

VAASAN YLIOPISTO
KAUPPATIETEELLINEN TIEDEKUNTA
TALOUSOIKEUDEN OPPIAINE

Markus Rantanen

PASSIIVISET INDEKSIRAHASTOT RAHASTOMARKKINOILLA

Talousoikeuden
pro gradu -tutkielma

VAASA 2012

SISÄLLYSLUETTELO	sivu
LYHENTEET	5
KUVIOLUETTELO	7
TAULUKKOLUETTELO	7
TIIVISTELMÄ	9
1. JOHDANTO	11
1.1. Johdatus aiheeseen	12
1.2. Tutkimustehtävä	14
1.3. Tutkielman kulku	15
2. VERO-OIKEUDEN TEOREETTISET NÄKÖKULMAT	16
2.1. Lainopillisen tutkimuksen luonne	17
2.2. Vero-oikeus	18
2.3. Verotuksen oikeuslähteet	20
3. TOIMINTAPERIAATTEET JA LAINSÄÄDÄNTÖ	24
3.1. Passiivisten sijoitusrahastojen toimintaperiaatteet	25
3.1.1. Tehokkaat markkinat	25
3.1.2. Kustannustehokkuus	27
3.2. Sijoitusrahastolaki	28
3.2.1. Rahastoyhtiö	29
3.2.2. Rahaston omaisuutta valvova säilytysyhteisö	31
3.2.3. Sijoitusrahaston säännöt	33
3.3. Rahastojen toimintaa valvovat ja ohjaavat elimet	36
3.3.1. Finanssivalvonta	36
3.3.2. Finanssialan keskusliitto	38

4. PASSIIVISEN SJOITTAMISEN EDUT JA KRITIIKKI	40
4.1. Tärkeimpien passiivisten sijoitusten tyypittely	40
4.1.1. Suorat osakesijoitukset	41
4.1.2. Indeksirahastot	43
4.1.3. ETF -rahastot	45
4.2. ETF -sijoittamisen edut ja riskit	47
4.3. Passiivisen indeksirahastosijoittamisen edut	50
4.3.1. Hallinnointipalkkiot ja kulut	50
4.3.2. Suhteellinen ennustettavuus	51
4.3.3. Verotus	54
4.3.4. Pitkän aikavälin sijoitus	55
4.4. Indeksirahastoihin liittyvä kritiikki	57
5. MYYNTIVOITTOJEN JA MYYNTITAPPIOIDEN VEROTUS	59
5.1. Pääomatulovero	60
5.2. Myyntivoiton laskeminen	60
5.3. Myyntitappion vähennysoikeus ja verohyöty	63
5.3.1. Vähennyskelpoisen myyntitappion suhde veronkiertoon	65
6. PASSIIVISEN JA AKTIIVISEN RAHASTON SUORITUSKYKY	68
6.1. Suorituskyvyn kestävyys	69
6.2. Kulurakenne	73
6.3. Riski-tuotto-suhde	77
6.4. Tutkimuksia vastakkainasettelusta	79
6.4.1. Wilshire -indeksi	80
6.4.2. SPIVA -analyysi	80
6.4.3. QAIB 2008	82
7. YHTEENVETO	85
LÄHDELUETTELO	87
OIKEUSTAPAUSLUETTELO	97

LYHENTEET

ETA	Euroopan talousalue	
EU	Euroopan unioni	
EY	Euroopan yhteisö	
ETF	indeksiosuusrahasto	
EVL	laki elinkeinotulon verottamisesta,	24.6.1968/360
FKL	Finanssialan keskusliitto	
FIVA	Finanssivalvonta	
HE	hallituksen esitys	
IFA	Index Funds Advisors	
KHO	korkein hallinto-oikeus	
KVL	keskusverolautakunta	
MVL	maatilatalouden tuloverolaki,	15.12.1967/543
OECD	taloudellisen yhteistyön järjestö	
PL	perustuslaki,	11.6.1999/731
SRL	sijoitusrahastolaki,	29.1.1999/48
TVL	tuloverolaki,	30.12.1992/1535
VM	valtiovarainministeriö	
VML	laki verotusmenettelystä,	18.12.1995/1558

KUVIOLUETTELO**sivu**

Kuvio 1: Indeksirahaston ja aktiivisen rahaston keskimääräiset palautusprosentit	44
Kuvio 2: Eri maailmanosiin sijoittava indeksiosuusrahasto	46
Kuvio 3: Yhden dollarin kasvu 50 vuodessa IFA indeksi portfolio 100:ssa	52
Kuvio 4: Sijoittajan emotionaalinen sykli	55
Kuvio 5: 204 Aktiivisen sijoitusrahaston viiden vuoden mittainen suorituskyky	70
Kuvio 6: 100 parasta salkunhoitajaa, jotka säilyivät joukossa myös seuraavana vuonna	71
Kuvio 7: Standard & Poor's SPIVA- tuloskortti ajanjaksolta 2007–2011	81

TAULUKKOLUETTELO

Taulukko 1: IFA indeksiportfolio 50:n tuottohistoria	53
Taulukko 2: 30 parhaan aktiivisen rahaston perättäiset tuotot	72
Taulukko 3: PYN Eliten & Seligson OMXH 25- indeksiosuusrahaston vertailu	76
Taulukko 4: QAIB 2011 -tutkimus	83

VAASAN YLIOPISTO**Kauppätieteellinen tiedekunta**

Tekijä:	Markus Rantanen	
Tutkielman nimi:	Passiiviset indeksirahastot rahastomarkkinoilla	
Ohjaaja:	Asko Lehtonen	
Tutkinto:	Kauppätieteiden maisteri	
Oppiaine:	Talousoikeus	
Aloitusvuosi:	2007	
Valmistumisvuosi:	2012	Sivumäärä: 97

TIIVISTELMÄ

Lähes kaikki sijoittajat ovat aktiivisia sijoittajia, eikä osakkeiden pitkän aikavälin keskimääräinen kymmenen prosentin tuotto riitä heille. Sijoittajat sijoittavat aktiivisesti osakkeisiin ja osakerahastoihin siitä huolimatta, että tieteellisten tutkimusten mukaan sijoittajan aktiivisuus johtaa kasvaviin kustannuksiin ja keskimääräistä huonompiin tuottoihin.

Passiivisilla indeksiin pohjautuvilla rahastoilla sijoittaja rakentaa osakeportfolionsa tasaiselle ja suhteellisen ennustettavalle kasvupohjalle. Aktiivisiin rahastoihin osakkeita poimiva salkunhoitaja luo toiminnallaan käsityksen, että osaisi ennustaa markkinoiden vaihteluita paremmin kuin muut salkunhoitajat. Jatkuva osakepoiminta vaatii ajoittamista, joka lyhyellä ajalla vain kasaa kustannuksia. Pitkällä ajalla se on tuottojen kannalta erittäin haitallista.

Nykyään rahastojen ja muiden sijoituspalveluyhtiöiden laskuttamat palkkiot ja kulut syövät sijoittajille kuuluvia tuottoja paljon enemmän kuin sijoittajat tiedostavat. Sijoittajan kannalta keskeistä on ymmärtää sijoitusrahaston tuoton ja kulujen suhde yhdistettynä otettuun riskiin. Nämä toimivat kannattavan rahastosijoittamisen perustana.

Passiivisesta indeksirahastosta saatua tuottoa verotetaan pääomatulona, joten rahasto-osuuksia myydessä sijoittajan veronalaiseen tuloon on hyvä yhdistää ajankohtainen verosuunnittelu. Jos-sain tapauksissa rahasto-osuuksien luovutuksesta syntyvä myyntivoitto tai -tappio voidaan käsitellä verosuunnittelullisesti edulliseksi, jos verovelvollisella sijoittajalla on vuoden lopussa vanhenevia myyntitappioita tai vuoden aikana on syntyviä voittoja, joiden kattamiseksi tappion realisointi olisi kannattavaa.

AVAINSANAT : Indeksirahastot, osakerahastot, passiivinen sijoittaminen, pääomatulo.

1. JOHDANTO

Sijoittaja pyrkii aina saamaan tuottoa sijoituksilleen. Tuotto-odotukset vaihtelevat sijoittajan riskinottokyvyn mukaan. Keskivertosijoittaja tyytyy varmaan ja keskimääräiseen tuottoon hallitulla riskillä. Aktiivinen sijoittaja pyrkii voittamaan markkinat keinottelemalla, sekä jatkuvasti analysoimalla tulevaisuuden näkymiä. Yhteistä kaikille sijoittajille on pyrkiä saamaan vähintään samaa tuottoa, mitä olisi tarjolla vaihtoehtoisen sijoituksen riskitasolla.

Passiivinen indeksisijoittamisen käytäntö on vakiintumassa Euroopassa. Yhdysvalloissa suoritettujen indeksoinnin tärkeimmät tutkimukset näyttävät suuntaa kansainvälisellä tasolla. Tässä tutkimuksessa selvitetään, miten passiivinen rahastosijoittaminen luo vakautta sijoittajan osakeportfolioon. Päinvastainen vaihtoehto passiiviselle strategialle on aktiivinen kaupankäynti, jossa kulut nousevat ja epävarmuus kasvaa. Aktiivinen sijoittaminen koskee tyypillistä sijoitustyyliä, johon vaaditaan tarkkaa markkinoiden seuraamista ja analysointia. Analysoinnin seurauksena vaaditaan nopeita sekä usein epävarmoja ratkaisuja.

Vaihtoehtoinen passiivinen sijoittaminen on vasta kehittymässä Suomessa eikä passiivisia sijoitusmahdollisuuksia ole juuri tarjolla. Kuitenkin passiivisen sijoittamisen tavat alkavat rantautua Suomeen kasvattaen kysyntää. Kysynnän kasvuun vaikuttaa riskien minimointi sekä indeksoinnin esimerkillisen minimaalinen kulurakenne. (Bench 2003: 10.)

Henkilöllä, joka haluaa säästää tulevaisuuden varalle, saattaa olla selkeä ja kiinteä tavoite mielessään tai sitten hän vain ajattelee, että saattaa olla hyödyllistä laittaa rahaa sivuun tulevia tilanteita varten. Kummassakin tapauksessa motiivit sijoittamiselle ovat hyvät. Suomalaiselle yksityissijoittajalle tarjotaan tällä hetkellä lukuisia erilaisia vaihtoehtoja, johon sijoittaa rahansa. Helpoimmat ja yksinkertaisimmat tavat sijoittajille löytyvät oman lähikonttorin sijoitusneuvajalta. Yksityishenkilölle yksinkertaisimmat mahdollisuudet luetaan aina perinteisestä osakepohjaisesta sijoittamisesta joustamattomaan eläkesäästämiseen. Tärkeintä on löytää kuitenkin oikea sijoitus tapa. Tässä tutkimuksessa on tavoitteena selventää, minkälaisen vaihtoehdon passiivinen indeksirahastosijoittaminen tarjoaa suhteessa tavalliseen rahastosijoittamiseen. Aihetta käsitellään asiaan liittyviä vero-oikeudellisia näkökulmia unohtamatta.

Sijoitusmahdollisuuksia tarjoavien yhtiöiden tarkoitus on toimia ammattitaitoisesti sekä mahdollisimman tehokkaasti kilpailijoihinsa nähden. Helppohoitoisuuden ja likviditeetin ansiosta

valtaosa ihmisistä käyttää hyväkseen erilaisia sijoitusrahastoja. Salkunhoitajien ammattitaitoa korostetaan, vaikka asiantuntemuksen taso saattaa olla melko kirjava. Ennen kuin sijoittaa aktiivisesti hoidettuun rahastoon, pitäisi aina tehdä analyysi salkunhoitajan aikaansaannoksista. Samalla pitää myös huomioida mitä tapahtuisi, jos menestyvä salkunhoitaja luopuisi kesken talletuskauden toimestaan. Aktiivisesti hoidetun rahaston tuotto saattaa olla jonain vuonna vertailuindeksiään korkeampi, mutta kulujen jälkeen voitto saattaa alittaa vertailukohteen. Rahasto-osuuden ostajalta peritään muitakin kuluja kuin hoito-palkkio. Toimeksiannon irtisanomisen hankaloittamiseksi on säädetty myös merkintä- ja lunastuspalkkioista. (Lindström 2005: 224–226.)

Rahastot häviävät lähes poikkeuksetta vertailuindekseilleen, koska osakkeiden tutkiminen ja aktiivinen sijoittaminen aiheuttaa kuluja, mutta tutkiminen ja aktiivinen sijoittaminen eivät säännöllisesti johda niin paljon parempiin tuottoihin, että kustannukset tulisivat katetuiksi. Jos sijoittajan on mahdotonta voittaa indeksejä, kannattaa tämän liittoutua niiden kanssa. Indekseistä löytyy sijoittajalle tarkin, mittavin ja luotettavin tieto, mitä osakemarkkinoista ylipäätään on. (Erola 2011:65,69.)

1.1. Johdatus aiheeseen

Yksinkertaisin vaihtoehto tavalliselle rahastosijoittamiselle on sijoittaminen indeksirahastoon. Sijoittaminen perustuu osakeindeksiin, joka mittaa osakkeiden hintamuutoksia. Indeksikoostuu arvopapereiden joukosta, jotka yhdessä muodostaa mahdollisimman edustavan kokonaisuuden. Valitsemisperusteena käytetään yrityksiä, joiden sisältö koostuu pörssin vilkkaimmin vaihdetuista osakkeista. Tarkoituksena on siis saada keskimääräistä ja suhteellisen ennustettavaa tuottoa mahdollisimman pienillä kuluilla. Indeksirahaston hoidossa aika ei kulu jatkuvaan osuuksien myymiseen ja ostamiseen, analysointiin tai tulevan ennustamiseen. Indeksirahastoon sijoittaja tietää jatkuvasti mistä osakkeista rahasto koostuu.

Sijoitusrahastolaki määrittelee sijoitusrahastotoiminnaksi varojen hankkimisen yleisöltä yhteistä sijoittamista varten ja näiden varojen sijoittamisen pääasiassa sijoituspalveluyrityksistä annetun lain 2 §:n tarkoitettuihin sijoituskohteisiin. Sijoitusrahastotoiminta on rajoittamattomalta sijoittajien joukolta kerättyjen varojen yhteistä sijoittamista (Ossa 2002: 222). Rahastoyhtiöissä työskentelevä aktiivinen salkunhoitaja sijoittaa rahaston varoja tietyn kategorian osakkeisiin.

Sijoittaja ei tiedä milloinkaan tarkkaan, mihin osakkeisiin rahaston rahat ovat milloinkin sidottu. Rahastomarkkinoilla on tällä hetkellä tarjolla huomattavan paljon erilaisia sijoitusrahastotyyppisiä. Sijoitusrahaston voitonjako voidaan jakaa kasvu- että tuotto-osuuksiin. Sijoittajan valittavaksi jää kasvuosuusien vuosittaisten tuottojen uudelleen sijoittamiseen liittyvät pitkän ajan edut tai tuotto-osuuksien edut, joihin kohdistetut tuotot realisoidaan vuosittain. Realisoitun tuoton myötä sijoittaja on vuosittain verovelvollinen pääomatulon osalta¹.

Rahastot vaikuttavat hyvin ihanteellisilta sijoituskohteilta ja rahasto-osuuksien ostoon voidaan liittää sijoitusteknologian kehittyminen. Sijoittaja voi ostaa hyvin hajautetun arvopaperisalkun yhdellä puhelinsoitolla tai suoraan tietokoneen välityksellä. Internet on lisännyt tiedon määrää samoin kuin jokapäiväiset talouslehdet, jotka julkaisevat katsauksen päivittäiseen osto- ja myyntihinnan noteeraukseen. Myyntitulot lasketaan myyntipäivänä olleen rahaston markkinahinnan perusteella, minkä jälkeen niistä vähennetään rahaston perimät palkkiot ja jäljelle jäävät myyntitulot maksetaan sijoittajan tilille. Sijoittajat siis omistavat sijoitusrahaston merkkansa osuuden perusteella, rahastoyhtiö vain hallinnoi sitä. Aktiivinen rahastosijoittaminen ei kuitenkaan ole näin varmaa, sillä rahastoja hallinnoivat yritykset markkinoivat aggressiivisesti ylivoimaisuuttaan sekä ylistävät omien rahastojensa hyviä puolia. SEC -komission² puheenjohtaja Arthur Levitt, joka on Yhdysvaltojen arvopaperimarkkinoiden ylin valvoja, arvosteli toukuussa 1998 pitämässä puheessaan varainhoitoalaa siitä, että kulujen tai riskien osuutta ei mainita ollenkaan, vaan mainostetaan pelkästään tuottojen suuruutta. Hänen kritiikkinsä koskee myös Pohjoismaita. (Andersson 1998: 150.)

Suhteessa tavalliseen rahastosijoittamiseen sekä suoraan aktiiviseen osakesijoittamiseen, passiivisessa rahastosijoittamisessa on monia etuja. Passiivisen sijoittamisen pohjaksi voidaan luetella indeksirahastot sekä ETF³ -rahastot, eli indeksiosuusrahastot. Nämä ovat lähes samanlaisia sijoituskeinoja. Indeksiosuusrahastoilla käydään kauppaa kuten pörssissä osakemarkkinoilla. Indeksirahastot taas seuraavat indeksiin pohjautuvaa osakepainoa.

Sijoittajan tehdessä sijoituspäätöstään on huomioitava sijoitettavan summan suuruus. Jos sijoittaja aikoo sijoittaa suuren summan kerralla, saattaa olla edullisempaa turvautua indeksiosuusrahastoon pienten hallintakulujen takia. Suuri kertasijoitus indeksiosuusrahastoon myös tukee säästöä salkunhoitajan komissioista. Indeksirahastoissa ei ole kaupankäynnin kuluja osakevälit-

¹ Ks. TVL 32 §.

² The U.S Securities and Exchange Commission on valvova elin Yhdysvaltojen osakemarkkinoilla.

³ Exchange - Traded Fund. Pörssikaupankäynnin kohteena oleva rahasto.

täjälle. Indeksirahastojen suurena etuna voidaan myös ajatella osinkojen uudelleensijoittamista kasvuosuusrahastojen sisällä. Näin saadaan korkoa korolle maksamatta kesken talletuskauden veroja. Passiivinen sijoittaminen on hyvin yksinkertaista. Sijoittajan ei tarvitse yrittää voittaa tehokkaita markkinoita, vaan mahdollisesti ostaa ne.

Passiivinen osakesijoittaminen on myös monin puolin kannattavaa, koska oletettavasti pitkällä aikavälillä suunta isoissa yhtiöissä on ylöspäin. Passiiviseen osakesijoittamiseen voidaan yhdistää sijoittajan itsekurin osuus. Passiivinen osakkeisiin sijoittaminen vaatii aktiivisen kaupankäynnin minimoimista, koska jatkuvalla liiallisella kaupankäynnillä sijoittaja menettää tuottonsa. Passiivisuus muuttuu aktiiviseksi toiminnaksi. (Erola 2009: 69.)

1.2. Tutkimustehtävä

Tässä tutkielmassa on tarkoitus selvittää sijoittajien piirissä vakiintuneita rahastosijoittamisen osa-alueita hyödyntäen, minkälaisen vaihtoehdon passiivinen indeksisijoittaminen tarjoaa. Yleinen sijoitusmalli pohjautuu aktiiviseen markkinoiden seuraamiseen ja sen kautta ratkaisuiden tekemiseen. Tutkielmassa on tarkoitus selvittää passiivista sijoitustekniikkaa, joka pohjautuu pieniin kuluihin sekä markkinoiden odotettavaan kehitykseen. Lisäksi tutkimuksessa analysoidaan, kuinka pitkällä aikavälillä on lähes mahdotonta voittaa markkinoiden suuntaa näyttävää vertailuindeksiä. Tutkielmassa tarkastellaan sijoitusrahastotoimintaan liittyviä lakeja ja vero-oikeudellista näkökulmaa. Tutkielman myötä lukijalle selviää sijoitusrahastotoimintaan liittyvät verotukselliset lähtökohdat ja lainsäädännöt.

