

**RISKIMITTARI
EI AINA NÄYTÄ
OIKEIN** (s. 4)

**NOBELISTIEN
HARTIOILLA**
(s. 6)

**INDEKSI-
RAHASTOJEN
VUOSI** (s. 20)

SELIGSON & CO VUOSIKATSAUS 2013



**SELIGSON
& CO**

Yksinkertainen on tehokasta.

SISÄLLYS

ARTIKKELIT (YMS.)

SUJUVA RAHASTOASIOINTIA	3
RISKI NIIN KUIN SE MITATAAN	4
NOBELISTIEN HARTIOILLA	6
TUNNUSLUKIJEN MÄÄRITELMIÄ	17
INDEKSIRAHASTOJEN VUOSI	20
RUSSIAN PROSPERITY SYÖTTÖRAHASTOKSI	27
INDEKSIKEISARIN UUDET VAATTEET	28
PIENYHTIÖILLÄ PAREMPI TUOTTO?	30
AJOITUS ON VAIKEAA (SARJAKUVA)	31

AKTIIVISET RAHASTOT

Varainhoitorahasto Pharos	8
Phoenix	11
Phoebus	14
Russian Prosperity Fund Euro	18

KORKORAHASTOT

Rahamarkkinarahasto AAA	22
Euro-obligaatio	22
Euro Corporate Bond	23

PASSIIVISET OSAKERAHASTOT

Suomi Indeksirahasto	23
OMX Helsinki 25 ETF	24
Eurooppa Indeksirahasto	24
Aasia Indeksirahasto	25
Pohjois-Amerikka Indeksirahasto	25
Global Top 25 Brands	26
Global Top 25 Pharmaceuticals	26
Kehittyvät markkinat	27

Tämä katsaus julkaistaan neljännesvuosittain.

Julkaisemme lisäksi kustakin rahastosta **avaintietoesitteen** sekä kaikille rahastoille yhteisen **rahastoesitteen**, joka sisältää mm. tarkemmat kuvaukset rahastoistamme ja niiden sijoituspolitiikasta sekä tietoa rahastoyhtiöstä.

Suosittellemme huolellista perehtymistä rahastoesitteisiin aina ennen sijoituspäätöksen tekemistä.

Rahastojen viralliset **osavuosikatsaukset** (puoli-vuosittain) ja **vuosikertomukset** sisältävät mm. rahastojen tuloslaskelmat ja taseet.

Julkaisumme löytyvät internetistä www.seligson.fi ja niitä voi tilata sähköpostilla info@seligson.fi tai puhelimitse 09 – 6817 8200.

Rapportering på svenska

Fondernas **faktablad**, den för alla våra fonder gemensamma **fondbroshyren** samt alla nyckeluppgifter och en del av rapporterna för de aktiva fonderna publiceras på svenska på vår webbplats, www.seligson.fi/svenska/.

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

© Seligson & Co Rahastoyhtiö Oyj
ja Seligson & Co Oyj, 2014

Vastuullinen toimittaja: Ari Kaaro
Piirokset: Jan Fagernäs

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 aina 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!

Takana on hyvä vuosi: rahastoasiakkaidemme varallisuus kasvoi vuoden aikana selvästi. Koko vuoden sijoituksensa pitäneiden asiakkaiden saama tuotto oli keskimäärin 12,5 %, vaikka eri rahastojen välillä oli toki merkittäviä eroja. Myös Seligson & Co:n hallinnoimien rahastojen nettomerkinnot ja osuudenomistajien määrä nousivat. Kiitos luottamuksesta!

”Vuoden yhteenveto” eli salkkuraportti 31.12 tiedoilla sekä 9A-raportti lunastuksista löytyvät Oma salkku -asiakkaille palvelun Raportit-osiosta. Muille asiakkaillemme ne on postitettu viikolla 2. 9A-raportin tiedot lähetämme myös suoraan verottajalle.

Asiakaspalvelun puolella teimme 2013 aikana monia pieniä parannuksia, erityisesti liittyen sähköisiin palveluihimme. Tavoitteena on sujuvoittaa rahastoasiointia sekä helpottaa omien sijoituspäätösten tekemistä että salkun seuranta. Lähes kaikki muutokset perustuvat asiakkaidemme lähettämiin kehitysehdotuksiin!

Seuraavassa joitakin ”valittuja paloja”, joista voi olla hyötyä tai huvia:

Oma salkku -palvelun uudet tunnukset. Unohtuneiden tilalle saa uudet nopeimmin tilaamalle ne verkkopankkitunnuksilla suoraan palvelun kirjautumissivulta (kirjautumiskohdan alapuolella olevasta linkistä).

Katsausten (sähkö)postitus. Oma salkku -palvelussa voi päättää vaikka joka neljännesvuosikatsauksemme osalta erikseen, haluaako sen nopeammin sähköpostilla vai paperisena postissa.

Virtuaaliviivakoodit. Rahastomerkitöjä helpottamaan voi Oma salkku -palvelussa tehdä virtuaaliviivakoodit verkkopankkia varten.

Rahastoluotaimen tuottosimulointi. Syksyllä uudistettuun Rahastoluotaimen on lisätty mahdollisuus simuloida rahastoistamme muodostettujen salkkujen historiallista kehitystä. Rahastoluotain löytyy www.sivuultamme osiosta Työkalut.

Tapahtumalaskelmat ja salkkuraportit sähköpostiin. Lähetämme pyynnöstä mielellämme laskelmia ja kuukausittaisia salkkuraportteja sähköpostilla, myös Oma salkun käyttäjille.

Kaikissa yllä olevissa - ja muissakin - asioissa voi aina kääntyä asiakaspalvelumme puoleen: info@seligson.fi tai 09 - 6817 8200 (arkisin 9-17).

Menestyksestä rahastovuotta 2014!

År 2013 gick finemang: våra fondkunders förmögenhet steg ansevärt under året. I medeltal gick en kund som höll sina placeringar hela året 12,5 % på vinst. Olika fonder klarade sig förstås väldigt olika. Också netto-teckningarna i Seligson & Co-fonderna samt mängden andelsägare steg. Tack för förtroendet!

”Sammanfattningen av året”, alltså en portföljrapport daterad 31.12 samt 9A-rapporten över inlösningarna, finns i webbtjänsten Min portfölj under rubriken Rapporter. Den som inte använder tjänsten får dessa per post fr.o.m. vecka 2. Informationen i 9A-rapporten går dessutom direkt till beskattaren.

År 2013 gjorde vi många små förändringar för att utveckla kundtjänsten, i synnerhet de elektroniska tjänsterna. Vår målsättning är att göra uträttandet av fondärenden ännu smidigare samt att göra det lättare att fatta egna placeringsbeslut och följa med portföljen. Nästan alla förändringar är baserade på förslag vi har fått av våra kunder!

Här följer några valda godbitar som kanske kan vara till nytta eller nöje:

Nya koder till Min portfölj. Har man tappat koder får man nya snabbast genom att hämta dem med sina nätbankskoder på inloggningssidan (se länken nedan om inloggningsfälten).

Kvartalsöversikten per (e)post. I Min portfölj kan man nu själv välja att få kvartalsöversikten antingen snabbare per epost eller i traditionellt pappersformat, t.o.m. skilt för varje utgåva.

Virtuella streckkoder. I Min portfölj kan man skapa virtuella streckkoder för att ännu smidigare teckna fonder via sin egen nätbank.

Fondsondens avkastningssimulering.

Med den på hösten förnyade Fondsonden går det nu också att testa hur en teoretisk portfölj av våra fonder skulle ha utvecklats historiskt sett. Fondsonden finns på vår webbplats under rubriken Verktyg.

Fondnotor och portföljrapporter per epost.

Vi skickar vid behov gärna notor och månatliga rapporter per epost, också till Min portfölj-användare.

I alla ovannämnda - och andra - ärenden hjälper vi i kundtjänsten gärna. Ta kontakt per epost info@seligson.fi eller per telefon 09 - 6817 8200 (vardagar 9-17).

Gott Nytt Fond-År 2014!



Annika Åkerfelt

Asiakaspalveluvastaava / Ansvarig för kundservice
annika.akerfelt@seligson.fi

RISKI NIIN KUIN SE MITATAAN

Kerran keväällä 2009 alkoi helsinkiläisen bussinkuljettajan lauantaipäivä huonosti. Poliisi pysäytti aamuratsiassa ja seulonta-alkometriksi mainittu kevyeen kenttäkäyttöön tarkoitettu mittaväline näytti, että kuljettajan hengityksessä oli alkoholia 0,67 milligrammaa litrassa eli selvästi yli rangaistavan 0,22 mg/l rajan.

Ajokunnostaan varma kuljettaja kuitenkin kiisti tulokset ja poliisin laboratorion löytyi parempi mittari, tarkkuusalkometri, joka osoitti hänen olevan oikeassa. Todellinen luku olikin vain 0,05 milligrammaa litrassa eli noin 0,11 promillea. Kuljettaja pääsi takaisin töihin ja viallinen mittari meni huoltoon.¹

Rahastomaailmassa kevät 2009 alkoi myös huonosti – ainakin niille, jotka käyttivät sijoituspäätöksensä mittareina menneitä tuottoja ja hintojen heilahtelua eli volatiliiteettiä.

Esimerkiksi Suomeen sijoittavien rahastojen keskimääräinen tuotto oli vuonna 2008 ollut -46,7 % ja volatiliiteetti korkealla 31 %:n tasolla. Monien käyttämä osakemarkkinoiden seulonta-alkometri näytti siten punaista ja piippasi varoitusääniä: vuoden 2008 aikana Suomeen rekisteröidyistä osakerahastoista lunastettiin varoja lähes kahden miljardin euron arvosta.²

Mutta tämäkin mittari oli viallinen. Juuri kevästä 2009 alkoi finanssikriisin jälkeinen nousu, joka on tuonut keskimääräisellekin Suomi-rahastojen sijoittajalle jopa 100 %:n tuoton.

Tätä nousujaksoa elämme edelleen, mutta tulevaisuudesta ei tiedetä. Sen kuitenkin tiedämme, että toiminnaltaan epäluotettavien mittarien roolia on kevään 2009 jälkeen vain korostettu ja vieläpä rahoitusmarkkinoita sääntelevien viranomaisten nimenomaisilla ohjeilla.

Avaintietoeste ja riski-indikaattori

Nykyisin kaikilla eurooppalaisilla rahastoilla tulee olla niin sanottu *avaintietoeste*. Sen perustana oleva ajatus on hyvä: antaa sijoittajille yksinkertaisessa muo-

dossa vertailukelpoisia tietoja rahastomaailman lukuisista erilaisista vaihtoehdoista.

Avaintietoeste sisältää myös riskimittarin eli riskituottokuvaajan. Sen sisältö on määritelty tarkkaan. Riskit on ”esitetty luokituksena kokonaisluvuihin 1–7 numerjärjestyksessä vasemmalta oikealle siten, että riski- ja hyötytasot esitetään matalimmasta korkeimpaan.” Lisäksi huomautetaan erikseen, että ”asteikon eri osien erottamiseen ei saa käyttää värejä”.³

No, mikäs siinä: ilman värejä pärjätään. Kriittisemmin suhtaudun siihen, että kunkin rahaston riskiluokka ilmoitettava vuositasolla lasketun volatiliiteetin perusteella, seuraavan taulukon mukaan:⁴

Riskiluokka	Volatiliiteetti	
	vähintään	alle
1	0 %	0,5 %
2	0,5 %	2 %
3	2 %	5 %
4	5 %	10 %
5	10 %	15 %
6	15 %	25 %
7	25 %	

Koska riskejä arvioidaan markkinoilla toteutuneiden volatiliiteettilukujen perusteella, vaihtelevat ne joskus nopeastikin. Jokaisesta pikamuutoksesta ei kuitenkaan seuraa sellaista riskiluokan muutosta, jonka perusteella avaintietoestettä tulisi päivittää. Muutos tulee toteuttaa, jos rahasto on edeltävän neljän kuukauden aikana ollut systemaattisesti eri luokassa kuin mitä voimassa oleva avaintietoeste näyttää (tai jokin muu seikka olennaisesti muuttuu).

Ongelma saattaa tulla siitä, että osakemarkkinoiden hyvinä vuosina kurssit saattavat nousta tasaisesti ja volatiliiteetin perusteella lasketut riskiluokitukset näyttävät pienempää riskitasoa kuin aiemmin.

Jos kuitenkin osakkeisiin liittyvät odotusarvot ovat tehneet niistä yhtiöiden tulostasoon nähden kalliimpia, on todellinen tappioriski saattanut kehittyä täs-



Milloin riski on korkealla?

Kesäkuussa 2007 Suomi Indeksirahaston historialliset tuottoluvut näyttivät erinomaisilta ja 12 kuukauden luvuilla laskettu volatiliiteetti oli rahaston historian alhaisimpia, 14,2 %.

Huhtikuussa 2009 tilanne oli täysin päinvastainen, volatiliiteetti 35,8 %.

Volatiliiteetin perusteella arvioitu riski oli siis selvästi pienempi kesäkuussa 2007 kuin huhtikuussa 2009.

Rahaston tähänastisen historian kaikkein alhaisin 12 kuukauden volatiliiteetti osuu kesäkuulle 2005 eli noin puoleen väliin pitkä nousujaksoa.

mälleen päinvastaiseen suuntaan. Yleensä voimakkaita nousuja seuraa aina jossain vaiheessa laskukausi.

Missä mennään?

Tällaisen ilmiön mahdollisuus on käsillä taas. Viime vuoden aikana lähes kaikkien osakemarkkinoiden volatilitteetti oli alhainen ja tuotto hyvä.

Viereisessä taulukossa on esitetty rahastojemme viranomaismääräysten mukaan lasketut riskiluokat tätä kirjoitettaessa. Niiden vieressä on ennuste siitä, mitä mahdollisesti tuo mukanaan seuraava päivitys, siis nyt menossa olevan neljän kuukauden tarkastelujakson perusteella tehtävä.

Viiden osakerahastomme riskiluokka on siis mitä todennäköisimmin laskemassa ja yhdenkään rahaston volatilitteettiin perustuvassa riskissä ei ole nousupaineita.

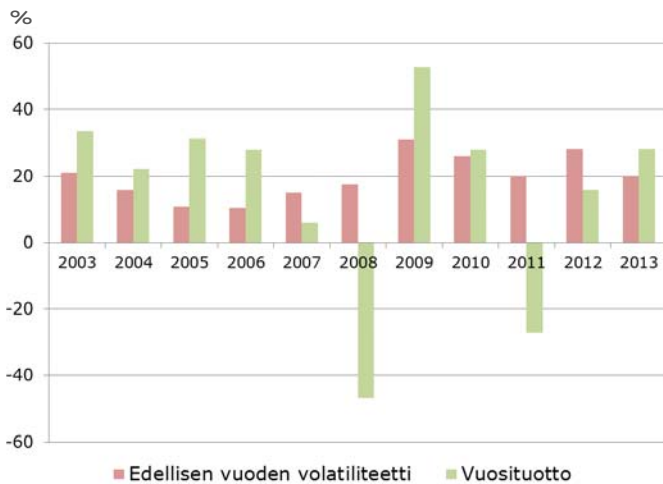
Näistä viidestä rahastosta neljällä on takana kymmenien prosenttien nousujakso, mikä usein tarkoittaa sitä, että riski tulevasta laskusta ennemmin nousee kuin laskee. Kehittyvien markkinoiden tilanne on toinen, sillä on takanaan useampi laskuvuosi.

Kirjoitan vielä varmuudeksi auki sen, että **en ennusta minkään markkinan piakkoin laskevan**, todellisesta tulevasta toteutumasta en yksinkertaisesti tiedä.

Haluan vain nostaa esille sen, että avaintietoesitteiden laskevat riskiluvut eivät välttämättä oikeasti tarkoita sijoittajan tappioriskin pienemistä. Ei muuta.⁵

Myös viranomaiset ovat muuten hyvin perillä siitä, että historiallinen volatilitteetti on epävarma mittari ja avaintietoesitteeseen tuleekin kirjoittaa myös huomautus tästä tosiseikasta.

Mitään osakemarkkinoiden tarkkuusalkometriä ei valitettavasi ole olemassakaan. Eri tunnuslukuja yhdiste-



Turha kaavio?

Kaaviossa yllä on kunkin vuoden kohdalla suomalaisiin osakkeisiin sijoitettavien rahastojen keskimääräinen vuosituotto ja edellisen vuoden volatilitteetti. Volatilitteetistä ei siis voi päätellä tulevaa kehitystä myöskään kokonaisen rahastoryhmän osalta. Lukusarjojen korrelaatio on 0,2.

Datalähde: Sijoitustutkimuksen Rahastoraportit

SELIGSON & CO RAHASTOJEN AVAINTIETOESITTEEN MUKAISET RISKILUOKAT	AVAINTIETOESITE 1.1.2014	Oletettu päivitys helmikuussa 2014
Osakerahastot		
Aasia Indeksirahasto	6	6
Eurooppa Indeksirahasto	6	6
Pohjois-Amerikka Indeksirahasto	6	6
Kehittyvät markkinat	7	6
Suomi Indeksirahasto	7	6
OMX Helsinki 25 Pörssinoteerattu rahasto	7	6
Global Top 25 Brands	6	5
Global Top 25 Pharmaceuticals	6	5
Phoebus	6	6
Phoenix	6	6
Russian Prosperity	7	7
Korkorahastot		
Rahamarkkinarahasto	1	1
Euro Corporate Bond	3	3
Euro-obligaatio	3	3
Varainhoitorahasto		
Pharos	4	4

lemällä voisi tarkkuutta ehkä parantaa, mutta melkoisen monimutkaistumisen kustannuksella.

Sijoittaja ei pääse eroon siitä, että hänen on järkevää harjoittaa omaa riskienhallintaansa ennen muuta sijoitussuunnitelman ja salkun allokation tasolla.

Suomeksi: osakemarkkinoille ei ole järkevää sijoittaa liikaa, siis niin paljoa että laskujaksoissa menee hermot ja myy paniikissa.⁶ Lisäksi kannattaa huolehtia hyvästä hajautuksesta ja pitää salkun kustannukset kurissa. Ja muistaa pitkäjänteisyys: hiljaa hyvä tulee!

Ari Kaaro
ari.kaaro@seligson.fi

1 "Bussikuski ajoi maistissa", Iltalehti 14.2.2009

2 Sijoitustutkimuksen Rahastoraportti 12/2008. Luku koskee siis kaikkiin Suomeen rekisteröityneisiin osakerahastoihin, ei vain suomalaisiin osakkeisiin sijoitettaviin "Suomi-rahastoihin".

3 "CESR:n ohjeet sijoittajan avaintietoesitteessä ilmoitettavan synteettisen riski-tuottokuvaajan laskentamenetelmistä", saatavilla internet-osoitteesta www.finanssivalvonta.fi

4 "Synteettisen indikaattorin esittämiseen liittyvät vaatimukset", Euroopan Unionin Virallinen Lehti, 10.7.2010

5 Perusajatuksesta kiitos Morningstarin analyttikko Jonas Lindmarkille: "Älä luota rahastojen riskiasteikkoon", www.morningstar.fi

6 Aiheesta tarkemmin www.sivujemme Kysymyksiä ja vastauksia – osiossa otsikolla "Itselle sopiva riskitaso?", www.seligson.fi

Tarkkuusalkometri.

Saamiemme tietojen mukaan valmistajalla ei valitettavasti ole suunnitteilla osakemarkkinoiden riskeihin keskittyvää mittalaitetta.

Kuva: Wikimedia Commons



NOBELISTIEN HARTIOILLA

Vuoden 2013 taloustieteen Nobel-palkinnot menivät ajallemme relevantin sijoituskeskustelun kannalta oikeaan osoitteeseen. Palkinnoista voi kiittää Ruotsin keskuspankkia, joka viettäessään 300-vuotisjuhlaansa vuonna 1968 teki Nobel-säätiölle lahjoituksen, jonka tuotoilla niitä ylläpidetään.

