



Erikoissijoitusrahasto Asilo Argo · Salkunhoitajien kvartaalikirje Q3 / 2026

Q3 2026: NÄIN ME TOIMIMME

JOHDANTO

Eräänä tiistaina elokuun lopulla istuimme Pohjoisesplanadilla ikkunapöydässä. Sijoittaja, joka on kulkenut mukamme suurimman osan rahastomme strategian 18-vuotisesta historiasta, laski haarukkansa ja esitti kysymyksen, jonka olemme kuulleet tänä vuonna enemmän kuin mitään muuta: "Milloin päätitte myydä ohjelmistoyhtiöt?"

Vastasimme: emme päättäneet.

Vastauksen avaaminen vei loput lounasajasta, ja siitä tässä kirjeessä on kyse. Kolme edellistä kirjettämme käsitelivät sitä, missä väärinymmärrys piilee: Jevonsin paradoksia, kokonaistuotetta ja väärän otsikon alle arkistoituja faktoja. Tämä kirje taas käsittelee sitä, miten me etsimme sitä: prosessia, joka ratkaisee, mikä päättyy salkkuun, mikä jää ja mikä lähtee.

PROSESSI

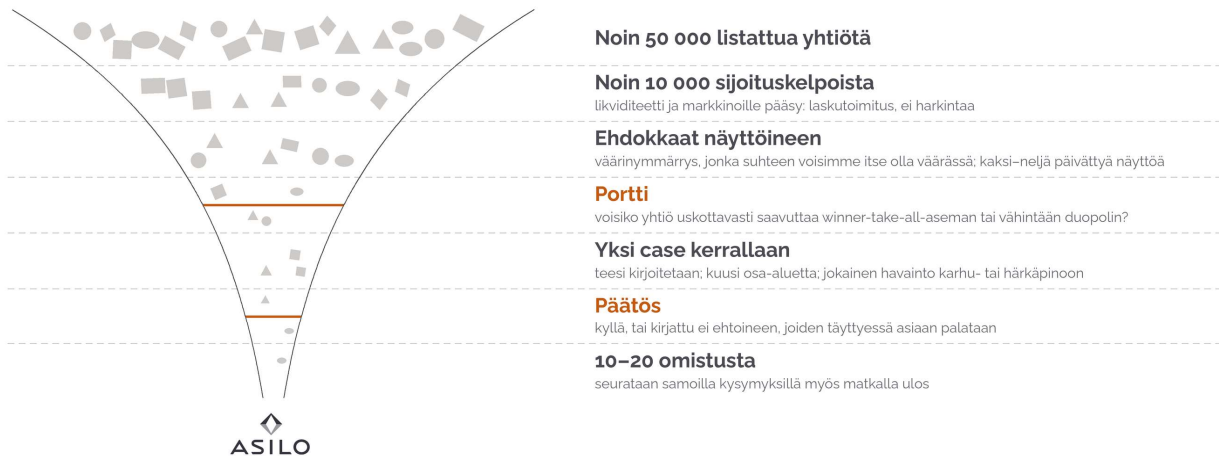
Ehdokkaita tulee meille monia reittejä pitkin, joita olemme vaalineet vuosien ajan. Niitä löytyy pitkistä haastatteluista niiden kanssa, jotka rakentavat jotakin, muutamalta ajattelijalta, joita olemme seuranneet jo vuosikymmenen, omistamiemme yhtiöiden kautta, kun ne kertovat meille muista yhtiöistä, sekä omista aiemmista "ei"-päätöksistämme. Lisäksi tarkastelemme yhtiöitä yksi kerrallaan ja kysymme, onko niistä tulossa jotakin muuta kuin mitä niiden toimialaluokitus antaa ymmärtää. Nimi nostetaan esiin vain, jos sen taustalla on väärinymmärrys, jonka suhteen voisimme itse olla väärässä, sekä näyttöjä sen tueksi. Tällä hetkellä jonossamme on kaksitoista nimeä.