Tarkastelun kohteeksi asetetaan passiivinen ja aktiivinen sijoitusnäkökulma ja tarkastellaan niiden pitkän aikavälin kannattavuutta. Lopullisen nettotuoton kannalta on tärkeää selvittää, miten niin tavallisen kuin ammattimaisenkin rahastosijoittajan tulisi kyseenalaistaa aktiivisuuden osuus osakeportfoliossaan. Passiivinen sijoittaminen ei tarjoa sijoittajalle samanlaista jännitystä eikä uhkapelaamista kuin moni aktiivinen sijoittaja vaatii. Passiivisuuden kautta sijoittajalle on odotettavissa hyvää ja varmaa tuottoa pitkällä aikavälillä. Painopisteenä toimivat pienet vuosittaiset kulut ja tasainen vuosittainen markkinatuotto.

Tutkielman tavoitteena on osoittaa passiivisen ja aktiivisen sijoittamien keskeiset erot. Tämän lisäksi tutkielmassa huomioidaan rahastosijoittamiseen kohdistuva verokohtelu ja lainsäädäntö.

Lukijan tulisi saada kokonaiskuva rahastosijoittamiseen liittyvistä pääkohdista, mitkä sijoittaja voisi huomioida varoja sijoittaessaan.

1.3. Tutkielman kulku

Suurin osa ihmisistä etsii helppoa ja riskitöntä tuottoa. Ensimmäisenä suurimmalle osalle sijoittajista tulee mieleen yksityisten rahoituslaitosten tarjoamat sijoitusrahastot. Kokemattomat yksityishenkilöt sijoittavat suuria summia aktiivisiin rahastoihin. Piensijoittaja, jolla ei ole asiantuntemusta, luottaa suuret säästönsä salkunhoitajan haltuun. Salkunhoitaja tekee vapaasti kauppaa ostamalla osuuksia kuhunkin rahastoon rahasto-osuuden omistajan tietämättä, mistä osakeista salkku milloinkin koostuu. Vuosittaisen tuloksen vertailuun salkunhoitaja vertailee tulostaan valitsemaansa indeksiin. Tavoitteena on voittaa indeksi ja saada näin näyttöä tuloksellisesta keinottelusta. Tutkielmassa käsitellään aktiivisesti hoidettujen rahastojen kilpailukykyä suhteessa indeksiin sijoitaviin passiivisiin rahastoihin. Lähtökohtaisesti tutkielma viittaa yksityishenkilöihin. Taustalla toimiva vero-oikeudellinen näkökulma sovitaa tutkielmaan juridista aspektia.

Tutkielman ensimmäisenä asiana otetaan esille verotuksen perustuminen lakiin. Toisessa luvussa tarkastellaan vero-oikeudelliseen tutkimukseen kohdistettavia lainopillisia kiinnekohtia. Tarkastelun kohteeksi otetaan lainopillisen tutkimuksen luonne ja veropolitiikan heijastuminen vero-oikeuteen. Huomion arvoista on myös noteerata verotuksen oikeuslähteet, koska näiden kautta vero-oikeudelliset ongelmakohdat voidaan ratkaista juridisesti oikeudenmukaisesti. Tämän luvun myötä pyritään kokoamaan tarpeellinen näkökanta vero-oikeudessa vaikuttavista oikeusperiaatteista.

Tutkielman kolmannessa luvussa keskitytään passiivisen sijoitusrahaston toimintaperiaatteisiin ja sijoitusrahastotoimintaan liittyvään lainsäädäntöön rahastoyhtiön näkökulmasta. Aluksi lukijalle annetaan näkökulma passiivisesta indeksirahastosijoittamisesta sekä tähän liittyvistä huomion arvoisista seikoista. Tämän jälkeen siirrytään tutkimaan rahastosijoittamisen taustalla vaikuttavaa sijoitusrahastolakia ja sen toimintaa valvovia instituutioita. Tämä kaikki selittää ja yksinkertaistaa rahastosijoittamisen tukirungon käsittämistä. Tämän pohjustavan tiedon avulla lukijan on vaivattomampaa siirtyä rakentamaan kokonaiskuvaa passiivisen ja aktiivisen sijoitusrahastojen keskeisestä toiminnasta.

Neljäs luku tutkielmassa syventyy passiivisen rahastosijoittamisen toimintaan. Luvun keskeisenä periaatteena on huomioida indeksiä seuraavien sijoitusrahastojen tuottamat edut ja niihin kohdistuva kritiikki. Aluksi tyypitellään tärkeimmät ja yksinkertaisimmat passiiviset sijoitusmahdollisuudet osakemarkkinoille. Tutkielmassa keskitytään pääasiassa indeksirahastojen näkökulmaan suhteessa aktiivisesti hoidettuihin osakerahastoihin, joten ETF - rahastot käsitellään vain pintapuolisesti. Neljännessä luvussa selvitetään indeksirahastojen ydin.

Luvussa viisi otetaan esille sijoittajan kannalta tärkein osuus eli kaupankäynnin verotus. Verovelvollisen sijoittajan kannalta on olennaista pyrkiä verojen minimointiin. Tämän luvun tarkoituksena on selvittää, miten Suomen valtion verotus toimii rahastosijoittamisen osalta. Viidennessä luvun tarkoituksena on antaa tukea passiiviselle metodille tukeutuvaan indeksisijoittamiseen. Sijoittajan kannalta on hyödyllistä ymmärtää aktiivisen kaupankäynnin kerääntyvät vero-seuraamukset.

Luku kuusi on tutkielman kannalta keskeisin, sillä siinä tarkastellaan aktiivisten ja passiivisten rahastojen välistä suorituskykyä. Näitä kahta rahastosijoittamisen periaatetta tulkitaan eri näkökulmista. Ensimmäisenä mitataan suorituskyvyn kestävyyttä, josta siirrytään rahastosijoittamisen kulurakenteen merkitykseen. Lopuksi arvioidaan riskin osuutta odotettuun tuottoon. Tutkielman kuudes ja viimeinen luku keskittyy passiivisen indeksiin sidotun rahaston etujen arviointiin. Tarkoitus on selvittää lukijalle, miksi aktiivinen rahastosijoittaminen vakiintuneena käytäntönä Suomessa ei ole ainoa vaihtoehto hyviin tuottoihin rahastosijoittamisessa. Passiiviselle indeksirahastosijoittamiselle haetaan tukea lähinnä Yhdysvalloissa suoritetuista tutkimuksista. Koska indeksirahastosijoittaminen on vielä uusi ja vieras rahastosijoittamisen muoto Euroopan markkinoilla, on mahdollista heijastaa tutkielmassa käytettyjen tutkimusten tulokset kansainvälisille osakemarkkinoille. Jatkuvasti globalisoituva osakemarkkinaverkosto luo uusia sijoitusmahdollisuuksia erilaisiin maailman monimuotoisiin osakemarkkinoihin.

2. VERO-OIKEUDEN TEOREETTISET NÄKÖKULMAT

Vero-oikeus lasketaan mukaan finanssioikeuteen, jonka toinen osa on finanssihallinto-oikeus. Vero-oikeus muodostuu normeista, jotka liittyvät julkisyhteisöjen tulojen hankkimiseen. Finanssihallinto-oikeus taas koostuu normeista, jotka sääntelevät julkisyhteisöjen varainkäyttöä. Kokonaisuudessaan finanssioikeudessa on kysymys julkisyhteisöjen varainhankinnan ja varainkäytön muodostamasta oikeusnormikokonaisuudesta. (Myrsky & Ossa 2008: 16.)

Verotuksen ja vero-oikeuden yleisten oppien statiikka luodaan peruskäsitteistä. Peruskäsitteitä voidaan käsitellä elementteinä, joista yleiset opit kootaan. Voidaan käsittää, että yleiset opit muodostavat vero-oikeuden rungon, joka kootaan osista. Osat muodostuvat peruskäsitteistä, jotka muuttuvat jatkuvasti, mutta hitaasti. Niiden välisten suhteiden muutos on olennaisesti kuitenkin nopeampaa. (Wikström 1999: 7.)

PL 81.1 § mukaan verotuksesta tulee säätää lailla, koska verotuksella puututaan ihmisten oikeusasemaan. Lain tulee sisältää säännökset verovelvollisuuden ja veron määräytymisen perusteista sekä verovelvollisen oikeusturvasta. Säännöksen olemassaolo asettaa tietynlaiset minimivaatimukset veronlainsäädännön täsmällisyydelle ja tarkkuudelle. Veron jokaiselle elementille tulee olla selvät ja täsmälliset perusteet. Veronlain soveltaminen vaatii täsmälliset perusteet, muuten verolakia ei voida soveltaa. Verolain säännösten tulee olla tarkkoja, että lakia soveltavien viranomaisten harkinta veroa määrättäessä on sidottua harkintaa.

(Knuutinen 2012: 97.)

2.1. Lainopillisen tutkimuksen luonne

Lainopin tehtävänä on ennen kaikkea muodostaa tietoa lainsoveltamisen tarpeisiin. Tiedon tulee tukea tieteellistä näkökantaa, joten sen tulee olla systemaattista, johdonmukaista, objektiivista ja täsmällisesti perusteltua. Lainoppi systematisoi ja tulkitsee. Tällä tavoin lainoppi tuottaa tulkintakannanottoja ja muodostaa yksittäisistä säännöksistä johdonmukaisia järjestelmiä. Tavallisesti tutkimuksen pohjimmaisena tavoitteena on tuottaa tietoa voimassa olevasta oikeudesta järjestyneenä sekä mahdollisimman ristiriidattomana oikeusnormien kokonaisuutena. (Helsingin avoin yliopisto 2003.)

Suomalaisen oikeustieteilijän Aulis Aarnion⁴ (1978: 52) mukaan lainoppi on ainoastaan yksi muoto oikeudellista tutkimusta, yksi tapa tehdä oikeustiedettä. Hänen mukaansa oikeudellisessa tutkimuksessa voidaan erotella kaksi puolta, jotka yhdessä muodostavat sen ydinalueen:

- 1) oikeudellisten käsitteiden konstruointi ja oikeussäännösten systematisointi näiden käsitteiden avulla sekä

⁴ Aarniota voidaan pitää kansainvälisesti tunnettuna oikeusteoreetikkona ja aktiivisena yhteiskunnallisena osallistujana.

- 2) oikeussäännösten sisällön tulkinta ja niiden ajateltu soveltaminen.

Näitä kahta puolta kutsutaan tavallisesti oikeustieteessä dogmaattiseksi oikeustieteeksi eli oikeusdogmaatikaksi. Yksinkertaistettuna oikeusdogmatiikkaa kutsutaan lainopiksi. Lainopin tehtäväksi voidaan määritellä pintatason oikeudellisen aineiston tulkitseminen ja systematisointi.

Aarnion (1978: 52) mukaan oikeustutkimuksen on katsottu muodostuvan liian suppeaksi, ellei jopa väärin määritellyksi, jos siihen sisällytetään vain systematisointi ja säännösten tulkitseminen. Tämän kaltainen oikeustieteen tulkinta ei tyydytä kaikkia ajatussuuntia eikä kaikkia aikakausia, joten Aarnio lisää oikeudellisen tutkimuksen piiriin myös kolme muuta, itsenäiseksi käsitettyä tehtäväaluetta;

- 3) oikeussäännösten toiminnan tarkastelu
- 4) voimassa olevien säännösten ja instituutioiden arviointi ja
- 5) lainlaadintaan liittyvien ongelmien tarkastelu eli oikeuspoliittinen tutkimus.

Piirre, joka erottaa lainopin teologiasta ja kirjallisuudentutkimuksesta, on lainopin soveltaman lähdeaineiston ja tulkintaperusteiden erityinen luonne. Tämä on seurausta lainopin yhteiskunnallisista sidonnaisuuksista⁵. Siltalan (2001: 26) mukaan lainopillinen tulkinta tulee perustella tavalla, joka täyttää lainmukaisuuden sekä kansalaisten perustellun oikeusturvaodotuksen⁶ vaatimukset. Tämän vaatimuksen voidaan käsittää täyttyneen, kun tuomarin suorittama ratkaisu voidaan käsittää perusteltuna oikeusjärjestyksessä vallitsevasta oikeuslähdeopista johdettujen argumenttien eli systematisointi- ja tulkintaperusteiden avulla. Lähtökohtaisesti sama rajanveto pätee myös lähtökohtaisesti lainoppiin: jotta lainopin tutkijan esittämällä tulkintakannanotolla olisi oikeudellista merkitystä, sen perusteet eivät saa radikaalilla tavalla poiketa tuomioistuimien soveltamasta oikeuslähde- ja laintulkintaopista.

2.2. Vero-oikeus

Veropolitiikka voidaan käsittää julkisen vallan sääntelytoimenpiteenä, jonka toteuttamiseen käytetään veroja. Tarkoituksena on saada aikaan verojärjestelmä, joka tukee yhteiskuntapoliti-

⁵ Ks. Siltala (2001) s.25.

⁶ Oikeusturvan keskeisintä sisältöä on jokaiselle oikeus saada asiansa käsitellyksi tuomioistuimessa.

kan tavoitteita tehokkaasti, eikä aiheuta tarpeettomia kustannuksia. Veropolitiikan vastine oikeusjärjestyksessä on vero-oikeus. (Wikström 1999: 7.)

Yleisluonnehdintana veropolitiikka voidaan jakaa kahteen näkökulmaan, normatiiviseen ja positiiviseen tutkimukseen. Normatiivisen veropolitiikan tutkimuksessa tyypillisesti kysytään, minkälainen veropoliittinen vaihtoehto pitäisi omaksua tai minkälainen verotuksen painopisteen pitäisi veropolitiikassa olla. Normatiiviseen veropolitiikan tutkimukseen on tarpeellista yhdistää kysymykset hyvän verojärjestelmän ominaisuuksista. Positiivisessa veropoliittisessa tutkimuksessa taas viitataan verovaihtoehtojen säätelyyn liittyviin vaikutuksiin. Tälle näkökulmalle voidaan asettaa kysymykset verotuksen eri valintojen seurauksista. (Määttä 2007: 7.)

Verolainsäädäntöä voidaan tarkastella veropolitiikan näkökulmasta jatkuvasti muutoksessa olevana ilmiönä. Tämän kautta on pyrittävä analysoimaan voimassa olevan oikeustilan ja parhaan mahdollisen saavutettavissa olevan lainsäädännön eroja. Näin toimimalla on mahdollista esittää perusteltuja ehdotuksia lainsäädännön muuttamiseksi. Näkemyksiä ideaalisesta verojärjestelmästä esittäessä on otettava huomioon poliittiset toteutumismahdollisuudet. Vaikka oikeustutkimuksessa verotusta on mahdollista lähestyä useasta näkökulmasta, eivät näkökulmat ole toisiaan poissulkevia. Tavallisesti vero-oikeustutkimus on lainopillista johtuen yhteiskunnan tietotarpeista sekä muodostuneista tutkimustraditioista. Kehitys vero-oikeuden tutkimuksessa on kuitenkin siirtynyt käsittelemään asioita myös muiden lähestymistapojen osalta. Tämä koskee kansainvälistä verotusta ja oikeusvertailevaa tutkimusotetta, unohtamatta myöskään verotuksen peruskysymyksiä. (Myrsky & Ossa 2008: 28.)

Yritysverotuksen kehittämistyöryhmän 2005 mukaan verotuksen taloudellisten vaikutusten tulisi vastata verotukselle asetettuja talous- ja yhteiskuntapoliittisia tavoitteita. Työryhmän asettamien tavoitteiden myötä verorasituksen tulisi jakautua oikeudenmukaisesti ja verotuksesta tulisi aiheutua verohallinnolle ja verovelvolliselle mahdollisimman vähän kustannuksia. (VM 4/2004: 15–18.)

Knuutinen (2009: 35) muistuttaa, että hyvä verojärjestelmä voidaan käsittää erilaisena esimerkiksi vero-oikeuden tutkijan, verohallinnon edustajan tai verokonsultin näkökulmasta. Hyvän verojärjestelmän sisältö ja painotus vaihtelevat esittäjästä, lähestymistavasta ja kontekstista riippuen. Knuutisen mukaan tavoiteltaviin ominaisuuksiin on useissa yhteyksissä luettu kuuluviksi muun muassa tehokkuus, neutraalisuus, oikeudenmukaisuus, oikeusvarmuus sekä hallin-

nollinen edullisuus. Useimpia näistä vaatimuksista on kuitenkin vaikea käytännössä täysin täyttää. Knuutinen toteaaakin verojärjestelmän usein olevan eri tavoitteiden yhteensovittamisen ja kompromissien tulos.

Vero-oikeus on korostetusti kansallinen oikeudenala. Valtiot ovat pitäneet verotusvallan ja verotusoikeuden itsellään⁷. Verotusvaltana voidaan käsittää valtion oikeutta itsenäisesti päättää verojärjestelmän sisällöstä ja ulottuvuuksista sekä verotuksen tasosta. Kuitenkin kansallisvaltioiden todellinen päätösvalta on vähentynyt viime vuosikymmeninä. Tähän on vaikuttanut kiristyvä ja laajentuva kilpailu sekä kansainvälistyminen. Länsi-Euroopassa kehitystä ovat nopeuttaneet EY/EU:n vahvistuminen ja yhtenäisen markkina-alueen syntyminen. Myös Suomen kansallinen liikkumavara⁸ verotuksessa on pienentynyt yhteisön jäsenyyden kautta. (Wikström 1999: 14.)

Joulukuussa 2010 julkaistussa valtionvarainministeriön verotuksen kehittämistyöryhmän loppuraportissa (VM 51/2010: 5) tarkastellaan työryhmän huomaamia epäkohtia verotuksessa. Työryhmä tarkastelee verorakenteen ja verotuksen eri osa-alueiden kehittämistarpeita. Yritys- ja pääomatuloverotuksen osalta työryhmä esittää painopisteen maltillista siirtämistä yhteisöverotuksesta henkilötason pääomatuloverotukseen. Osana tätä muutosta listaamattomasta yhtiöstä saadun osingon verovapaudet poistettaisiin ja korvattaisiin osingon normaalituoton kevennetyllä verotuksella.

2.3. Verotuksen oikeuslähteet

Verolakien soveltamiseen ja tulkintaan voidaan yhdistää vero-oikeuden lähteistä koostuva oikeuslähdeongelma. Vero-oikeus ei perusrakenteeltaan eroa muista oikeusjärjestyksen osista. Päälähteisiin luetaan verolainsäädäntö, niiden valmistelu- ja säätämismateriaali sekä oikeuskäytäntö. Verohallinnon oma norminanto toimii keskeisessä asemassa käytännön verotustyössä. Tämänkaltaisia normeja ei tule käsitellä oikeuslähteinä, ilman verolakeihin sisältyvää valtuutusta⁹. Oikeustieteen sekä muun tulkintakirjallisuuden asema oikeuslähteenä on yhtä lailla ongelmallinen kuin muuallakin voimassa olevassa oikeudessa. (Wikström 1999: 23.)

⁷ Ks. Kansainvälisen verosopimuksen soveltaminen, KVL 2003:8.

⁸ Verotuksesta päättää kukin EU – maa erikseen. Kuitenkin EU varmistaa että kansallinen verolainsäädäntö on EU:n yhteisten tavoitteiden mukaista.

⁹ Verolainsäädännön soveltaminen edellyttää sitä koskevan tuomioistuinkäytännön laajaa tuntemusta.

Oikeuslähteet voidaan perinteisesti jakaa kirjoitettuun lakiin, tavanomaiseen oikeuteen, lain esitöihin, prejudikaatteihin sekä oikeustieteeseen. Nämä yhdessä käsittävät noudatettavan etusijajärjestyksen, eli laki toimii ensisijaisena oikeuslähteenä. Laki ja tavanomainen oikeus ovat juridisesti sitovia lähteitä, kun taas lain esityöt¹⁰, oikeuskäytäntö ja oikeustiede käsitetään tosiasiallisina oikeuslähteinä. Huomioitava on myös EU:n jäsenyyden mukanaan tuomat oikeuslähteet. Olennaisena asiana näihin liittyvät välittömän soveltamisen ja ensisijaisuuden periaatteet. (Myrsky 2002: 1.)

Euroopan unioniin liittyminen merkitsi Suomelle muun muassa sitä, että Suomessa sovellettava oikeus muodostuu EY-oikeudesta ja kansallisesta oikeudesta. Kansallisten viranomaisten ja tuomioistuinten on huomioitava ja sovellettava Eurooppaoikeudellista lainsäädäntöä ja oikeuskäytäntöä. Tämän pohjalta oikeuslähteet voidaan jakaa kotimaisiin oikeuslähteisiin ja muihin oikeuslähteisiin. (Myrsky & Linnankangas 2004: 2.)