Omat nobelkelloni kilisivät esimerkiksi vuoden viimeisenä viikonloppuna, kun Suomen johtava talouspäivälehti otsikoi nettisivuillaan näin:

Suomirahastojen kärki selvillä

Suomeen sijoittavilla osakerahastoilla meni hyvin tänä vuonna. Kaikki eivät kuitenkaan voittaneet yleisindeksiä.¹

Toimittajan tulkitseman hieman vajaan vuoden mittaisen tilastoanalyysin mukaan ”paras” Suomi-rahasto löytyi pienyhtiöihin sijoittavista rahastoista ja toiseksi paras arvoyhtiöihin sijoittavista rahastoista.

Artikkelissa pohdittiin myös markkinoiden yleistä nousuvauhtia:

Helsingin pörssin yleisindeksi oli pompannut liki 25 prosenttia jouluaaton aattoon mennessä. Yleisindeksin kovimmat nousuvuodet osuvat kuitenkin edelliselle vuosituonnelle. Vuonna 1999 yleisindeksi ponnahti 162 prosenttia... Tätä ei ehkä enää koskaan nähdä.

Artikkelissa ihmeteltiin myös, kun yksitoista Suomi-rahastoa oli jäänyt Helsingin Pörssin yleisindeksin kehityksestä. Sen mukaan ”rahaston pitääkin pärjätä yleisindeksiä paremmin isompien kulujen vuoksi.”

Katsotaan tarkemmin, mitä tekemistä näillä kommentteilla on palkitun rahoitustutkimuksen kanssa.

Chicago Bulls

Talous-Nobel on myönnetty kaikkiaan 45 kertaa ja yhteensä palkinnon saajia on ollut 74 (palkinto voidaan jakaa korkeintaan kolmen kesken). Eniten näitä mitaleita ovat kahmineet amerikkalaiset ja peräti 28 heistä on edustanut talousliberalismin kehtona tunnettua Chicagon yliopistoa.

Varsinaiselle rahoituksen tutkimukselle (*financial economics*) Nobeleita on myönnetty vain kolmesti. Ensimmäisen niistä saivat Harry Markowitz, Merton Miller ja William Sharpe vuonna 1990.

Modernin portfolioteorian isäksi sanotun Markowitzin ansiota on, että varainhoitajilla on käytössään yksinkertainen malli tarkastella tuoton ja riskin suhdetta sekä vähentää jälkimmäistä systemaattisen hajautuksen kautta. Teknisemmin sanottuna Markowitz osoitti, että hajautetun salkun riski ei riipu vain yksittäisten sijoituskohteiden variansseista, vaan myös salkun kaikkien kohteiden keskinäisistä kovariansseista.

William Sharpe sai palkintonsa toiminnastaan Capital Asset Pricing -mallin kättilönä. CAP-malli, jonka teoreettinen tausta nojaa Markowitzin aikaisempaan työhön, oli rahoituksen hintateorian selkäranka kahden vuosikymmen ajan ja sen mukana alan käsitteistöön vakiintuivat käsitteet arvopaperien systemaattisesta

riskistä (beeta) ja aktiivisen salkunhoidon tavoittelemasta lisätuotosta (alfa).

Malli osoittaa myös, että sijoittajan ei ilman yleisestä markkinainformaatiosta poikkeavaa tietoa ole syytä poiketa ns. ”yleisen markkinaportfolion” koostumuksesta. Nämä ajatukset olivat alkusoittoa passiivisen sijoittamisen läpimurrolle.

Taloustoimittajan ihmettelyyn siitä, että kaikki ammatilaisten hoitamat Suomi-rahastot eivät voittaneet yleisindeksiä, olisi Sharpe voinut vastata, että on matemaattinen tosiasia, että kustannusten jälkeen aktiivisten sijoittajien saama keskimääräinen tuotto jää markkina-tuotolle. Kaikki eivät voi voittaa keskiarvoa!²

Maisen kunnian katoavaisuus?

1990-luvun alkupuolen sijoitusmaailman tähtiä oli hedgerahasto Long-Term Capital Management. Se rekrytoi monimutkaisten kaupankäyntistrategioidensa tueksi muun muassa huippututkijat Robert Mertonin ja Myron Scholesin, jotka olivat ensimmäisinä kehittäneet optioiden hinnoittelulle kunnan matemaattisen mallin.

Merton ja Scholes saivat tästä työstään seuraavaan rahoituksen tutkimukselle jaetun Nobel-palkinnon vuonna 1997. (Mallin kolmas kehittäjä Fisher Black oli kuollut vuonna 1995.) Kun ensimmäisten rahoitusalan Nobelistien tutkimus oli tapahtunut paljolti jo -50 ja -60 luvuilla oli Mertonin, Scholesin ja Blackin palkittu työ melkein painotuoretta. Johdannaisten hinnoittelun mullistanut Black-Scholes -kaava julkaistiin 1973.

Kaavan käyttö yleistyi rahoituslaitoksissa vauhdilla ja muistan kuinka eräänkin aloittelevan varainhoitajan työpöydällä oli 1980-luvun lopulla laskin, jonka ainoa tarkoitus oli arvioida optioiden hintoja kyseisen kaavan turvin. Oi niitä aikoja!



Joku voisi nähdä kohtalon ironiaa siinä, että juuri vuonna 1997 alkoi ns. Aasian kriisi ja sai markkinat ”sekaisin” tavalla, joka vei Long-Term Capitalin monimutkaiset positiot pahasti pakkaselle. Rahoitusmarkkinoiden toimintakyvyn pelastamiseksi USA:n keskuspankki koordinoi valtavan pelastusoperaation, johon osallistui neljätoista aikansa johtavaa pankkia.

Tehokkaat markkinat...

Vuoden 2013 taloustieteen Nobel-palkinnon saivat Eugene Fama, Lars Peter Hansen ja Robert Shiller. Näistä Fama ja Hansen jälleen Chicagon yliopistosta. Heidän saavutuksensa kietoutuvat ainakin jälkikäteen katsottuna toisiinsa ja kuvastavat samalla hyvin sitä, miten lyhyt modernin rahoituksen historia vielä on.

Faman pitkä komea ura alkaa 1960-luvulta, jolloin hänen omien sanojensa mukaan rahoitus vakavasti otettavana tutkimusalueena oli juuri käynnistymässä.

Faman ensimmäiset merkittävät akateemiset ansiot liittyvät tehokkaiden markkinoiden hypoteesin testaukseen. Hän osoitti, ettei osakemarkkinoiden liikkeitä voida ennustaa lyhyellä aikavälillä ja että useimpien sijoittajien ei kannata käyttää aikaansa yksittäisten osakkeiden analysointiin, vaan sijoittaa mahdollisimman tehokkaasti hajautettuun osakesalkkuun.

Tällä ajatuksella on ollut kauaskantoiset seuraukset. Lainaan Nobel-komitean palkintoperusteluja:

Faman, Jensenin ja muiden inspiroimana alkoi 1970-luvun alussa ilmaantua ns. indeksirahastoja. Nyt passiivisten rahastojen, kuten indeksirahastojen ja pörssinoteerattujen rahastojen (ETF), valikoima kattaa laajan joukon indeksejä ja varallisuusluokkia [...] Vuonna 2012 näihin rahastoihin oli sijoitettu yli 3,6 triljoonaa dollaria ja niiden osuus uusista rahastomerkinnoista oli maailmanlaajuisesti 41 %.³

Faman seuraava läpimurto liittyi aiemmin mainitun CAP-mallin jatkokehittelyyn yhdessä Kenneth Frenchin kanssa.

Oikeastaan kyseessä oli sen korvaaminen kokonaan uudella mallilla, joka nykyään tunnetaan Faman ja Frenchin kolmen faktorin mallina. Uusi malli lisäsi vanhaan CAPM:iin kaksi parametriä, yhtiökoon ja osakkeen hinnan suhteessa substanssiarvoon eli pieniyhtiö- ja arvo-osake-efektiin.

Alussa siteeratussa lehtiartikkelissakin viitattiin siihen, että parhaat Suomi-rahastot vuonna 2013 toimivat nimenomaan pieniyhtiö- ja arvofokuksella.

Merkkejä samasta ilmiöstä löytyy myös pidemmän aikavälin tilastoista, mutta pysyviä ylituottoja havittelevan kannattaa ennen sijoituspäätöstä lukea Jonathan Aallon artikkeli sivulta 30.

Fama ja French ovat olleet mukana myös tutkimustulostensa kaupallisessa hyödyntämisessä. Yksi maailman suurimmista pieniyhtiö- ja arvo-osakkeisiin erikoistuneista varainhoitajista on yhteistyökumppanimme Dimensional Fund Advisors (DFA), joka on menestynyt soveltamalla käytäntöön mm. Faman ja Frenchin tutkimusten tuloksia. DFA:lla on hallinnoitavaa varallisuutta noin 220 miljardia euroa eli kolme kertaa kaikkien suomalaisten sijoitusrahastojen verran.

Vuonna 2010 Fama ja French osoittavat, että aktiivisista osakerahastoissa vain "tuotto-jakauman ääripäissä" syntyy merkittävää riskikorjattua lisätuottoa (tai tappiota) ja että aktiivisista rahastoista koottu salkku on lähellä markkinasalkkua. Käytännössä tämä merkitsee sitä, että aktiivisten rahastonhoitajien yhteensä synnyttämä lisätuotto ilman kuluja on olematonta ja kulut huomioiden negatiivinen.⁴

Faman ja Frenchin tutkimustulosten tunteminen on tärkeää myös niille, jotka haluavat analysoida tarkemmin tavallaan passiivisen ja aktiivisen sijoittamisen välimaastoon sijoittuvaa "älybeetaa" tai fundamentaali-indeksointia, joiden suosio on viime vuosina kasvanut voimakkaasti. Näistä enemmän sivuilla 28–29.

...tai sitten tehottomat?

Robert Shiller nousi laajan yleisön tietoisuuteen teoksellaan *Irrational Exuberance*, joka voitaneen suomentaa vaikka järjettömäksi innostuneisuudeksi. Tämä maaliskuussa 2000 eli niin sanotun internet-kuplan huipulla – siis jaksona, jota ei Suomenkaan markkinoilla "ehkä enää koskaan nähdä" – julkaistu kirja varoitti riskeistä lukuisin esimerkein ja sijoittajien ajoittaista epäräationaalisuutta korostaen.

Shillerin akateeminen läpimurto oli kuitenkin tapahtunut jo vuonna 1984. Hän osoitti markkinoilla havaitun hintaheilahtelun olevan paljon suurempaa kuin osinkopohjainen osakkeiden arvostusmalli antoi olettaa.

Perinteisesti ajateltiin osakkeen arvon olevan yhtä kuin sen tulevien osinkojen nykyarvo. Kun hintaheilahtelu käytännössä johtaa siihen, että osakkeiden arvostus osinkoihin nähden nousee jonakin vuonna korkeaksi, voidaan tästä päätellä, että joskus seuraavina vuosina tilanne heilahtaa toiseen suuntaan. Tätä ilmiötä sivuavia ajatuksia on esitetty edellisellä aukeamalla.

Shillerin mallista seuraa, että hintavaihtelut olisivatkin pitkällä aikajänteellä osin ennakoitavissa ja markkinat siten jotain muuta kuin tehokkaat. Yksi tapa tulkita tätä arvostusheilahtelua on tehdä osinkojen nykyarvolaskennan diskonttokorosta sijoittajien riskikäsityksen mukaan liikkuva muuttuja ja selittää sen avulla osakkeiden arvostustasojen vaihtelua.

Toinen mahdollisuus on hylätä oletus rationaalisesta sijoittajasta. Tätä tulkintaa tukevat tutkimukset, joiden pohjalta psykologi Daniel Kahneman oli saanut taloustieteen Nobel-palkinnon vuonna 2002. Rahoitusteorian ja psykologian yhdistämisestä syntynyt sijoittamisen käyttäytymistiede voi parhaimmillaan auttaa meitä välttämään ihmisille luonnostaan ominaisia sijoitustuotoille kohtalokkaita päätöksentekomalleja.

Kuten lukuisista viittauksista tämänkin katsauksen teemoihin käy ilmi, tarkastelemme sijoitusmaailmaa pitkälti nobelistien hartioilla seisoen. Se, että palkinnon taustalla on maailman vanhin keskuspankki, muistuttaa samalla mukavasti, että sijoittamisessa pitkäjänteisyys on hyve jo sinänsä. *Tack för det!*



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

1 "Suomirahastojen kärki selvillä", Kauppalehti 30.12.2013

2 Sharpe: "The Arithmetic of Active Management", *Financial Analyst's Journal* 1991 – aina lukemisen arvoinen kompakti klassikko!

3 "Scientific Background on the Sveriges Riksbank Prize in Economic Sciences in Memory of Alfred Nobel 2013: Understanding Asset Prices", s. 43

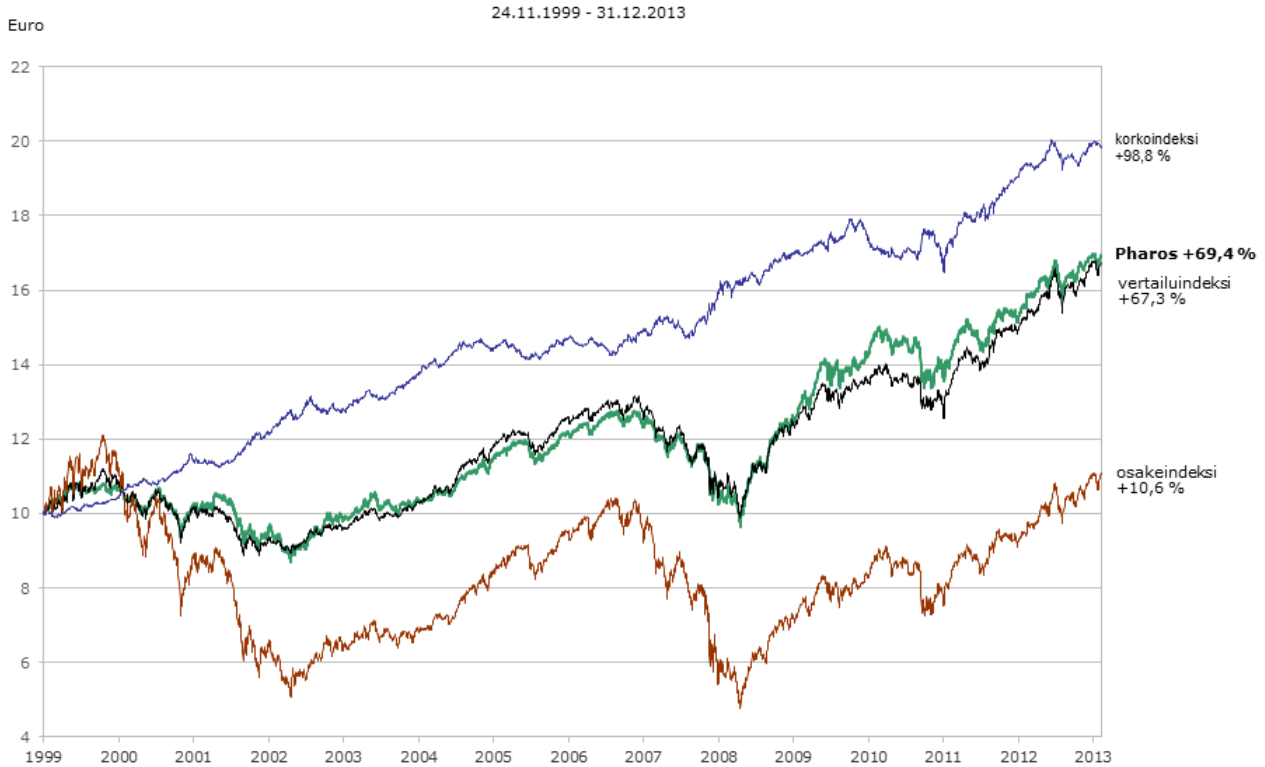
4 Fama, French: "Luck versus skill in the cross-section of mutual fund returns", *Journal of Finance* 65, 2010

VARAINHOITORAHASTO PHAROS

31.12.2013

Varainhoitorahasto, joka sijoittaa maailmanlaajuisesti osake- ja korkomarkkinoille.

PHAROS JA VERTAILUINDEKSIT



RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	24.11.1999
Tyyppi	Yhdistelmärahasto
Rahaston koko (milj. euroa)	34,4
Vertailuindeksi	Korot: EFFAS Bond Indices EuroGovtAll (50 %) Osakkeet/maailma: MSCI AC World NDR (35 %) Osakkeet / Eurooppa: STOXX 50 NDR (15 %)
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,35 % + enintään 0,85 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	on
Merkintäpalkkio	ei
Kaupankäyntipalkkio lunastettaessa (maksetaan rahastoon)	1 %, jos sijoitusaika alle 6 kk; 0,5 %, jos alle 12 kk; muuten 0 %
Salkunhoitaja	Petri Rutanen

TUOTTO JA VOLATILITEETTI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	1,98 %	3,28 %	2,90 %	4,50 %
1 v	9,10 %	4,92 %	10,13 %	5,67 %
3 v	14,75 %	6,43 %	21,52 %	6,51 %
5 v	63,78 %	7,19 %	55,86 %	7,08 %
10 v	70,79 %	6,74 %	72,38 %	6,99 %
Aloituspäivästä	69,42 %	7,08 %	67,27 %	7,53 %
Aloituspäivästä p.a.	3,81 %		3,71 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT / VIITTEET

* Juoksevat kulut 31.12.2013 päättyneelle 12 kk jaksolle. Juokseviin kuluihin on huomioitu rahaston saamat alennukset kohderahastoista. Luku sisältää myös kohderahastojen juoksevat kulut mikäli saatavilla tai muussa tapauksessa kohderahastojen hallinnointi- ja säilytyspalkkiot.

** Pharoksen kiertonopeusluku ei sisällä kohderahastojen lukuja eikä määrärajojen uusittavia rahamarkkinasijoituksia.

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.1.2013– 31.12.2013

Juoksevat kulut	0,55 %*
Tuottosidonnainen palkkio (vuoden alusta, ei sisälly juokseviin kuluihin)	0,0 % (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	-39,83 %**
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	2,17 %
Lähipiirin omistusosuus (31.12.2013)	1,13 %

OSAKESIJOITUKSET	Osuus osakesijoituksista	ALLOKAATIO
S&Co Eurooppa Indeksirahasto	25,9 %	Osakesijoitukset yhteensä 49,3 %
iShares DJ STOXX Europe Mid 200 ETF	5,4 %	
iShares DJ STOXX Europe Small 200 ETF	4,5 %	
S&Co Pohjois-Amerikka Indeksirahasto	17,4 %	
PowerShares Nasdaq 100 ETF	8,8 %	
S&Co Global Top 25 Brands	3,2 %	Korkosijoitukset yhteensä 50,7 % (duraatio 0,4 v)
S&Co Global Top 25 Pharmaceuticals	2,9 %	
S&Co Phoebus	4,7 %	
S&Co Phoenix	4,3 %	
DFA Emerging Markets Value	9,7 %	
S&Co Aasia Indeksirahasto	6,0 %	
S&Co Russian Prosperity	2,7 %	
iShares MSCI Latin America ETF	2,0 %	
iShares FTSE China 25 ETF	2,6 %	
Pitkät korkosijoitukset > 1v	1,2 %	
Lyhyet korkosijoitukset < 1v	49,5 %	

Markkinat ja sää

Olen jo jonkin aikaa aloittanut katsaukseni ihmettelämällä säästä. Sopii teemaan: säästä on yhtä helppoa jossitella kuin markkinoista ja sitäkin on vaikea ennustaa.

Katsausten kirjoitushetkellä tuntuu sitä paitsi aina olevan juuri takana jakso poikkeuksellisen kuumaa, kylmää, kosteaa tai kuivaa. Viime kesänä koimme kunnan helteet. Kolme vähälumista talvea seurasi kolme runsaslumista, mutta nyt ollaan jo tammikuun puolella ja Etelä-Suomessa ei ole lumesta tietoaakaan.

Kansainvälinen hajautus antaa toisenlaisen kuvan. Esimerkiksi veljeni kotikaupungissa USA:n eteläisessä Virginian osavaltiossa on jouduttu sulkemaan kouluja ja virastoja Hercules-lumimyrskyn takia.