Työstämme yhtä casea kerrallaan. Ensin sen on läpäistävä yksi ehdoton portti, minkä jälkeen arvioimme joukkoa plussia. Portti on yksinkertainen: voisiko tämä yhtiö uskottavasti saavuttaa markkinallaan winner-take-all- tai winner-take-most-aseman tai vähintään duopolin? Jos markkina jakaa voittonsa tasaisesti, meille ei ole merkitystä sillä, kuinka halpa osake on. Tämän jälkeen katsomme plussia: väärinymmärrystä, jonka voimme osoittaa vääräksi, ja syytä, miksi sen pitäisi purkautua juuri nyt; reaaliopioita; johtoa, jonka laadusta on näyttöä eikä vain puhetta;

Tämä katsaus on Asilo Asset Management Oy:n laatimaa markkinointimateriaalia. Katsaus ei ole tarjous tai kehoitus merkitä, lunastaa tai vaihtaa rahasto-osuuksia. Sijoittajan tulee perustaa sijoituspäätöksensä omaan arvioonsa ja ottaa huomioon omat tavoitteensa ja taloudellinen tilanteensa. Sijoituspäätöksiä ei tule perustaa tähän katsaukseen. Vaikka katsauksen sisältämien tietojen luotettavuus on pyritty varmistamaan huolellisesti, Asilo Asset Management Oy ei takaa tietojen täydellisyyttä tai oikeellisuutta eikä vastaa mahdollisista virheistä tai puutteista. Kaikkiin rahastosijoituksiin liittyy taloudellinen riski. Riskit on kuvattu tarkemmin rahaston avaintietoasiakirjassa ja rahastoesitteessä. Rahastosijoituksen arvo voi nousta tai laskea, ja sijoittaja voi menettää sijoittamansa pääoman osittain tai kokonaan. Rahaston tuottotavoitetta ei välttämättä saavuteta. Historiallinen tuotto ei ole luotettava indikaattori tulevasta tuotosta. Ennen sijoituspäätöksen tekemistä sijoittajan tulee tutustua huolellisesti rahaston rahastoesitteeseen, avaintietoasiakirjaan ja sääntöihin, jotka ovat saatavilla GRIT Rahastoyhtiö Oy:ltä ja/tai Asilo Asset Management Oy:ltä. Rahastoa hallinnoi GRIT Rahastoyhtiö Oy.

kasvukiitorataa; sekä eroa oman sijoitushorisonttimme ja markkinan horisontin välillä. Halpuus ei ole yksi näistä tekijöistä.

Prosessi suppilona



Prosessi viidestäkymmenestä tuhannesta yhtiöstä kymmeneen–kahteenkymmeneen. Samat kysymykset, jotka päättävät, mikä tulee sisään, päättävät myös sen, mikä lähtee.

Valitulle yhtiölle laaditaan oma sijoitusteesi: mitä markkina olettaa ja mitä me sen sijaan uskomme, sekä mitä tapahtuu, jos olemme väärässä, vähän oikeassa tai täysin oikeassa. Tämän jälkeen teesi testataan kuudella eri osa-alueella, joista jokaisesta annetaan oma tuomionsa: yrityksen vallihaudat; tarjonta ja sääntely; johto; talousluvut; odotukset eli kestäkö näkemysksemme, jos konsensus onkin oikeassa; sekä vastateesi eli vahvin todellinen karhuskenaario ja ne liipaisimet, jotka kertoisivat sen toteutumisesta. Jokainen havainto sijoitetaan joko karhu- tai härkäpinoon, ja analyysi kirjoitetaan uudelleen tämä punninta huomioiden.