EY:n oikeus toimii ylikansallisena oikeusjärjestyksenä. EY:n myötä Suomi on sitoutunut noudattamaan EY- oikeudessa määrättyä etusijaperiaatetta. Tämän mukaan ristiriitatilanteissa etusija on yleisesti annettava Euroopan yhteisön oikeudelle. (Tolonen 2003: 113.)

Vero-oikeuden piirissä Euroopan unioniin liittymiseen voidaan yhdistää oikeuslähteopin muutospaineita. Asiaan voidaan myös liittää oikeuskäytännön parantunut saatavuus oikeudellisten tietopankkien avulla. Atk-laitteistojen kehittyminen ja lisääntyminen, ja siitä heijastuva oikeudellisten tietopankkien päätösten tarjonnan parantuminen lisää Myrskyn (2004:54) mukaan prejudikaattien merkityksen kasvua osana verotuksen sääntelyjärjestelmää. Kehityksen suuntaa voidaan pitää riippuvaisena verolainsäädännön kehityksestä ja muutosnopeudesta. Selkeä ja hitaasti muuttuva lainsäädäntö vähentää prejudikaattien tarvetta.

Säädetyt oikeuden tarkkuus määrittelee kuinka suuri rooli muille oikeuslähteille, kuten prejudikaateille¹¹ jää. Tämä toimii myös päinvastoin; yhden oikeuslähteen vähäisyys saattaa kompensoida toisella. Oikeuslähteiden merkitys voidaan käsittää erilaisena eri verolajeissa. Prejudikaateilla verotuksessa ymmärretään yleensä KHO:n julkaisemia päätöksiä. Prejudikaatteihin

¹⁰ Lainvalmisteluaineisto käsitetään niukkasanaanaisena verotusta koskevien säädösten osalta. Näin lain esitöiden merkitys tutkimusaineistona ei ole kovin suuri verolainsäädännön osalta. Esitöiden avulla etsitään ratkaisua siihen, mihin säädetyllä lailla on pyritty. Esitöillä ei kuitenkaan ole muodollista sitovuutta. (Nykänen 2004: 17.)

¹¹ Prejudikaateilla tarkoitetaan korkeimpien oikeuksien ennakkoratkaisuja, joilla ohjataan lainkäytön yhteneväisyyttä. Keskeisimmät prejudikaatit ovat KHO:n ja KKO:n julkaisemat päätökset.

saatetaan joskus laskea mukaan myös keskusverolautakunnan ennakkoratkaisuja ja hallinto-oikeuksien päätöksiä. Vero-oikeudellinen tutkimus on melko prejudikaattipainotteista, ja on todennäköistä, että verohallituksen ohjeet ovat pitkälti pohjautuneet oikeuskäytännön ratkaisuista. (Myrsky & Ossa 2008: 25.)

On mahdollista, että laista ei löydetä suoraa ratkaisua käsiteltävään asiaan. Tällöin lähdetään tutkimaan sellaista KHO:n ratkaisua, joka mahdollisimman paljon muistuttaa esillä olevaa tapusta. Löydettyä asiaa vastaava KHO:n ratkaisu, sitä analysoidaan sen selvittämiseksi, mistä siinä on päätetty ja mitä on päätetty. Jos käsiteltävä ratkaisu on samanlainen kuin käsiteltävä ongelma, voidaan myös vero-oikeudellinen kanta selvittää. (Myrsky 2002: 1.)

Oikeuslähteitä hyödyntämällä voidaan yksinkertaistaa ratkaistavan tulkintaongelman kiinne-kohtia. Oikeuslähteiden avulla pystytään selventämään, mikä on milloinkin oikeudenmukainen kanta asian ratkaisemiseen. Ajankohtainen lainsäädäntö puolestaan kertoo, miten asia tulee käsitellä oikeusjärjestyksen mukaisesti. Verotuksen oikeuslähteet muodostavat yhtenäisen kokonaisuuden, jonka osat toimivat keskenään vuorovaikutuksessa. Lain tulkitsijat korostavat eri oikeuslähteitä, eli verotuksen lakisidonnaisuus huomioon ottaen muiden oikeuslähteiden ei tulisi irtautua liikaa lain sisällöstä. Ratkaistavan tapauksen minimivaatimuksena vero-oikeuden oikeuslähdeopissa käsitetään se, että jokaisesta oikeuslähteestä tulisi olla johdettavissa lain mukainen ratkaisu. Käytännössä tilanne voidaan ymmärtää monimutkaisempana, sillä verotuksen ongelmatilanteissa oikeuslähteitä käytetään rinnakkain¹². (Iivonen 2004: 46.)

Muutoinkin oikeuslähdeopin voidaan käsittää olevan muutostilassa. Jatkuva kehitys kansainvälistymisessä sekä tiedonhakuun liittyvät tekniset muutokset, unohtamatta ajattelutavoissa tapahtuneita muutoksia, luovat lisäulottuvuuksia oikeuslähteisiin liittyvään verotukselliseen tarkasteluun. (Myrsky 2002: 17.)

¹² Verohallinto voi osaltaan myötävaikuttaa erilaisen oikeuden syntyyn. Nykyisen tietoyhteiskunnan aikana verotuksen oikeuslähdeoppi voidaan käsittää tiedotuskysymyksenä. Verovirastojen julkaisemien verotuksen yhtenäistämisohteiden ei tule olla ristiriidassa verohallituksen yhtenäistämisohteiden kanssa, mutta verovirastojen ohjeissa voi esiintyä paikallisia painotuksia, jotka pohjautuvat vanhoihin verotustapoihin tai hallinto-oikeuden päätöksiin. (Iivonen 2004: 47.)

3. TOIMINTAPERIAATTEET JA LAINSÄÄDÄNTÖ

Indeksirahastot ovat osa passiivisen sijoittamisen ydintä. Indeksirahastot sisältävät samat osakkeet, mitä seurattavaksi valittu indeksi edustaa. Sijoittajan kannalta on keskeisintä tunnistaa esimerkiksi Yhdysvaltalainen S&P 500 - indeksi¹³ sekä Suomen markkinoiden kahtakymmentäviittä vaihdetuinta osaketta edustava OMX Helsinki 25 -indeksi. Salkunhoitaja on vastuussa itse mekaniikasta, joka toimii rahastojen taustalla, mutta suurimman osa työstä hoitaa tietokonepohjainen teknologia. Indeksirahaston tehokkuus saadaan aikaan pienellä kulurakenteella sekä hallitulla riskin ja tuoton suhteella. Hoitokustannukset ovat huomattavasti pienemmät kuin vastaavilla aktiivisesti hoidetuilla rahastoilla, joissa suuret henkilöstömäärät ostavat ja myyvät yksittäisiä rahaston osia päivittäin. Tärkeää on myös huomioida rahan säästäminen palkkioissa, jotka nousevat aktiivisesti hoidetuissa rahastoissa suuriksi. Sijoitusportfolio, joka on koottu indeksirahastoista, säästää sijoittajan aikaa ja sijoituspääoman menettämisen riskiä.

Passiivisilla indeksirahastoilla on pitkä historia. Ensimmäiset indeksit perustettiin Yhdysvalloissa 1927. Tästä lähtien on jo pystytty tutkimaan indeksien suoraviivaista positiivista kehitystä. Indeksien johdattelemana perustettiin ensimmäisiä indeksirahastoja Yhdysvaltoihin vuoden 1970 alkupuoliskolla. Tätä perusteltua keskimääräistä varmaa tuottoa olivat monet aktiiviset sijoittajat odottaneet (Hebner 2007: 177). Suomessa indeksirahastot ovat kuitenkin vasta saamassa alkunsa. Tarjoajia on vain muutama mihin keskivertosijoittaja voi sijoittaa pienellä alkupääomalla. Isot pankit tarjoavat myös indeksirahastoja, mutta keskivertosijoittajalle ongelmaksi muodostuu satojen tuhansien eurojen minimisijoitus¹⁴. Tästä voi huomata kuinka paljon vaaditaan, että itse sijoitusyhtiökin tienaisi sijoittajan kustannuksella.

¹³ Indeksit viidestäsadasta markkina-arvoltaan suuresta Yhdysvaltalaisesta yrityksestä, jota hallinnoi Standard & Poor's. Indeksien osakkeet voidaan käsittää koostuvan maan suurimmista yrityksistä.

¹⁴ Vuonna 2012 Op -Pohjola ryhmä tarjoaa neljää erilaista indeksirahastoa, joissa on 100 000 euron minimimerkintäsumma.

3.1. Passiivisten sijoitusrahastojen toimintaperiaatteet

Indeksirahasto on yksi rahastosijoittamisen muoto. Passiiviseen sijoittamiseen pohjautuvat indeksirahastot ovat rakennettu pohjimmiltaan samoilla periaatteilla kuin tavalliset sijoitusrahastotkin. Poikkeuksia on kuitenkin myöhemmin käsiteltävissä indeksiosuusrahastoissa. Käytännön ero indeksirahaston ja minkä tahansa perinteisen sijoitusrahaston välillä ilmenee osakesalkun hoitajan toimenkuvassa. Indeksirahaston hoitajan tarvitsee käyttää vähemmän harkintakykyä yksittäisten sijoitusten kohdalla, jotka ostetaan rahastoon. Yksinkertaisesti ilmaistuna indeksirahaston hoitaja ostaa osakkeiden kiintopisteen. Indeksirahaston salkunhoitaja tarkkailee markkinoiden suuntaa antavia indeksiin sidottuja osakkeita. Passiivisuuden vastakohtana taas aktiivisesti hoidetun sijoitusrahaston salkunhoitajalla on oikeus ostaa ja myydä milloin mitäkin lajia osaketta. Salkunhoitaja tarvitsee päätöksenteon tueksi ainoastaan uskomuksen, että toinen sijoitus antaa paremman palautusprosentin kuin toinen. Salkunhoitaja ottaa tällä tavoin aktiivisen roolin rahastossa voittaakseen markkinat osakepoiminnalla.

Indeksirahastot eivät yritä voittaa markkinoiden kiintopistettä, vaan ne ainoastaan peilaavat sitä. Ideaalisena lähtökohtana indeksirahaston ja yleisen vertailuindeksin välillä on, että eroa ei olisi vuosittaisessa tuloksessa. Valitettavasti tulokseen tulee aina eroa, kun lasketaan lopullisesta tuotosta pois komissiot sekä verot. Vuosittainen hyväksyttävä ero peilattavaan indeksiin olisi neljäsosa prosentista. Tätä syntyvää eroa kutsutaan indeksipoikkeamaksi¹⁵. (Ferri 2007: 16.)

Passiivinen sijoituspolitiikka perustuu sijoittajan kykyyn olla piittaamatta osto- tai myyntisuosituksista. Tarkoituksena on saattaa sijoitettava summa tekemään töitä sijoittajan eteen eikä päinvastoin. Sijoittajat, jotka yrittävät voittaa markkinat lyhyellä ajalla, tekevät markkinoista tehokkaat. Tehokkaiden markkinoiden ansiosta passiivinen sijoittaminen tulee kannattavaksi. (Malkiel 2003: 59.)

3.1.1. Tehokkaat markkinat

Yhdysvalloissa tyypillinen rahastosijoittaja sai vuosina 1988–2007 vain 4,5 prosentin vuosittaisen tuoton, kun hänen omistamansa rahastot tuottivat 11,6 prosenttia. Näin todetaan Dalbar As-

¹⁵ Kutsutaan myös nimellä Tracking Error.

sociates¹⁶ -tutkimusyhtiön tuottamassa selvityksessä. Vieläkin heikompi tulos saavutettiin Lipper-tutkimusyhtiön tuottaman selvityksen mukaan, jonka mukaan korkeimmin tuottaviin rahastoihin sijoittavat ovat viiden vuoden jälkeen keskimäärin 42 prosenttia tappiolla. Monet sijoittajat innostuvat rahastosta vasta kun huomaavat kurssin nousseen. Rahastosijoittajat merkitsevät nouseviin kursseihin ja lunastavat laskeviin. Tämän vuoden tehokas rahasto ei välttämättä ole tehokas ensi vuonna. (Erola 2009: 48.)

Markkinoiden tehokkuus pohjautuu edellytykseen, että kaikki sijoittajat toimivat rationaalisesti. Sijoittajat pohjustavat kaikki päätöksensä saatavilla olevaan tietoon ja näin toiminnallaan muokkaavat hinnan heilahtelut. Tehokkuus tarkoittaa lähinnä sitä, että on hyvin vaikeaa, jopa lähes mahdotonta, saada ennakoitavaa tietoa, jolla voisi saada ylivoimaista etua voiton tekemiseen. Pörssiosakkeen hintaan markkinavoimat ovat vaikuttaneet jo siten, että kaikki mahdollinen saatavilla oleva informaatio on heijastettu hintaan. (Johnson, Lindblom & Platan 2002: 12.)

Markkinoiden voittaminen voidaan määritellä yritykseksi saada korkeampaa bruttotuottoa kuin vertailukohteeksi asetettu indeksi. Indeksien voittamiseksi ainoaksi keinoksi sijoittajalle muodostuu osakesalkkunsa kokoaminen jostain muusta kuin mistä indeksi koostuu.

Pitkälle kehittyneet tehokkaat markkinat ovat hyvin laajalta skaalalta analysoitu loppuun. Jos sijoittaja haluaa ansaita huomattavaa ylituottoa, vaatii sijoitusvoitto lisäksi onnea. Tehokkailla markkinoilla kaikki saatava tulevaisuuden informaatio on jo heijastettuna hintaan. Jos odotetaan, että pörssiosake nousee vuoden päästä huomattavan prosenttiosuuden, heijastuu odotettava tieto heti osakkeen hintaan nostamalla kurssia. Toisin sanoen kehittyneiden tehokkaiden markkinoiden osakkeet eivät ole alihinnoiteltuja. (Heikal 2009.)

Professori Eugene Fama (1972: 175), esitti tehokkaiden markkinoiden hypoteesin ensimmäisen kerran 1960-luvulla. Hän esitti teorian, jossa kaikki mahdollinen informaatio on jo heijastunut osakkeen hintaan. Tämän väitteen perusteella osakemarkkinat ovat täynnä tuhansia järkeviä, korkeasti palkattuja sekä korkeasti koulutettuja sijoittajia. He etsivät jatkuvasti yli- ja alihinnoiteltuja osakkeita, joilla tehdä voittoa. Faman hypoteesin mukaan mitä enemmän osallistujia markkinoilla on, sitä nopeammin informaatio heijastuu hintaan. Näin syntyvät tehokkaat markkinat. Hän esitti kolme erilaista tehokkaiden markkinoiden hypoteesia:

¹⁶ Yhdysvaltalainen osakemarkkinoita analysoiva yritys. Tunnettu 20 vuoden ajanjakson tutkimuksistaan, joissa tarkkaillaan sijoittajan lopullista nettotuottoa.

1. *Heikko muoto*. Tämä ilmaisee kuinka jokainen yrityksen historian tapahtuma heijastuu hintaan. Tähän voidaan lukea mukaan menneet osakekurssit sekä myynnin ja ostojen volyymit. Toisin sanoen teknisestä analyysistä ei ole hyötyä.
2. *Keskivahva muoto*. Osakkeen hintaan vaikuttaa kaikki sama informaatio kuin heikossa muodossakin. Tämän lisäksi osakkeen hinta pitää sisällään kaiken julkisesti saatavilla olevan tiedon. Tähän kuuluu osavuosikatsaukset sekä erilaiset tiedotustilaisuudet. Toisin sanoen yleisestä perusanalyysistä ei saada tukea.
3. *Vahva muoto*. Heikon ja keskivahvan muodon lisäksi osakkeen hinta pitää sisällään kaiken mahdollisen informaation, myös sisäpiiritiedon. Fama kuitenkin päätyi myöhemmin lopputulokseen, että vahva muoto ei pidä paikkaansa markkinoilla. Jälkeenpäin hän itse toteaa sen olevan liioiteltua.

Tehokkaiden markkinoiden paradoksi kiteytyy siihen, että tehokkaat markkinat lakkaisivat olemasta, jos kaikki sijoittajat uskoisivat markkinoiden olevan tehokkaita ja lopettaisivat osakekurssien analysoinnin. Tehokkaat markkinat vaativat toimiakseen sijoittajia, jotka eivät usko tehokkaisuuteen markkinoihin, ja käyvät jatkuvasti kauppaa voittaakseen markkinat. (Karz 2011.)

3.1.2. *Kustannustehokkuus*

Indeksirahastot ovat rahastosijoittamisen kustannustehokkain muoto. Vertailukohteiksi voidaan asettaa aktiivisesti hoidetut rahastot. Esimerkiksi ennen kustannuksia tehokkailla markkinoilla aktiivisesti hallinnoidun euron keskimääräinen tuotto on sama kuin passiivisesti hallinnoidun euron keskimääräinen tuotto. Kun lasketaan kustannukset pois, jää aktiivisesti hallinnoidun rahaston tuotto pienemmäksi (Puttonen & Kivisaari 1998: 115). Indeksirahastoilla voidaan todeta olevan minimikustannukset. Nämä kustannukset ovat keskimäärin puolet vastaavan aktiivisesti hoidetun rahaston kustannuksista. Indeksirahastoilla ei ole korkeita kaupankäyntikuluja, jotka johtuvat aktiivisesti hoidetuissa rahastoissa tapahtuvasta osakepoiminnasta. Tämän kaltaisen toiminnan avulla pyritään voittamaan markkinat.

Pientä kulurakennetta voidaan pitää merkinä maltillisesta riskinotosta. On mahdollista heijastaa tulevaisuuden tuotto-odotukset valittuun riskitasoon. Mitä korkeampaa tuottoa tavoitellaan, sitä suurempaa riskiä on sijoittajan otettava. Aktiivisesti hallinnoidun rahaston korkeat kulut

asettavat rahastolle korkeat tuottovaatimukset. Tästä seuraa jatkuvaa ennustamisen epävarmuutta, varsinkin kun viime vuoden toteutunut tuotto ei ole tae tulevasta.

3.2. Sijoitusrahastolaki

Sijoitusrahastolain säädökset lähtökohtaisesti tukevat piensijoittajan oikeusasemaa. Sijoitusrahastotoimintaa on pyritty säätelemään siten, että se on luonteeltaan luotettavaa ja turvallista. Sijoitusrahastolaki turvaa sijoittajan asemaa, velvoittaen, että sijoittajalle tarjotaan riittävät ja oikeat tiedot rahastoyhtiön toimesta sijoituspäätöksensä tueksi. Lain säätämisen avulla pyritään helpottamaan sijoittajan mahdollisuuksia osallistua arvopaperisäästämiseen. Arvopaperisäästämisen jatkuvasti lisääntyessä, sijoitusrahastolailla pyrittiin myös lisäämään yritysten riskipääoman saantia. (HE 238/1986.)

SRL 2 §:n 1 momentin mukaan sijoitusrahastotoiminnalla tarkoitetaan varojen hankkimista yleisöltä yhteistä sijoittamista varten, ja näiden varojen sijoittamista pääasiallisesti rahoitusvälineisiin tai kiinteistöihin ja kiinteistöarvopapereihin¹⁷.

Suomessa sijoitusrahastolaki sai alkunsa 1980-luvun puolivälissä. Suomen sijoitusrahastolaki sai alun perin pohjansa Ruotsissa jo säädetystä sijoitusrahastolaista. Näin ensimmäinen sijoitusrahastolaki asetettiin 1. syyskuuta 1987. Sijoitusrahastolakia valmisteltaessa ei kuitenkaan otettu huomioon ETA-sopimuksen velvoitteita, joten epäkohdan tullessa ilmi, lakia muutettiin vuonna 1994 tilintarkastuslain säätämisen yhteydessä. Uusi laki ei kuitenkaan huomionnut Suomen kansainvälistä kilpailukykyä, joten lakia muutettiin edelleen elokuun alusta 1996. Tavoitteena oli saada aikaisempaa parempi laki, joka turvaisi rahastosijoittamisen tehokkaan toiminnan ja samalla vahvistaisi sijoittajan asemaa. Uusi laki koski sijoitusrahaston sijoitustoimintaa ja lainanottoa koskevia rajoituksia. (HE 287/ 2009.)