Meteorologit rauhoittelevat poikkeuksien kanssa tohisevia viittaamalla sadan vuoden säätilastoihin: äärioloja on nähty ennenkin, kyllä tämä tästä. Sijoitusmarkkinoilla taas monien "asiantuntijoiden" aikaperspektiivi vaikuttaa melko lyhyeltä. Etenkin aina vuodenvaihteessa löytyy kärkkäitä ennustajia juuri tulevan vuoden markkinakehitykselle.

Näin päästäänkin ilmiöiden eroihin. Säätielilijät tietävät oikeasti lyhyen aikavälin tapahtumat ja myöntävät avoimesti, että ennustetarkkuus ei ulotu kovin pitkälle. Ilmastotutkimuksessa pitkän aikavälin tilastot toimivat taustana oikealle analyysille pitkistä trendeistä - mikä ei tietenkään tarkoita, että tulkinnoista ei kiisteltäisi, mutta sitähan tiede on.

Sijoituspuolella varsinaisia kaupallisista intresseistä riippumattomia tutkijoita konsultoidaan harvemmin, koska heillä on harvoin mitään raflaavaa otsikoihin kelpaavaa sanottavaa. Nobel-palkintojen vuoksi ajankohtaisista tutkijoista voi lukea tarkemmin Jarkko Niemen katsauksesta edelliseltä aukeamalta.

Omasta puolestani yritän Pharoksen salkunhoitajana muistaa, että sade ja pouta vaihtelevat muutamien vuosien säteellä ennustamattomasti ja pitää pitkät trendit puolellamme.

Poikkeuksellista markkinakehitystä

Osakemarkkinoilla oli talousmedian mukaan poikkeuksellisen vahva vuosi. Kansainvälinen osakevertailuindeksimme nousi peräti 18 % siitä huolimatta, että maailman talouskasvu edelleen takkuilee.

Elvytystoimenpiteet eli korkotason pitäminen matalalla saivat siis aikaan positiivisia odotuksia osakemarkkinoilla, vaikka vaikutukset eivät vielä kovinkaan konkreettisesti näy reaalitaloudessa.

Suurimmat osakesijoituksemme olivat viime vuonna Eurooppa Indeksirahasto, jonka arvo nousi vuodessa 18,4 % ja Pohjois-Amerikka Indeksirahasto, jolle tuli nousua 22,4 %.

Toimialoista informaatioteknologia kehittyi mainiosti: sijoituksemme Nasdaq 100 pörssinoteerattuun rahastoon tuotti peräti 30 %. Huimiin tuottolukuihin ylsivät myös salkussa pienemmillä painoilla olleet Phoenix (37,0 %), Global Pharma (29,9 %) ja Global Brands (29,5 %).

Kehittyviä markkinoita kuvaava MSCI Emerging Markets -indeksi on vuodessa niannut peräti -11,2 % ja Pharoksen suurin sijoitus kehittyville markkinoille, DFA Emerging Markets -rahastoon, laski vuodessa -7,0 %. Pieni sijoituksemme Latinalaisen Amerikan markkinoille laski peräti -19,0 %.

Korkopuolella jatkettiin vanhaa rataa. Pidempien eurooppalaisten valtionlainojen koroissa ei tapahtunut suuria muutoksia. Korkovertailuindeksimme nousi 2,6 % eli suurin piirtein juoksevan koron verran.

Pharokselle poikkeus on sääntö!

Kuten tuossa ylhäällä näkyvä Seligson & Co:n varainhoidon tunnuskuva pyrkii kuvaamaan, on varainhoitorahasto Pharoskin tottunut selviämään säässä kuin säässä.

Markkinoiden "poikkeukselliset" nousut ja laskut jatkuvat varmasti tulevaisuudessakin. Tärkein tehtäväni salkunhoitajana on varautua niihin. Riskinhallinta on *vähintään* yhtä tärkeää kuin ylituottojen tavoittelu.

Pharoksen sijoitukset tuottivat osuudenomistajilleen vuodessa 9,1 % kun tavoitteenamme oli yltää vertailuindeksimme 10,1 prosentin tuottoon tai mieluummin ylittää se. Pharoksen yhden prosenttiyksikön tappio tavoitteelle selittyy puoliksi rahaston kuluilla ja puoliksi salkunhoitajan toistaiseksi väärin ajoitetuilla sijoituspäätöksillä.

Osassy alisuoriutumiseen on, että olen jo useita vuosia ollut liian varovainen korkosijoituksissamme. Enkä edes lupaa muutosta: Pharoksen korkosalkku pysyy edelleenkin lyhyissä korkosijoituksissa, kunnes suuremmalle korkoriskille saa selkeästi vastinetta eli parempaa korkotuottoa.

Korkovertailuindeksimme juokseva korkotuotto on yli 2 %, mutta Pharoksen korkosijoitusten vuosituotto on alle prosentin. Euroopan julkisten talouksien vajeen hoitaminen jatkuvalla velanotolla ei ole ainakaan vielä käynnistänyt odotettua inflaatiövaihetta ja markkinoilla luotetaan näköjään edelleen siihen, että Euroopan Keskuspankin lupaus "tehdä mitä tarvitaan" pitää.

Riskienhallinnan näkökulmasta en siis kuitenkaan altista varojamme suuremmalle korkoriskille, vaan pidän mielessä Herbert Steinin lain nimellä kulkevan vanhan taloustieteen viisauden siitä, että asiaintila, joka ei voi jatkua ikuisesti loppuu joskus. Älkäämme unohtako pitkiä trendejä!

Kehittyvistä taas kerran

Toinen selitys alituottoomme on liian aikainen paluu kehittyville markkinoille. Kehittyvien markkinoiden osakekurssit ovat jo kolmisen vuotta jääneet läntisten teollisuusmaiden tahdista. Monet sijoittajat pelkäävät mm. USA:ssa joskus aikanaan kiristävän finanssipolitiikan sulkevan rahoitushanat kehittyviltä markkinoilta.

Tilanne on nähdäkseni kuitenkin toisenlainen kuin 1990-luvulla, jota usein käytetään vertailukohtana. Kehittyvät markkinat ovat nykyään enemmänkin velkojia kuin velallisia.

Monien kehittyvien markkinoiden valtiontase ja paikalliset rahoituslaitokset ovat vähintäänkin kohtuullisessa kunnossa ja rahoitusympäristö toimii omillaan. Talouskasvu jatkuu länsimaita kovemmalla vauhdilla ja pörssiyritysten arvostuskertoimet ovat monella mittarilla selvästi länsimaita alempia.

Olen aina ollut vähän vastarannan kiiski. Ostan mieluiten markkinoita joita muut sijoittajat hyljeksivät. Muutama vuosi sitten laskin osakepainomme kehittyvillä markkinoilla hyvän nousuputken jälkeen. Vuoden 2011 lopussa olimme neutraalissa 12 %:n painossa. Nyt olemme taas reippaassa 18 %:n ylipainossa. Uskon, että Pharoksella on sopiva etukeno tulevaisuuteen.

Kehittyvien markkinoiden ylipainon vuoksi olemme jonkin verran vertailuindeksiimme nähden alipainossa muilla suurilla maantieteellisillä alueilla. Niiden osalta, kuten myös toimialojen painoissa, ovat salkkumme muutokset olleet jakson aikana vähäisiä, lähinnä kurssiheilahtelujen aiheuttamia muutamia prosentteja suuntaan tai toiseen.

Selvästi tärkein Pharoksen arvonkehitykseen vaikuttava tekijä on sijoitusten jako osake- ja korkomarkkinoiden kesken.

Aloitimme vuoden 2013 osakepainolla 64 %, mutta nyt vuodenvaihteessa Pharos oli ensimmäisen kerran useampaan vuoteen alle vertailuindeksimme mukaisen 50 %:n osakepainon. Aloitamme siis uuden vuoden osake-markkinoiden suhteen hiukan varovaisemmin, pitkän kurssinousun jälkeen.

Kulut ovat aina pois sijoittajan tuotosta

Juoksevat kulut, sisältäen kohderahastojen kulut ja rahaston oman 0,35 %:n kiinteän hallinnointipalkkion, olivat Pharoksessa päättyneellä 12 kuukauden jaksolla 0,55 %. Käsitykseni mukaan Pharos on edelleen kiinteiltä kuluiltaan Suomen edullisin, kansainvälisesti osake- ja korkomarkkinoille sijoittava yhdistelmärahasto.

Pharoksen kulutaakkaa alentaa suurempien osakesijoitusten tekeminen kustannustehokkaisiin indeksirahastoihin sekä käteisen ja sitä vastaavien lyhyen koron sijoitusten tekeminen suoraan korkomarkkinoille.

Juoksevat kulut -tunnuslukua pienentävät mukavasti myös alennukset, joita Pharos suurehkona sijoittajana saa useista sijoituskohteistaan. Alennukset, jotka yleensä maksetaan palkkionpalautuksina jälkikäteen, tuloutetaan Pharoksessa aina rahastoon kasvattamaan osuudenomistajien tuottoa. Niiden vaikutusta ei ole otettu huomioon katsauksen alussa mainituissa kohde-rahastojemme tuottoluvuissa.

Tunnuslukutaulukosta (s. 8) käy ilmi, että Pharoksen volatilitteetti eli arvonheilunta on enimmäkseen ollut alle vertailuindeksimme luvun. Pyrimme vakauteen. On kuitenkin hyvä muistaa, että historiallinen volatilitteetti ei välttämättä kerro tulevasta sen paremmin kuin menneet tuottoluvutkaan. Tästä enemmän sivuilla 4–5.

Rahaston salkun negatiivinen kiertonopeusluku kertoo, että en ole juurikaan käynyt nopeaa kauppaa sijoitussillamme.

Pharos sopii mainiosti pitkäaikaisen perussalkun ytimeksi. Jos oma riskinottohalukkuus poikkeaa Pharoksen linjasta, voi tehdä kuten allekirjoittanut, eli täydentää sitä muilla sijoituksilla oman aikajänteen ja tavoitteiden mukaan.

Olen itse sijoittanut merkittävän osan arvopaperiomaisuudestani Pharokseen, koska uskon, että rahaston maltillinen, "hötkyilemätön" sijoitustyyli ja alhaiset kustannukset ovat pysyviä kilpailuvaltteja, säässä kuin säässä.

Näiden neljännesvuosikatsausten lisäksi raportoin kuukausittain Pharoksen sijoitusten jakaumasta ja sijoittamisen kuluista yksityiskohtaisesti www-sivuillamme.

Toivotan itse kullekin mieluisia kelejä vuodella 2014 ja kiitän jo etukäteen kysymyksistänne ja palautteestanne.



Petri Rutanen, varainhoitajanne
petri.rutanen@seligson.fi

Pharoksen osakesijoitusten maantieteellinen ja toimialakohtainen jakauma 31.12.2013

	Eurooppa	Pohjois-Amerikka	Tyynenmeren alue	Kehittyvät markkinat	Pharos	Indeksi
Kulutustavarat	12	8	2	3	23	21
Terveys	5	5	1	0	11	12
Rahoitus	9	3	2	6	20	22
Teknologia	4	9	1	2	16	14
Teollisuus	14	7	2	7	30	30
Pharos	44	32	7	18	100	100
Indeksi	48	36	8	9	100	100

PHOENIX JA VERTAILUINDEKSI

25.9.2000 - 31.12.2013



RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	25.9.2000
Tyyppi	Kansainvälinen osakerahasto
Rahaston koko (milj. euroa)	21,2
Vertailuindeksi	MSCI All Country World NDR
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	1,1 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	on
Merkintäpalkkio	ei
Lunastuspalkkio	ei
Salkunhoitaja	Peter Seligson

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.1.2013 – 31.12.2013

Juoksevat kulut	1,12 %
Tuottosidonnainen palkkio (ei sisälly juokseviin kuluihin)	0,05 %
Kaupankäyntikulut	0,07 %
Kokonaiskulut (TKA)	1,24 %
Salkun kiertonopeus	29,27 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	9,66 %
Lähipiirin omistusosuus (31.12.2013)	8,35 %

TUOTTO JA VOLATILITEETTI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	2,40 %	8,72 %	4,08 %	8,19 %
1 v	37,03 %	11,52 %	18,10 %	9,80 %
3 v	29,12 %	16,43 %	27,06 %	12,30 %
5 v	179,19 %	18,48 %	105,55 %	14,13 %
10 v	123,36 %	17,74 %	81,48 %	15,66 %
Aloituspäivästä	141,56 %	18,23 %	7,07 %	17,26 %
Aloituspäivästä p.a.	6,87 %		0,49 %	

SUURIMMAT OMISTUKSET

Maa Osuus rahastosta

AUSTRALIAN VINTAGE LTD	Australia	5,7 %
ALCATEL-LUCENT	Ranska	3,4 %
MICRON TECHNOLOGY INC	Yhdysvallat	2,9 %
PEUGEOT SA	Ranska	2,9 %
COMMERZBANK AG	Saksa	2,8 %
UNICREDIT SPA	Italia	2,5 %
ORTIVUS AB-B SHS	Ruotsi	2,5 %
UBS AG-REG	Sveitsi	2,3 %
YAHOO! INC	Yhdysvallat	2,2 %
VIMPELCOM LTD-SPON ADR	Venäjä	2,2 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

SALKUNHOITAJALTA

Vuoden viimeisen neljänneksen aikana nousi Phoenix-osuuden arvo 2,4 % ja MSCI World -indeksi 4,1 %. Koko vuoden luvut olivat 37,0 % Phoenixille ja 18,1 % indeksille. Kolmen vuoden tarkastelussa tilanne taasoittuu: Phoenix 29,1 % ja indeksi 27,1 %.

Vuoden vaihteessa julkaistaan yleensä lukuisia kirjoituksia kuluneesta pörssivuodesta ja ennustellaan tulevaa. Niitä voi lukea viihteenä tai sitten etsiä ennusmerkkejä tulevasta – mutta siis lähinnä siitä, mitä todennäköisesti ei tule tapahtumaan!

Vuosi sitten olivat useimmat ”asiantuntijat” varmoja siitä, että USA:n markkinoilla oli paras nousu jo ohi ja 2013 nähtäisiin korkeintaan pientä kipuamista korkeammalle. Sen sijaan kehittyvien markkinoiden uskottiin palaavan takaisin nousuputkeen vuoden 2012 ns. hengähdystaun jälkeen.

Toisin kävi. Amerikassa nähtiin yksi parhaista vuosista pitkään aikaan, mutta kehittyvät markkinat ajautuivat ojasta allikkoon.

Mitä talousviihdeteollisuus sitten odottaa vuodelle 2014? Näyttäisi siltä, että 2014 on odotuksien osalta uusi 2013. USA:ssa mennään kuulemma vielä hieman ylöspäin, Euroopassa ehkä enemmänkin (vaikka riskiäkin on reilummin) ja kehittyvät markkinat rämpivät yhä suossa. Arvostustasot ovat korkealla, siitä kaikki tuntuvat olevan yhtä mieltä, mutta maailmantalous on ehkä kääntymässä parempaan ja jos niin käy, niin ei syytä huoleen. Siinä päähkinänkuoressa.

Arvostusten osalta olen samaa mieltä siitä, että niitä ei voi ainakaan kautta linjan pitää alhaisina. USA:ssa ollaan suurin piirtein tasolla 25 kertaa syklin yli normalisoitu vuositulos, mikä ei ole vähän. Toisaalta suhteutettuna matalaan korkotasoon ei se myös ole mitenkään äärimmäisen paljon.

Phoenixin kannalta tärkeintä on kuitenkin se, että jopa USA:n markkinoilta löytyy edelleen runsain mitoin erikoistilanteita, joissa arvostukset ovat alhaisia. Esimerkiksi salkkumme uusia yhtiöitä, IBM:ää ja Ciscoa, ei mitenkään voi pitää kalliina ja silti ei ole kysymys mistään tuntemattomista pikkuyhtiöistä.

Talousoikeuden osalta kuulun siihen optimistien enemmistöön, joka uskoo maailmantalouden elpymiseen. Sen sijaan olen useimpien muiden taloustarkkailijoiden kanssa eri mieltä nousun dynamiikasta: en usko, että palaamme edellisen suhdannejakson investointibuumiin, vaan seuraava kasvusykäys tulee olemaan kulutusvetoinen.

Pari yleisluontoista perustelua lienee paikallaan. Maailman ja erityisesti Kiinan tuotantokapasiteetti on erittäin hyvällä tasolla kymmenen vuotta jatkuneen investointijakson jälkeen. Kiinassa pankkien ulkopuoliset lainamarkkinat ovat vetäneet kehitystä, joka on johtanut jopa yli-investointeihin. Tämä hallitsemattomasti kasvanut lainamarkkina on alkanut natista lii-

toksissaan ja joutunut myös viranomaisten silmätikuksi, mikä varmaankin rajoittaa sen tulevaa kehitystä.

Kiinan valtaapitävät ovat hyvin tietoisia siitä, että tulevan kasvun on oltava enemmän kulutukseen perustuvaa. Nykyinen viisivuotissuunnitelmakin tukee tätä.

Euroopassa puolestaan on kriisivuosien jälkeen valtavasti patoutunutta kulutuskysyntää. Saksalaiset, italialaiset ja ranskalaiset ovat etevä säästämään ja ovat nyt tehneet sitä useampia vuosia.

Jos otetaan Saksa esimerkiksi, niin korottomilla pankkitileillä olevat talletukset ovat kasvaneet kymmenessä vuodessa melkein kolminkertaisiksi. Rahassa mitattuna on kyse yli tuhannesta miljardista eurosta eli noin kolmanneksella Saksan bruttokansantuotteesta. Ranskan ja Italian tilanne on samansuuntainen.

Kohentunut makrotalouden tila ja positiivisemmat tulevaisuuden odotukset johtavat kulutuksen kasvuun, mikä näkyi jo Saksan joulumyynissä. Harvat taloustieteilijät ovat mielestäni antaneet riittävän painoarvon tälle osalle Euroopan talouden voimavaroja.

Salkku

Kuluneen vuosineljänneksen aikana hankin meille neljän uuden yhtiön osakkeita ja myin kokonaan tai osittain myös neljän yhtiön osakkeita.

Uudet yhtiömme ovat IBM, Cisco, X5 Retail Group ja Neostem ja myyntiin menivät Baker Hughes ja Fiberweb sekä puolet omistuksestamme Thomas Cookissa ja Alcobrassa. (X5:n tilanteesta on lyhyt esittely Russian Prosperity Fund Euron katsauksessa sivulla 19).

Thomas Cookista tuli yksi vuoden 2013 varsinaisista kurssiraketeista, nousua 292 %. Lisäpotentiaalikin on, mutta arvostus on normalisoitunut ja myin puolet. Myös Alcobralla on yhä nousuvaraa, mutta kurssin tuplaantuminen toi tilaisuuden kotiuttaa alkuperäisen sijoituksemme verran ja pienentää siten riskiä.

Teknologiajätit IBM ja Cisco eivät päässeet mukaan vuoden 2013 kurssijuhliin. Syyt voisi tiivistää sanomalla, että pää pilvissä ja lunta tupaan! IBM ei ole riittävän nopeasti reagoinut pilvipalvelubuumiin ja Cisco on kärsinyt esimerkiksi kiinalaisten kasvaneesta epäluulosta amerikkalaista teknologiaa kohtaan Edward Snowdenin tiedustelupaljastusten jälkimainingeissa.

Australian Vintage

Katsauksessamme 4/2006 kirjoitin yhtiöstä nimeltä McGuigan Simeon Wines, jonka nimi on nyt Australian Vintage. Olin silloin seurannut yhtiön kehitystä pari vuotta ja käynyt juuri tutustumiskäynnillä.

Sen jälkeen yhtiö on joutunut pyristelemään läpi pitkän matalasuhdanteen ja kärsinyt myös viennin kan-

nalta epäsuotuisan korkealle arvostetusta Australian dollarista, ylituotannosta maailmalla sekä tärkeimmällä vientimarkkinalla eli Isossa-Britanniassa korotetuista viinin veroista.

Näiden vaikeuksien vuoksi saimme mahdollisuuden hankkia osuuden yhtiöstä hyvin edulliseen keskihintaan vuosina 2006–2009. Tänä aikana yhtiö toteutti strategiaansa stoalaisella päättäväsyydellä: tavaramerkkien profiilia ja marginaaleja kohotettiin, kustannuksia alennettiin ja tuotantoa optimoitiin.