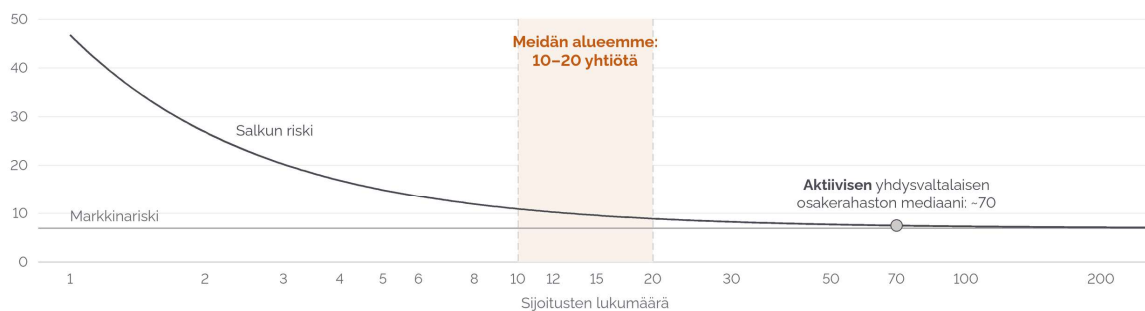
Nämä kuusi osa-aluetta voivat terävöittää sijoitusteesiä, mutta ne eivät voi pysäyttää sitä. Kun tarkastelu on aloitettu, se viehdään loppuun asti. Kielteinen päätös on kahden kesken tekemämme ratkaisu, joka syntyy vasta lopussa, kun koko analyysi ja sen vahvin karhuteesi ovat yhtä aikaa pöydällä. Varhain tyrmättävä sijoituskohde kuolee nimittäin heikoimpaan ensivaikutelmaansa, ja niin Amazon vuonna 2008 kuin Nvidia vuonna 2018 antoivat aluksi huonon ensivaikutelman. Kielteinen päätös kirjataan ylös ehtoimeen, joiden täytyessä asiaan voidaan palata; niitä on arkistossamme kahdeksan. Ne eivät ole prosessin epäonnistumisia, vaan ne ovat itse prosessi.

MIKSI NELJÄTOISTA EIKÄ SEITSEMÄÄKYYMENTÄ

Prosessissa on mieltä vain tietyssä kokoluokassa. Omistamme 10–20 yhtiötä, optimialueemme on 12–16 ja tänään niitä on salkussamme 14. Aktiivisesti hoidettu yhdysvaltalainen osakerahasto omistaa mediaanina noin 70 yhtiötä.

Ero selittyy puhtaalla matematiikalla. Ensimmäinen tekijä liittyy siihen, mitä hajauttaminen todellisuudessa tekee. Yksittäisen osakkeen riski on pääosin markkinoista riippumatonta kohinaa, joka kumoutuu nopeasti: riskikäyrä putoaa jyrkästi yhdestä sijoituksesta viiteen, taittuu kymmenen kohdalla ja on noin kahteenkymmenen samankokoisen sijoituksen kohdalla jo lähes markkinariskin tasolla. Kahteenkymmenen yhtiön jälkeen saatava lisähyöty on pelkkä pyöristysvirhe, eikä riskienhallinnan kannalta ole mitään syytä mennä sitä pidemmälle.

Salkun koko ja varianssi (%)



Lähde: Elton ja Gruber, "Risk Reduction and Portfolio Size: An Analytical Solution", The Journal of Business, 1977. Aktiivisten yhdysvaltalaisen osakerahastojen omistusten mediaanimäärä toimialatilastoista.

Toinen tekijä on hajauttamisen hinta, jota enemmistö ei koskaan laske. Yksi näistä kustannuksista on salkun laadun laimeneminen: kun sijoitusideat asetetaan paremmuusjärjestykseen, kolmaskymmenes on määritelmän mukaan huonompi kuin kahdeskymmenesyhdeksäs, joten jokainen lisätty yhtiö heikentää salkun laatua. Jos kymmenen yhtiön salkussa yksi omistus tuottaa +200 prosenttia muiden polkiessa paikallaan, salkku on plussalla 20 prosenttia. Sadan yhtiön salkussa vastaava tuotto on vain 2 prosenttia.

Toinen hinta on salkunhoitajan resurssien pirstoutuminen, mikä pohjautuu tosiasiaan, jota ala karsastaa: olemme vain ihmisiä. Huomiokyky on niukka resurssi, ja aktiivisessa sijoittamisessa sitä käytetään jonkin vielä niukemman etsimiseen: idean, jota markkinoilla ei ole vielä oivallettu.

