. Fortfarande är vårt östra grannland för många ett relativt okänt fenomen, inte minst när det gäller ekonomi och placeringar.

Undertecknad besökte Moskva i samband med en investeringskonferens som årligen ordnas av vår samarbetspartner Prosperity Capital Management (PCM). Konferensen innehöll föreläsningar och företagsbesök samt även kulturella evenemang.

PCM grundades år 1996 och har blivit en av de största portföljförvaltarna i Ryssland. Bolaget åtnjuter stor respekt i Ryssland vilket exempelvis syns i att investeringsdirektören Alexander Branis leder Kremles reformgrupp för *corporate governance*, alltså god förvaltningssed inom företagssektorn.

Lär dig ryska!

En av de mest intressanta tillställningarna var en frukostdiskussion med utlänningar som bott och arbetat i Ryssland under en längre tid.

Panelens samtliga deltagare var överens om att affärsverksamheten i Ryssland skall ske på landets villkor och att språket spelar en viktig roll. Som skräckexempel på hur affärer inte skall drivas presenterades en arrogant portugisisk VD för ett stort företag som varken talade ryska eller engelska och konstant kommunicerade via sin tolk. Portugisen hölls inte länge på sin post.

Mota Olle i grind!

President Medvedev har gjort kampen mot korruptionen till en huvudfråga och många i publiken undrade om det överhuvudtaget går att göra affärer i Ryssland utan att mutor är involverade. En irländsk representant påpekade dock att det bra går att etablera sig i Ryssland utan att betala mutor ifall man från första början går in för en nolltoleranslinje.

Emedan vissa röster hävdar att korruptionen ökade under Putins tid som president är panelens deltagare eniga om att Ryssland inom det senaste decenniet gjort framsteg vad

gäller bekämpning av mutor och förespråkande av god företagssed.

Byråkratin är en annan nagel i ögat. En annan av panelens chefer berättade att han motvilligt varje eftermiddag tillbringar en timme med att underteckna och stämpla diverse dokument, en procedur som tyvärr blivit kvar från sovjettiden.

(Även vi på Seligson & Co har fått dokument tillbakaskickade eftersom vi använt oss av en fyrkantig stämpel istället för den runda varianten som tycks vara standard i Ryssland!)

Stabil politik?

En fråga på allas läppar var det inkommande presidentvalets påverkan på den ryska ekonomin. Enligt PCM är den politiska risken överdriven och den ryska statsledningen kommer även i framtiden att arbeta för att modernisera och utveckla Ryssland oberoende av om presidenten heter Medvedev eller Putin.

Fastän Medvedevs sparkande av den populära finansministern Alexei Kudrin framstår som ett förhastat beslut kan man inte frångå att Ryssland under en längre tid byggt upp ett fungerande ekonomiskt system vars byggstenar består av skatteintäkter från oljebolag samt en kultur som baserar sig på en begränsad skuldsättning. Kan man säga detsamma om alla så kallade västländer?

President Medvedev är även verksam i Moskvas ledande handelshögskola, Skolkovo Business School. SBS öppnade sina dörrar för MBA-studenter år 2009 och vår delegation erbjöds en chans att stifta bekantskap med campuset som utgör kärnan i Skolkovo Business Park där även företag i framtiden förväntas etablera sig.

Medvedev är styrelseordförande för skolans delegation och för finansieringen står bland andra en viss Roman Abramovich, affärsman och ägare av fotbollsklubben Chelsea FC. Väggarna i Skolkovo Business School pryds av bilder på bl.a. Condoleezza Rice och Arnold Schwarzenegger, några av de många gästtalare som bjudits in av skolan.

Till skillnad från många andra MBA-utbildningar fokuserar SBS på tillväxtmarknader och praktiskt arbete. I den 16 månader långa utbildningen ingår obligatoriska utlandsvistelser i BRIC-länderna där studenterna har konsulterande roller i olika företag.

Kaluga

Vissa ryska fenomen förstod sig Winston Churchill nog på. När han år 1941 skickade Lord Beaverbrook att förhandla med Stalin bad han honom att återkomma med ett avtal samt minst tio kilo av den bästa kaviaren, beluga.

I dag borde vi kanske rikta uppmärksamheten mera mot Kaluga, en industriregion ca. 150 km söder om Moskva, som

vi fick besöka. Tack vare skattefördelar och goda trafikförbindelser till Moskva har ett flertal internationella företag etablerat sig i regionen, som står för 8 % av Rysslands utländska direktinvesteringar.