Näiden yhtiön omien toimien tuloksena päästiin seuraavien kolmen vuoden jaksolla kohtuullisen hyvään kannattavuuteen ja saimme sijoituksellemme osinkoa 12,5–14 % vuodessa. Myös kurssi on tuplaantunut, joten kokonaistuotomme on hyvä jo jaksolta, jonka aikana olemme odotelleet, että maailma ympärillä muuttuisi yhtiölle suotuisammaksi.

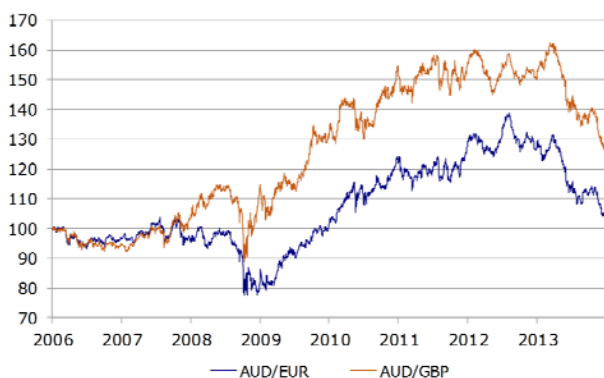
Australian Vintage jalostaa kolmessa tuotantolaitoksessaan 150 000 tonnia viinirypäleitä vuodessa eli noin 8 % Australian tuotannosta. Tuloksena syntyy 85 miljoonaa litraa viiniä. Mukana on mm. Australian suosituin punaviini, McGuigan Black Label. Yhtiöllä on myös 11 omaa viinitilaa, joiden yhteenlaskettu pinta-ala on noin 2900 hehtaaria.

Viimeisimmän kuuden vuoden aikana on osake arvostettu kovin alas. Markkina-arvo on vaihdellut välillä 20–70 miljoonaa Australian dollaria ja nettovelkaa noin 130 AUD. Yhtiöllä on samaan aikaan ollut 170–200 miljoonan AUD:n viinivarastot, saman verran käyttöomaisuutta ja 30 miljoonan AUD:n käyttökate.

Osakkeidemme arvo keskimääräisellä hankintahinnalla vastasi vain 85 % varastossa olevasta viinistä! Muun saimme siis kaupan päälle. Mistä moinen alennusmyynti?

Kuten osakemarkkinoilla yleensäkin, löytyy hinnoittelulle sekä parempia että huonompia selityksiä. Useimmat sijoittajat eivät jaksaa odotella sitä, että johonkin yhtiöön kohdistuvat ulkoiset vastoinkäymiset saisivat käänteen suotuisampaan suuntaan.

Selittäviä tekijöitä lienevät myös korkea velkaantumisaste (siis suhteutettuna markkina-arvoon, ei varastoon tai omaan pääomaan verrattuna) sekä se, että osatuloista ei ole näkynyt kassavirtana, mihin taas on ollut syynä mm. pitkät ja epäedulliset viinirypäleiden



Australian dollarin kehitys euroon ja puntaan nähden. Kuvaajan laskiessa Australian dollari heikkenee.

Lähde: Bloomberg

hankintasopimukset, jotka tosin on kirjanpidossa kirjattu markkina-arvoonsa.

Seitsemän laihaa vuotta näyttäsivät kuitenkin vihdoin kääntyvän paremmiksi. En uskalla luvata tilalle seitsemää lihavaa, mutta viiniteollisuuden syklit ovat yleensä pitkiä. Mitä on siis tapahtunut?

Viinin kulutus on maailmanlaajuisesti kasvanut samaan aikaan kun tuotanto on jämähtänyt paikoilleen tai jopa vähentynyt. Alituotanto ja vähäiset varastotasot näyttävät mahdollisilta ensimmäisen kerran kymmeneen vuoteen. Australialaisia tuottajia suosii eniten Aasian voimakkaasti kasvava kysyntä, mutta myös USA:ssa ja Itä-Euroopassa on löydetty australialaiset viinit.

Raaka-ainebuumin hiipuminen parin viime vuoden aikana sai Australian dollarin kurssin laskemaan (ks. graafi alla). Yli puolet Australian Vintagen tuotannosta menee vientiin ja valuuttakurssi vaikuttaa merkittävästi marginaaleihin ja kilpailuasemaan.

Lisäksi yhtiö teki vuoden 2013 syyskuussa onnistuneen annin ja neuvotteli uusiksi lainojensa ehdot. Annissa kerättiin pääomia 41,6 miljoonaa AUD, mikä tietenkin alentaa osakekohtaista voittoa, mutta vähentynyt velka ja paremmat lainaehdot säästävät yhtiölle noin viisi miljoonaa Australian dollaria vuodessa. Samassa yhteydessä onnistui Australian Vintage myös neuvottelemaan suotuisimmat ehdot joihinkin vanhoihin viinirypälesopimuksiinsa, mistä tulee vielä 4,5 miljoonan AUD:n lisäsäästöt.

Nämä hyödyt eivät vielä näy täydellä voimallaan tilikauden 2013/14 alkupuolen luvuissa, mutta toisella puoliskolla kyllä. Siksi yhtiö ennustaakin selvästi parantunutta tulosta koko tilikaudelle. Markkinat odottavat noin 5,7 Australian sentin voittoa per osake tilikaudelle 2013/14 ja 6,5 senttiä seuraavalle.

Mielestäni näissä odotuksissa ei vielä oteta huomioon maailmaan muuttumista, vaan ainoastaan yhtiökohtaisia tekijöitä. Siltikään osake ei ole kallis: näiden arvioiden perusteella saadaan p/e-luvut 7,5x ja 6,6x ja 6 prosenttia osinkotuotto.

Jos Australian Vintage arvostettaisiin samoille tasolle kuin sen lähin kilpailija, Treasury Wine Estates, olisi kurssi kolme kertaa korkeampi. Kilpailija on tosin jopa kahdeksan kertaa suurempi, mutta muuten luvut näyttävät samanlaisilta. Jos yhtiö tilikautena 2014/15 ylittää oletkamiini konsensusennusteita parempiin lukuihin, niin osakkeen kolminkertaistuminenkin merkitsisi vasta p/e-lukua 10x ja kirjanpitoarvostuksen mukaista markkina-arvoa. Erikoistilanteissa on potentiaalia!

Palautettanne toivoen ja sitä arvostaen,

Peter Seligson, salkunhoitaja
peter.seligson@seligson.fi

PHOEBUS

31.12.2013

Osakerahasto, joka tekee pitkän tähtäimen sijoituksia pääosin Suomen osakemarkkinoille.

PHOEBUS JA VERTAILUINDEKSI



RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	10.10.2001
Tyyppi	Osakerahasto
Rahaston koko (milj. euroa)	31,6
Vertailuindeksi	75 % OMX Helsinki Cap GI, 25 % MSCI AC World NDR
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,75 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	on
Merkintäpalkkio	ei
Kaupankäyntipalkkio lunastettaessa (maksetaan rahastoon)	1 %, jos sijoitusaika alle 12 kk; muuten 0 %
Salkunhoitaja	Anders Oldenburg

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.1.2013 – 31.12.2013

Juoksevat kulut	0,76 %
Tuottosidonnainen palkkio (ei sisälly juokseviin kuluihin)	0,33 %
Kaupankäyntikulut	0,02 %
Kokonaiskulut (TKA)	1,11 %
Salkun kiertonopeus	-13,82 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,00 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	7,42 %
Lähipiirin omistusosuus (31.12.2013)	10,59 %

TUOTTO JA VOLATILITEETTI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	2,04 %	7,43 %	6,11 %	9,36 %
1 v	19,36 %	8,80 %	28,25 %	11,64 %
3 v	26,03 %	13,39 %	17,98 %	16,89 %
5 v	129,31 %	15,37 %	113,44 %	17,78 %
10 v	146,55 %	15,38 %	140,03 %	17,05 %
Aloituspäivästä	277,08 %	14,72 %	170,42 %	16,99 %
Aloituspäivästä p.a.	11,46 %		8,47 %	

SUURIMMAT OMISTUKSET

Maa Osuus rahastosta

	Maa	Osuus rahastosta
FORTUM OYJ	Suomi	9,2 %
VACON OYJ	Suomi	6,7 %
AIR LIQUIDE SA	Ranska	6,5 %
SVENSKA HANDELSBANKEN-B SHS	Ruotsi	5,9 %
LASSILA & TIKANOJA OYJ	Suomi	5,5 %
HENNES & MAURITZ AB-B SHS	Ruotsi	5,4 %
NOKIAN RENKAAT OYJ	Suomi	5,3 %
HARLEY-DAVIDSON INC	Yhdysvallat	4,9 %
TIKKURILA OYJ	Suomi	4,3 %
COSTCO WHOLESALE CORP	Yhdysvallat	3,8 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

SALKUNHOITAJALTA

Mennyt vuosi oli Phoebukselle monella tapaa hyvä. Rahasto tuotti erinomaiset 19,4 % ja oli vuoden lopussa kaikkien aikojen korkeimmassa arvossaan. Myös liikkeeseen laskettujen osuuksien määrä ja siten rahaston koko sekä osuudenomistajien lukumäärä olivat vuoden lopussa kaikkien aikojen korkeimmat.

Edellisen heinäkuussa 2007 saavutetun huippunsa Phoebus ohitti jo tammikuun lopussa. Yritin vaihkaa tuoda sen esille hyvänä asiana: kaikkien asiakkaiden sijoitukset ovat plussalla.

Kollegani Jani palautti minut kuitenkin nopeasti maan pinnalle toteamalla, että rahamarkkinarahastomme tekee uusia kurssihuippuja lähes joka päivä. Lisäksi hän kysyi: Onko Phoebuksen kehitys kaikkien aikojen paras myös suhteessa markkinoihin? Erinomaisia näkökohtia - on etuoikeus saada työskennellä fiksujen ihmisten kanssa!

Nouseva vedenpinta saa kaikki sorsat uimaan korkeammalla, mutta se ei tee niistä joutsenia. Oleellista on, kuinka rahasto pärjää vertailuindeksiinsä nähden.

Tällä mittarilla vuosi oli Phoebuksen historian kolmanneksi huonoin. Vertailuindeksimme nousi peräti 28,2 % (Suomi 31,6 % ja maailma 18,1 %), joten Phoebus jäi indeksistään 8,9 prosenttiyksikköä. Siivenhelinän sijaan minun on siis syytä pitää nokkani visusti kiinni viime vuoden suorituksesta.

Kuten olen ennenkin kertonut on täysin normaalia, että Phoebus jää voimakkaasti nousevilla markkinoilla indeksistä jälkeen. Tämä johtuu siitä, että useimpien yhtiöidemme riskit ovat hieman keskimääräistä pienemmät yhtiöiden vahvojen taseiden ja hyvin kannattavan liiketoiminnan ansiosta. Merkittävä syy huonolle vuodelle oli myös se, että emme omista Nokkia. Se on 7,5 %:n painolla vertailuindeksimme tärkein yhtiö ja nousi vuoden aikana markkinoita enemmän.

Myös viimeinen vuosineljännes oli heikko. Vertailuindeksimme nousi 6,1 % mutta Phoebus vain 2,0 %. Toimintansa alusta rahasto on kuitenkin tuottanut selvästi vertailuindeksiä paremmin: Phoebus 277,1 % ja indeksimme 170,4 %.

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

Rahastoon tuli viimeisellä neljänneksellä nettona uutta rahaa reilut 850 000 euroa. Ostin vajaalla 1,2 miljardilla lisää yhdeksän suomalaisen ja kahden ulkomaisen yhtiöme osakkeita. Suurimmat näistä olivat Tulikivi (annissa), Fortum ja Air Liquide. Muut lisäostoni olivat suuruusjärjestyksessä Nokian Renkaat, Stockmann, Vaisala, Fastenal, Tieto, Exel Composites, Oriola-KD ja Konecranes.

Kassamme oli neljänneksen lopussa 5,7 % rahaston arvosta. Pysin edelleen hieman pienentämään sitä ostamalla rauhalliseen tahtiin lisää osakkeita.

Rahaston palkkioista

Tarkka lukija huomaa tunnuslukutaulukosta, että Phoebuksesta perittiin vuonna 2013 tuottosidonnaista palkkiota, vaikka rahaston tuotto ei yltänyt lähellekään indeksin tuottoa. Moni varmasti ihmettelee miten se on mahdollista. Kirjoitin rahaston palkkioista vuosi sitten, mutta aihe on erittäin tärkeä ja edelleen ajankohtainen, joten palaan siihen taas.

Phoebuksen tuottosidonnainen palkkio on 20 % siitä vuosittaisesta ylituotosta, jonka rahasto kolmessa vuodessa saavuttaa suhteessa vertailuindeksiin. Toisin kuin useimmissa muissa rahastoissa, palkkio ei siis määräydy vain yksittäisen vuoden tuoton perusteella. Pidemmällä aikavälillä määräytyvä palkkio on mielestäni rahaston osuudenomistajille oikeudenmukaisempi kuten viime vuosien esimerkki hyvin osoittaa.

Vuoden 2010 lopusta vuoden 2013 loppuun Phoebuksen vertailuindeksi nousi yhteensä 18 %. Ennen tuottosidonnaisia palkkioita Phoebus tuotti samalla jaksolla 28 % eli 10 % indeksiä enemmän. Palkkioiden jälkeen Phoebuksen tuotto oli 26 %. Ylituotosta viidesosa eli 2 % hävisi tuottosidonnaisena palkkiona.

Jos tuottosidonnainen palkkio määräytyisi vuoden tuoton perusteella kolmen vuoden asemesta, olisi Phoebuksen kolmen vuoden tuotto ollut 24,6 % (todellisuudessa siis 26,0 %). Eron syynä on se, että palkkion pidempi määräytymisjakso kompensoi osuudenomistajia siitä, että rahasto hyvän vuoden 2011 jälkeen hävisi vertailuindeksilleen 2012 ja 2013. Kolmen vuoden laskentajakso säästi osuudenomistajilta vuoden laskentajaksoon verrattuna tuottosidonnaisia palkkioita yli 40 %.

Mitä pidemmältä ajanjaksolta tuottosidonnainen palkkio määräytyy, sitä pienemmäksi laskee sattuman vaikutus palkkion muodostumiselle. Salkunhoitajalla on joskus tuuria ja joskus epäonnea, mutta rahaston omistajina haluamme palkita salkunhoitajaa osaamisesta eikä onnekkudesta. Pitkä määräytymisjakso on siis omistajien etu.

Palkkion pitkän määräytymisjakson huono puoli on, että se ei aina johda täysin oikeaan lopputulokseen niiden omistajien osalta, jotka ovat tulleet tai poistuneet kesken palkkion määräytymisjakson. Tästä on hyvä olla tietoinen, mutta pidemmän määräytymisjakson edut ovat niin isot, että ne kompensoivat ilman muuta tämän mahdollisen haitan edes jonkin verran pitkäjänteisemmille omistajille. Eikä Phoebus olekaan suunniteltu keinottelijoille.

Oleellisin kysymys tietysti on, ovatko Phoebuksen kokonaispalkkiot järkevällä tasolla, kun huomioidaan sekä kiinteä että tuottosidonnainen palkkio.

Phoebuksessa on ollut nykyinen palkkiorakenne 10 vuotta ja kokonaispalkkiot ovat keskimäärin olleet 1,14 % vuodessa (kiinteä palkkio 0,75 % ja tuotto-sidonnainen 0,39 %). Verrattuna esimerkiksi Suomeen sijoittavien aktiivisten rahastojen keskimääräiseen hallinnointipalkkioon, joka on 1,62 %¹, tämä ei mielestäni tunnu kohtuuttomalta.

Se on tosin vain minun mielipiteeni. Onneksi kaikki toisin ajattelevat ovat vapaita äänestämään rahoillaan.



Nuorin yhtiömme, taajuusmuuttajafirma Vacon, täytti äsken 20 vuotta. Merkkipaalunsa kunniaksi Vacon järjesti pääomamarkkinapäivän teemalla "20/20" kertoakseen historiansa lisäksi strategiastaan vuoteen 2020, täydellisten ennusteiden avulla.² Firmalla on pilke silmäkulmassa, mutta sen yrityskulttuuria leimaa ennen kaikkea suunnitelmallinen pyrkimys jatkuvaan parantamiseen.

Kun viimeksi esittelin Vaconin katsauksessamme 4/2010 kehuin yhtiön menestymistä uusiutuvaan energiassa, ennustin kasvun jatkuvan ja uskoin osakekohtaisen tuloksen nousevan lähemmäs 2 euroa jo vuonna 2011.

Olin väärässä. Vuoden 2011 syksyllä sekä Vaconin tuuli- että aurinkovoima-asiakkaiden tilaukset laskivat rajusti ja yhtiö palasi kasvutrendille vasta syksyllä 2012. Edellisen 12 kk:n tulos per osake ilman kertariä on nyt 1,97 euroa, joten Vacon on saavuttanut tulostavoitteeni, mutta pari vuotta myöhässä.

Uskoin viimeksi myös, että Vaconin tavoite saavuttaa 500 miljoonan liikevaihdolla 14 % liiketulos voisi toteutua jo ennen vuotta 2014, joka oli yhtiön tavoite.

Siinäkin olin väärässä. Määrittäessään uudet tavoitteensa jaksolle 2014–2020 Vacon kertoi haluavansa kasvaa 10 % vuodessa (liikevaihto on nyt 410me) ja pyrkivänsä saavuttamaan kestävän 14 % liiketuloksen suhdannesyklin yli (tulos on nyt 11 %). Alkuperäisiä tavoitteita vuodelle 2014 siis tuskin tullaan täysin saavuttamaan.

Se ei tarkoita, että yhtiö olisi huono. Uskallan taas ennustaa, että Vacon tulee jatkossakin kasvattamaan osuuttaan taajuusmuuttajien markkinoista, jotka nekin tulevat kasvamaan hieman taloutta nopeammin.

Vaconin puolesta puhuvat sekä lukuisat tuoteuutuudet että yhtiön tuore päätös laajentua keskijännitelaitteisiin (mikä kasvattaa Vaconin potentiaalisia markkinoita neljänneksellä). Myös uusiutuvaan energiassa on paljon potentiaalia, vaikka Vacon onkin tehnyt mielestäni fiksun päätöksen edetä hiljalleen, rakentamatta suurta kiinteää kustannusmassaa näiden erittäin ailahtelevien asiakkaiden palvelemiseen.



Ennustuskone vai pullonpalautus-automaatti?

Ei kumpikaan, vaan Vacon 20 X eli "markkinoiden pienikokoisin IP66-suojausluokan taajuusmuuttaja hajautettuihin käyttöihin."

Kuva: Vacon

Edellisen esittelyni jälkeen Vaconin osake on osinkoineen tuottanut 58 % samalla kun Phoebus on tuottanut 26 % ja vertailuindeksimme 18 %. Osake on siis ollut erinomainen sijoitus. Mutta onko se jo liian kallis?

Viimeisen 12 kk:n tulokselle laskettu p/e-luku on 29,6x, joka saattaa tuntua pienestä teollisuusyhtiöstä hurjalta. Vacon on kuitenkin velaton, sen kasvunäkymät ovat hyvät ja tuloksen pitäisi voida nousta liikevaihtoa enemmän, jos yhtiön tulostavoitteet ovat realistisia, kuten uskon niiden olevan. Korkea arvostus ei siis välttämättä tarkoita, että osake olisi liian kallis.

Totesin viimeksi, että aion korkean arvostuksen takia pikemmin alentaa kuin nostaa Vaconin painoa salkussamme. Myinkin sen jälkeen 10 % omistuksestamme, mikä täydellä 20/20 jälkiviisaudella katsoen oli virhe.

Vaikka arvostusriski ei edellisellä kolmen vuoden jaksolla toteutunutkaan, riski on silti edelleen olemassa. Siksi en edelleenkään aio kasvattaa Vaconin osuutta salkustamme, vaan pikemmin ehkä hieman vähentää.



2013 oli merkkivuosi toisellekin esittelyvuorossa olevalle yhtiöllemme. Ranskalainen

teollisuuskaasuyritys Air Liquide on nimittäin ollut 100 vuotta pörssissä.