Jos salkunhoitajalle annetaan vuoden työtunnit, sata omistusta ja keskimääräisen rahaston kiertonopeus (koko salkku vaihtuu 11 kuukauden välein), tunnit jakautuvat taulukon osoittamalla tavalla. Mitä ikinä kolmessa tunnissa saadaankaan aikaan, kukaan ei voi tosissaan kutsua sitä syvälliseksi analyysiksi. Ajatellaan kahta yhtä lahjakasta salkunhoitajaa: vain toisella heistä on aito mahdollisuus onnistua.

70 yhtiön rahasto on useimmiten aktiiviseksi naamioitu indeksirahasto: hinnoiteltu aktiiviseksi, mutta rakennettu tuottamaan indeksi miinus palkkiot. Jos neljätöistä yhtiötä tuntuu yönien kannalta liian vähältä, hajauttakaa salkunhoitajien välillä, ei niiden sisällä.

Tunteja per yhtiö vuodessa	100 omistusta, kierto 100 %	10 omistusta, kierto 20 %
Omistusten seuraaminen	5	52
Uuden ehdokkaan seulonta	¼	13
Uuden casen syvälinen analyysi	2,6	131

Tehollisia tunteja per yhtiö vuodessa kahdelle salkunhoitajalle, joilla on samat 1 600 työtuntia jaettuna tasan seuraamisen, seulonnan ja analysoinnin kesken. Hypoteettinen.

MITEN OHJELMISTOT LÄHTIVÄT

14 omistuksen salkkuun ei voi noin vain lisätä uutta yhtiötä, vaan pääsääntöisesti jonkin aiemman yhtiön on tieltä väistyttävä. Siksi jokainen sijoitus on jatkuvan vertailun kohde. Aina kun uusi sijoitusteesi saavuttaa prosessin päätösvaiheen, esitetään samat kysymykset samalle viiden vuoden aikajänteelle: kumpi on houkuttelevampi, jo omistamamme yhtiö vai juuri analysoimamme ehdokas? Tässä mekanismissa ei oteta kantaa toimialanäkemyksiin. On vain nykyinen omistus, uusi ehdokas ja päätös.

Katsokaa alla olevaa kuvaa samasta kulmasta kuin lounaskumppanimme sitä katsoi: vuonna 2021 salkun ytimessä olivat ohjelmistoyhtiöt, kun taas vuoteen 2025 mennessä salkku oli rakentunut tekoälyn fyysisen kerroksen ympärille. On luonnollista olettaa, että taustalla oli tietoinen linjaus. Kukaan ei kuitenkaan tehnyt sellaista päätöstä.

Datadog voitti vertailut lähes kolmen vuoden ajan, kunnes kesällä 2024 SK Hynixin sijoitusteesi saavutti prosessimme päätösvaiheen. Ratkaisevaksi tekijäksi muodostuivat odotukset. Datadogin osakkeen hinta heijasti oletusta siitä, että yritysten pilvikulutus satelisi jatkossakin sen laariin. Meidän näkemyksemme mukaan arvo oli kuitenkin siirtymässä laitteisto- ja infrastruktuuritasolle, jota Datadog ei hallinnut. SK Hynixin markkina-arvostus taas nojasi pääosin oletukseen, että muisti on vain syklinen bulkkituote, jonka hinta elää vuosineljänneksittäin. Meidän näkemyksemme mukaan kunkin tekoälykiihdyttimen rinnalla oleva muisti oli muuttunut vuosien mittaiseksi pullonkaulaksi. Datadog myytiin salkusta 13. syyskuuta 2024, ja SK Hynix otettiin sen tilalle saman syksyn aikana.