Merkittävin muutos sijoitusrahastolain kehityksessä tapahtui vuonna 1999. Tällöin uusittiin kokonaan vanha sijoitusrahastolaki, joka oli käynyt monimutkaiseksi johtuen monista muutoksista. Säännöksiä sittemmin täsmennettiin vuonna 2004 rahastoyhtiöiden toimiluvan ja toimialanosalta. Myöhemmin vuonna 2008 sijoitusrahastolakia muutettiin EU-sääntelyn täytäntöönpa-

¹⁷ Sijoitusrahastotoimintaan liitetään myös sijoitusrahaston hallinnoiminen.

nemisen johdosta kahdella lainsäädännön muutoksella. Ensimmäinen lainmuutos¹⁸ liittyi komission direktiiviin (2007/16/EY) sijoitusrahastodirektiivin tiettyjen määritelmien selventämiseksi ja toinen lainmuutos¹⁹ Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiiviin (2005/60/EY) rahoitusjärjestelmän käytön estämisestä rahanpesutarkoituksiin sekä terrorismin rahoitukseen¹⁵. Yleisesti ottaen sijoitusrahastolaki käsittelee säännöksiä säilytysyhteisöstä, riskinhallinnasta sekä toimiluvista. Sijoitusrahastolaissa käsitellään myös mahdolliset rangaistukset väärinteosta. (Helsingin arvopaperipörssi 1997: 79.)

3.2.1. Rahastoyhtiö

Rahastoyhtiö toimii pohjana yritykselle, joka aikoo harjoittaa sijoitustoimintaa ja markkinoida tätä yleisölle. Suomessa rahastoyhtiöt ovat joko pankkien omistuksessa tai yksittäisinä sijoituspalveluyrityksinä. Rahoitusyhtiön perustamiseen tarvitaan Finanssivalvonnan myöntämä toimilupa. Toimiluvan saamiseen edellytetään paitsi ammattitaitoa, myös yleistä sopivuutta tehtäviin. Rahastoyhtiöiden on myös mahdollista hakea laajennettua toimilupaa, jolla voidaan tarjota sijoitusneuvontaa ja yksilöllisiä omaisuudenhoitopalveluja²⁰.

SRL 23 §:n mukaan rahastoyhtiö voi perustaa yhden tai useamman sijoitusrahaston. Kuitenkin laissa on kielletty rahastoyhtiöitä keskenään perustamasta yhteistä sijoitusrahastoa. Sijoitusrahaston toimintaa ohjaa hallituksen asettamat säännöt. Sääntöjen on tarkoitus olla selkeät ja vahvistetut, ennen kuin rahastoyhtiö saa aloittaa sijoitustuotteidensa markkinoinnin. Rahoitusyhtiön on ilmoitettava Finanssivalvonnalle, milloin aloittaa toimintansa, mutta jos rahastoyhtiö ei kuitenkaan ole näin tehnyt kahden vuoden kuluessa sääntöjen vahvistamisesta, katsotaan sääntöjen vahvistamisen rauenneen²¹.

SRL 25 §:ssä määritellään, että rahastoyhtiön kuuluu pitää rahasto-osuuksien omistajien varat erillään yhtiön omasta omaisuudesta. Tällä on suuri merkitys, jos yhtiö ajautuu konkurssiin, koska sijoitusrahaston varoja ei saa ulosmitata rahastoyhtiön velasta. Laki velvoittaa, etteivät rahasto-osuuden omistajat itse vastaa henkilökohtaisesti sijoitusrahastoa koskevista velvoitteista.

¹⁸ Koskee lainmuutosta (294/2008).

¹⁹ Koskee lainmuutosta (507/2008).

²⁰ Hallituksen esitys eduskunnalle sijoitusrahastolakiin tehtävistä muutoksista, joilla pannaan kansallisesti täytäntöön sijoitusrahastodirektiivin muutokset. (HE 110/2003.)

²¹ Ks. SRL 23-24 §.

Rahastoyhtiöllä on oltava vähintään yksi kiinteä toimipaikka. Tämän lisäksi SRL 26 §:n mukaan rahastoyhtiö voi harjoittaa toimintaansa lisäksi sivuliikkeissä ja muissa toimipaikoissa. On myös mahdollista ulkoistaa toimintojaan, kunhan se ei haittaa yhtiön toiminnan kannalta tärkeitä toimintoja. Vaikka rahastoyhtiö päättäisi ulkoistaa, on tämän syytä muistaa säilyttää sijoittajien luottamus sekä ammattimainen etiikka.

Rahastoyhtiö ei saa ottaa suurempaa riskiä sijoittajien varallisuudella, kuin on annettu kussakin rahastossa olettaa²². Tämä pyritään varmistamaan sisäisellä valvonnalla ja tarpeeksi suurella riskienhallintajärjestelmällä. Näiden toimenpiteiden ansiosta yrityksen omien varojen on aina oltava vähintään SRL 6 §:ssä säädetyn vähimmäispääoman suuruinen. Jos kuitenkin rahastoyhtiön varat alenevat alle säädetyn vähimmäismäärän, rahastoyhtiön on viipymättä ilmoitettava siitä Finanssivalvonnalle ja ryhdyttävä toimenpiteisiin tilanteen korjaamiseksi. Tässä tapauksessa voitonjakoa eikä tuottoa omalle pääomalle saada suorittaa, ellei Finanssivalvonta myönnä poikkeusta²³.

SRL 92 §:n perusteella jokaisesta rahastoyhtiön liikkeelle laskemasta rahastosta on julkaistava rahastoesite. Tämän esitteen on tarkoitus olla selvä ja yksinkertaistettu, jotta sijoittajille saataisiin mahdollisimman selkeä kokonaiskuva. Yksinkertaistetun esitteen tulee sisältää tavoitteet ja riskit. Jos esitteeseen tehdään muutoksia, tulee se toimittaa Finanssivalvonnalle. Jos kyseessä on erikoissijoitusrahasto, tulee tämän markkinointiaineistosta tulla selväksi seikat, minkä vuoksi kyseessä on erikoissijoitusrahasto. Finanssivalvonta vaatii, että rahasto-osuuksia markkinoitaessa on käytettävä suomen tai ruotsin kieltä²⁴.

Sijoitusrahastojen seuraamisen kannalta SRL 94 §:ssä on säädetty velvollisuudesta julkistaa rahastojen katsauksia. Jokaisesta sijoitusrahastosta on julkistettava puolivuotiskatsaus vähintään jokaisen tilikauden ensimmäiseltä kuudelta kuukaudelta, viimeistään kahden kuukauden kuluessa katsauskauden päättymisestä. Puolivuotiskatsauksessa tulee olla selvitys sijoitusrahaston varoista ja veloista, liikkeessä olevien osuuksien lukumäärästä, rahasto-osuuden arvosta, sijoitusten jakautumisesta sekä katsauskauden aikana tapahtuneista muutoksista. Erityisrahas-

²² Ks. KKO 2011:5. Blomqvist vs. Nordea. Nordean katsottiin täyttäneen tiedonantovelvollisuutensa Selektasäästöhenkivakuutuksen markkinoinnissa. Tilanne on verrattavissa sijoitusrahasto-markkinointiin.

²³ Ks. SRL 30 a-c §.

²⁴ Ks. SRL 87 § ja 89-93 §.

ton tapauksessa on julkaistava neljännesvuosikatsaus, josta ilmenee myös samat tarpeelliset tiedot kuin tavallisissa rahastoissa.

SRL 96 §:n mukaan rahastoyhtiön velvollisuuksiin kuuluu julkaista vuosikertomus jokaiselta tilikaudelta. Vuosikertomuksessa on oltava tilinpäätös, tuloslaskelma ja tase sekä liitetiedot. Vuosikertomuksen tulee antaa kaikki olennaiset ja päätöksentekoon vaikuttavat riittävät tiedot, jotta sijoittajat voivat luotettavasti arvioida sijoitusrahaston kehitystä ja tulosta. Olennaista on antaa sijoittajille tarpeellinen tieto päätöksenteon helpottamiseksi.

Kun rahastoyhtiö päättää laskea liikkeeseen tai lunastaa rahaston osuuksia on tämän jokainen kerta julkistettava rahasto-osuuden arvo sekä liikkeessä olevien rahasto-osuuksien määrä. SRL 98 §:n perusteella tämän tulee tapahtua vähintään kaksi kertaa kuukaudessa. Kuitenkin Finanssivalvonta voi tarpeen vaatiessa antaa rahoitusyhtiölle luvan julkistaa tiedot ainoastaan kerran kuukaudessa. Jos päädytään siihen, että tiedot julkaistaan kerran kuukaudessa, on kuitenkin meneteltävä siten, että rahasto-osuudenomistajien etua ei vaaranneta. Virheen tapahtuessa rahastoyhtiön on viipymättä oikaistava olennainen virhe ja tehtävä siitä välitön ilmoitus Finanssivalvonnalle, joka ratkaisee virheen olennaisuuden.

3.2.2. *Rahaston omaisuutta valvova säilytysyhteisö*

Rahastoyhtiön omaisuutta säilötään säilytysyhteisössä. Rahastoyhtiö on tehnyt sopimuksen pankin, arvopaperivälittäjän tai säilytysyhteistoimintaan toimiluvan saaneen osakeyhtiön kanssa, joka valvoo ja huolehtii rahastoyhtiön varoista. Säilytysyhteisönä toimimiseen vaaditaan toimilupa, jonka Finanssivalvonta myöntää. Toisena konkreettisena ehtona säilytysyhteisönä toimimiseen vaaditaan, että osakeyhtiö on suomalainen. SRL 9 §:ssä on määritellyt tarkoin kriteerein ehdot säilytysyhteisöille, jotta sijoittajien etu saataisiin turvattua:

- a) Säilytysyhteisön toimilupa myönnetään suomalaiselle osakeyhtiölle, jos hallintoa hoitavat henkilöt antavat käsityksen luotettavuudesta, hyvämaineisuudesta sekä ammattitaidosta²⁵.

²⁵ Yhteisön hallinnon luotettavuutta arvioidessaan Finanssivalvonta kiinnittää huomiota, että yhteisöä tullaan johtamaan ammattitaitoisesti ja terveiden sekä varovaisten liikeperiaatteiden mukaisesti. Yhteisön toiminta tulisi olla suunniteltu, johdettu, organisoitu ja valvottu siten, että yhteisö voi taata ammatillisesti ja eettisesti laadukkaan ja luotettavan toiminnan. (Finanssivalvonta 2006.)

- b) Myönnettävässä toimiluvassa tulee määritellä ne palvelut, joita säilytisyhteisö saa tarjota säilytisyhteisötoiminnan ohella. Finanssivalvonnalla on oikeus asettaa toimilupaan säilytisyhteisön liiketoimintaa koskevia ja valvonnan kannalta välttämättömiä ehtoja ja rajoituksia.
- c) Säilytisyhteisön ammattitaitoisen johtamisen edellytyksenä nimitetyn hallituksen sekä johtoportaan tulee olla luotettavia henkilöitä, jotka eivät ole konkurssissa ja joiden toimintakelpoisuutta ei ole rajoitettu. Henkilöä ei pidetä luotettavana, jos hänet on lainvoiman saaneella tuomiolla viiden arvioita edeltäneen vuoden aikana tuomittu vankeusrangaistukseen, tai kolmen arviota edeltäneen vuoden aikana sakkorangaistukseen rikoksesta, joka osoittaa hänen epäpätevyyden kyseiseen tehtäväänsä. Hallinnossa tapahtuvista henkilömuutoksista on ilmoitettava viipymättä Finanssivalvonnalle.
- d) Säilytisyhteisön vähimmäispääoman on oltava 730 000 euroa.

SRL 11 §:ssä määritellään säilytisyhteisön toimintaan pohjautuvaa yritystoimintaa. Säilytisyhteisönä toimii pääsääntöisesti lain 3 §:ssä tarkoitettu sijoituspalveluyritys tai luottolaitostoiminnasta annetun lain 8 §:n 1 momentissa tarkoitettu luottolaitos. Säilytisyhteisönä voi lisäksi toimia Euroopan talousalueeseen kuuluvassa valtiossa toimiva sijoituspalveluyritys tai luottolaitos²⁶. Kyseessä tarvitsee olla lain 8 §:n 3 momentissa tarkoitettu ulkomainen ETA- luottolaitos²⁷:

- 1) jolla on sivuliike Suomessa;
- 2) joka täyttää 10 §:ssä säädetyt taloudelliset toimintaedellytykset;
- 3) joka on kotivaltiossaan oikeutettu harjoittamaan sijoitusrahastodirektiivissä tarkoitettua säilytisyhteisötoimintaa.

Säilytisyhteisön tärkeimpänä tehtävänä on eritellä sijoitusrahaston varat rahastoyhtiön omaisuudesta. Näin ollen velan ulosmittaustilanteessa sijoitusrahaston varoja ei voida ulosmitata. SRL 31 §:ssä eritellään tarkemmin säilytisyhteisön toimintaan liittyvät tehtävät:

- 1) sijoitusrahaston varojen säilyttäminen

²⁶ Säilytisyhteisönä toimivan sijoituspalveluyrityksen tai luottolaitoksen tulee noudattaa Suomessa annettua lain (580/1996) 2§:n ehtoa.

²⁷ ETA- luottolaitos viittaa Euroopan talousalueella toimivaan laitokseen. Euroopan unionin yhteismarkkinoihin voidaan käsittää EU: jäsenmaiden lisäksi Norja, Islanti sekä Liechtenstein. Kolmekymmentä maata lasketaan mukaan ETA- alueeseen, nämä muodostavat yhdessä maailman suurimmat yhtenäiset markkinat.

- 2) rahastoyhtiön antamien toimeksiantojen noudattaminen, kunhan ne ovat lain puitteissa korrekteja. Toimeksiannot, jotka eivät noudata viranomaismääräyksiä tai rikkovat sijoitusrahaston sääntöjä, eivät ole päteviä
- 3) mahdollisissa lunastuksissa ja liikkeeseenlaskutilanteissa lain ja rahastoyhtiön sääntöjen tarkkailu sekä rahasto-osuuksien arvojen laskeminen lain mukaisesti
- 4) varmistua, että sijoitusrahastojen tuotot käytetään lain ja sijoitusrahaston sääntöjen mukaisesti
- 5) huolehtia sijoitusrahaston toimintaan liittyvien vastikkeiden maksusta määräajassa.

Jos rahastoyhtiö antaa toimeksiannon, jossa on huomautettavaa säilytisyhteisöltä, eikä huomautuksista huolimatta muuta toimintatapojaan, on säilytisyhteisön ilmoitettava Finanssivalvonnalle asiasta. Säilytisyhteisö toimii samoin, jos se havaitsee 31 §:n 1 momentissa tarkoitetussa rahastoyhtiön toiminnassa huomautettavaa²⁸.

KVL 2001:111 mukaan yhtiön tarkoituksena oli toimia sijoitusrahastolain mukaisena säilytisyhteisönä, jolloin sen tuli suorittaa sijoitusrahastolain 5 luvun 31 §:n mukaiset toimet ja tehtävät. Säilytyspalveluilla tarkoitettiin yhtiön säilytisyhteisönä tuottamia säilytyspalveluita, jotka käsittävät seuraavat toiminnot: 1) toimia sellaisten sijoitusrahastojen säilytisyhteisöinä, jotka olivat ulkoistaneet hakijalle varojensa säilyttämisen ja 2) säilyttää sijoitusrahaston varat erillään sekä säilytisyhteisön omaisuudesta että muiden asiakkaiden ja sijoitusrahastojen varoista sekä 3) huolehtia vastikkeiden suorittamisesta määräajassa. Ottaen huomioon korkeimman hallinto-oikeuden sijoitusrahastoja koskeva oikeuskäytäntö säilytisyhteisön sijoitusrahastolain perusteella harjoittaman toiminnan oli katsottava muodostavan erityisen ja olennaisen osan verotonta sijoitusrahastotoimintaa. Yhtiön ei ollut suoritettava tästä toiminnasta arvonnlisäveroa.

Säilytisyhteisön pääasiallinen tehtävä on siis huolehtia rahastoyhtiön toiminnan oikeellisuudesta sekä rahaliikenteestä. Säilytisyhteisön olemassaolo vahventaa sijoittajien luottamusta sekä helpottaa lain noudattamista transaktioissa.

3.2.3. Sijoitusrahaston säännöt

²⁸ Ks. SRL 32 §.

Sijoitusrahaston toimintaa ohjaa sille asetetut säännöt. Rahastoyhtiön toiminta on rajoitettua ja tarkoin määriteltyä siltä osin, mitä SRL 41 §:ssä säädetään. Olemassa olevat säännöt helpottavat sijoittajien päätöksiä sekä vahvistavat näin sijoitustoiminnan luotettavuutta. Finanssivalvonta vahvistaa sijoitusrahastojen sääntöjä ja tällä tavoin saadaan selville, minkä tyyppinen sijoitusrahasto on kyseessä, sekä minkälaista sijoituspolitiikkaa se harjoittaa.

Sijoitusrahastolaki jaottelee sijoitusrahastot kahteen ryhmään: sijoitusrahastodirektiivin mukaisiin sijoitusrahastoihin²⁹ sekä erikoissijoitusrahastoihin. Sijoitusrahastodirektiivin mukaisille sijoitusrahastoille laki asettaa yksityiskohtaiset säännöt, joita tulee tarkoin noudattaa. Nämä säännöt pohjautuvat riskin hajauttamiseen ja sama pätee myös erikoissijoitusrahastoihin. Kuitenkin erikoissijoitusrahastoiden tapauksessa voidaan poiketa yksityiskohtaisimmista vaatimuksista, vaikka näidenkin toiminta perustuu riskien hajauttamiseen. (Pörssisäätiö 2009: 11.) Rahastoyhtiöiden laatimassa sijoitusrahastojen säännöissä on kuitenkin SRL 41 §:n mukaan mainittava:

- 1) sijoitusrahaston nimen lisäksi rahastoyhtiön ja säilytysyhteisön toiminimi, sekä lisäksi oleellista on ilmoittaa sijoitustoiminnan tarkoitus ja rahasto-osuuksien luonne
- 2) perusteet rahasto-osuuksien arvon, sekä merkintä- ja lunastushinnan laskemisesta sekä saatavista korvauksista. Säännöissä on myös mainittava tilikauden pituus, sekä missä ja miten rahasto-osuudet merkitään ja lunastetaan. Yleisön saataville tulisi myös saattaa tieto siitä, missä, milloin ja miten rahasto-osuuden arvo julkistetaan, sekä tiedot rahasto-osuuksien merkintä- ja lunastushinnoista
- 3) missä ja miten mahdollinen tuotonjako tapahtuu ja mitkä ovat sen perusteet;
- 4) milloin ja missä sijoitusrahaston rahastoesite, avaintietoesite, puolivuotiskatsaus sekä sijoitusrahaston ja rahastoyhtiön vuosikertomus ovat yleisön saatavilla
- 5) mahdollisten kokousten aikataulu sekä kutsumistapa rahasto-osuudenomistajille tarkoitettuihin kokouksiin sekä miten ja millä perusteilla rahastoyhtiön hallitus valitaan
- 6) jos rahastoyhtiö aikoo tehdä lainaus- tai takaisinostosopimuksia sijoitusrahaston varoihin kuuluvista arvopapereista ja rahamarkkinavälineistä. Säännöissä myös mainittava se enimmäisosuus sijoitusrahaston arvopaperi- ja rahamarkkinavälinesijoitusten tai varojen määrästä, joka voi samanaikaisesti olla edellä mainittujen sopimusten kohteena.

²⁹ Kutsutaan myös UCITS- rahastoiksi. Sijoitusrahasto, jolle laki asettaa säännöt.