Osakekurssi on tänä aikana 72000-kertaistunut. Kyseessä ei kuitenkaan ole mikään arvostuskupla. Yhtiön osinko on sekin ehtinyt 54400-kertaistua. Osinkoineen on Air Liquideen sijoitettu euro kasvanut sadassa vuodessa lähes 1 400 000 euroon (eli 15,2 % vuodessa).

No, luvut heijastavat varmaan osittain Ranskan frangin heikkoutta 1900-luvun alkupuolella ja Phoebuksen osalta hieman lyhemmät tarkastelujaksot ovat muutenkin tarpeen.

Esittelin viimeksi Air Liquidien katsauksessamme 4/2010. Sen jälkeen Phoebus on tuottanut 26 % ja vertailuindeksimme 18 %. Air Liquide on osinkoineen tuottanut 27 % ja on siis myös tällä lyhyellä jaksolla ansainnut paikkansa salkussamme.

Hyvä tuotto on tullut liiketoiminnan kasvusta, ei arvostuksen noususta. Air Liquidien osake on noussut 19 %, liiketulos kasvanut 20 % ja tulos per osake alemman veroasteen ansiosta noussut 26 %.

Teollisuuskaasuala on harvinaisen tasaisesti tuottava. Vuodesta 1990 Air Liquidin tulos per osake on laskeutunut vain kahtena vuonna, 1993 (-2 %) ja 2009 (-3 %). Liiketulos on viimeisen 24 vuoden aikana ollut keskimäärin 14,6 % liikevaihdosta.

Huonoimpanakin vuonna (1992) se oli 12,1 %. Lisäksi liiketulosmarginaali on niin Air Liquidillä kuin koko teollisuuskaasualalla trendinomaisesti hieman parantunut parin vuosikymmenen ajan.

Tasaista kehitystä selittää toimialan oligopolistinen luonne. Maailmassa on vain neljä suurta teollisuuskaasufirmaa: Air Liquidin lisäksi saksalainen Linde ja amerikkalaiset Praxair sekä Air Products. Kaasua ei voi kuljettaa yli 250 km, joten kilpailu on paikallista. Tuotanto tapahtuu usein asiakkaan tehtaan takapihalalla, josta kaasu tulee putkea pitkin asiakkaalle. Toiminta on erittäin pääomavaltaista, joten uusia kilpailijoita ei alalle tule.

Miksi sitten omistamme juuri Air Liquideä emmekä alan kannattavinta yhtiötä, amerikkalaista Praxairia? Onhan Praxair jo yli 20 vuotta tehnyt puolet parempaa liiketulosta kuin ala keskimäärin, kun Air Liquide on vain hieman toimialaa kannattavampi?

Valintani johtuu lähinnä siitä, että Air Liquide on poikkeuksellisen osakasystävällinen yhtiö. Tämä näkyy selvimmin pitkäaikaisille omistajille jaettavana bonusosinkoina, mutta myös yhtiön tiedottamisessa ja toimintakulttuurissa. Ei Praxairkaan toki huono vaihtoehto olisi.

Hyvät yhtiöt ovat harvoin halpoja. Air Liquidin P/E-luku, laskettuna edellisen 12 kk:n tulokselle, on 19,3x (viimeksi esitellessäni yhtiön se oli 20,4x). Bruttoarvo suhteessa liiketulokseen (EV/EBIT) on 15,0x (viimeksi 14,9x). Luvut saattavat pääomavaltaisesta teollisuusfirmasta kuulosta korkeilta mutta kun huomioidaan toimialan tasainen tuloksenteko ja kasvupotentiaali, pidän arvostusta melko kohtuullisena.

Air Liquidin osake ei ehkä miljoonakertaistu seuraavan 100 vuoden aikana, mutta kohtuullisen tasaista ja hyvää tuottoa voimme siltä jatkossakin odottaa.



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

1 Suomen Sijoitustutkimus, Rahastoraportti 11/2013

2 Näöntutkimuksen termeistä alkunsa saanut amerikanenglannin ilmaus *twenty-twenty hindsight* viittaa jälkiviisauteen ja siihen, että on helpompaa nähdä ajassa taaksepäin kuin eteen.

RAHASTOJEN TUNNUSLUKIJEN MÄÄRITELMIÄ

Volatiliteetti / standardipoikkeama (% vuodessa)

Kuuaa rahaston arvон heilahtelua ja käytetään riskimittarina, mutta ei mitenkään välttämättä kerro tulevista riskeistä. Volatiliteetti lasketaan edeltävän 12 kk:n jakson arvona.

Salkun kierto nopeus (% vuodessa)

Kuuaa rahaston arvopapereiden vaihtuvuutta. Luku lasketaan vähentämällä tehtyjen ostojen ja myyntien yhteissummasta merkintöiden ja lunastusten yhteissumma (summa1). Salkun kierto nopeus on saadun luvun (summa1) suhde rahaston keskimääräiseen pääomaan tarkastelujaksolla. Esimerkiksi kierto nopeus 200 % tarkoittaa siten, että tarkastelujakson aikana on myyty kaikki rahaston arvopaperit ja tilalle ostettu uudet. *Negatiivinen kierto nopeus* tarkoittaa, että salkunhoitajan käymän arvopaperikaupan kokonaisvolyyymi on ollut pienempi kuin merkintöiden ja lunastusten.

Indeksipoikkeama (tracking error / aktiivinen riski, % vuodessa)

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

Kaupankäyntikulut (% vuodessa)

Rahaston pääomasta veloittavat rahaston kaupankäyntiin liittyvät arvo-paperinvälittäjille maksetut palkkiot. Ilmoitetaan prosenttilukuna keskimääräisestä pääomasta edeltävällä 12 kk:lla. (Huom! Sijoitusrahastoyhdistyksen suosituksen mukaan kaupankäyntikulut tulisi laskea jakamalla euromääräinen kulu edeltävän 12 kk:n korkeimmalla rahastopääomalla. Tämä laskentatapa tuottaa kuitenkin mielestämme harhaanjohtavan alhaisen tuloksen ja käytämme sitä vain rahastojen virallisissa tilinpäätös- ja osavuosi-raporteissa.)

Juoksevat kulut (Total expense ratio / TER, % vuodessa)

Kertoo rahaston perimien kulujen osuuden prosenttilukuna keskimääräisestä pääomasta tarkastelujaksolla. Luku sisältää rahaston pääomasta veloittavan hallinnointi- ja säilytyspalkkion, tilinhoito- ja muut pankkikulut sekä mahdollisen tuottosidonnaisen palkkion. TER-luku ei sisällä esim. kaupankäyntikuluja, jonka vuoksi raportimme myös rahastojen kokonaiskulut. Pharoksen osalta TER sisältää myös kohderahastojen kulut.

Mahdollinen tuottosidonnainen palkkio lasketaan alkaen edeltävästä vuodenvaihteesta kunkin rahaston sääntöjen mukaan. Tuottosidonnainen palkkio sisältyy TER-lukuun, mutta ei juokseviin kuluihin.

Kokonaiskulut / TKA (% vuodessa)

Kaikki rahastopääomasta veloittavat kulut (TER + kaupankäyntikulut + mahdolliset muut kulut) prosenttilukuna keskimääräisestä pääomasta tarkastelujaksolla. TKA ei sisällä mahdollisia rahaston maksettavaksi koituvien lähdeveroja (joista osa voidaan saada myöhemmin takaisin) ja transaktioverojen kustannuksia. Osakelaianauksesta mahdollisesti saatavia lisätuottoja ei lasketa pois TKA-luvusta.

Välityspalkkiot lähipiirille (% vuodessa)

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

Korkoriski (duraatio)

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

Sharpen luku

Alan käytännöstä poiketen emme julkaise tässä katsauksessa Sharpen lukua, koska se ei käsittäksemme tuo mitään olennaista informaatiota indeksiin verrattujen tuoton ja volatiliteetin sekä indeksipoikkeaman lisäksi. Julkaisemme kuitenkin Sharpen luvun suosituksen mukaisesti rahastojen virallisissa tilinpäätös- ja osavuosi-raporteissa. William Sharpen tieteellistä työtä arvostamme suuresti!

RUSSIAN PROSPERITY FUND EURO

31.12.2013

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)	179,0
Vertailuindeksi	RTS1 – Interfax (huom! hintaindeksi)
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	1,4 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	on
Merkintäpalkkio (maksetaan rahastoyhtiölle)	0–2,5 %, riippuen merkintäsummasta
Kaupankäyntipalkkio lunastettaessa (maksetaan rahastoon)	0,5 %, jos sijoitusaika alle 6 kk; muuten 0 %
Salkunhoitajat	Jonathan Aalto / Veera Siltaoja

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.1.2013 – 31.12.2013

Juoksevat kulut	1,54 %
Tuottosidonnainen palkkio (ei sisälly juokseviin kuluihin)	2,04 %
Kaupankäyntikulut **	0,40 %
Kokonaiskulut (TKA)	3,98 %
Salkun kiertonopeus	41,32 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	6,99 %
Lähipiirin omistusosuus (31.12.2013)	0,07 %

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

TUOTTO JA VOLATILITEETTI

	Rahasto		Vertailuindeksi*	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	3,93 %	10,27 %	-0,71 %	13,29 %
1 v	0,14 %	13,38 %	-9,78 %	17,49 %
3 v	-7,41 %	16,85 %	-20,96 %	22,38 %
5 v	278,27 %	18,61 %	131,23 %	26,89 %
10 v	242,23 %	19,52 %	132,66 %	31,36 %
Aloituspäivästä	810,18 %	22,01 %	373,39 %	34,08 %
Aloituspäivästä p.a.	17,32 %		11,90 %	

* Huom! Kyseessä on hintaindeksi.

SUURIMMAT OMISTUKSET

	Maa	Osuus rahastosta
BASHNEFT	Venäjä	9,2 %
GAZPROM	Venäjä	9,0 %
MHP SA	Ukraina	5,9 %
SBERBANK	Venäjä	5,4 %
MAGNIT	Venäjä	4,9 %
SURGUTNEFTEGAZ-	Venäjä	4,7 %
KCELL	Kazakstan	4,7 %
X 5 RETAIL GROUP	Venäjä	4,7 %
LUKOIL	Venäjä	4,5 %
MOBILE TELESYSTEMS	Venäjä	4,4 %

SALKUNHOITAJALTA

Venäläisten osakkeiden kurssit pysyivät vuoden viimeisen neljänneksen aikana melko paikallaan: RTS-yleisindeksi -0,7 %. Russian Prosperity Fund Euro pärjäsi paremmin ja nousi 3,9 %. Vastaavat luvut vuoden alusta ovat -9,8 % ja +0,1 % eli rahasto voitti selvästi vertailuindeksinsä, vaikka päätyikin samalle tasolle kuin vuosi sitten.

Rahaston merkittävimmät omistukset ovat säilyneet neljänneksen aikana ennallaan. Ainoa lisäys on kazakstanilainen öljy-yhtiö Kazmunaigas, joka palasi salkkuun vuoden tauon jälkeen.

Lisäksi myimme omistuksemme Kazkommertsbankissa, energiayhtiössä Lenenergossa sekä ukrainalaisessa tietoliikenneyhtiössä Ukrtelecomissa. Päätimme myös myydä osan Vimpelcom-sijoituksestamme vahvan kurssinousun seurauksena. Lisäostoja teimme öljy-yhtiö Lukoiliin sekä maailman suurimpaan kaasuyhtiöön Gazpromiin.

Toimialapainomme eivät ole neljänneksen aikana merkittävästi muuttuneet. Olemme edelleen RTS-indeksiin nähden vahvasti ylipainossa kulutustavaroissa ja telekommunikaatioissa sekä alipainossa sektoreilla ”muut raaka-aineet” ja ”rahoitus”.

Rahaston yhtiöistä

Rahoitussektorin suurin sijoituksemme Sberbank ilmoitti marraskuussa aikovansa leikata seuraavien viiden vuoden aikana yli 30 000 työpaikkaa ja sulkea yli 3600 konttoria kannattavuuden parantamiseksi. Tavoitteena on kaksinkertaistaa pankin tulos ja tase vuoteen 2018 mennessä ja tehdä se organisesti eli ilman yritysostoja..

Sberbankilla on kokemusta monista markkinaolosuhteista. Tämä jo Nikolai I:n perustama yli 150 vuotta vanha pankki jatkoi elämäänsä tsaarinvallan jälkeenkin, muokattiin perestroikan aikana ”Neuvostoliiton Säästöpankiksi” ja oli ainoa pankki, jonka toiminnot jatkuivat myös neuvostovallan kaatumisen yli.

Viime vuosina Sberbank on laajentunut mm. Puolaan ja Turkkiin ja tavoittelee ylipäättään vahvaa kilpailuasemaa Itä-Euroopassa. Sberbankilla on hallussaan noin puolet venäläisistä yksityistalutuksista ja omistuksia myös Valko-Venäjällä, Ukrainassa ja Kazakstanissa.

Vähittäiskauppaketjumme Magnit käynnisti vastikään Venäjällä hypermarkettinsa n:ro 150. Se avasi viime vuonna kaiken kaikkiaan yli 1500 myymälää ja osake nousi voimakkaasti.

Toimiala	Rahasto	RTS-indeksi
Öljy & kaasuu	35 %	49 %
Kulutustavarat	30 %	7 %
Telekommunikaatio	14 %	10 %
Energia (sähkö)	4 %	2 %
Rahoitus	7 %	20 %
Muut raaka-aineet	6 %	11 %
Teollisuus ja muut	4 %	1 %

Samalla alalla toimivan X5 Retail Groupin kolmannen neljänneksen tulos ylitti odotukset, mutta yhtiön kurssi on edelleen noin 9 % pakkasella alkuvuodesta, vaikka yhtiön kolmannen neljänneksen käyttökate nousi peräti 27 % viime vuodesta.

Miljardööri Mihail Fridmanin omistama X5 on vuoden 2011 jälkeen menettänyt puolet markkina-arvostaan. Yhtiö osti silloin toisen vähittäiskauppaketjun Kopeykan, eikä myynti ole pysynyt Magnitin tahdissa. X5 on perustanut uuden johtoryhmän selvittääkseen ongelmansa.

Rahastomme neuvonantaja PCM:n mukaan venäläiset osakkeet ovat edelleen edullisia monilla mittareilla, jos niitä verrataan osakkeisiin suurilla kehittyvillä markkinoilla. PCM:n arvio rahaston omistusten p/e-luvusta vuodelle 2013 on 5.8x.

Venäjän taloustilanne

Vuoden 2013 bruttokansantuotteen kasvun odotetaan jäävän noin 1,5 prosenttiin eli puolet vähempään kuin vuoden alussa ennakoitu 3 %. Talouskasvun hidastuminen johtuu eteenkin siitä, että infrastruktuuria hoitavien suurten valtioyhtiöiden investoinnit vähenivät samalla kun julkisen talouden investoinnit pysyivät vähäisinä.

Venäjän valtion vuoden 2014 budjetti hyväksyttiin joulukuussa. Budjetin tuloarvio perustuu talousministeriön ennusteeseen, jonka mukaan BKT kasvaa ensi vuonna noin 2,5 %. Ennusteen oletuksena on, että öljyn hinta pysyy noin 103 dollarissa. Tämä on tärkeää, koska puolet budjetin tuloista tulee öljy- ja kaasuveroista. Niiden arvioidaan kasvavan, mutta vain hieman.

Myös menot kasvavat hitaasti useimmilla hallinnonaloilla. Poikkeuksena ovat puolustusmenot, joihin odotetaan noin 20 %:n kasvua.

Venäjän talousministeriö julkaisi myös ennusteet maan pitkäaikaisesta talouskasvusta vuoteen 2030 asti. BKT:n odotetaan kasvavan keskimäärin ainoastaan 2,5 % vuodessa, mikäli tarvittavia talousuudistuksia ei tehdä.

PCM uskoo raportin ennusteen olevan turhan varovainen. Mikäli talouden rakenteiden modernisointiin ei tule yllättävää takapakkia, ennustaa PCM yli kolmella prosentilla vuodessa kohentuvaa bruttokansantuotetta.

*Prosperity Capital Managementin
raporttien pohjalta,*



Jonathan Aalto, salkunhoitaja
jonathan.aalto@seligson.fi

Russian Prosperity Fund Euro syöttörahostoksi.

Rahastossa tehtiin vuoden vaihteessa tekninen muutos, joka ei vaikuta osuudenomistajien tuotonmuodostuksen logiikkaan tai sijoittamisen kustannuksiin. Asiasta tarkemmin sivulla 27.

INDEKSI RAHASTOJEN VUOSI

Seligson & Co:n indeksirahastojen sijoittajille vuosi 2013 oli hyvä. Maantieteellisistä markkinoistamme paras oli Suomi ja kahdesta suomalaisiin osakkeisiin sijoittavasta rahastostamme oli jälleen ykkönen pörssinoteerattu OMX Helsinki 25 peräti 33,8 %:n vuosituotolla.

Suomen markkinoilla merkittäviä tapahtumia oli etenkin Microsoftin ostotarjous Nokian matkapuhelinyksiköstä, joka Nokian suuren painoarvon vuoksi tuntui selvästi myöskin Suomi Indeksirahaston ja OMX Helsinki 25:n kehityksessä.

Kotimaisen pörssilistan markkina-arvoltaan pienimpien yhtiöiden vaikeudet, kuten esimerkiksi Tiimarin konkurssi tai Talvivaaran yrityssaneeraus, eivät koskeet Suomi-rahastojamme.

Kansainvälisessä kehityksessä herätti huomiota ainakin se, että pitkään alamaissa ollut Japanin markkina nousee reilusti. Huolimatta jenin samanaikaisesta heikkenemisestä euroon nähden, nousi rahaston arvo n. 21 % myös euroissa. Tämä tuntui Aasia Indeksirahastossa, jonka sijoituksista lähes puolet on japanilaisia yhtiöitä.

Kautta linjan oli merkillepantavaa, että reaali talouden epävarmuudesta huolimatta markkinoiden volatiliiteetti oli melko vähäinen. Sen vaikutuksia mietitään tarkemmin tämän katsauksen sivuilla 4-5.

Lisäksi on varmaan syytä nostaa esille tapahtuma, joka ei liittynyt markkinoihin, mutta kylläkin hallinnoimiimme rahastoihin. Ne saivat nimittäin Ruotsin valtiolta lähdeverojen palautuksia, jopa merkittäviä summia.

Suurin vaikutus palautuksilla oli OMX Helsinki 25:lle jonka omistuksiin ovat rahaston toiminnan alusta asti kuuluneet Nordea ja TeliaSonera. Näiden yhtiöiden kotipaikka on kuitenkin Ruotsi, joten osingonmaksusta on Ruotsissa pidätetty lähdevero.

Muuttuneen lainsäädännön perusteella suomalaisille sijoitusrahastoille tulee palauttaa Ruotsista saaduista osingoista EU-oikeuden vastaisesti perityt lähdeverot. Palautuksia haettiin jo jokunen vuosi sitten, mutta

Ruotsin verottaja vei hakemukset oikeuteen, jossa se kuitenkin hävisi jutun.

Näin OMX Helsinki 25 sai loppuvuodesta palautuksia useamman vuoden lähdeveroista, yhteensä noin 690 000 euroa (0,13€ per rahasto-osuus). Varat laskettiin mukaan rahasto-osuuden arvoon juuri joulun alla eli 18.12.2013.

Tarkasteltuna prosentuaalisesti vuoden keskimääräisestä osuudenarvosta oli palautettujen lähdeverojen vaikutus peräti 0,49 %, mikä vastaa melkein kolmen vuoden hallinnointipalkkioita.

Lisäksi rahastolle on haettu ruotsalaisten lähdeverojen palautuksia sellaisilta samojen yhtiöiden osinkotapahtumilta, joita yllä mainitut palautukset eivät vielä koske. Näiden suuruus on enimmillään noin 276 000 euroa. Nämä mahdolliset palautukset huomioidaan rahaston arvossa, kun ne on saatu tai niiden maksusta on saatu varmaksi katsottava tieto.

Palautuksia saivat myös Suomi ja Eurooppa Indeksirahastot, mutta selvästi vähemmän. Lähdeverojen vaikutuksista indeksirahastoihin löytyy tarkemmin tietoja alla olevasta taulukosta.

Nykylainsäädännön perusteella rahastomme vastaanottavat ruotsalaisten yhtiöiden osingot tulevaisuudessa ilman veroseuraamuksia.