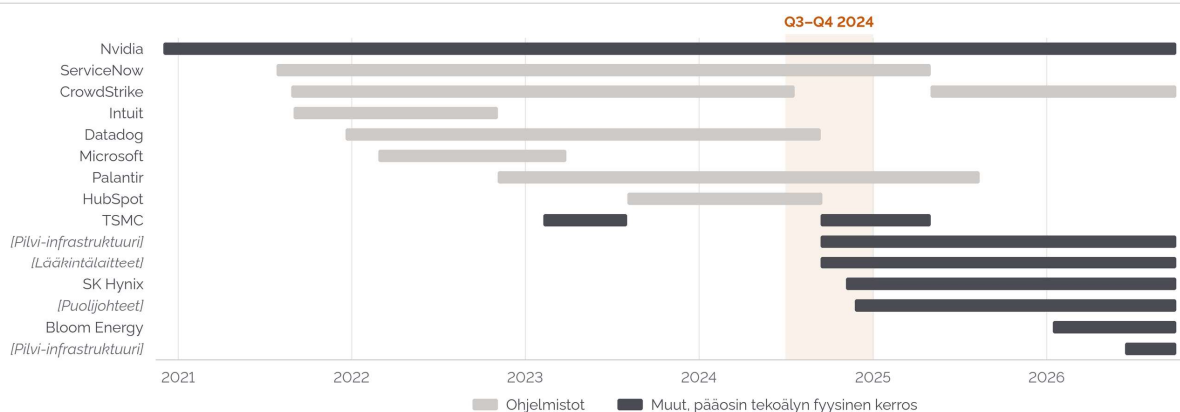
Sama viikko osoittaa, ettei mitään ylätason toimialapäätöstä koskaan tehty. HubSpot, jonka liiketoiminta perustuu käyttäjäkohtaisiin lisensseihin (eli hinnoittelumalliin, jota tekoälyagenttien aikakausi painaa alas), myytiin syyskuun 16. päivänä. Oracle, joka toimi jo tuolloin pitkin sopimuksin sidotun laskentakapasiteetin vuokraisäntänä, oli otettu salkkuun jo 13. päivänä. Jos olisimme olleet pelkästään luopumassa ohjelmistoyhtiöistä, emme olisi ostaneet Oraclea.

Se, mitä ostimme, oli tekoälyn fyysinen kerros. Missä sen kysyntä nyt on, kolme lukemaa:

	Tuorein lukema	Aiemmin	Lähde
Tekoälytilauksesta maksavat yhdysvaltalaiset kotitaloudet	2,3 % (huhtikuu 2026) 31 \$/kk tilaajaa kohden (toukokuu 2026)	lähes nolla (tammikuu 2023) 21 \$ (toukokuu 2024)	Yhdysvaltalaispankki PNC:n korttidata, a16z:n kautta
Tekoälyä jossakin toiminnoissaan käyttävät yhdysvaltalaiset yritykset	20 % (toukokuu 2026) yli 250 hengen yrityksistä 37 %	–	Census Bureau
Tekoälyä työssään käyttävät yhdysvaltalaiset työntekijät	52 % ainakin satunnaisesti, 15 % päivittäin (toukokuu 2026)	21 % / 4 % (toukokuu 2023)	Gallup

Käyttöönoton lukemat, tuoreimmat kirjoitushetkellä saatavilla olleet. Census Bureau muutti kysymyksensä loppuvuonna 2025, joten aiempaa vertailulukua ei esitetä.

Mitä lähti ja mitä tuli tilalle, 2021–2026



Omistusjaksot rahaston omistusrekisteristä; valikoituja nimiä, ei koko salkku. Ohjelmistonimet harmaalla; Nvidia omistettu koko rahaston ajan. CrowdStrike myytiin heinäkuussa 2024 ja palasi salkkuun toukokuussa 2025, samana päivänä kun ServiceNow lähti.

Jälkikäteen katsottuna kyse oli teemasta. Päätöksentekohetkellä se ei kuitenkaan koskaan ollut sitä, vaan etenimme yksi yhtiö ja yksi vertailu kerrallaan. Siksi kieltäydymme meille tarjotuista rahastomme sektoria tai tyyppiä kuvaavista lokeroista: kasvu, teknologia, Yhdysvallat, suuryhtiöt ja nyt tekoäly. Jokainen niistä kuvaa sitä, mitä salkku sisältää, mutta yksikään ei kuvaa sitä, mitä me teemme.