Sijoitusrahaston säännöissä on myös mainittava, jos sijoitusrahaston toiminnassa on tarkoitus soveltaa lain sallimaa mahdollisuutta:

- 1) sijoitusrahaston purkuperusteesta
- 2) rahasto-osuuksien liittämistä arvo-osuus järjestelmään
- 3) rahasto-osuuksien jakamisesta murto-osiin sekä murto-osa osuuksien jakajasta
- 4) niistä tilanteista, joissa rahastoyhtiö voi keskeyttää tai on velvollinen keskeyttämään osuuksien lunastamisen. Tarkoituksena on toimia sijoittajien yhteisen hyvän puolesta, joten tietyt ratkaisut rahoitusyhtiön toimesta saattavat ajaa tätä etua. Kyseessä voi olla kurssien romahdus tai muu vahinkoa tekevä käänne.
- 5) sijoittaa sijoitusrahaston varoista yli 35 prosenttia 76 §:n 2 momentissa tarkoitettujen valtioiden, paikallisten julkisyhteisöjen tai luonteeltaan julkisoikeudellisten kansainvälisten yhteisöjen liikkeelle laskemiin arvopapereihin, laskelmiin tai takaamiin
- 6) edustajiston tehtävistä, valintatavasta ja vaalikaudesta.

SRL 41 §:n mukaan erikoissijoitusrahaston säännöissä tulee mainita, miksi kyseessä on erikoissijoitusrahasto. Säännöissä tulee tulla ilmi, mitkä seikat tekevät sijoitusrahastosta erikoissijoitusrahaston.

Sijoitusrahaston nimessä on oltava sana sijoitusrahasto. Tämä on kriteeri lain mukaiselle toiminnalle. SRL 42 §:ssä tarkennetaan myös, että sijoitusrahaston on erotettava muista kaltaisista sijoitusrahastoista. Tämän vuoksi sijoitusrahaston nimen tulee olla helposti muista rahastoista erotettava. Nimen tulee antaa jokaiselle sijoitusrahastolle oma identiteetti, ja näin ollen parantaa erottuvuutta. Varsinkin puhuttaessa erikoissijoitusrahastoista, on tärkeää, että sijoitusrahaston erityisluonne tulee esiin. Valitulla nimellä ei saa johtaa sijoittajia harhaan. Esimerkiksi vain kiinteistöihin tai kiinteistöarvopapereihin sijoittavalla erikoissijoitusrahastolla on oikeus käyttää kiinteistösijoittamiseen viittaavaa nimikettä³⁰. (HE 102/2006.)

Finanssivalvonnalla on velvollisuus vahvistaa rahastoyhtiön hakemuksesta sijoitusrahastodirektiivissä tarkoitettujen sijoitusrahaston säännöt sekä siihen liittyvät muutokset. Kun lain mukaiset kohdat täyttyvät ja ovat selkeästi ymmärrettävät, on Finanssivalvonta velvollinen hyväksymään

³⁰ Kiinteistösijoittamiseen viittaavasta nimikkeestä sijoittaja tunnistaa erikoissijoitusrahaston ja tietää sen olevan velvollinen harjoittamaan rajoitetumpaa ja säännellympää sijoitustoimintaa kuin esimerkiksi kiinteistösijoitusyhtiöt ja kiinteistöjalostustoimintaa harjoittavat yhtiöt. (HE 102/2006.)

ne. Erikoissijoitusrahastojen tapauksessa menettelyperiaatteet ovat lähinnä samat. Rahastoyhtiön antaman selvityksen perusteella tulee saada kuva luotettavasta riskien hajauttamisesta sekä rahoitusmarkkinoiden vakaudesta ja toimivuudesta. Erikoissijoitusrahaston tapauksessa Finanssivalvonta voi asettaa tiettyjä ehtoja ja rajoituksia rahaston toiminnalle³¹. Tämä kaikki pohjautuu sijoittajien etujen turvaamiseen.

3.3. Rahastojen toimintaa valvovat ja ohjaavat elimet

Sijoitusrahastojen toiminnan tarkoitus on tuottaa voittoa osuuden omistajille. Säännöllisen valvonnan avulla varmistetaan rahastomarkkinoiden luotettavuus sekä rahavarojen lunastuskelpoinen säilytys. Suomen Finanssivalvonnalla on suuri rooli luotettavuuden säilyttämisessä rahoitusmarkkinoiden toiminnassa ja vakaudessa. Finanssivalvonnan tarkoitus on ennaltaehkäistä mahdollisia riskejä, sekä pyrkiä säilyttämään kansainvälisesti vahva kilpailukyky. Finanssialan keskusliitto on perustettu suomalaisten sijoitusrahastoyhtiöiden toimesta valvomaan yhteisiä etuja ja raportoimaan keskeisistä rahastotoiminnoista sijoittajille. Toiminnan tärkeänä päämääränä on keskinäisen yhteistyön lisääminen.

3.3.1. Finanssivalvonta

Finanssivalvonta (FIVA) sai alkunsa vuonna 2009. Tällöin entinen Rahoitustarkastus ja Vakuutusvalvonta yhdistyivät. Tälläkin hetkellä Finanssivalvonta toimii Suomen Pankin yhteydessä. Edeltävä Rahoitustarkastus oli aloittanut finanssimarkkinoita säätelevän toimintansa vuonna 1993. Vakuutusvalvontavirasto perustettiin vuonna 1999 ja se toimi sosiaali- ja terveysministeriön hallinnon alla. Finanssivalvonnalle siirtyivät entisen Rahoitustarkastuksen sekä Vakuutusvalvonnan tehtävät 1.1.2009³².

Finanssivalvontalain³³ 2 §:ssä on säädetty toimintaan liittyvistä kohdista. Finanssivalvonnan toiminnan tavoitteena on valvoa rahoitusmarkkinoilla toimivien luotto-, vakuutus- ja eläkelaitosten toimintaa. Tarkkailtavaan alueeseen kuuluu muun muassa lakien, sääntöjen, ja ohjeiden puitteissa toimiminen. Tällä tavoin pyritään kohti vakaampia finanssimarkkinoita. Finanssival-

³¹ Ks. SRL 43 §.

³² Ks. Finanssivalvonta (2012) a.

³³ Laki Finanssivalvonnasta (19.12.2008/878).

vonnan toiminnan piiriin kuuluu myös valvoa ulkomaisen ETA- vakuutusyhtiöiden toimintaa Suomessa³⁴ (KHO 2010:80). Lisäksi Finanssivalvonnan lakiin kirjattuihin tehtäviin kuuluu edistää hyvien menettelytapojen noudattamista finanssimarkkinoilla ja yleisön tietämyksen lisääminen markkinoista.

FIVA:n toiminnan periaatteet pohjautuvat Eduskunnassa 19.12.2008/878 annettuun lainsäädäntöön. Finanssivalvontalain 3 §:ssä säädettyihin tehtäviin kuuluu:

- 1) myöntää finanssimarkkinoilla toimiville instituutioille toimilupia, rekisteröidä osapuolia ja vahvistaa toimintaa koskevia sääntöjä
- 2) valvoa yleisesti finanssimarkkinoilla, jossa tarkkailun kohteena ovat annettujen määräyksien, toimilupien ehtojen ja toimintaa koskevien sääntöjen noudattaminen
- 3) valvoa rahoitusvälineiden liikkeellelaskua ja niillä tapahtuvaa kaupankäyntiä, sekä selvitys- ja säilytystoimintaa koskevien sääntöjen ja määräysten noudattamista
- 4) valvoa kansainvälisten tilinpäätösstandardien noudattamista
- 5) estää mahdollista rahanpesua ja terrorismin rahoitusta
- 6) tarkkailla toimintaympäristöä ja sen toimintaedellytysten kehitystä. Velvollisuutena on myös suorittaa aloitteita finanssimarkkinoita koskevan lainsäädännön kehittämistä ja muista tarvittavista toimenpiteistä sekä osallistua lainsäädännön valmisteluun.
- 7) asettaa julkisia huomautuksia sekä tämän noudattamatta jättämisestä mahdollisia rikemaksuja
- 8) tärkeänä FIVA:n tehtävänä on arvioida ja analysoida valvottaviensa toimia sekä antaa määräyksiä ja ohjeita instituution toimelle. FIVA on valvova elin.

FIVA tekee valvontatyötä päämiestensä toimeksiantojen perusteella. Tämän toimintaa valvomaan on asetettu eduskunnan pankkivaltuusto. Finanssivalvonnan johtokunnan tehtävänä on asettaa toiminnan tavoitteet valvojalle ja päättää sen toimintalinjoista. Toiminnan pohjana on edistää Suomen finanssimarkkinoiden tervettä kehitystä. (Finanssivalvonta 2012 b.)

FIVA:n toiminta on riskiperusteista. Suoritettava valvonta kohdistetaan riskipitoisimpiin toimintalinjoihin. Tärkeinä arviointikriteereinä finanssivalvonnassa pidetään asiakas- ja sijoittajainformaation laatutasoa sekä menettelytapoja finanssimarkkinoilla. Valvontatyön alueeseen kuuluu tehdä analyysyjä eri instituutioiden menettelytavoista, sekä kartoittaa ongelmia ja uhkia.

³⁴ Laki ulkomaisista vakuutusyhtiöistä 14 § (17.3.1995 / 398).

Jos Finanssivalvonta löytää analyyseistään huomautettavaa, on tällä velvollisuus antaa ohjeita ja määräyksiä tilanteen korjaamiseksi. Valvontaan kuuluu myös tehdä tarkastuksia joko yksittäiseen toimijaan tai laajempaan kohderyhmään kerralla. Tarkastusten avulla FIVA arvioi toimintaa ja antaa ohjeita tai määräyksiä toiminnan parantamiseksi. Sijoittajan näkökulmasta FIVA parantaa luotettavuutta valvomalla pörssiyritysten tiedottamista sekä hyvän kauppaja markkinakäytännön noudattamista.

(Finanssivalvonta 2010.)

3.3.2. *Finanssialan keskusliitto*

Suomessa toimi vuodesta 1991 asti Sijoitusrahasto ry, joka edisti ja kehitti sijoitusrahastotoimintaa. Syyskuussa vuonna 2009 Sijoitusrahastoyhdistyksen yhdistyskokous ja Finanssialan keskusliiton hallitus hyväksyivät järjestöjen yhdistymisen yksimielisesti. Vuonna 2012 Finanssialan keskusliiton vaikutuspiiriin kuuluu yli 400 Suomessa rekisteröityä sijoitusrahastoa, jossa on pääomia yhteensä noin 61 miljardin euron edestä³⁵.

FKL: n³⁶ missiona on rakentaa finanssialan toimintaympäristöä edustamalla jäseniään elinkeinopolitiikassa, työmarkkinoilla ja julkisuudessa. FKL: a voidaan pitää luotettavana asiantuntijana ja hyödyllisenä yhteistyökumppanina sidosryhmilleen. FKL: n tärkeisiin tehtäviin kuuluu avustaa sijoitusrahastoyhteisön toimintaa, esimerkiksi järjestämällä tiedotustilaisuuksia sijoitusrahastotoiminnan kehittämisen vuoksi. FKL pyrkii myös ajamaan jäsenyhtiöidensä etuja julkaisemalla sijoitusrahastojen mallisääntöjä, joiden avulla pystytään yhdenmukaistamaan sijoitusrahastojen toimintaa. Jäsenyhtiöiden hyvä toimintaympäristö, sekä toimivat finanssimarkkinat tehokkaalla maksujenvälitysjärjestelmällä, ovat tärkeä osa FKL: n toimintaa. Ohjaamalla rahastojen toimintaa pyritään auttamaan sijoittajien toimintaa sekä edistämään vahingontorjuntaa sekä yhteiskunnan turvallisuutta ja hyvinvointia.

(Finanssialan keskusliitto 2012.)

Finanssialan edunvalvojana liitto toimii Suomessa edustaen pankkeja, vakuutusyhtiöitä, arvopaperinvälittäjiä, sijoitusrahastoyhtiöitä sekä finanssialan työnantajia. Vuonna 2012 liittoon kuuluu yli 450 finanssialan yhtiötä, joiden palveluksessa toimii yhteensä noin 43 000 työnteki-

³⁵ Ks. Taloussanomien (2009) a. *Sijoitusrahastoyhdistys yhdistyy Finanssialan keskusliittoon.*

³⁶ Lyhenteellä FKL viitataan Finanssialan keskusliittoon.

jää. Liitto tekee myös tiivistä yhteistyötä eurooppalaisten edunvalvonnan kattojärjestöjen EBF:n³⁷, CEA:n³⁸ ja EFAMA:n³⁹ kanssa. (Finanssialan keskusliitto 2012.)

³⁷ European Banking Federation on EU:n pankkiyhdistysten liitto. Tämä liitto vastaa muun muassa eoniakoron sekä euriborkorkojen laskentaperiaatteista ja julkaisemisesta.

³⁸ Comite Europeen des Assurances on Euroopan vakuutus- ja jälleenvakuutusliitto.

³⁹ European Fund and Asset Management Association.

4. PASSIIVISEN SJOITTAMISEN EDUT JA KRITIIKKI

Hyvä hajautus, alhaiset kustannukset, sopiva riskiprofiili sekä läpinäkyvä toteutus luovat kokonaisuutena tehokkaan sijoitussalkun. Tämä toteutuu yksinkertaisesti noudattamalla passiivista sijoitusvaihtoehtoa. Passiivisessa sijoitustoiminnassa sijoitusinstrumentit valitaan tietyn suunnitelman mukaan. Niillä ei käydä kauppaa hintojen vaihteluiden mukaan kuten aktiivisessa kaupankäynnissä. Passiivisessa sijoittamisessa on tarkoitus poissulkea mahdollisuus suureen lopullisen tuoton vaihteluun. Varsinkin rahastojen keskuudessa vuosittaiset suuret nousijat saattavat olla ensi vuoden suuria laskijoita. (Baird 2009: 38.)

Ajoittain osa aktiivisista rahastoista voittaa indeksirahastot niin lyhyellä kuin pidemmälläkin aikavälillä. Varsinaiseksi ongelmaksi itse sijoittajalle kuitenkin muodostuu vaikeus tietää etukäteen, mitkä rahastot ovat tulevia voittajia, varsinkin kun historiallinen tuotto ei ole tae tulevasta voitosta. (Seligson 2012 a.)

4.1. Tärkeimpien passiivisten sijoitusten tyypittely

Passiivisuus yksittäisissä osakesijoituksissa kiteytyy sijoituksen pitkään aikaväliin. Osakkeet ovat tuottavin, mutta riskipitoisin sijoitus. Tämän vuoksi pitkän aikavälin suorita osakesijoituksia tulisi ottaa sijoitussalkkuun hallitulla prosentilla. Jatkuva kaupankäynti suorilla osakkeilla kasvattaa kuluja, sekä lisää väärin myynti-, ja ostoratkaisujen mahdollisuutta. Passiivinen osakesijoittaminen vaatii pitkäaikavälin sitoutumista ja kärsivällisyyttä⁴⁰. Kaikista tunnetuinta suoraan passiiviseen osakesijoitukseen kehitettyä systeemiä, Magic Formulaa käsitellään seuraavassa kappaleessa tarkemmin.

Passiivisen sijoittamisen kulmakivenä toimivat indeksirahastot sekä ETF- rahastot. Nämä kaksi ovat samantyyliisiä sijoituksia keskenään. ETF- rahastot toimivat kuitenkin hieman eri tavalla kuin tavalliseen rahastosijoittamiseen verrattavat indeksirahastot. Indeksiosuusrahastoa ostaessa sijoittaja saa osuuden indeksistä. Indeksiosuusrahastoja ostaessa sijoittaja saa osakekaupankäynnin tehokkuuden sekä indeksisijoittamisen edut. Hinta muodostuu reaaliaikaisesti, kuten osakemarkkinoilla, ja luo tehokkaan hajautuksen alhaisin kustannuksin. (Seligson 2012 b.)

⁴⁰ Ks. All Business (2006). *Active vs. Passive Stock Investing*.

4.1.1. Suorat osakesijoitukset

Suorat osakesijoitukset⁴¹ on mahdollista myös saada toimimaan passiivisella keinolla. Vastakohtana sijoittajan on hyvä säilyttää mielessä aktiivinen sijoittaminen, joka noudattaa jatkuvaa markkinoiden seuraamista ja aktiivista osakepoimintaa. Passiivisessa suorassa osakesijoittamisessa tätä ei tule harjoittaa.

Passiiviseen osakesijoittamiseen on tarjolla Joel Greenblattin (2011) kehittämä Magic Formula -osakepoimintakaava. Kyseinen kaava järjestää osakkeet paremmuusjärjestykseen tehokkaan pääoman tuoton ja tulostuoton perusteella⁴². Joel Greenblatt toteaa kehittämänsä Magic Formulan toimivan suhteellisen yksinkertaisella tekniikalla keskittyen arvo-osakkeisiin:

- 1) Järjestetään osakkeet järjestykseen tulostuoton sekä sijoitetun pääoman tuoton tunnuslukujen avulla.
- 2) Ensin osakkeet laitetaan järjestykseen kokonaispääoman tuottoprosentin mukaan, siten että annetaan parhaalle osakkeelle numero 1, toiseksi parhaalle numero 2 ja niin edelleen. Tämän jälkeen tehdään samanlainen lista käyttäen vuotuista tulostuottoa.
- 3) Seuraavaksi lasketaan näiden kahden listan sija-numerot yhteen. Listan ensimmäiseksi asetetaan pienimmän yhteispistemäärän saanut osake, tämän jälkeen toiseksi pienimmän pistemäärän ja niin edelleen.
- 4) Tästä valitaan 20–30 kappaletta osakkeita pienimmästä yhteispistemäärästä lähtien.
- 5) Magic Formulan ideologiana on pitää ostettuja osakkeita tasan vuosi ja tämän jälkeen myydä pois. Tämän jälkeen tarkoituksena on palata takaisin ensimmäiseen vaiheeseen: ostaa osakkeet ja pitää sijoitusportfoliossa vuoden, jonka jälkeen taas myydä.

Menetelmän mukaista tekniikkaa selvitettiin vuosien 1988–2004 pörssidatalla. Tuona aikana se tuotti vuodessa keskimäärin 30,8 prosenttia, samalla kuin markkinoiden keskimääräinen vuotuinen tuotto oli 12,3 prosenttia (Business Insider 2010). Kuitenkin vuosina 1997–2002 Barron's⁴³ (Penny Sleuth 2006) selvitti Magic Formulaa eri pörssidatalla, jolla ainakin isojen formula-osakkeiden keskimääräinen vuosituotto jäi tavanomaiseen 10 prosenttiin. Se oli kuitenkin

⁴¹ Viitataan suoraan yksittäisillä osakkeilla käytävään kauppaan.

⁴² Ks. Hurmerinta (2010).

⁴³ Yhdysvaltalainen sijoitusmarkkinoita tarkkaileva uutislehti.

enemmän kuin S&P 500 kyseiseltä ajalta, mutta ei vastannut kaavan mukanaan tuomaa ylituottoa⁴⁴.

Greenblatt (2011) toteaa menetelmän suureksi haasteeksi sen, etteivät sijoittajat kykene noudattamaan sitä. Varsinkin jos vuoden lopussa osake on tappiolla tai ennen vuoden loppua noussut huomattavasti. Tällöin monelle sijoittajalle tulee tarve muokata menetelmää ajoittamalla ostoja ja myyntejä ennen vuotta tai sen jälkeen.

Osakepoiminta voidaan käsittää puoliksi passiivisena sijoittamisena, joka vaatii huomattavan määrän sijoitettavaa pääomaa. Suuren sijoituspääoman avulla luodaan kulut mahdollisimman pieniksi ja hajautus tarpeeksi laajalle markkina-alueelle. Suhteessa indeksirahastoihin, passiivinen suora osakkeisiin sijoittaminen vaatii enemmän tietotaitoa ja osaamista sijoittajalta.

⁴⁴ Joel Greenblatt toteaa Magic Formulan tuottavan paremmin kuin tunnettu Robert Haugenin kehittämä 70-muuttujainen osakepoimintamenetelmä.