Tuottoeroista ja indeksipoikkeamasta

Aikaisemmissa katsauksissa olemme tuoneet esille sen, että indeksirahastojen tuottoluvuissa sekä indeksipoikkeamassa on ollut heiluntaa johtuen eri arvostusajankohdista. Pidemmällä aikavälillä tällaiset erot yleensä tasaantuvat, mutta lyhemmillä jaksoilla aikavirhe tekee raportoitavista luvuista sattumanvaraisella tavalla epäluotettavia.

Aasia Indeksirahastomme kehitys viime vuodelta toimii hyvänä esimerkkinä: viime vuonna rahaston arvo nousi 9,4 % ja indeksille saisimme ilman ajankohtakorjauksia 10,3 prosentin tuoton.

	Juoksevat kulut	Osakevälityspalkkiot	Lähdeverot	Osakelainaus tuotot	Rahaston saamat kaupankäyntipalkkiot	Muut	Rahaston ero indeksiin
OMX Helsinki 25 ETF	-0,17 %	-0,05 %	-0,06 %	+0,09 %	-	+0,49 %	<i>ei tuottoindeksiä</i>
Suomi Indeksirahasto	-0,45 %	-0,05 %	-	+0,10 %	+0,06 %	+0,03 %	-0,31 %
Eurooppa Indeksirahasto	-0,47 %	-0,06 %	-	+0,03 %	+0,04 %	0,00 %	-0,46 %
Pohjois-Amerikka Indeksirahasto	-0,45 %	-0,01 %	-0,39 %	-	+0,06 %	-0,47 %	-1,26 %
Aasia Indeksirahasto	-0,49 %	-0,03 %	-	-	+0,06 %	-0,10 %	-0,56 %

Indeksirahastojen erot indekseihin: vaikuttavia tekijöitä vuonna 2013.

Juoksevat kulut sisältävät säilytyksen tapahtumamaksut. Osakevälityspalkkiot sisältävät transaktioverot. Sekä osake- että valuuttakaupan spreadikustannukset sisältyvät sarakkeen "muut" lukuun. Euroopan ja Aasian vertailuindekseissä on lähdeverot otettu huomioon, joten niiden vaikutus on tässä jätetty huomioimatta. Lähdeverojen palautukset on huomioita sarakkeessa "muut", ks. teksti erityisesti OMX Helsinki 25:n osalta. Pohjois-Amerikan ja Aasian indeksit on ajankohtakorjattu, ks. teksti. Taulukko perustuu keskiarvoihin, eikä siten ole täysin tarkka.

Todellinen vertailu ei kuitenkaan suju ihan näin suoraviivaisesti. Rahaston ja indeksin sisältämien osakkeiden arvostuksessa käytetään pääsääntöisesti pörssipäivän viimeistä noteerausta, joten osakekurssien vaikutus tuottolukujen heiluntaan jää pieneksi.

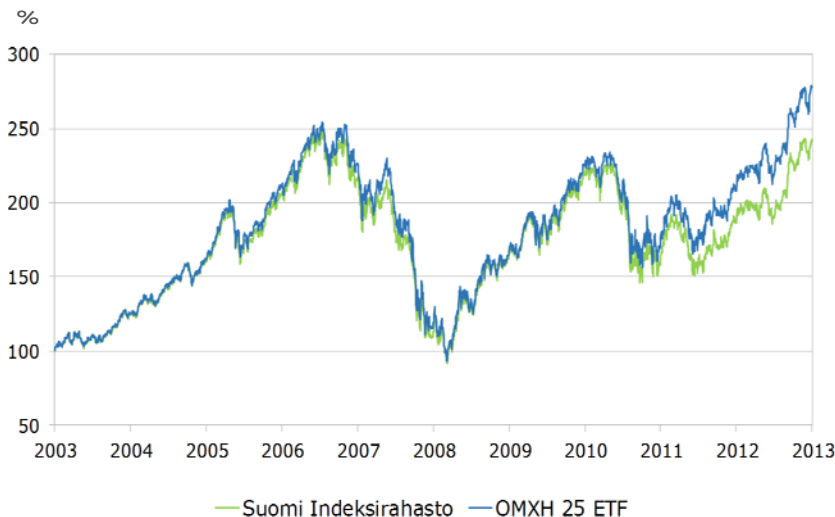
Rahaston ja indeksin sisältämät osakkeet noteerataan kuitenkin useassa eri valuutassa ja vastaavasti rahasto ja indeksi lasketaan pelkästään yhdessä valuutassa (rahasto euroissa, indeksi dollareissa). Näin ollen eri valuuttakursseihin liittyvät arvostusajankohdan erot aiheuttavat heiluntaa luvuissa.

Olemme tämän vuoden osalta pyrkineet neutralisoidaan valuuttakurssien vaikutusta käyttämällä edellisen sivun taulukon pohjana olevassa indeksilaskennassa samoja kursseja kuin rahaston arvonlaskennassa.

Tällä tavoin saatiin Aasian vertailuindeksin tuottoluvuksi 10,0 %. Ero rahaston ja indeksin välillä kapeni siis selvästi. Rahastojen virallisissa vuosikertomuksissa julkaisemme myös korjaamattomat luvut.

Pohjois-Amerikka Indeksirahaston ero indeksiinsä nähden on kasvanut edellisvuodesta. Hallinnointipalkkioiden, lähdeverojen ja kaupankäytikustannuksien lisäksi rahastolla oli vuonna 2013 sen kokoon nähden suuria käteispositioita, liittyen lähinnä merkintöjen ja lunastusten hoitamiseen ja juuri sellaisina päivinä kuin markkinat nousivat erityisen voimakkaasti. Pyrimme jatkossa kehittämään rahastojemme rakennetta siten, että tämän ilmiön vaikutusta saadaan jatkossa vähennettyä.

Mainittakoon vielä, että edellisen sivun taulukon prosenttimääräiset vaikutukset on laskettu vuoden keskimääräisen rahastopääoman perusteella. Tästä seuraa jonkin verran epätarkkuutta, koska rahastopääoma vaihtelee vuoden mittaan ja esimerkiksi tuhannen euron kuluerän prosenttimääräinen vaikutus riippuu rahaston kulloisestakin koosta.



Suomi vs. Suomi

Suomi Indeksirahaston ja OMX Helsinki 25 Pörssinoteeratun rahaston tuottoerot ovat aihe, josta saimme myös 2013 useita kysymyksiä. Tämä johtuu mitä todennäköisimmin siitä, että OMX Helsinki 25 tuotti myös tänä vuonna yli 4 prosenttiyksikköä Suomi Indeksirahastoa paremmin.

Käsittelimme samaa teemaa viime vuoden katsauksessa ja silloin totesimme, että erot rahastojen välillä ovat johtuvat ennen muuta siitä, että ne seuraavat eri indeksejä. Kuluneen vuoden aikana suurin yksittäinen eron aiheuttaja oli Sampo, joka on suurella painolla mukana OMX Helsinki 25 indeksissä, mutta ei lainkaan Suomi Indeksirahaston seuraamassa OMX GES Finland Sustainability -indeksissä.

Alla olevassa kuvassa on Suomi Indeksirahaston ja OMX Helsinki 25 kehitys kymmenen vuoden ajalta. Erot jäivät melko pieniksi ennen vuotta 2011, jonka jälkeen OMX Helsinki 25 on kirinyt selvän kaulan, lähinnä Pohjola Pankin ja Sammon ansiosta.

Käytännössä graafin taustalla olevien lukujen laskentatapakin auttaa sitä hieman. OMX Helsinki 25 -rahastossa on vain ns. tuotto-osuuksia eli se jakaa suurin piirtein vuoden osinkotuoton suuruisen voitto-osuuden omistajilleen aina kevään osinkokauden päätteeksi.

Oletamme graafissa, että nämä tuotonmaksut ovat verovapaita (miin kuin ne toki joillekin yhteisösjoitajille ovatkin) ja että ne sijoitetaan välittömästi takaisin rahastoon ilman kaupankäytikustannuksia. Näinhän ei voisi tapahtua käytännössä.

Tästä huolimatta selvästi suurin ero rahastojen välillä on tullut suoraan indeksien eroista. Näin ollen niiden keskinäinen järjestys voi vaihtua milloin tahansa. Itse asiassa tähän asti suurin rahastojen välinen tuottoero eli 5,5 prosenttiyksikköä syntyi vuonna 2009, silloin Suomi Indeksirahaston hyväksi.

Jani Holmberg & Aleksis Härmä
salkunhoitajat
jani.holmberg@seligson.fi
aleksi.harma@seligson.fi

Käymme yhdessä ain?

Suomi Indeksirahasto ja OMX Helsinki 25 Pörssinoteerattu rahasto seurasivat vuoden 2005 kesään asti samaa indeksiä – minkä kuvasta helposti huomaa.

Sen jälkeen Suomi Indeksirahaston indeksiä on vaihdettu kahdesti (indeksivaihdoista tarkemmin esim. katsauksessamme 1/2013, s. 3).

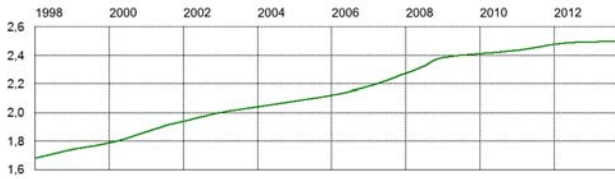
Käytettäessä eri indeksejä myös rahastojen arvonkehitykseen on tullut selvemmin eroa.

PASSIIVISET RAHASTOT

RAHAMARKKINARAHASTO AAA

31.12.2013

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Rahamarkkinarahasto sijoittaa lyhyisiin euromääräisiin korkoinstrumentteihin.

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	1.4.1998
Tyyppi	Lyhyet korot, euro-alue
Rahaston koko (milj. euroa)	246,5
Vertailuindeksi	3 kk euriborindeksi
Hallinnointi- ja säilytyspalkkiot	0,18 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintäpalkkio	ei
Lunastuspalkkio	ei
Salkunhoitajat	Jani Holmberg, Inari Nilsson, Aleks Hämä

TUOTTO JA VOLATILITEETTI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	0,06 %	0,04 %	0,05 %	0,02 %
1 v	0,26 %	0,03 %	0,20 %	0,01 %
3 v	2,87 %	0,06 %	2,42 %	0,06 %
5 v	5,72 %	0,07 %	5,05 %	0,07 %
10 v	22,97 %	0,13 %	23,50 %	0,14 %
Aloituspäivästä	48,57 %	0,15 %	51,43 %	0,16 %
Aloituspäivästä p.a.	2,54 %		2,67 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.1.2013 – 31.12.2013

Juoksevat kulut	0,18 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut (arvio)	0,01 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,19 %
Salkun kiertonopeus	8,95 %
Salkun korkoriski (duraatio)	0,27
Välityspalkkiot lähipiirille	0,00 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	0,01 %
Lähipiirin omistusosuus (31.12.2013)	0,99 %

SUURIMMAT OMISTUKSET

Maa Osuus rahastosta

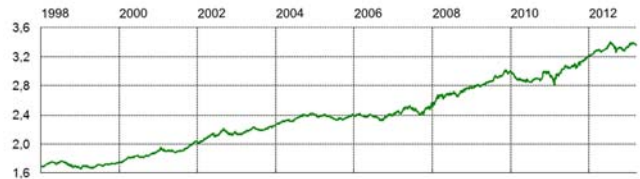
Sijoitustodistus SHB 23.01.2014	Suomi	3,7 %
Määräaikainen talletus Nordea 19.02.2014	Suomi	2,8 %
Määräaikainen talletus Ålandsbanken 04.09.2014	Suomi	2,8 %
Sijoitustodistus SHB 28.04.2014	Suomi	2,8 %
Sijoitustodistus LähiTapiola Pankki Oyj 14.01.2014	Suomi	2,4 %
Sijoitustodistus Aktia 17.01.14	Suomi	2,4 %
Sijoitustodistus Ålandsbanken 11.02.2014	Suomi	2,4 %
Sijoitustodistus Aktia 04.04.2014	Suomi	2,4 %
Sijoitustodistus Aktia 25.06.2014	Suomi	2,4 %
Määräaikainen talletus AsuntoHypoPankki 11.03.2014	Suomi	2,0 %
Suurimmat vastapuolet yhteenlaskettuina		
OP-Pohjola -ryhmä (Helsingin OP 17,0 % rahastosta)	Suomi	17,2 %
LähiTapiola Pankki	Suomi	15,0 %
SHB	Suomi	14,7 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

EURO-OBLIGAATIO

31.12.2013

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Rahasto mallintaa euroalueen valtioiden euromääräisten lainojen indeksia.

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	14.10.1998
Tyyppi	Pitkät korot, euro-alue
Rahaston koko (milj. euroa)	55,1
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 < 90 pv)
Salkunhoitajat	Jani Holmberg, Inari Nilsson, Aleks Hämä

TUOTTO JA VOLATILITEETTI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	1,46 %	2,43 %	1,17 %	2,60 %
1 v	2,31 %	3,45 %	2,39 %	4,39 %
3 v	16,74 %	4,11 %	16,13 %	4,43 %
5 v	25,65 %	3,95 %	22,54 %	4,20 %
10 v	55,91 %	3,84 %	53,64 %	3,87 %
Aloituspäivästä	100,33 %	3,77 %	99,84 %	3,79 %
Aloituspäivästä p.a.	4,67 %		4,65 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.1.2013 – 31.12.2013

Juoksevat kulut	0,28 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut (arvio)	0,01 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,30 %
Salkun kiertonopeus	-8,06 %
Lainaluokitukset (rating)	AAA 29,1 %, AA 32,7 %, BBB 36,3 %, BB 1,7 %, B 0,2 %
Salkun korkoriski (duraatio)	6,04
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	1,23 %
Lähipiirin omistusosuus (31.12.2013)	0,01

SUURIMMAT OMISTUKSET

Maa Osuus rahastosta

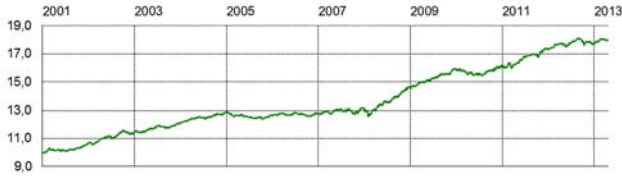
Ranskan valtion obligaatio 4,25% 25.04.2019	Ranska	7,5 %
Italian valtion obligaatio 4,25% 01.03.2020	Italia	6,8 %
Saksan valtion obligaatio 6,25% 04.01.2024	Saksa	6,8 %
Ranskan valtion obligaatio 3,50% 25.04.2015	Ranska	4,7 %
Saksan valtion obligaatio 4,0% 04.01.2018	Saksa	4,3 %
Italian valtion obligaatio 4,75% 01.08.2023	Italia	4,2 %
Ranskan valtion obligaatio 5,50% 25.04.2029	Ranska	4,2 %
Espanjan valtion obligaatio 4,10% 30.07.2018	Espanja	3,9 %
Ranskan valtion obligaatio 4,25% 25.10.2023	Ranska	3,6 %
Itävallan valtion obligaatio 3,90% 15.07.2020	Itävalta	3,4 %
Suurimmat vastapuolet yhteenlaskettuina		
Italian valtio	Italia	23,0 %
Ranskan valtio	Ranska	22,7 %
Saksan valtio	Saksa	19,4 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

EURO CORPORATE BOND

31.12.2013

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Rahasto mallintaa euromääräisten yrityslainojen indeksia.

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	14.9.2001
Tyyppi	Pitkät korot, euro-alue
Rahaston koko (milj. euroa)	66,6
Vertailuindeksi	The BofA Merrill Lynch Euro Non-Financial
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,33 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintäpalkkio	ei
Kaupankäyntipalkkio lunastettaessa (maksetaan rahastoon)	0 % (0,2 %, jos sijoitusaika < 90 pv)
Salkunhoitaja	Jani Holmberg, Inari Nilsson, Aleksi Härmä

TUOTTO JA VOLATILITEETTI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	0,40 %	1,72 %	0,72 %	1,99 %
1 v	0,99 %	2,65 %	1,81 %	2,55 %
3 v	14,53 %	2,81 %	17,31 %	2,80 %
5 v	34,28 %	2,92 %	43,53 %	2,80 %
10 v	54,73 %	3,05 %	64,42 %	2,84 %
Aloituspäivästä	79,61 %	3,11 %	94,82 %	2,96 %
Aloituspäivästä p.a.	4,87 %		5,57 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.1.2013 – 31.12.2013

Juoksevat kulut	0,33 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut (arvio)	0,05 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,38 %
Salkun kiertonopeus	-10,92 %
Lainaluokitukset	AAA 1,9 %, AA 10,3 %, A 42,3 %, BBB 45,4 %
Salkun korkoriski (duraatio)	4,57
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	0,88 %
Lähipiirin omistusosuus (31.12.2013)	0,00 %

SUURIMMAT OMISTUKSET

Maa Osuus rahastosta

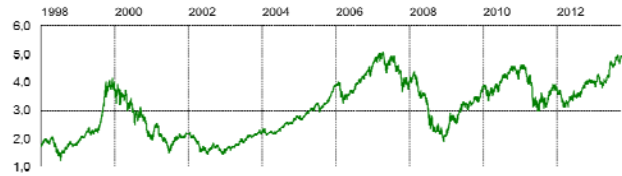
VEOLIA ENVIRONNEMENT 4,375% 16.01.2017	Ranska	1,2 %
ENEL SPA 5,25% 20.06.2017	Italia	1,2 %
TELEFONICA EMISIONES 5,496% 01.04.2016	Espanja	1,2 %
ENI SPA 4,75% 14.11.2017	Italia	1,2 %
GAS NATURAL 4,125% 26.01.2018	Espanja	1,2 %
ASF 5,625% 04.07.2022	Ranska	1,1 %
E.ON INTL FINANCE BV 5,75% 07.05.2020	Saksa	1,1 %
SIEMENS FINANCE 5,125% 20.02.2017	Saksa	1,1 %
KONINKLIJKE KPN 5,625% 30.9.2024	Alankomaat	1,1 %
ELECTRICITE DE FRANCE 4,625% 11.09.2024	Ranska	1,0 %
Suurimmat vastapuolet yhteenlaskettuina		
ELECTRICITE DE FRANCE	Ranska	4,0 %
ENEL SPA	Italia	3,1 %
VOLKSWAGEN	Saksa	2,4 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

SUOMI INDEKSIRAHASTO

31.12.2013

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Suomalaisiin osakkeisiin sijoittava indeksirahasto.

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	1.4.1998
Tyyppi	Osakerahasto, Suomi
Rahaston koko (milj. euroa)	69,5
Vertailuindeksi	OMX GES Sustainability Finland 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 < 180 pv)
Salkunhoitaja	Jani Holmberg, Inari Nilsson, Aleksi Härmä

TUOTTO JA VOLATILITEETTI

	Rahasto		Vertailuindeksi*	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	6,96 %	12,51 %	6,93 %	12,51 %
1 v	29,61 %	15,73 %	29,92 %	15,74 %
3 v	10,52 %	22,81 %	11,56 %	22,93 %
5 v	113,86 %	23,45 %	118,31 %	23,69 %
10 v	141,47 %	21,88 %	136,64 %	21,99 %
Aloituspäivästä	190,01 %	25,05 %	149,14 %	25,32 %
Aloituspäivästä p.a.	6,99 %		5,96 %	

* 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

1.1.2013 – 31.12.2013

Juoksevat kulut	0,45 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,05 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,50 %
Salkun kiertonopeus	-6,97 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	0,18 %
Lähipiirin omistusosuus (31.12.2013)	0,08 %

SUURIMMAT OMISTUKSET

Maa Osuus rahastosta

NOKIA OYJ	Suomi	9,8 %
KONE OYJ-B	Suomi	9,7 %
FORTUM OYJ	Suomi	9,4 %
UPM-KYMMENE OYJ	Suomi	8,3 %
WÄRTSILA OYJ	Suomi	7,2 %
NOKIAN RENKAAT OYJ	Suomi	5,9 %
STORA ENSO OYJ-R SHS	Suomi	5,9 %
METSO OYJ	Suomi	5,4 %
ORION OYJ-CLASS B	Suomi	3,7 %
KESKO OYJ-B SHS	Suomi	3,2 %

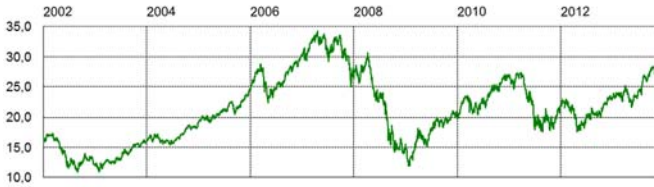
Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

PASSIIVISET RAHASTOT

OMX HELSINKI 25 PÖRSSINOTEERATTU RAHASTO

31.12.2013

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Rahasto seuraa OMXH25 -osakeindeksiä. Sen osuus on noteerattu arvopaperi, jolla voi käydä kauppaa arvopaperivälittäjän kautta Helsingin pörsissä.