Tarkin hyväksymämme määritelmä on temaattinen strategia, jonka teemana ovat supertähtiyritykset markkinoilla, joilla voittaja ottaa kaiken. Tätä kapeampi lokero ei sovi, sillä sellaisilla markkinoilla on vain yksi voittaja ja meidän on omistettava vähintään 10 yhtiötä. Jos meidät rajattaisiin yhteen toimialaan, joutuisimme ostamaan yhtiöitä, joiden odotamme häviävän voittajalle.

Mitä myymme seuraavaksi? Emme tiedä, ja tarkoitamme sitä kirjaimellisesti.

KYSYMYKSET, JOHON SPACE X KAATUI

Prosessi näkyy selvimmin silloin, kun se sanoo ei yhtiölle, josta jokaisella on mielipide. Moni lukijostamme omistaa nyt SpaceX:ää, halusipa tai ei – indeksi osti sen heidän puolestaan. Me katsoimme sitä huolellisesti. Kävimme läpi koko sijoitusteesin: laukaisukustannusten laskun (sukkulan 54 000 \$/kg aina Starshipin alle 200 \$/kg tavoitteeseen), Starlinkin sekä avaruudessa tapahtuvan laskentakapasiteetin. Suunnittelimme myös ostojen ajoitusta osakkeiden myyntirajoitusten (lock-up-jaksojen) päättymisen varalle. Sen jälkeen esitimme samat kysymykset samassa järjestyksessä kuin Datadogin ja SK Hynixin kohdalla.

Ensimmäisestä seulasta yhtiö meni helposti läpi: laukaisumarkkina on niin lähellä markkinaa, jossa voittaja ottaa kaiken, kuin mikään toimiala voi olla, ja SpaceX on sen kiistaton voittaja. Sijoitus kaatui kuitenkin ensimmäiseen kriteeriimme: onko yhtiössä sellainen väärinymmärrys, jonka me voimme tunnistaa?

Enemmistö ymmärtää SpaceX:n ylivoiman täydellisesti, ja se on jo hinnoiteltu osakkeeseen anteliaasti. Sitä taas, mitä markkina ei pysty hinnoittelemaan (kuten suuren mittakaavan laskentakapasiteettia kiertoradalla, avaruudessa sijaitsevaa sirutehdasta tai Mars-hanketta), ei ole ymmärretty väärin, vaan se on yksinkertaisesti tuntematonta, niin meille kuin kaikille muillekin. Vuosikymmenen päässä siintävä optio, jota kukaan ei pysty arvioimaan, on hallitsematonta epävarmuutta, ei tunnistettu väärinymmärrys.

Vastaus oli siis kielteinen, vaikkei kyseessä ole varsinainen karhuteesi, ja saatamme tietysti olla väärässä. Kielteinen päätös on kirjattu arkistoon ehtoineen: Starshipin todellinen rahtikustannus per kilo ja laskentasopimusten kasvu ratkaisevat. Jos kumpi tahansa kehittyy härkäskenaarion edellyttämällä tavalla, yhtiö palaa välittömästi tarkasteluun.

MEIDÄN TYÖMME

Tehtävämme, kuten toisen vuosineljänneksen katsauksessamme totesimme, on löytää ne faktat, jotka markkina on arkistoinut väärän otsikon alle. Tällä vuosineljänneksellä olemme osoittaneet, miten tuo arkistointi haastetaan käytännössä: kysymykset esitetään aina kiinteässä järjestyksessä, seulontakriteerit ovat ehdottomia ja kielteinenkin päätös dokumentoidaan sääntillisesti ehtoineen.

Vaistojen varassa toimii ennemmistö. Kurinalainen prosessi taas tarvitaan siihen, että massasta voidaan poiketa harkitusti ja tarkoituksella.

Kiitos luottamuksestanne,

Ernst Grönblom & Henri Blomster