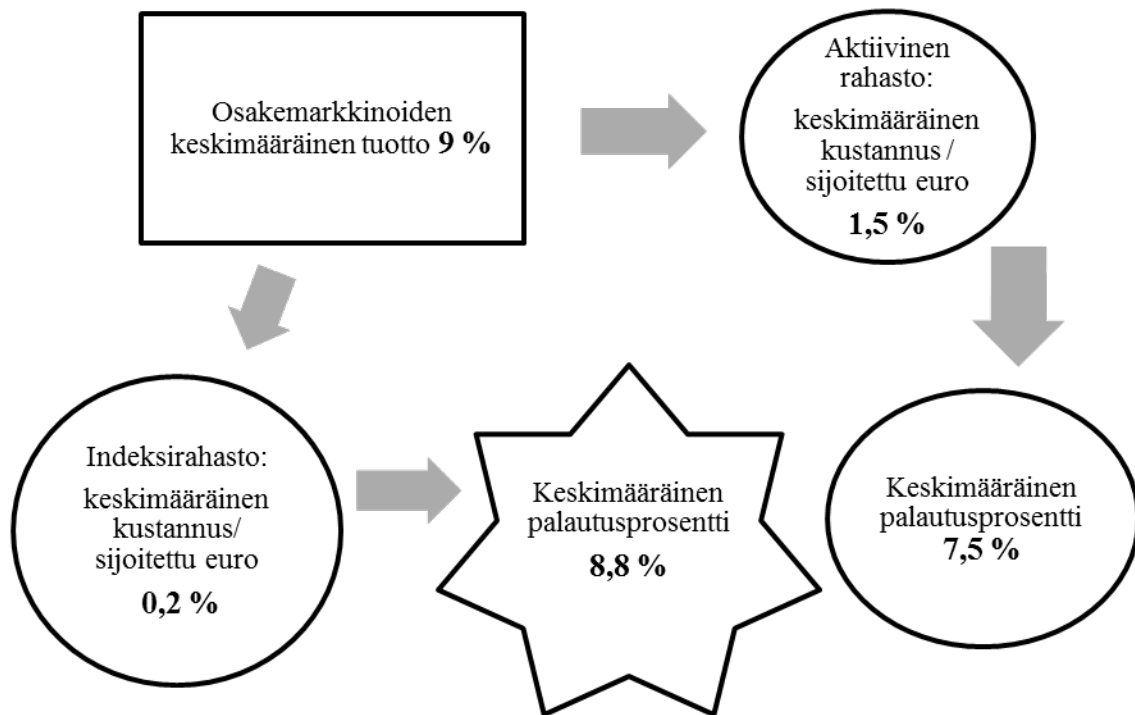
4.1.2. Indeksirahastot

Indeksirahaston arvo seuraa valitun rahaston pohjaksi valittua viiteindeksiä. Jokainen indeksirahasto on sidottu valittuun indeksiin, eli jos valittu indeksi nousee, myös indeksirahaston arvo nousee vastaavasti. Indeksirahasto on niin sanotusti automaattisesti valmis, joten rahasto ei tarvitse salkunhoitajaa, joka tekisi päätöksiä rahastoon hankittavista sijoituksista. (Kulmala 2011.)

Pitkällä aikavälillä indeksirahastoille on ominaista saavuttaa tasaisesti korkeampi palautusprosentti sijoitukselle kuin suurelle osalle aktiivisesti hoidetuista rahastoista, jotka yrittävät voittaa vertailuindeksinsä. Yksinkertainen selitys tälle on huomattavasti pienemmät kulut. Indeksirahaston hoitokustannukset ovat merkittävästi pienemmät verrattuna aktiivisesti hoidettuun rahastoon, koska voidaan poislukea analyytikoiden palkkiot, tutkimustyön palkkiot sekä pankkiiriliikkeiden komissiot. Indeksirahaston pienet kustannukset antavat merkittävän kilpailuedun pitkällä aikavälillä. Vaikka aktiivisten rahastojen hoitajat voittavat tietyinä vuonna markkinat, hankalaksi muodostuu sen tekeminen riittävän toistuvasti päihittääkseen heidän rahastojensa korkeat kulut. (Ferri 2007: 24.)

Yhdysvaltojen markkinoilla toimiva luottoluokittaja Standard & Poor's⁴⁵ analysoi osakkeita ja joukkovelkakirjoja. Standard & Poor's teetti tutkimuksen viiden vuoden ajanjaksosta, joka päättyi vuoden 2008 lopulla. Tutkimuksen mukaan Yhdysvaltojen markkinoilla alle 34 prosenttia aktiivisesti hoidetuista osakerahastoista voitti oman vertailuindeksinsä. Kansainvälisellä tasolla aktiivisesti hoidetuista rahastoista alle 17 prosenttia suoriutui paremmin kuin vertailuindeksinsä. Kansainvälisesti arvostettu Standard & Poor's teki kyseisen tutkimuksen silloin kun markkinoilla oli konkreettisia nousuja sekä laskuja, molemmissa tapauksissa aktiiviset rahastot alisuoriutuivat huomattavasti vertailuindeksiin nähden. (Piper 2009:38.)

⁴⁵ Standard & Poor's on saanut hyväksynnän Yhdysvaltain rahoitustarkastukselta SEC:ltä toimia luottoluokittajana kohdistaen toimintansa yksityisiin ja julkisiin yrityksiin sekä valtioihin.



Kuvio 1. Indeksirahaston ja aktiivisen rahaston keskimääräiset palautusprosentit.

Indeksirahaston ansaintalogiikka perustuu osakseen pieneen kulurakenteeseen⁴⁶. On monesti vastoin vaistoja ajatella, että kun ei yritetä suoriutua markkinoita paremmin, päädyttäisiinkin keskivertoa parempaan tuottoon. Ensimmäisen indeksirahaston kehittäjä John Bogle (2006) kutsuu tätä ilmiötä ”*nöyrän aritmetiikan säälimättömäksi säännöksi*”: puolet aktiivisesta rahastoista häviää markkinoille jo ennen kustannuksia, kustannusten jälkeen häviää enemmistö⁴⁷.

Indeksirahastot ovat aina täysin sijoitettuja rahastonsa koko pääomalla. Kun rahaston käteisvarannot ovat jatkuvasti tekemässä töitä, voidaan maksimoida vuotuiset tuotot. Aktiivisesti hoidetulle rahastolle on tyypillistä pitää osa rahaston käteisvarannosta sivussa, jotta voitaisiin ajoittaa ostoja.

⁴⁶ Ks. Kuvio 1.

⁴⁷ Bogle (2006) selittää ilmiötä: ”*Heikkoja*” jää jäljelle yhtä paljon kuin ennenkin ja koska historia ei kerro tulevasta ovat monet näistä niitä aiempia ”*vahvoja*”.

Tavallisesti indeksin mukaan sijoittavilla rahastoilla haetaan keskimääräistä parempaa tuottoa, mutta on mahdollista myös saavuttaa parasta tuottoa. Esimerkiksi Suomessa toimiva Seligson indeksiosuusrahasto OMX Helsinki 25, joka oli Suomen tuottoisin Suomeen sijoittava osakerahasto vuonna 2010. Tämä tuotti tällöin 24,3 prosenttia. Myös vuoden toiseksi tuottoisin sijoitusrahasto oli Seligsonin suomalaisiin osakkeisiin sijoittava rahasto nimeltään Suomi-indeksirahasto tuottaen 22,8 prosenttia. (Kauppalehti 2010.)

4.1.3. ETF -rahastot

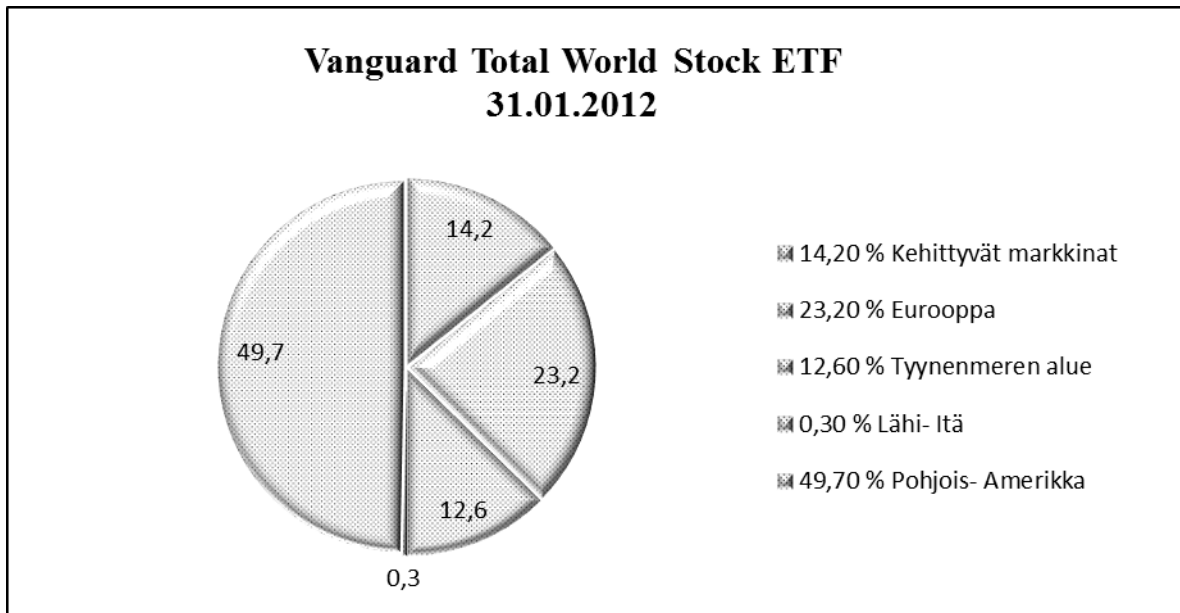
ETF -rahastot⁴⁸ toimivat samalla tavalla kuin tavalliset rahastot, eli rahastonhoitaja valitsee kohteet mihin sijoitetaan ja pitää huolen rahaston hoidosta. ETF -rahastot muistuttavat pitkälti tavallisia indeksirahastoja, mutta niillä käydään kauppaa osakkeiden tapaan kansainvälisissä pörssissä. Hinnanmääritys toimii reaaliaikaisesti, kuten tavallisesti pörssissä. Indeksiosuuksien arvo kehittyy samalla tavalla kuin siihen liitetty indeksi. Pohjimmiltaan ETF:n toimintaperiaate on samankaltainen kuin indeksirahastossa, eli indeksiosuudet pyrkivät sijoittamaan varansa markkinoiden koostumusta kuvaavan indeksin mukaisesti.

ETF -rahastoja ei merkitä perinteisesti rahastoyhtiöiden kautta. Kaupankäyntiä käydään nykyajan teknologian mahdollistamana internet-välittäjän avulla. Maailman suurimpien ETF -liikkeellelaskijoiden⁴⁹ välityksellä sijoittaja pystyy käymään ETF -kauppaa avustetusti hajauttaen sijoituksensa haluamallaan painolla milloin mihinkin osakemarkkinoille. Tavallisesti ETF -tarjoajilla on tarjolla yleinen indeksiosuus, joka hajauttaa osakesalkun kaikki osakesijoitukset yhdellä tuotteella. Tällainen ”*koko maailma*”-ETF⁵⁰ toimii osakesalkun sijoituksen ytimenä. Tämän ympärille sijoittaja voi itse lisätä eri maailmanosiin sijoitavia ETF -osuuksia. (Rowland 2009.)

⁴⁸ Käsitetään myös indeksiosuusrahastoina.

⁴⁹ Maailman suurimpiin indeksiosuusrahasto tarjoajiin kuuluu iShares -, Powershares- ja Vanguard.

⁵⁰ Ks. Kuvio 2.



Kuvio 2. Eri maailmanosiin sijoittava indeksiosuusrahasto (Vanguard 2012).

ETF -rahastoille on tyypillistä maksaa omistajilleen osinkoa kuukausittain, neljännesvuosittain, puolivuositain tai kerran vuodessa. Tietyin ajanjaksoin tapahtuva osingonjako nostaa sijoittajan välittömiä kustannuksia, eikä sijoitus pääse kasvattamaan rahasto-osuutta. Pitkäaikaissijoittajalle on näin rationaalisempaa valita ETF, joka sijoittaa yhtiöistä saamansa osingot takaisin rahastoon asiakkaan puolesta. (Erola 2009: 161.)

Ensimmäinen ETF -rahasto tuli markkinoille 1993 Yhdysvalloissa. ETF -rahastojen kasvu on ollut nousujohteista ja niitä on jo tällä hetkellä yli 4000 kappaletta, joista 600 on Euroopassa. Kysynnän kasvun taustalla on pienet kulut, jotka ovat usein 0,1–1 prosentin luokkaa. Lisäksi sijoittajat ovat omaksuneet toteamuksen, että indeksin voittaminen on lähes mahdotonta. (Sijoitusrahastot 2012.)

ETF -rahastot ovat lyöneet läpi Yhdysvalloissa ja kasvavat vankasti Ruotsissa. Suomessa ne ovat vielä melko harvinaisia. ETF -rahastot omaavat pienet hallinnointipalkkiot ja niiden kautta sijoittaja saa avaimet lähes kaikkiin maailman pörssiin ja muihin talouden heilahteluihin vaikuttaviin ilmiöihin. ETF -rahastojen piiristä löytyy myös tuotteita toimia markkinoiden vastavirtaan, esimerkiksi laskevien pörssikurssien tilanteessa.

Talouselämä -lehden artikkelissa (Holtari 2008) varainhoitotalo Taaleritehtaan sijoitusjohtaja Esko Immonen kommentoi indeksiosuusrahastojen olevan tehokkain sijoitusväline nyt. Hänen mukaansa ne ovat vallankumous aiempaan rahastomaailmaan. Immonen muistuttaa, että niitä ei markkinoi Suomessa aktiivisesti kukaan, koska ne syövät pahasti rahastoyhtiöiden palkkiotuotoja. Pörssinoteerattujen rahastojen ongelmaksi muodostuu tavalliselle sijoittajalle tiedon puute. Saatavilla oleva informaatio on Suomessa lähes mitätön. Tämän lisäksi satojen ETF -rahastojen selaaminen on vaativaa ja vie aikaa.

4.2. ETF -sijoittamisen edut ja riskit

ETF -sijoittaminen tarjoaa helpon hajautuksen, pienen kulurakenteen sekä tavallisen indeksirahaston verotehokkuuden. Indeksiosuusrahasto säilyttää silti pörssiosakkeelle tyypilliset kaupankäynnin piirteet. Sijoittajan näkökulmasta ne asettuvat pörssiosakkeiden ja sijoitusrahastojen väliin. Sijoittajat ovat havainneet ETF -rahastojen keskeiset edut⁵¹ ja näin vaikuttaneet ETF -markkinoiden voimakkaaseen kasvuun:

- 1) *Alhaiset kulut.* ETF- rahastot omaavat yleisesti pienet hallinnointipalkkiot verrattuna samoille markkinoille sijoittaviin indeksirahastoihin ja tavanomaisiin osakerahastoihin. Yhdysvaltalaisen Morgan Stanleyn teettämän tutkimuksen mukaan ETF -rahastojen keskimääräiset hallinnointikulut ovat Euroopassa ja Yhdysvalloissa ainoastaan 0,5 prosenttia vuodessa. Alimmillaan kulut ovat ainoastaan 0,1 prosenttia vuodessa. Kuitenkin lopullisia kokonaiskustannuksia kasvattaa jatkuva aktiivinen kaupankäynti, joka aiheuttaa välityspalkkioita, spredejä⁵² ja säilytyskustannuksia.
- 2) *Kaupankäynnin joustavuus.* ETF -rahastoilla voidaan käydä kauppaa pörssipäivän aikana reaaliaikaisesti, toisin kuin osakerahastoilla kaupat noteerataan vasta kaupankäyntipäivän lopulla. ETF -rahastot ovat siis pörssinoteerattuja ja kauppaa käydään kuin osakkeilla.
- 3) *Läpinäkyvyys.* Sijoituksen edustaman indeksin sisältämät osakkeet tai muut arvopaperit ja niiden painoarvot indeksissä ovat jatkuvasti sijoittajan tiedossa.

⁵¹ Ks. Erola (2011) s.162 & Hephaestus (2011) s.56.

⁵² Käsitä spread tarkoittaa osakkeen osto- ja myyntihinnan välistä erotusta.

- 4) *Tehokas hajautus*. Yhdellä ostolla voi saada tuhannen osakkeen hajautuksen. Ulkomaille sijoitettaessa on suuri valinnanvara pienemmällä riskillä. Indeksiosuusrahastoilla on mahdollista sijoittaa eri alue-, maa- tai toimialakohtaisesti.

ETF -sijoittamiseen liittyy yleisesti ottaen samat riskit kuin muuhunkin rahastosijoittamiseen. Ammattitaitoinen sijoittaminen vaatii sijoittajan oma-aloitteisuutta tiedon hankkimisessa, koska ETF -rahastot noteerataan yleisesti suoraan kansainvälisissä pörssieissä. Finanssivalvonnan (2011) mukaan ETF -sijoittamiseen liittyvät riskit voidaan luokitella:

- 1) *Sisältöriski*. Sisältöriski tulee ilmi kansainvälisessä ETF -sijoittamisessa. Rahaston sijoituskohteet eivät välttämättä vastaa tarkasti esimerkiksi rahaston nimeä tai kohdemarkkinoiden koostumusta. Kansainvälisissä sijoituksissa rahastoja koskevaa tietoa ei ole aina helposti saatavilla. Sijoitettaessa ulkomaille on suositeltavaa lukea ETF -rahastojen rahastositteet tarkasti. Rahastoyhtiöt maksattavat osuudenomistajilla usein monenlaisia kustannuksia, kuten toimilupakustannuksia, ja tulouttavat itselleen merkittävän osan toiminnassaan olennaisen osakelainauksen tuotoista.
- 2) *Likviditeettiriski*. Vaikka ETF -kaupankäynti on verrattavissa tyypilliseen pörssiosakesijoittamiseen, saattaa sijoituksen muuttaminen likvidiksi olla vaikeaa. Joissakin tilanteissa arvopaperin arvon luotettava määrittäminen voi olla hankalaa, varsinkin hiljaisilla markkinoilla myös rahaston omat arvopaperien myynnit voivat viedä kohde-etuuskien markkinahintoja alaspäin. Likviditeettiriski voidaan yhdistää erityisesti synteettisiin ETF -rahastoihin sekä sellaisiin ETF -rahastoihin, jotka sijoittavat vaihdoltaan ohuille markkinoille⁵³. Mitä vähemmän likvidejä ETF -sijoituskohteet ovat, ja mikä vähemmän vaihdettu ETF on kyseessä, sitä suurempi osto- ja myyntitarjousten erotus pääsääntöisesti on.
- 3) *Aktiivisen poikkeaman riski*. Rahaston tuotto voi poiketa vertailuindeksistä. Mahdollinen poikkeama on yleensä pieni, mutta silti oleellinen, koska sijoittajan tavoitteena on indeksin tuoton saavuttaminen. Negatiivisen poikkeaman aiheuttaa tavanomaisemmin hallinnointipalkkiot ja salkun muokkaamisesta aiheutuvat kaupankäyntikulut.
- 4) *Vastapuoliriski*. Tämä liittyy yleisesti jossain määrin kaikenlaisiin sijoitusrahastoihin esimerkiksi osakelainaussopimusten ja ulkopuolisten palvelujen käytön takia. Käsitteenä tämä tarkoittaa taloudellisen vastapuolen kykyä suoriutua velvoitteistaan. Erityisesti

⁵³ Markkinat, joilla hyödykkeen kysyntä tai tarjonta on pieni. Kysynnän tai tarjonnan suhteellisesti pieni kasvu voi aiheuttaa suuren hinnanmuutoksen. Tavanomaisesti ohuilla markkinoilla osto- sekä myyntikurssin ero on suuri.

vastapuoliriski koskee johdannaissopimuksia ja UCITS 3 -direktiivin⁵⁴ mahdollistamia eurooppalaisia swap -ETF:iä⁵⁵, joiden salkku on rakennettu kokonaan indeksijohdannaisilla. Vastapuoliriskejä kuitenkin pystytään rajoittamaan vakuuksien avulla.