Enligt Kalugas guvernör är regionen en av Rysslands minst korrupta och byråkratiska vilket även observerats i Moskva som har framhävt Kaluga som ett modellexempel för rysk ekonomisk tillväxt.

Samsung påbörjade produktionen av plasma- och lcd-tv-apparater i Kaluga år 2008 och tillverkar årligen ca. 3 miljoner tv-apparater enbart för Ryssland och CIS-länderna. Fabriken har över 1200 anställda för att möta den ökande efterfrågan på tv-apparater i Ryssland som beräknas öka med 30 % per år.

Enligt Samsungs Rysslandschef Ivan Pokrovsky var det ett logiskt val att grunda fabriken i Ryssland då efterfrågan är stor och transportkostnaderna blir lägre då produkterna brukas av den ryske konsumenten. Vi hade nöjet att besöka produktionanläggningarna i företaget vars produkter finns i allt flera ryska hem.

Kaluga har även en omfattande bilindustri. Vi besökte Volkswagens fabrik som tillverkar 600 bilar om dagen av märken som Touareg, Passat, Tiguan och Multivan. Fabriken producerar även bilar för Volkswagen-ägda Skoda. Volkswagen förutspår att det kommer att säljas 2,4 miljoner bilar i Ryssland under år 2011 vilket är en ökning på 27 %

från förra året. Volkswagen har investerat över 1,5 miljarder dollar i Ryssland och anser att landets bilmärknad inom de närmaste åren kommer att bli Europas största.

Stora framsteg

Fastän den ryska ekonomin har sina problem har Ryssland under Putins och Medvedevs presidentskap haft märkbara överskott i statsbudgeten samt byggt upp en stark valutareserv.

Den starka tillväxten har gjort Ryssland attraktivt för utländska investerare, inte minst för Samsung och Volkswagen som upptäckt landets ökade efterfråga på varor och tjänster.

Ryssland har under en kort period vuxit till en stark ekonomisk maktfaktor i världen som erbjuder investerare goda tillväxtpotentialer. Något som även Sir Winston säkert skulle bli imponerad av!



Jonathan Aalto
portföljförvaltare
jonathan.aalto@seligson.fi



KALAKISAN VOITTAJA

Kesäkalakisamme voittajaksi selviytyi helsinkiläinen Pekka Skyttä, joka kuvassa pitelee Bromarvista heittämällä pyydystämäänsä hirrrmuista haukea. Strategiset mitat 9,1 kiloa ja 1,2 metriä. Mainittakoon vielä, että allekirjoittaneen 30-vuotisen kalastusuran toistaiseksi suurin on vain 6,5 kiloinen, joten kyllä kadehdin... Joka tapauksessa: kiitos kaikille osallistujille ja lämpimät onnitelut voittajalle!



Jaakko Jouppi
jaakko.jouppi@seligson.fi

...ja vielä joku iso ETF-talo rysähtää oikein kunnolla – sijoittajien pitää varautua NYT!

Pitäisköhän purkaa meidän ETF-sijoitukset?

RISKIENHALLINTAA

Tiedä häntä. Kaverilla on varmaan oma lehmä ojassa.

Paraskin puhuja!

Hei oikeasti, eihän sille kukaan sanonut vastaankaan!

Ei se riskiä lisää, jos rahastoa myydään pörsissä.

Jep, pointti on kai sijoituskohteiden suora omistaminen vs. johdannaiset.

Mutta mistä sitä tietää mitä kaikki ulkomaiset XYZ Super Crackerit on syönyt?

Voitais ehkä muutenkin vähentää eksoottisia sijoituksia...

Ei meillä ole hätää. Osakepaino on suunnitelman mukainen ja kaikki rahastot omistaa sijoituskohteensa oikeasti.

Mistä sä sen tiedät? Voihan niissä olla vaikka mitä johdannaisia.

Mä otan kuule selvää ennen kuin ostan.

Ja ennen kuin toi ostaa!

SELIGSON & CO

Seligson & Co perustettiin 1997 tuottamaan kustannustehokkaita 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 minimoimaan sijoitusten tuottoa rasittavia kustannuksia. Keskitymme varainhoitoon ja olemme täysin riippumattomia esimerkiksi arvopaperivälittäjistä.

PALVELUMME

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

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

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

YKSINKERTAINEN ON TEHOKASTA!

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

Kun kaikki varainhoidossa käytetyt työkalut sopivat toisiinsa ja ovat riittävän yksinkertaisia, voidaan keskittyä oleelliseen. Kustannuksilla on merkitystä, yksinkertainen on tehokasta!



SELIGSON & CO RAHASTOYHTIÖ OYJ

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

www.seligson.fi