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	8.2.2002
Tyyppi	Osakerahasto, Suomi
Rahaston koko (milj. euroa)	147,2
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, Aleksis Härmä

TUOTTO JA VOLATILITEETTI

	Rahasto			Vertailuindeksi	
	Osuuden arvonnekehitys	Voitonjako-korjattu tuotto *	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	8,22 %	8,22 %	13,81 %	7,78 %	13,68 %
1 v	28,73 %	33,84 %	15,70 %	28,29 %	17,05 %
3 v	8,38 %	23,90 %	23,67 %	7,86 %	24,14 %
5 v	87,54 %	133,54 %	24,87 %	87,06 %	25,29 %
10 v	86,07 %	177,83 %	23,39 %	85,19 %	23,68 %
Aloituspäivästä	81,59 %	190,99 %	23,11 %	80,97 %	23,39 %
Aloituspäiv. p.a.	5,14 %	9,39 %		5,11 %	

* Huom! Voitonjakokorjattu tuotto on laskettu ottamalla huomioon rahastosta jaetun tuotonmaksut, joten se kuvaa paremmin sijoittajan saamaa tuottoa. OMXH25-indeksi on hintaindeksi eli siinä ei ole mukana osinkoja, joten osuuden arvonnekehitys kuvaa paremmin rahaston indeksiseurantaa.

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.1.2013 – 31.12.2013

Juoksevat kulut	0,17 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,05 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,22 %
Salkun kiertonopeus	35,28 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoiikkeama (tracking error)	0,15 %
Lähipiirin omistusosuus (31.12.2013)	0,0 %

SUURIMMAT OMISTUKSET

Maa Osuus rahastosta

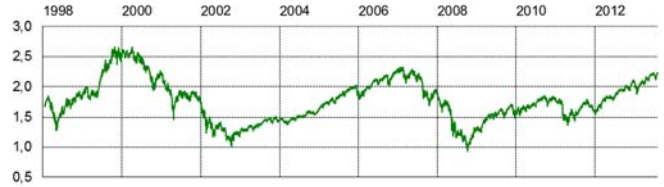
	Maa	Osuus rahastosta
NOKIA OYJ	Suomi	10,0 %
SAMPO OYJ-A SHS	Suomi	9,8 %
KONE OYJ-B	Suomi	9,7 %
FORTUM OYJ	Suomi	8,4 %
UPM-KYMMENE OYJ	Suomi	7,3 %
WÄRTSILA OYJ	Suomi	6,0 %
NOKIAN RENKAAT OYJ	Suomi	5,0 %
TELIASONERA AB	Ruotsi	4,9 %
METSO OYJ	Suomi	4,8 %
STORA ENSO OYJ-R SHS	Suomi	4,5 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

EUROOPPA INDEKSIRAHASTO

31.12.2013

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Osakeindeksirahasto, joka seuraa DJ Sustainability Europe -indeksiä.

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	15.6.1998
Tyyppi	Osakerahasto, Eurooppa
Rahaston koko (milj. euroa)	87,0
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 < 180 pv)
Salkunhoitaja	Jani Holmberg, Inari Nilsson, Aleksis Härmä

TUOTTO JA VOLATILITEETTI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	5,28 %	9,45 %	5,32 %	9,45 %
1 v	18,35 %	12,10 %	18,81 %	12,14 %
3 v	26,47 %	17,15 %	27,77 %	17,57 %
5 v	82,25 %	19,15 %	85,90 %	19,42 %
10 v	57,18 %	19,28 %	66,86 %	19,43 %
Aloituspäivästä	32,71 %	22,18 %	51,37 %	22,42 %
Aloituspäivästä p.a.	1,84 %		2,70 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.1.2013 – 31.12.2013

Juoksevat kulut	0,47 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,06 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,53 %
Salkun kiertonopeus	9,37 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoiikkeama (tracking error)	0,21 %
Lähipiirin omistusosuus (31.12.2013)	0,16 %

SUURIMMAT OMISTUKSET

Maa Osuus rahastosta

	Maa	Osuus rahastosta
NESTLE SA-REG	Sveitsi	5,1 %
NOVARTIS AG-REG	Sveitsi	4,6 %
ROCHE HOLDING AG-GENUSSCHEIN	Sveitsi	4,2 %
TOTAL SA	Ranska	3,1 %
SIEMENS AG-REG	Saksa	2,3 %
BRITISH AMERICAN TOBACCO PLC	Iso-Britannia	2,2 %
BANCO SANTANDER SA	Espanja	2,2 %
BASF SE	Saksa	2,1 %
DIAGEO PLC	Iso-Britannia	1,8 %
ALLIANZ SE-REG	Saksa	1,8 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

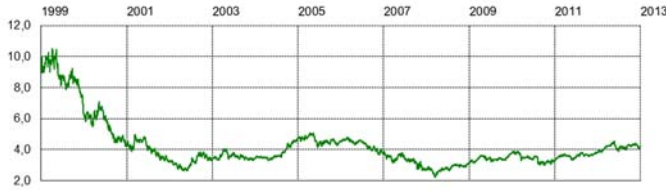
Ajankohtakorjatut indeksiluvut.

Indeksirahastojen Aasia, Eurooppa ja Pohjois-Amerikka indeksipoiikkeaman laskennassa on käytetty ajankohtakorjattuja indeksilukuja, ks. s. 20-21.

AASIA INDEKSIRAHASTO

31.12.2013

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Osakeindeksirahasto, joka seuraa DJ Sustainability Asia Pacific –indeksiä.

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	29.12.1999
Tyyppi	Osakerahasto, Aasia
Rahaston koko (milj. euroa)	34,7
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 < 180 pv)
Salkunhoitaja	Jani Holmberg, Inari Nilsson, Aleksi Härmä

TUOTTO JA VOLATILITEETTI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	-0,52 %	9,49 %	-0,52 %	10,87 %
1 v	9,43 %	14,28 %	9,99 %	15,33 %
3 v	11,59 %	15,33 %	12,98 %	16,15 %
5 v	56,62 %	16,47 %	66,90 %	17,58 %
10 v	22,41 %	19,21 %	34,15 %	19,91 %
Aloituspäivästä	-57,66 %	22,21 %	-52,95 %	23,22 %
Aloituspäivästä p.a.	-5,95 %		-5,24 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.1.2013–31.12.2013

Juoksevat kulut	0,49 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,03 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,52 %
Salkun kiertonopeus	7,39 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	0,85 %
Lähipiirin omistusosuus (31.12.2013)	0,14 %

SUURIMMAT OMISTUKSET

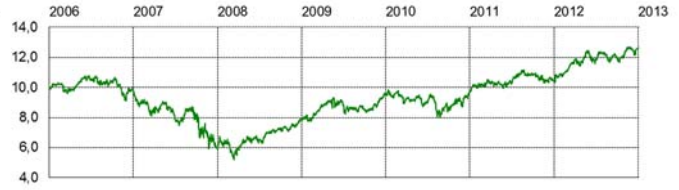
	Maa	Osuus rahastosta
TOYOTA MOTOR CORP	Japani	7,8 %
SAMSUNG ELECTR-GDR	Korean tasavalta	6,7 %
COMMONWEALTH BANK OF AUSTRALIA	Australia	4,8 %
BHP BILLITON LTD	Australia	4,7 %
MITSUBISHI UFJ FINANCIAL GROUP	Japani	4,0 %
WESTPAC BANKING CORP	Australia	3,8 %
AUST AND NZ BANKING GROUP	Australia	3,4 %
SUMITOMO MITSUI FINANCIAL GR	Japani	3,1 %
NATIONAL AUSTRALIA BANK LTD	Australia	3,1 %
MITSUBISHI ESTATE CO LTD	Japani	1,8 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

POHJOIS-AMERIKA INDEKSIRAHASTO

31.12.2013

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Osakeindeksirahasto, joka seuraa DJ Sustainability North America –indeksiä.

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	29.12.2006
Tyyppi	Osakerahasto, Pohjois-Amerikka
Rahaston koko (milj. euroa)	53,1
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 < 180 pv)
Salkunhoitaja	Jani Holmberg, Inari Nilsson, Aleksi Härmä

TUOTTO JA VOLATILITEETTI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	5,76 %	10,16 %	5,96 %	10,29 %
1 v	22,43 %	11,29 %	23,69 %	11,54 %
3 v	33,57 %	14,51 %	37,37 %	14,87 %
5 v	106,79 %	17,85 %	117,14 %	18,34 %
Aloituspäivästä	26,37 %	21,33 %	32,71 %	21,85 %
Aloituspäivästä p.a.	3,39 %		4,12 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.1.2013–31.12.2013

Juoksevat kulut	0,45 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,01 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,47 %
Salkun kiertonopeus	6,78 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	0,17 %
Lähipiirin omistusosuus (31.12.2013)	0,04 %

SUURIMMAT OMISTUKSET

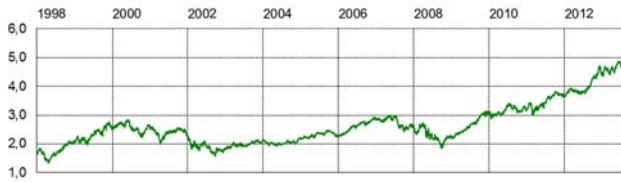
	Maa	Osuus rahastosta
EXXON MOBIL CORP	Yhdysvallat	6,6 %
GENERAL ELECTRIC CO	Yhdysvallat	4,2 %
MICROSOFT CORP	Yhdysvallat	4,2 %
JOHNSON & JOHNSON	Yhdysvallat	3,9 %
CHEVRON CORP	Yhdysvallat	3,6 %
INTL BUSINESS MACHINES CORP	Yhdysvallat	2,9 %
AT&T INC	Yhdysvallat	2,8 %
BANK OF AMERICA CORP	Yhdysvallat	2,5 %
CITIGROUP INC	Yhdysvallat	2,4 %
INTEL CORP	Yhdysvallat	1,9 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

PASSIIVISET RAHASTOT

GLOBAL TOP 25 BRANDS 31.12.2013

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Osakekorirahasto, joka sijoittaa maailman arvostetuimpiin tavaramerkkeihin.

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	18.6.1998
Tyyppi	Osakerahasto, maailma
Rahaston koko (milj. euroa)	154,6
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 < 180 pv
Salkunhoitaja	Jani Holmberg, Inari Nilsson, Aleksis Härmä

TUOTTO JA VOLATILITEETTI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	5,55 %	8,63 %	4,19 %	8,75 %
1 v	29,45 %	10,63 %	25,66 %	12,76 %
3 v	45,76 %	12,00 %	57,11 %	13,91 %
5 v	124,27 %	13,98 %	158,40 %	15,62 %
10 v	151,92 %	15,18 %	136,37 %	15,76 %
Aloituspäivästä	188,79 %	17,81 %	122,88 %	16,64 %
Aloituspäivästä p.a.	7,06 %		5,29 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.1.2013 – 31.12.2013

Juoksevat kulut	0,60 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,05 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,65 %
Salkun kiertonopeus	17,95 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	4,08 %
Lähipiirin omistusosuus (31.12.2013)	0,08 %

SUURIMMAT OMISTUKSET

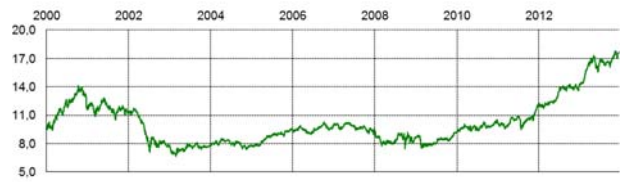
Maa Osuus rahastosta

GOOGLE INC-CL A	Yhdysvallat	6,9 %
MICROSOFT CORP	Yhdysvallat	6,7 %
COCA-COLA CO/THE	Yhdysvallat	6,6 %
PROCTER & GAMBLE CO/THE	Yhdysvallat	6,4 %
MCDONALD'S CORP	Yhdysvallat	6,4 %
NINTENDO CO LTD	Japani	3,8 %
TIFFANY & CO	Yhdysvallat	3,7 %
WALT DISNEY CO/THE	Yhdysvallat	3,6 %
YUM! BRANDS INC	Yhdysvallat	3,5 %
AMERICAN EXPRESS CO	Yhdysvallat	3,5 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

GLOBAL TOP 25 PHARMACEUTICALS 31.12.2013

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Osakekorirahasto, joka sijoittaa maailman suurimpien lääkeyritysten osakkeisiin.

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	17.1.2000
Tyyppi	Osakerahasto, lääketieteellisyys
Rahaston koko (milj. euroa)	122,0
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 < 180 pv
Salkunhoitaja	Jani Holmberg, Inari Nilsson, Aleksis Härmä

TUOTTO JA VOLATILITEETTI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	6,29 %	9,84 %	6,42 %	10,91 %
1 v	29,88 %	10,88 %	33,09 %	12,09 %
3 v	73,52 %	11,34 %	75,38 %	13,19 %
5 v	112,66 %	12,31 %	116,95 %	14,62 %
10 v	129,33 %	13,74 %	102,43 %	15,46 %
Aloituspäivästä	76,47 %	15,63 %	55,14 %	15,46 %
Aloituspäivästä p.a.	4,15 %		3,19 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.1.2013 – 31.12.2013

Juoksevat kulut	0,61 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,05 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,66 %
Salkun kiertonopeus	-0,71 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	3,81 %
Lähipiirin omistusosuus (31.12.2013)	0,07 %

SUURIMMAT OMISTUKSET

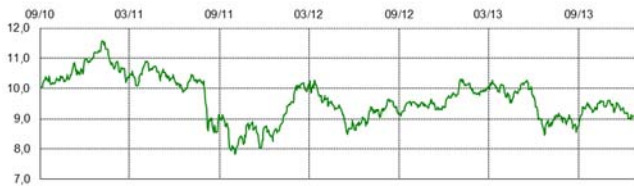
Maa Osuus rahastosta

ROCHE HOLDING AG-GENUSSSCHEIN	Sveitsi	6,6 %
NOVARTIS AG-REG	Sveitsi	6,6 %
MERCK & CO. INC.	Yhdysvallat	6,6 %
JOHNSON & JOHNSON	Yhdysvallat	6,3 %
PFIZER INC	Yhdysvallat	6,3 %
ALLERGAN INC	Yhdysvallat	3,7 %
ABBVIE INC	Yhdysvallat	3,6 %
BAYER AG-REG	Saksa	3,5 %
ASTRAZENECA PLC	Iso-Britannia	3,5 %
NOVO NORDISK A/S-B	Tanska	3,5 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

KEHITTYVÄT MARKKINAT 31.12.2013

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)	18,6
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

TUOTTO JA VOLATIILITEETTI (A-osuus)

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiiliteetti	Tuotto	Volatiiliteetti
3 kk	-2,0 %	11,5 %	-1,2 %	10,6 %
1 v	-7,0 %	13,9 %	-9,2 %	13,6 %
3 v	-19,0 %	16,6 %	-12,1 %	15,1 %
Aloituspäivästä	-8,9 %	16,2 %	-3,1 %	14,8 %
Aloituspäivästä p.a.	-2,8 %		-0,9 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.1.2013 – 31.12.2013

Juoksevat kulut	A: 0,94% I: 0,69 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Salkun kiertonopeus	-18,62 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	9,34 %
Lähipiirin omistusosuus (31.12.2013)	0,23 %
Kaupankäyntikuluja ja kokonaiskuluja (TKA) emme ainakaan toistaiseksi voi julkais- ta, koska rahastosta, johon syöttörahastona toimiva Seligson & Co Kehittyvät Markki- nat sijoittaa, ei niitä ole saatavilla.	

RUSSIAN PROSPERITY FUND EURO SYÖTTÖRAHASTOKSI

- Osuudenomistajien tuotto-/riskiprofiili säilyy entisellään
- Hallinnointipalkkio alenee, mutta kokonaiskulut säilyvät ennallaan
- Osuudenomistajilta ei edellytetä mitään toimenpiteitä

Russian Prosperity Fund Euro (RPFE) muuttui vuoden 2014 alusta niin sanotuksi *syöttörahastoksi*.

Muutoksen jälkeen RPFE sijoittaa Venäjän ja sen lähialueiden markkinoille luxemburgilaisen Russian Prosperity Fund (Luxembourg) -rahaston kautta.

Tämän rahaston salkunhoitajana toimii RPFE:n neuvonantajana toiminut Prosperity Capital Management (PCM).

Hankimme siis jatkossa PCM:n asiantuntemuksen asiakkaidemme käyttöön tämän *kohderahaston* kautta, emme enää erillisellä neuvonantosopimuksella. Kohderahaston sijoituspolitiikka vastaa RPFE:n pitkäaikaista sijoituspolitiikkaa.

Rahaston sijoittajien varallisuuden kehitys on jatkossakin kiinni siitä, miten Venäjän ja sen lähialueiden markkinat kehittyvät ja miten hyvin PCM onnistuu osakevalinnoissa. Tässä mielessä mikään ei siis muutu.

Russian Prosperity Fund Euron hallinnointi- ja säilytyspalkkio laski muutoksen yhteydessä 0,2 prosenttiyksikköä, mutta kokonaiskustannusten oletetaan säilyvän aiemmalla tasolla kohderahaston toimintakustannusten vuoksi. Hallinnointipalkkioita kohderahasto ei RPFE:ltä peri. Merkintöjen ja lunastusten palkkiot säilyvät ennallaan.

RPFE:n merkintöjen ja lunastusten aikaraja sekä arvonnaskentahetki muuttuivat aiemmista. Vuoden 2014 alusta merkintä toteutuu saman päivän arvoon, jos merkintämaksu näkyy rahaston tilillä ennen klo 11.00. Samoin lunastus toteutuu saman päivän arvoon, mikäli lunastustoimeksianto on vastaanotettu Rahastoyhtiössä ennen klo 11.00.

RPFE:n arvonnaskennassa käytetty arvostusajankohta on klo 21.00 ja arvo julkaistaan seuraavana pankkipäivänä.

RPFE:stä lunastettujen varojen maksu voi kestää muutaman pankkipäivän, mikäli rahasto joutuu hankkimaan lunastukseen tarvittavat varat myymällä kohderahaston osuuksia.

Asiakaspalvelumme antaa tarvittaessa mielellään lisätietoja joko sähköposti info@seligson.fi tai puhelimitse (09 - 6817 8200, arkisin 9-17).

Otsikko on itse asiassa hieman harhaanjohtava, sillä nämä vaatteet ovat kyllä tavallaan olemassa. Mutta palataan siihen.

Teemana on yksi viime vuosien rahastomaailman muoti-ilmiöistä, *smart beta*. Sijoitusstrategia, joka monien mielestä sijoittuu jonnekin aktiivisen hallinnoinnin ja indeksisijoittamisen välimaastoon. Suomenkielinen termi voisi mennä vaikka niin, että tavoitteena on ”viisastelijan markkinatuotto”.

No, tämä oli kyllä vähän ilkeästi laitettu. Otetaan takaisin ja sanotaan puhelinterminologian käännöksiä mukaellen, että kyseessä on ”älybeeta”. Finanssimaailman kielellähän *beeta* tarkoittaa markkinatuottoa.

Käytännössä kysymys on omalla tavallaan passiivisesta sijoitusstrategiasta eli sellaisesta, jossa ei jatkuvasti arvioida, mitkä yhtiöt ovat markkinoiden ali- tai yliarvostamia. Valintaperusteena ei kuitenkaan ole markkina-arvo, vaan jotain muuta.