Suomen sijoitusrahastomarkkinoilla on huomattu positiivista kehitystä viime vuosina sijoitusrahastojen pääomien kasvussa. Asiaan vaikuttavana tekijänä voidaan pitää yritysten käyttämiä lyhyen koron rahastoja kassan- ja likviditeettihallinnan välineinä. Toisena merkittävänä kohtana voidaan pitää kotitalouksien ja sijoitusyhtiöiden rahoitusvarojen, kuten eläkesäästöjen, sijoittamista rahastoyhtiöiden kautta. Erityisesti rahastojen helppouden, riskienhallinnan ja verotuskohtelun kautta rahastot toimivat perusteltuna vaihtoehtona. Rahastopääoman kasvuun on myös vaikuttanut ruotsalaisten pankkien omistamien rahoitusyhtiöiden perustamat sijoitusrahastot Suomeen. Tämän lisäksi EU- valtioissa on yhä enemmän julkisen kaupankäynnin kohteena olevia ETF -rahastoja, jotka on liitetty Suomen arvo-osuusjärjestelmän tyyppiseen kansalliseen arvopaperien rekisterijärjestelmään. Rahastomarkkinoiden kansainvälistyessä Suomen hallitus esittää eduskunnalle sijoitusrahastolain muuttamista (HE 287/2009). Esitys edistää suomalaisten rahasto-osuuksien tarjonta- ja markkinointimahdollisuuksia ulkomaisille sijoittajille. Tavoitteena on myös luoda eurooppalaisesti tasapuoliset kilpailuedellytykset.

⁵⁴Sijoitusrahastolainsäädäntöä on täydennetty kahdella UCITS 3 direktiivillä (2001/107/EY ja 2001/108/EY), jotka on pantu täytäntöön Suomessa keväällä 2004. Nämä direktiivit laajensivat alkuperäisen sääntelyn puitteissa sijoitusrahastoille sallittua sijoitusvalikoimaa ja sallivat rahastoyhtiöillä uusia toimintoja, kuten omaisuudenhoitoa, sijoitusneuvontaa ja rahasto-osuuksien säilytystä.

⁵⁵ Swap -ETF voidaan käsittää vaihtosopimuksena, jossa osapuolet sopivat vaihtavansa rahoitusinstrumentteja keskenään.

4.3. Passiivisen indeksirahastosijoittamisen edut

Sijoitusrahastot on mahdollista jakaa salkunhoidon perusteella aktiivisesti ja passiivisesti hallinnoituihin rahastoihin. Aktiivisen salkunhoidon avulla on mahdollista saavuttaa vertailuindeksiään suurempi tuotto. Riskiksi muodostuu tällöin vertailuindeksilleen häviäminen. Passiivisen sijoittamisen kilpailueduksi käsitetään kustannustehokkuus. Indeksirahastot ja indeksisuusrahastot eivät vaadi kustannuksia lisäävää hallinnointia. Niiden palkkiorakenne pysyy jatkuvasti vastaavia aktiivisesti hallinnoituja rahastoja edullisempänä. (Evans 1999: 18.)

Vaikka indeksirahastoihin sijoittaminen on jo hajautettu valmiiksi, sijoittajan huomiotavaksi jää rahastosijoituksen riittävä maantieteellinen ja toimialakohtainen hajautus. Sijoittaminen eri maanosiin sekä eri toimialoille pienentää sijoitussalkun kokonaisriskiä.

(Andersson 1998: 87.)

Yksinkertaisimmillaan passiivinen sijoitusstrategia on yhtä kuin ”osta ja pidä”. Kulut jäävät pieneksi, kun välityspalkkioita ei tarvitse maksaa. Passiivisen sijoitusstrategian merkittäviä etuja on myös, että osakemarkkinoilla on usein viisaampaa olla tekemättä mitään kuin tehdä virheitä. Silloin tällöin osakkeet heilahtelevat ja näin aiheutuu merkittäviä kurssilaskuja. Vaikka laskuun olisi looginen syy, moni sijoittaja hermostuu ja tavanomaisesti myy osakkeitaan tuntuvalta tappiolla. Passiivinen strategia ei kuitenkaan saa olla täysin toimetonta ja sen täytyy ottaa huomioon yhtiön toimintaedellytysten olennaiset muutokset. Sijoittajan päätökset tulisi pohjautua järkeviin ja huolellisiin päätöksiin. (Koistinen 2006.)

4.3.1. Hallinnointipalkkiot ja kulut

Sijoittajalle lopullisen voitonjaon kannalta tärkeäksi muodostuu pieni kulurakenne. Indeksirahaston merkittäväksi kilpailueduksi voidaan katsoa kustannustehokkuus, koska alhainen palkkiotaso lisää sijoittajan saamaa tuottoa. Kansainvälisillä markkinoilla tyypillisen julkisesti kauppaa käyvän indeksirahaston kokonaiskustannus jää keskimäärin 0,25 prosenttiin vuosittain. Aktiivisesti hoidetuilla rahastoilla tyypillinen kustannus on 1,5 prosenttia vuosittain. Monella eksoottisella erikoissijoitusrahastolla kustannukset ovat kuitenkin huomattavasti korkeammat, esimerkiksi ympäri maailmaa hajauttaen sijoittava PYN Elite⁵⁶ vuonna 2010 peri kokonaispalkkioita 7,88 prosenttia.

⁵⁶ Erikoissijoitusrahasto PYN Elite sijoittaa keskitetysti Thaimaan markkinoille.

Indeksirahastot sijoittavat osakkeiden lisäksi lyhyisiin ja pitkiin korkosijoituksiin. Osakesijoittamiseen keskittyvillä indeksirahastoilla hallinnointipalkkiot muodostavat murto-osan aktiivisten osakerahastojen kuluista⁵⁷. Indeksirahastot toimivat kustannustehokkaasti ja näin eivät ota merkintä- tai lunastuspalkkioita kuten aktiiviset rahastot. (Erola 2009: 68.)

Hallinnointipalkkiot ja kulut ovat lähtökohta aktiivisen sijoitusrahaston lopulliselle vertailuindeksille häviämiseen. Kuluilla on aina merkitystä sijoittajan saamaan tuottoon. Pienetkin kulut kasvavat pitkällä aikavälillä korkoa korolle - teorian ansiosta suuriksi, ja tällä tavoin indeksirahastojen pieni kulurakenne muodostaa merkittävän edun suhteessa aktiivisten sijoitusrahastojen suureen palkkiorakenteeseen. Indeksirahaston pienten kaupankäyntipalkkioiden ja hallinnointikulujen takia aktiivisesti hoidetun rahaston täytyisi päihittää indeksi keskimäärin 1,5- 2,0 prosentilla vuosittain, jotta saataisiin sama kulujen jälkeinen tulos vuosittain. (Evans 1999: 20.)

4.3.2. *Suhteellinen ennustettavuus*

Ostettaessa osuus indeksirahastosta tiedetään tarkkaan mistä osakkeista rahasto koostuu. Indeksirahaston tulos heijastaa lähes saumattomasti peilaamaansa indeksiä ja näin vältytään ”*vuoristorata*”- efektistä⁵⁸. Vertailukohteeksi on hyvä asettaa tavallinen rahasto, josta ei voida tietää, miten se minäkin vuonna pärjää vertailuindeksiinsä nähden tai suhteessa kilpakumppaneihinsa. (Bench 2003: 12.)

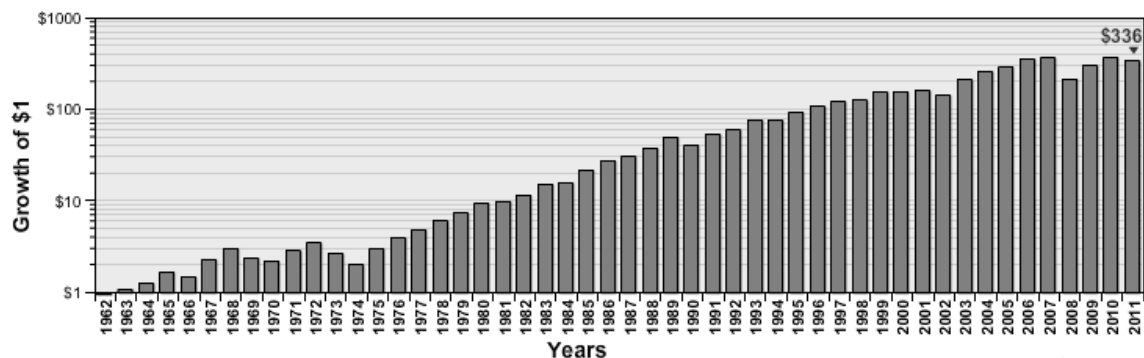
Sijoitettaessa rahastomarkkinoille pitkän aikavälin tilastot ovat tärkein lähde, jolla voidaan arvioida odotettua riskiä sekä tulevaisuuden tuottoa. Indekseistä on olemassa noin 80 vuoden kurssihistoria, josta heijastuu indeksirahastojen suhteellinen ennustettavuus. Suuri määrä empiristä tietoa myötäilee käsitystä, jonka mukaan indeksiin sijoittaminen on kannattavaa. (Hebner 2005: 118.)

Pitkäaikaisen passiivisen sijoittajan ei tule huolestua markkinoiden laskuista. Pitkän aikavälin sijoittamisessa lähtökohtana pidetään, että markkinoiden suunta on ylöspäin. Tyypilliset indeksit keskittyvät sijoittamaan markkina- ja pörssivaihdoltaan suurimpien yritysten osakkeisiin.

⁵⁷ Suomessa palkkiot ovat keskimäärin 0.45 prosenttia vuosittain, vaikka kilpailu on vähäistä.

⁵⁸ Vuoristorata- efektissä voidaan odottaa muita suurempia voittoja, mutta myös tuntuvampia tappioita.

Suurimpien ja vaihdetumpien yritysten osakkeet ovat yleisesti ennalta arvattavia ja vakaita pitkällä aikavälillä.



Kuvio 3. Yhden dollarin kasvu 50 vuodessa IFA Indeksiportfolio 100:ssa (IFA 2012 c).

Kyseisessä kuviossa nähdään IFA:n⁵⁹ Indeksiportfolio 100⁶⁰. Kyseinen portfolio on käsittää IFA:n laatimista portfolioista indeksirahastosijoittamisen kaikista aggressiivisimman ja riskipitoisimman muodon. Kyseinen portfolio on suunnattu indeksisijoittajille, jotka hyväksyvät suuret kurssiheilahtelut ja maksimaalisen kasvupotentiaalin. Vaikka kyseessä on IFA:n suurin riskiä omaava portfolio, on ennustettavuus kasvussa varsin selkeä. Vuonna 1962 sijoitettu dollari on kasvanut 50 vuodessa 336 dollariin. Kasvu on ollut varsin maltillista ensimmäiset 12 vuotta, mutta sen jälkeen indeksi on noudattanut säännönmukaista nousuaan. 50 vuoden ajanjaksolla sijoitetun dollarin kasvu on ollut maltillisen tasaista, vaikka kyseisellä ajanjaksolla on koettu useita pörssiromahduksia ja vastoinkäymisiä Yhdysvaltojen osakemarkkinoilla. Portfolio 100 käsittää aggressiivisen ja riskipitoisen kokonaisuuden, mutta silti kasvu on ollut suhteellisen ennustettavaa.

Taulukko 1. IFA Indeksiportfolio 50:n tuottohistoria (IFA 2012 d).

⁵⁹ Index Funds Advisors. Yhdysvaltalainen indeksirahastoihin keskittynyt yksityinen sijoitusneuvontayritys, joka on rekisteröity SEC:n toimesta.

⁶⁰ Indeksiportfolio 100 kuuluu IFA:n kaikista aggressiivisimpaan ja riskipitoisimpaan koettuun Indeksiportfolioon. Nimenomaista portfolioa pidetään sopivana sijoittajille 15 vuoden aikajänteellä. Portfolio 100:n sijoittaneet hyväksyvät korkean volatiliiteetin saadakseen tavallista korkeampaa tuottoa.

Matalin 20 v. tuotto prosentti	6,51 %	Vuodet 1989–2009
Matalin 10 v. tuotto prosentti	3,42 %	Vuodet 1999–2009
Matalin 5 v. tuotto prosentti	-1,51 %	Vuodet 2004–2009
Matalin 3 v. tuotto prosentti	-8,72 %	Vuodet 2006–2009
Matalin 1 v. tuotto prosentti	-30,29 %	Vuodet 2008–2009
Keskimääräinen tuotto prosentti 50 vuodelta	9,58 %	Vuodet 1962–2011
Vuosittainen keskihajonta 50 vuodelta	9,49 %	Vuodet 1962–2011
Korkein 1 v. tuotto prosentti	41,76 %	Vuodet 1982–1983
Korkein 3 v. tuotto prosentti	26,40 %	Vuodet 1984–1987
Korkein 5 v. tuotto prosentti	23,83 %	Vuodet 1982–1987
Korkein 10 v. tuotto prosentti	17,63 %	Vuodet 1977–1987
Korkein 20 v. tuotto prosentti	14,75 %	Vuodet 1974–1994

Pitkän aikavälin tarkasteluun voidaan esimerkkinä ottaa IFA:n Indeksiportfolio 50⁶¹, joka tarkoittaa riskiltään ja tuotto-odotukseltaan keskitasoa. Sijoittajille tämän tyylliseen indeksirahastoon on suositeltavaa sijoittaa vähintään 8 vuodeksi ennen kuin tarvitaan noin 20 prosenttia si-

⁶¹ Ks. Taulukko 1.

joitetusta pääomasta takaisin. Keskimääräisesti portfolio on siis suoriutunut 50 vuoden aikana lähes kymmenen prosentin vuosittaisella tuotolla. Käsitys suhteellisesta ennustettavuudesta voidaan huomata tasaisesta noususta, ilman suuria negatiivisia pohjalukemia.

4.3.3. Verotus

TVL 33 §:n mukaan veronalaista pääomatuloa on indeksirahastoista luonnolliselle henkilölle maksettava voitto-osuus. TVL 124 §:n 2 momentin mukaan pääomatulojen tuloveroprosentti on 30. Pääomatuloverokantaa nostettiin entisestä 28 prosentista 30 prosenttiin vuoden 2012 alussa. Tämän lisäksi pääomaverotus muutettiin progressiiviseksi siten, että 50 000 euroa ylittävältä osalta valtio perii veroa 32 prosenttia. (HE 50/2011.)

Realisointipohjaisessa järjestelmässä päälinjana on se, että vain realisoituneet tappiot ovat vähennyskelpoisia. TVL 50 §:n määritelmän mukaan rahasto-osuuksia lunastaessa syntynyt mahdollinen tappio vähennetään verovuonna tai viitenä seuraavana vuotena sitä mukaan kun voittoa kertyy. TVL 50 §:n 1 momentin mukaan omaisuuden luovutuksesta syntynyt tappio vähennetään omaisuuden luovutuksesta saadusta voitosta. Verovelvollisen henkilökohtainen myyntitappio voidaan vähentää vain verovelvollisen oman henkilökohtaisen tulon tulolähteen myyntivoitosta. Mahdollista vähennystä ei tule kohdistaa muihin pääomatuloihin, esimerkiksi kommandiittiyhtiöistä saadusta pääomatulo-osuudesta. (KHO 2012:16.)

Sijoitusrahaston organisaation verotus on Suomen tuloverolain 20 §:n mukaan tuloverosta vapaa yhteisö. Sijoitusrahastot eivät suorita veroa myyntivoitoistaan tai korkotuloistaan, eli sijoitusrahastot voivat käydä kauppaa arvopapereilla ilman myyntivoittojen verotusta. Sijoitusrahastot pidättäytyvät myös maksamasta kaksinkertaista veroa osinkotuloistaan.

Oleellinen indeksirahastoihin liittyvä kohta sisältyy verotukseen. Indeksirahastoissa vuotuiset tuotot sijoitetaan samassa suhteessa uudelleen, ilman vuosittaista osuuden jakoa⁶². Osakkeilla jatkuvaa kauppaa käyvät joutuvat maksamaan tuotostaan pääomatuloveron, kun indeksisijoittajalle jää koko tuotto kasvamaan korkoa korolle. Näin saadaan seuraavan vuoden tuotto kasvamaan entistä tehokkaammin maksamatta veroja tuotosta kesken talletuskauden. Pitkän aikavä-

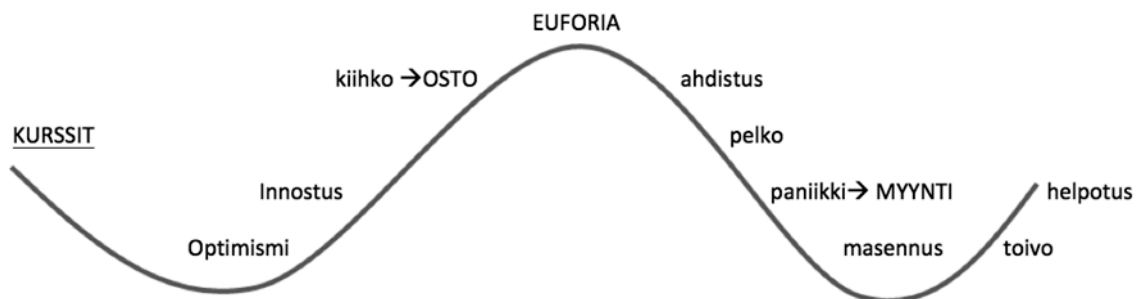
⁶²Näin syntyy korkoa korolle -teoria, jossa korkoa lasketaan paitsi alkuperäiselle pääomalle, myös sen edellisvuosina kertyneille koroille. Tämän avulla jatkuvasti uudelleen sijoitettu vuosittainen tuotto kasvaa ajan myötä eksponentiaalisesti merkittävän suureksi.

lin sijoittaja saa näin ollen aikaan huomattavan eron talletuskauden päätyttyä, verrattuna esimerkiksi tuotto-osuusrahastoon sijoittaneeseen.

Sijoitusajan lopullisesti tärkeimmän asian, eli tuoton näkökulmasta sijoittajalle järkeväksi muodostuu verotehokkaiden sijoitusinstrumenttien käyttäminen. Indeksirahastoa on mahdollista pitää hyvänä esimerkkinä verotehokkuudesta, koska tätä sijoitusmuotoa käyttäen maksettavat verot siirtyvät sijoittajan valitsemaan ajankohtaan. Jatkuvasti vuosittaisen osingon uudelleen sijoittaminen siirtää pääomaveron maksettavaksi vasta realisoitaessa rahastoa. Pitkitettyä veronmaksua voidaan pitää korottomana lainana sijoittajalle, joka kannattaa hyödyntää. (Investori 2012.)

4.3.4. Pitkän aikavälin sijoitus

Sijoitettaessa osakemarkkinoille lyhyeksi tai pitkäksi ajanjaksoksi, kokee sijoittaja oman osansa markkinoiden matalapaineesta ja laskevista kurseista. Joskus ajanjaksot ovat lyhyempiä, kestäen vain kuukausia. Joskus taas markkinoilla voi mennä kuukausia toipua. Menestyksellinen sijoittaminen ei tarkoita, että sijoittaja osaisi ennustaa tulevia romahduksia. Yksinkertaisesti kurssilaskujen aikaan kannattavaa on odottaa pitkän aikavälin positiivista kurssinousua, eikä ryhtyä heti toimenpiteisiin sijoituksensa myymiseksi. (Deutsche Bundesbank 2011: 44.)



Kuvio 4. Sijoittajan emotionaalinen sykli (Weigand 2009).

Sijoittajan emotionaalisesta syklistä⁶³ huomataan, miksi sijoittajat myyvät sijoituksensa tilanteessa, jossa markkinat ovat juuri laskemassa. Näin sijoittaja olettaa, että markkinat jatkavat syöksyään myös tulevaisuudessa. Hyvänä esimerkkinä tästä toimii sijoittajat, jotka selaavat si-

⁶³ Ks. Kuvio 4.

joitussalkkuaan ja huomaavat olevansa jälleen kerran tappiolla. Tämä aiheuttaa psykologista ja tunteisiin vetoavaa stressiä, joka aiheuttaa monelle markkinoilta vetäytymisen. Sijoittajilla on myös kiusaus toimia irrationaalisesti nousevilla markkinoilla. Muutaman vuoden kestäväen nousutrendin aikana on hyvin houkuttelevaa ryhtyä ostamaan lisää osuuksia heti, kun hinta on noussut huippuunsa. Sijoittajien mielessä on olettama kurssien jatkuvasta noususta. (Weigand 2009.)