Painotetaan pien- ja arvoyhtiötä

Mitä ”muuta”? Buumin alkusysäys oli Rob Arnottin kumppaneineen noin kymmenen vuotta sitten kehittämä fundamentaali-indeksointi. Siinä mm. myynti, tulos, kassavirta ja osingot määräävät eri osakkeiden painot.

Sittemmin tätä ainakin markkinoinnin mukaan fiksumpaa passiivisuutta on haettu mm. keskittymällä tuloksen kasvuun tietyillä aikaväleillä, osakkeen alhaiseen volatiliteettiin, kirjanpitoarvoon ja siihen, että yrityksen johdon palkat ovat mahdollisimman pienet.

No, leikki leikkinä. Viimeksi mainittua rahastoa ei oikeasti ole vielä näkynyt. Mutta ehkä kohta, sillä uudehkon tutkimuksen mukaan johtoaan korkeintaan kohtuullisesti palkitsevat yritykset tuottavat sijoittajilleen paremmin. Ainakin sijoitusmaailman ulkopuolisen julkisen keskustelun perusteella kysyntääkin voisi olla...¹

Älybeetaan pyrkiviä sijoitusratkaisuja on syntynyt viime vuosina monia. Osa, muun muassa pari pohjoismaista pörssinoteerattua rahastoa, on jo ehditty lopettaakin. Eri menetelmien kehittäjien välillä on myös käyty oikeutta siitä, kuka on keksinyt mitä ja kuka hyödyntää kenenkin ideoita.

Käsittelin fundamentaali-indeksointia Seligson & Co:n katsauksissa ensimmäisen kerran vuonna 2006. Silloin totesin näin:

Uusien indeksointitapojen kriitikot huomauttavat kuitenkin, että kaikki yritykset parantaa perinteisiä menetelmiä tuottavat salkun, jossa painotetaan ns. arvoyhtiötä sekä pienempiä yhtiöitä.

Käsittääkseni tämä kritiikki on relevanttia edelleenkin.

Älybeetan ja fundamentaali-indeksoinnin kasvanut suosio on saanut myös monet sijoitusmaailman ”gurut” esittämään mielipiteensä näistä strategioista. Otetaan muutama esimerkki.

Älytön beeta?

Indeksisijoittamisen isäksi kutsuttu John Bogle on ainakin suorasukainen. Morningstarin haastattelussa häneltä kysyttiin mielipidettä älybeetasta. Vastaus:

Jos minun pitäisi kuvailla sitä yhdellä sanalla, niin se olisi varmaankin ”älytöntä”.²

Bogle muistuttaa, että ei ole olemassa mitään ihme-strategiaa, joka voisi taata paremmat tuotot kaikille. Jos markkinoilla joku voittaa, niin joku toinen häviää.

Perinteinen indeksoija saa keskimääräisen tuoton, mutta alhaisemmilla kustannuksilla. Boglen mukaan älybeeta on ennen muuta markkinoinnin konsepti.

Samaa mieltä on tunnettu sijoituskirjailija James Montier. Hän esittää seuraavan yhtälön:

$$\text{Älybeeta} = \text{Tyhmä beeta} + \text{älykäs markkinointi}$$

Myös Montierin mukaan kyse on yksinkertaisesti siitä, että älybeeta painottaa normaaleja indeksejä enemmän arvo- ja pienyhtiöitä. Silloin kun niillä menee markkinoilla hyvin, myös älybeeta tuottaa mainiosti.³

Yhtenä osoituksena tästä viittaa Montier itsensä Rob Arnottin viime kesänä julkaisemaan hauskaan tutkimukseen, jonka mukaan vuosina 1964-2012 käytännössä kaikki älybeetan ja fundamentaali-indeksoinnin strategiat voittivat markkina-arvopainotteisen indeksin. Eikä siinä kaikki: myös suoraan käänteisellä tavalla muodostetut strategiat pärjäisivät hienosti, edes tahallaan ei voinut hävitä!

Siis ei pelkästään niin, että vaikkapa osakekurssin vähäisen volatiliteetin perusteella rakennettu salkku voitti markkina-arvoindeksin, vaan myös sen vastakohta eli suuren volatiliteetin perusteella muodostettu salkku teki saman. Ja niin teki myös ”tikkaa heittävä apina” eli täysin sattumanvaraisesti koottu osakekori.⁴

Selitys on kaikkien kohdalla sama: ainakin kyseisellä aikavälillä pien- ja arvoyhtiöt tuottivat hyvin ja kaikilla Arnottin kuvaamilla tavoilla niitä tuli salkkuun perusindeksejä enemmän. Häviäjiä olivat ne, jotka painottivat markkina-arvoindeksejä enemmän kasvu- ja suuryhtiöitä.

Mitä on aktiivisuus?

Älybeetaa tai ”parempaan passiivisuuteen” liittyy myös kysymys siitä, mitä itse asiassa on aktiivinen sijoitushallinnointi.

Perinteinen käsitys tarkoittaa salkunhoitajan tekemää ns. aktiivista arvailua siitä, mihin suuntaan eri arvopaperit tai kokonaiset markkinat ovat menossa ja sitten vilkasta kaupankäyntiä näkemysten perusteella.

Sijoitustutkimuksessa on kerta toisensa jälkeen osoitettu, että tällainen aktiivisuus on pitkällä aikajänteellä *loser's game*.⁵

Kukaan ei ole kerta toisensa jälkeen oikeammassa kuin muut ammattisijoittajat ja suuremmat kustannukset saavat aikaan sen, että aktiiviset sijoittajat yhteensä häviävät keskiarvolle eli markkinatuotolle. Tämä ei ole mielipide, vaan matemaattinen tosiseikka.

Kunkin yksittäisen sijoittajan ongelmana on sitten vielä aktiivisen hallinnoijan valinta. Ei ole mitään toimivaksi osoitettua tapaa tietää, kuka monista fiksuista salkunhoitajista onnistuu saavuttamaan markkinatuottoa parempia tuloksia esimerkiksi seuraavan viiden, kymmenen tai kahdenkymmen vuoden kuluessa.

Mutta onneksi on parempiakin tapoja mitata sijoittamisen aktiivisuutta, esimerkiksi Antti Petäjistä ja Martijn Cremersin kehittämä yksinkertainen, mutta informatiivinen tunnusluku, *Active Share*.⁶

Se saadaan tarkastelemalla kaikkien indeksin sisältämien osakkeiden osuutta indeksissä ja salkussa, laskeaan niiden absoluuttisten erotusten summa ja jaetaan se kahdella. Luku kuvaa salkun sisältöä eli salkunhoitajan todellisia valintoja, eikä vain kehitystä verrattuna indeksiin, kuten esim. perinteinen tunnusluku indeksipoikkeama tai *tracking error* (josta käytetään suomeksi myös nimitystä "aktiiviriski").

Active Share -tunnusluvulla tarkasteltuna älybeeta ei välttämättä näytäkään passiiviselta vaihtoehdolta, vaan ehkä ennemmin vaikkapa "laimeasti aktiiviselta".

Älykäs beeta kuulostanee silti paremmalta kuin pelkkä mahdollisuus lievään alfaan, etenkin kun Antti Petäjistä myöhempien selvitysten perusteella nimenomaan ne aktiivisista rahastoista, joiden active share on korkea, pystyvät muita useammin tuottamaan todellista alfaa.⁷

Rahasto	Indeksi / rahaston salkku
Indeksirahastot Eurooppa, Aasia, Pohjois-Amerikka	Indeksit muodostetaan siten, että markkina jaetaan ensin toimialoihin ja niiden sisältä indeksiyhtiö Dow Jonesin alihankkija valitsee kestävän kehityksen kriteerien perusteella parhaat. Näiden kesken tehdään markkina-arvopainotus.
Suomi Indeksirahasto	NasdaqOMX:n alihankkija valitsee kestävän kehityksen kriteereillä 40 parasta Suomen markkinan 80:stä vaihdetuimmasta osakkeesta.
OMX Helsinki 25 Pörssinoteerattu rahasto	OMX Helsinki 25 -indeksissä on Helsingin Pörssin 25 vaihdetuinta osaketta.
Global Top 25 Brands ja Global Top 25 Pharmaceuticals	Seligson & Co:n itse muodostama osakekori. Viisi kärkiosaketta tuplapainoilla, loput 20 tasajaolla.
Kehittyvät markkinat	Syöttörahassto DFA:n Emerging Markets Value -rahastoon. Kohderahasto ylläpitää superhajautettua yli 1500 osakkeen passiivista salkkua, mutta ei seuraa mitään tiettyä indeksiä.
Korkorahastot Euro Corporate Bond ja Euro-obligaatio	Mallinamme laajoja korkoindeksejä mm. duraation ja luottoluokitusten perusteella siten, että painotamme kaikkein likvideimpiä korkopapereita.

Seligson & Co:n passiivisten rahastojen salkunmuodostus.

Mikään passiivisista rahastoistamme ei ole puhdas markkina-arvopainotteinen indeksirahasto, mutta ne eivät myöskään pyri olemaan "älybeetaa". Tarkemmin internet-sivujemme kysymys/vastaus -palstan artikkelissa "*Millainen indeksi tulisi valita*", www.seligson.fi.

Allokaatio omiin käsiin

Pien- ja arvoyhtiöiden pitkän aikavälin *historiallinen* ylituotto on hyvin pitkällä aikasarjoilla todennuttu finanssimaailman ilmiö.

Samalla on kuitenkin selvää, että jos älybeetalla saadaan tulevaisuudessakin voittajia, niin jostain löytyy myös häviäjiä. Mutta mistä? Perinteiset markkina-arvoindeksoijat saavat jatkossakin markkinatuoton.

Älybeetalla on myös vaihtoehtoja. Seligson & Co:n yhteistyökumppani Dimensional Fund Advisorsilla on pitkä kokemus nimenomaan pien- ja arvoyhtiöihin keskittyvien passiivisten rahastojen hoitamisesta. Niiden avulla on mahdollista tuoda salkkuun selkeästi määritelty osuus muitakin yhtiöitä kuin markkinoiden suurimpia. (Yllä olevasta enemmän heti seuraavalla sivulla.)

DFA:n ratkaisujen avulla sijoittaja voi halutessaan säätää omaa osallistumistaan pienyhtiö- ja arvoilmiöihin ilman, että tarvitsee valita kenen monista älybeetan tarjoajista katsoo löytäneen juuri sen menetelmän, jonka uskoo toimivan tulevaisuudessakin.

Toisin kuin sadussa, keisarin uudet vaatteet eli toisenlaiset tavat tehdä passiivisia tai indeksisalkkuja, ovat siis olemassa. Kyse saattaa kuitenkin olla muotikuteista, joiden tenho himmenee niillä markkinajaksoilla, joiden aikana pien- ja arvoyhtiöt eivät pärjääkään huomattavan hyvin.

Varmaa on se, että erilaisia jaksoja tulee ja menee, sekä sijoittamisessa että vaatemuodissa.



Ari Kaaro

ari.kaaro@seligson.fi

1 The Economist: "Luxury and lies", www.economist.com/whichmba/luxury-and-lies

2 "Bogle: Viisas beeta on typeryyttä", www.morningstar.fi; käänös AK

3 James Montier: "No Silver Bullet in Investing", www.gmo.com

4 Arnott & Co: "The Surprising Alpha from Malkiel's Monkey and Upside-Down Strategies", The Journal of Portfolio Management, Summer 2013

5 Charles Ellisin artikkeli "The Loser's Game" vuodelta 1975 on yhä edelleen erittäin lukemisen arvoisen klassikko. Tätä kirjoitettaessa se löytyi ainakin: www.cfapubs.org/doi/pdf/10.2469/faj.v51.n1.1865

6 Cremers, Petäjästä: "How Active is Your Fund Manager? A New Measure That Predicts Performance", 20096

7 Petäjästä: "Active Share and Mutual Fund Performance", 2013

PIENYHTIÖILLÄ PAREMPI TUOTTO?

Rahoitusmarkkinoiden keskeisiä periaatteita on *tehokaiden markkinoiden hypoteesi*, jonka mukaan olemassa oleva tieto jonkin rahoitusinstrumentin tulevasta kehityksestä on jo mukana sen markkinahinnassa. Sijoittaja voi saada parempaa tuottoa vain ottamalla enemmän riskiä eli hyväksymällä suuremmat arvonvaihtelut.

Tehokkaisuuteen markkinoihin liittyvästä tutkimuksesta on jaettu myös taloustieteen Nobel-palkintoja, nyt viimeksi Eugene Famaalle (ks. Jarkko Niemen katsaus sivuilla 4-5).

Fama ja hänen tutkijatoverinsa Kenneth French olivat keskeiset henkilöt mm. niin sanottujen pienyhtiö- ja arvoilmiöiden löytämisessä.

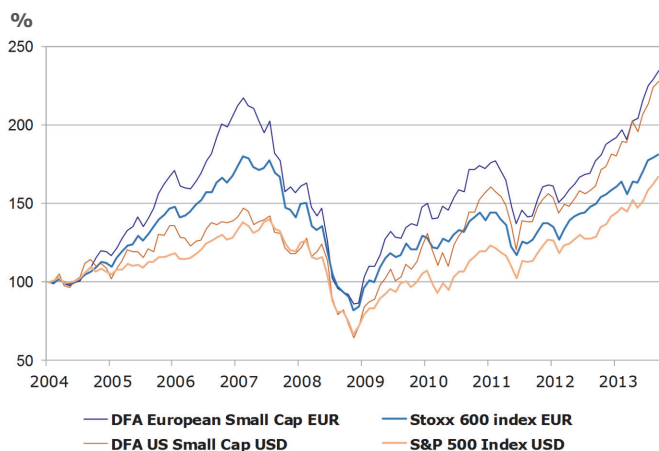
Pienyhtiöilmiö tarkoittaa lyhyesti sanottuna sitä, että markkina-arvoltaan pienien yhtiöiden osakkeet tuottavat pitkällä aikajänteellä paremmin kuin vastaavan markkinan suurimpien yhtiöiden osakkeet.

Nämä ilmiöt eivät ole vain amerikkalaisia. Myös Euroopassa ja Aasiassa se on havaittu kaikilla muilla systemaattisesti tutkituilla markkinoilla paitsi Etelä-Koreassa.¹

Mistä pienyhtiöilmiö sitten tulee? Täysin varmasti sitä ei tiedä kukaan, vaikka teorioita onkin monia. Ydinajatus niissä joka tapauksessa on, että syyt löytyvät lisääntyneestä riskistä.

Pienten yhtiöiden liiketoiminta saattaa olla suuria riskikkäämpää. Voi myös olla, että pienempiä yhtiöitä ei tunneta markkinoilla yhtä hyvin kuin suurempia ja niiden osakkeiden likvideetti on yleensä huonompi. Markkinat ovat siis vähemmän tehokkaat.

Sijoittajan kannalta asiaan liittyy vielä sekin, että pienyhtiösijoittamisen kustannukset ovat usein korkeammat kuin markkina-arvoltaan isompien yhtiöiden kohdalla.



Pienten ja suurten yhtiöiden tuottoeroja.

Vasemmanpuoleisessa kuvassa DFA:n Eurooppaan ja USA:han sijoittavien pienyhtiörahojen arvonkehitys 2004 alkaen eli Eurooppa-rahaston aloituspäivästä verrattuna samojen markkinoiden suurempia yhtiöitä sisältäviin indekseihin. Indeksit ovat tuottoindeksejä eikä indeksituottoon luonnollisesti sisälly sijoittamisen kustannuksia. Euroopan osalta rahaston ja indeksin kehitys on euromääräinen ja USA:n osalta dollareissa.

Oikeanpuoleisessa kuvassa vastaavat tuotot vuosittaisina prosenttiyksiköissä mitattuina *tuottoeroina*, siis siten että pylväiden ollessa positiivisia ovat DFA:n pienyhtiörahojen tuottaneet paremmin kuin vastaavan markkinan suuryhtiöindeksi, negatiivisten pylväiden vuosina päinvastoin.

Jaksovaihtelua

Pienyhtiöilmion toteutumista käytännössä on tutkittu paljon. Selvää on, että mahdollinen lisätuotto ei ainaakaan tule tasaisin askelin.

Norjan öljyrahaston teettämän kattavan yhteenvetoreportin mukaan esimerkiksi amerikkalaisten pienyhtiöiden tuotto oli vuosina 1927-2011 suuria parempi 47:nä vuotena 85:stä. Toisaalta suuryhtiöiden tuotto oli parempi pitkiäkin jaksoja, esimerkiksi 1968-1974, 1984-1990 ja 1994-1998.²

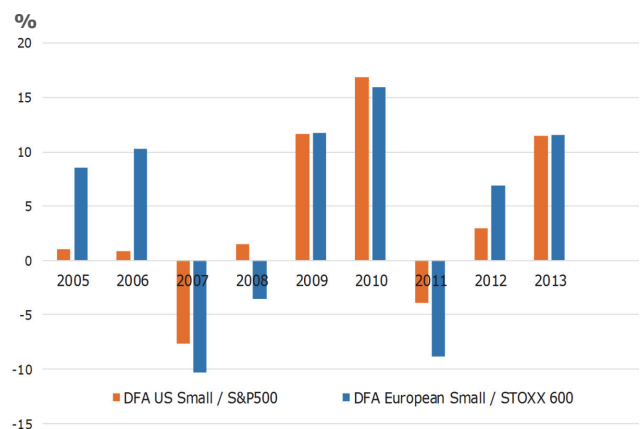
Yhteistyökumppanimme Dimensional Fund Advisorsin (DFA) rahastot toimivat hyvin esimerkkeinä pienyhtiötuoton vaihteluista. Alla vasemmalla olevasta kuvasta näkyy, että DFA:n eurooppalaisiin pienyhtiöihin sijoitettava vuonna 2005 perustettu rahasto on tuottanut selvästi paremmin kuin kuuden sadan suurimman eurooppalaisen yhtiön kehitystä kuvaava Stoxx 600 -indeksi samana aikana. Myös DFA:n amerikkalaisiin pienyhtiöihin sijoitettava rahasto on tuottanut S&P500 -indeksiä paremmin.

Oikeanpuoleinen pylväskaavio taas kertoo tuottoerojen vaihteluista. Siitä ja laajasta tutkimusmateriaalista voidaan vetää ainakin se johtopäätös, että pienyhtiöihin sijoittaminen voi olla erittäin järkevä hajautuksen ulottuvuus, mutta ihmelääkkeeksi tietyllä aikavälillä varmasti toteutuvaan ylituottoon ei siitä(kään) ole.

Jonathan Aalto, salkunhoitaja
jonathan.aalto@seligson.fi

1 Van Dijk: "Is size dead? A review of the size effect in equity returns", Journal of Banking & Finance, 2011

2 "A Survey of the Small-firm effect", NBIM Discussion Note, 2012



AJOITUS ON VAIKEAA

Osakkeet on nousseet jo vuosikaupalla, jokohan on kupla?

Älä leikkaa vinoon!

Ja asuntojen hinnat on nousseet yli 15 vuotta...

Tarkkana, kattopalojen pitää olla yhtä isot.

Talletuksista ei saa edes inflaatio suojaa...

Muista oviaukko!

Eikä roskalainoista korvausta lisäriskille!

Juu, ja johdannaisten tuotto on kiinni säkästä ja ajoituksesta, kyllä kyllä.

Mitä ihmettä tässä oikein tekis?

Laitetaan nää palaset uuniin, odotellaan paistumista ja kootaan talo. Suunnitelman mukaan.

Äh, saanko mä edes tämän taikinaoptio tuoton?

Tää on mulle!

SELIGSON & CO

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

Lähtökohtanamme on aidosti asiakkaan etu: tuotteita ja palveluja, joita on helppo ymmärtää ja joiden avulla asiakkaan saama pitkän aikavälin tuotto on mahdollisimman hyvä.

Pyrimme minimoimaan sijoitusten tuottoa rasittavia kustannuksia. Keskitymme pelkästään varainhoitoon ja olemme täysin riippumattomia esimerkiksi arvoperivälittäjistä.

PALVELUMME

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

Passiiviset rahastot 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 vilkas 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, FI-00130 Helsinki | puh. (09) 6817 8200 | fax (09) 6817 8222 | sähköposti info@seligson.fi

www.seligson.fi