Indeksirahastojen ansaintalogiikka perustuu päivävastaiseen eli passiiviseen toimintaan. Voidaan kuvitella, että kaikki yritykset eivät ole joka vuosi tuottavia. Indeksirahastojen tapauksessa on mahdollista sijoittaa julkisesti kauppakäynnin kohteina oleviin tunnettuihin osakkeisiin. Eli jos indeksirahasto-portfolio rakennetaan lukuisista suurista yrityksistä ympäri maailmaa, voidaan päätellä, että suurena kokonaisuutena yritykset ansaitsevat nettotulosta. Pitkällä ajanjaksolla tuotot jaetaan osakkeenomistajille osinkoina ja osuuksien arvon nousuina. (Piper 2009: 68–71.)

Indeksirahastot ovat pärjänneet vähintään yhtä hyvin laskevilla markkinoilla kuin aktiiviset sijoitusrahastot⁶⁴. Aktiiviset sijoitusrahastot jättävät osan rahavarannosta käteisvaroihin, yleensä 5–10 prosenttia. Kun nämä rahat eivät ole tuottamassa, saa indeksirahasto pitkällä aikavälillä ison kilpailuedun. Pelkästään syrjässä pidetyn käteisen takia rahastot häviävät indeksilleen vuosittain useita prosenttiyksikön kymmenyksiä vuosittain. Pitkän aikavälin näkökulmasta, mitä nopeammin ja suuremmaksi rahasto kasvaa, sitä suuremmaksi tämä menetettyjen tilaisuuksien kustannus kasvaa. (Erola 2009:36.)

⁶⁴ S&P-500 -indeksi laskevilla markkinoilla laski aktiivisia osakerahastojen keskiarvoa vähemmän. Ks. Evans (1999) s. 98.

4.4. Indeksirahastoihin liittyvä kritiikki

Sijoituspalveluyhtiö Morningstarin tutkimusjohtaja Don Phillips⁶⁵ arvostelee indeksiin pohjautuvan rahaston perusväitettä liioitelluksi. Hänen mukaansa indeksirahastosijoittamisen tukijat polarisoivat sijoitusmaailmaa väittämällä, että kaikki muu kuin indeksointi on pahasta ja moraalisesti arveluttavaa. Äärimmäiset indeksointifanaatikot eivät väitä indeksisijoitusten voittavan keskimääräisen rahaston vaan kaikki muutkin rahastot⁶⁶. Yhdysvaltalainen sijoituspalveluyritys Cavanaugh Capital Management (Graff & Dugan 2001.) on ottanut kantaa merkittävimpiin kohtiin indeksirahastoihin kohdistuvasta kritiikistä:

1. *Jos markkinat ovat tehokkaita, miksi osa rahastoista on pärjännyt paremmin pitkiä ajanjaksoja kuin esimerkiksi S&P 500, joka on yksi maailman suurimmista rahaa sijoittavista indekseistä?*

Toiset sijoitusrahastot ovat pärjänneet paremmin pidempiäkin ajanjaksoja, mutta näiden rahastojen kokonaismäärä ei eroa satunnaisista tapahtumista. Tämä ei tarkoita, että sijoitusrahastojen tuotot olisivat satunnaisia, vaan että ei voida poissulkea faktaa, että vastaava suoritus olisi mahdollista myös hyvällä onnella. Kurssihistoria suurelle osalle tämänkaltaisista sijoitusrahastoista on tavallisesti hyvin lyhyt, joten tämä ei anna aihetta olettaa että rahasto voittaisi markkinat myös tulevaisuudessa.

2. *Indeksirahastot toimivat ainoastaan kasvavilla markkinoilla. Jos markkinat romahtavat aktiivinen salkunhoitaja nostaa varoja ulos sijoituksista, kun taas indeksirahasto passiivittuu.*

Aktiivisesti hoidetut rahastot pitävät keskimäärin viisi prosenttia varoista käteisenä voidakseen paikata takaisinnostojaan. Samaan aikaan indeksirahaston kaikki varat ovat sidottuna laskeviin osakkeisiin indeksirahastojen kautta. Kun markkinoilla tulee käännekohta ja kurssit lähtevät laskemaan alaspäin, aktiivisten rahastojen käteisvarannot auttavat pehmentämään laskua.

⁶⁵ Ks. Morningstar (2011). *Indeksi-intoilu mennyt liiallisuuksiin*.

⁶⁶ Ks. Piper (2009) s.43.

Rahaston salkunhoitaja joutuu kurssilaskujen aikana tekemään lunastusratkaisun perustuen tuntemukseen, missä osakkeissa hän tuntee olonsa mukavaksi ja missä epämukavaksi. Historian⁶⁷ mukaan salkunhoitajat ovat keskiarvoltaan yhtä monta kertaa niin oikeassa kuin väärässäkin. Aktiivisesti hoidettujen rahastojen käteisvaranto saattaa koitua enemmän haitaksi kuin hyödyksi. Osakemarkkinoilla kurssit ovat huomattavasti useammin ylhäällä kuin alhaalla, ja tämä sijoitettu 5 prosenttia vaikuttaa tulokseen pitkällä aikavälillä.

3. Indeksirahastoon sijoitettaessa menetetään hyvän ja tuottoisan sijoituksen mukanaan tuoma tyydytys ja jännitys.

Indeksirahasto myötäilee passiivista sijoituskeinoa ja on hyväksi myös ihmisille, joilla ei ole aikaa tai taitoa seurata osakemarkkinoiden tapahtumia. Aktiivisen sijoittamisen uskotaan aiheuttavan samanlaista riippuvuutta kuin uhkapeli tai huumeet. Hebner (2007: 9) toteaa jännitystä osakemarkkinoilta hakevan sijoittajan elävän pikavoittojen adrenaliinista ja häviämisen tuskasta.

Yleinen heikkous indeksipohjaisessa sijoittamisessa on lyhyen ajanjakson tuotoissa. Yksittäisillä osakkeilla kauppaa käyvä sijoittaja voi saada suuria ylituottoja lyhyellä aikavälillä. Osakkeilla saavutetut suuret ylituotot voivat aiheutua esimerkiksi yrityksen osakkeiden kurssia nostattavista yllättävistä uutisista. Indeksirahastojen tuotot sen sijaan heilahtelevat useita osakkeita sisältävien indeksien mukaisesti, ja koska indeksit edustavat laajojen markkinasektorien keskihintojen liikettä, ne heilahtelevat suhteellisen hitaasti verrattuna yksittäisiin osakkeisiin. Sijoitusportfolion tasaisuutta ja hallittua riskiä hakeva sijoittaja turvautuu usein passiiviseen indeksisijoittamiseen.

⁶⁷ Ks. Hebner (2007) s.94.

5. MYYNTIVOITTOJEN JA MYYNTITAPPIOIDEN VEROTUS

Mitä enemmän käydään kauppaa aktiivisilla osakemarkkinoilla, sitä enemmän syntyy myyntivoittoja sekä myyntitappioita. Myyntivoittoverotuksessa Suomi on valinnut erilaisen linjauksen kuin useimmat muut kehittyneet markkinatalousmaat. Yli puolet OECD- ja EU- maista jättää osakkeiden myyntivoitot verottamatta, mikäli omistusaika ylittää kaksi vuotta. Suomi meni vastavirtaan muuhun maailmaan nähden vuonna 2005, jolloin yli kymmenen vuotta omistettujen osakesijoitusten verotusta kiristettiin. (Lindström 2005: 195, 199.)

Myyntivoittoveroa on kritisoitu siitä, että veroa ei ole mahdollista kohdistaa realisoimattomiin arvonnousuihin, vaan se on määrättävissä, kun myyntivoitto realisoidaan varallisuutta luovutettaessa. Määtän (2007: 34–35) mukaan, tämä voi johtaa eräänlaiseen lukkiutumisvaikutukseen: myyntivoittovero estää varallisuuden tehokkaan kohdentumisen. Hänen mukaansa myyntivoittoverotuksen yleinen taso voi johtaa pääoman pakenemiseen erityisesti pienistä avoimista taluksista ulkomaille ja että kyseinen vero voi johtaa matalampaan palkkatasoon kuin muuten olisi asian laita. Knuutinen (2009: 83) huomauttaakin valtioiden vero-oikeudessa juuri myyntivoittojen verokohtelun olleen usein reformien kohteena⁶⁸. Myyntivoittojen verotuksessa on suuria valtiokohtaisia eroja ja tämä ilmenee erityisesti henkilöverotuksessa. Knuutinen muistuttaa, että myyntivoittojen verotusta on pidetty keskeisenä monimutkaisuutta lisäävänä ongelma-alueena verotuksessa, ja tästä johtuu, että myyntivoittojen verotus on valittu oikeusvertailevaan osaan lainsäädäntötasolla vertailtavaksi ilmiöksi. Indeksirahastojen alkuperämaassa Yhdysvalloissa myyntivoittoja on verotettu jo yli vuosisadan ajan.

Myyntitappio Suomen verotuksessa käsitetään omaisuuden luovutusta hankintahintaa alhaisemmalla hinnalla. Osakesijoituksen lunastaminen tappiolla kannattaa kohdistaa ajankohtaan, jolloin myyntivoittoa kertyy nettomääräisesti paljon, koska tällöin saadaan lopputulokseen liittyviä vähennysmahdollisuuksia⁶⁹. Suomen verotuksessa on mahdollista siis saada verohyötyä verovuoden tappioista.

(Lindström 2005: 201.)

⁶⁸ Reformista käy esimerkiksi Yhdysvaltojen värikäs historia.

⁶⁹ Ks. 4.3 & KVL 1998:110.

5.1. Pääomatulovero

TVL 32 §:n säättämää veronalaista pääomatuloa ovat omaisuuden tuotto, omaisuuden luovutuksesta saatu voitto ja muu sellainen tulo, jota varallisuuden voidaan katsoa kerryttäneen. Täysin tyhjentävää pääomatulojen määrittelyä ei ole pidetty tarkoituksenmukaisena. Määrittelyn avoimuuden avulla lakia ei tarvitse aina muuttaa otettaessa käyttöön uusi sijoitusinstrumentti. (Myrsky & Ossa 2008: 81.)

Pääomatuloverokantaa korotettiin vuoden 2012 alkaessa 28 prosentista 30 prosenttiin ja pääomatulovero muutettiin progressiiviseksi siten, että verokanta on 32 prosenttia 50 000 euroa ylittävien pääomatulojen osalta. (HE 50/2011.)

Rahasto-osuuksia myydessä omistaja joutuu maksamaan saamastaan voitosta myyntivoittoveroa, omistusajasta ja osuuksien saamistavasta riippumatta⁷⁰. Jokaisen myynnin voitto lasketaan erikseen ja näin myyntihinnasta tehtyjen vähennysten jälkeen koko jäännös lasketaan voitoksi, joka on verotettavaa pääomatuloa.

Sijoitusrahasto ei ole erillinen oikeussubjekti, vaan siihen sijoittavat henkilöt tai yhteisöt omistavat sen yhteisesti. Suomen rahastotoiminnan alkamisen yhteydessä rahastot säädettiin verovapaiksi. Sijoitusrahastotoiminnan verotuksen tavoitteena on ollut että sijoitusrahaston kautta tapahtuva sijoittaminen asetettaisiin samaan asemaan kuin suora yksittäisiin osakkeisiin sijoittaminen. Yksittäinen sijoittaja ei kuitenkaan voi tällä tavoin verovapaasti muuttaa sijoitussalkunsa koostumusta, sen estää pääomatulona verotettava myyntivoittoverotus. (Andersson & Linnankangas 2006: 154.)

5.2. Myyntivoiton laskeminen

Suomalainen arvopapereiden myyntivoittoverotus voidaan käsittää kansainvälisessä vertailussa suhteellisen ankaraksi, sillä myyntivoitot ovat pääsääntöisesti veronalaisia riippumatta omistuksesta ja voiton määrästä. Tämä saattaa vaikuttaa sellaisen sijoittajan päätökseen suorittaa

⁷⁰ Sijoitusrahaston tuotto- tai kasvuosuuden vaihto toiseen saman sijoitusrahastoyhtiön hallinnoiman tuotto- tai kasvuosuuteen. Kysymyksessä luovutus, josta saatu voitto on verovelvollisen veronalaista pääomatuloa. (KHO 2000:862.)

kansainvälistä verosuunnittelua, jolla on merkittäviä realisoitumattomia myyntivoittoja sisältäviä osakesijoituksia⁷¹. Nykäsen (2004: 143) mukaan myynnistä syntyneitä voittoja koskevan vero-ongelman ratkaisussa voidaan käyttää soveliaana lähestymistapana neljän osatekijän määrittämää jakoa:

- 1) *Kohdistamisongelma*. Tarkastellaan mille verotuslaskennan eri kohteille laskentaerät osoitetaan. Kohdistamisongelman ensimmäisenä kohtana on tarkoitus ratkaista oikea verosubjekti. Oikean verosubjektin jälkeen tulee ratkaistavaksi se, minkä tulolähteen tuloksi myynnistä saatu voitto lasketaan.
- 2) *Laajuusongelma*. Keskitytään ratkaisemaan, onko tietty tuloerä veronalaista ja onko vastaavasti tietty menoerä vähennyskelpoinen.
- 3) *Jaksottamisongelma*. Keskeisenä kysymyksenä on se, minkä verovuoden tuloa myyntivoitto on.
- 4) *Arvostamisongelma*. Tarkastellaan minkä suuruisena laskentaerät otetaan verotuksessa huomioon. Arvostamisongelmassa on kysymys verotettavan tulon rahamääräisestä arvostamisesta.

Myyntivoiton määrä voidaan laskea myyntihinnan ja hankintahinnan erotuksena.

Rahasto-osuuden hankintahinta on yleensä osuuden ostohinta. Rahastosäästämässä on yleistä, että sijoitusrahaston rahasto-osuuksia ostetaan tiettyinä ajanjaksona eri osissa. Sijoittajan myydessä osuuksia rahastosta kunkin erän myyntihinnasta vähennetään osuuksien ostohinnat siinä järjestyksessä kuin osuudet on hankittu. Tätä FIFO -periaatetta⁷² käyttäen kunkin erän myynnistä saatu voitto lasketaan erikseen. Myyntihinnasta voidaan vähentää voiton hankkimiseen liittyvät kulut, esimerkiksi toimistomaksut ja välityspalkkiot. Myyntihintana ja hankintahintana käytetään aina nimellisarvoa, joten reaaliarvon muutokset eivät vaikuta voiton ja tappion laskemiseen. (Verohallinto 2012.)

⁷¹ Esimerkiksi Sveitsissä ei veroteta lainkaan myyntivoittoja. Suomalaisen sijoittajan muuttaessa Sveitsiin, voi tämä välttää arvopaperisijoitustensa myyntivoitoista maksettavan veron. Tämä edellyttää, että arvopaperit luovutetaan vasta muuton tapahduttua. Suomen ja Sveitsin välinen verosopimus (17.12.1993/1296, SopS 90) antaa irtaimesta saadun verotusoikeuden verosopimuksen mukaiselle valtiolle, sijoittaja ei kuitenkaan saa olla tänä aikana yleisesti verovelvollinen Suomessa. (Nykänen 2004: 142.)

⁷² FIFO - First In First Out.

X Oyj Abp:ssä oli luovuttu yhtiöjärjestyksen muutoksella vuonna 2002 kahdesta osakesarjasta. Muutokseen liittyen kompensationsa äänivaltaisen K-osakesarjan osakkeenomistajille oli suunnattu osakeanti, jossa he olivat saaneet merkitä kahdella K-sarjan osakkeella yhden A-sarjan osakkeen. Näiden osakkeiden luovutuksesta saatua voittoa laskettaessa verovelvollisen, joka oli hankkinut K-osakkeet yli kymmenen vuotta sitten, oli verotuksessa katsottava omistaneen vuonna 2002 annissa merkityt osakkeet yli kymmenen vuoden ajan ja hankintameno-olettamana oli käytettävä 50 prosenttia. Verovuosi 2004. (KHO 2009:71.)

Osakkeiden luovutuksesta saadaan voittoa, kun osakkeista luovuttaessa saadaan korkeampi hinta kuin sen hankintameno on kaikkine lisäyksineen. Hankinta- ja myyntihinnan erotuksena laskettava myyntivoitto ei kuitenkaan ole poikkeukseton sääntö; tämä on jo siitä syystä, että aina ei voida näyttää todellista hankintamenoa, eikä muita kuin kirjanpitovelvollisia voida velvoittaa säilyttämään kuitteja tai muita tarpeellisia tietoja. (Andersson & Linnankangas 2006: 250.)

Tapauksessa (KHO 2009:71) käytettiin laissa hankintameno-omistamista varten olevaa presumptiosääntöä eli hankintameno-olettamaa. Nimenomaisessa tapauksessa verovelvollinen oli omistanut merkityt osakkeet yli kymmenen vuoden ajan ja näin sijoittaja sai käyttää hyväkseen TVL 46 §:ssä säädettyä hankintameno-olettamaa⁷³. Sijoittajalle on hyödyllistä verosuunnittelua suorittaessa tämän kaltaiset verolievennyismahdollisuudet. Mitä kauemmin verovelvollinen sijoittaja on osakesijoituksena omistanut, sitä hyödyllisempiä tällaiset oletamat ovat.

Sijoittajalla on siis toinenkin vaihtoehto vaikuttaa pienempään lopulliseen verotukseen. Hankintameno-olettamassa myyntihinnasta vähennetään ostohinnan sijasta sijoituksen omistusaikaan perustuva prosenttiosuus⁷⁴. Vähintään 10 vuotta omistetun omaisuuden hankintameno-olettama oli vuoteen 2005 saakka 50 prosenttia⁷⁵, joka muutettiin siitä eteenpäin jatkuvaksi 40 prosenttiin myyntihinnasta. Alle 10 vuotta omistetun omaisuuden hankintameno-olettama on 20 prosenttia myyntihinnasta. Näin saadaan jäljelle jäävä verotettava osuus, joka verotetaan pääomatulona. Hankintameno-olettamaa käytettäessä ei omaisuuden myyntihinnasta voi vähentää myyntiin eikä ostamiseen liittyviä kuluja.

⁷³ Hankintameno-olettama oli vielä ennen vuotta 2005 kymmenen vuoden ajan omistetuilta osakkeilta 50 prosenttia.

⁷⁴ Ks. TVL 46 §.

⁷⁵ Tapauksessa (KHO 2009:71) sovellettiin vuoden 2005 käytäntöä.

5.3. Myyntitappion vähennysoikeus ja verohyöty

Omaisuuuden luovutuksesta syntynyt tappio vähennetään omaisuuden luovutuksesta saadusta voitosta verovuonna ja viitenä sitä seuraavana vuotena sitä mukaan kuin voittoa kertyy, eikä sitä oteta huomioon pääomatulojen alijäämää vahvistettaessa. Viiden vuoden aikaa sovelletaan verovuonna 2010 ja sen jälkeen syntyneisiin tappioihin⁷⁶. Tätä vanhempien tappioiden vähennysaika on luovutusvuosi ja kolme sitä seuraavaa verovuotta. Verovuoden myyntivoitoista vähennetään ensin aikaisempien vuosien vähentämättä olevat tappiot vanhimmista alkaen ja sen jälkeen verovuonna syntyneet myyntitappiot. Tuloverolaki ja laki verotusmenettelystä perustuvat näin verovuosiajattelulle, jolloin verotettavan tulon laskenta-ajanjakso on verovuosi. Kun verotettava tulo vahvistetaan verovuosikohtaisesti, muodostuu myyntivoittoverotuksessa verovuonna siten joko myyntitappiota tai -voittoa, mutta ei samalle verovuodelle molempia eriä. (KHO 2007:54.)

Kuvitellaan tilanne, jossa sijoittaja on hetken huumassa päättänyt sijoittaa riskipitoiseen sijoitusrahastoon. Rahaston ollessa tappiolla hän voi luopua epäonnistuneesta sijoituksestaan verovuoden lopulla, jos salkussa on muuta omaisuutta, joka voidaan myydä voitolla. Myyntitappiot voidaan sijoittajan eduksi vähentää suoraan myynnistä saaduista voitoista. Samalla vähenee voitosta maksettava pääomatulovero. Sijoittajan on mahdollista hyötyä huonoista ratkaisuista käyttämällä Suomen lain säätämää vähennysoikeutta. (Karttunen 2001.)

Sijoittaja voi näin hyötyä sijoitustensa hajauttamisesta, sillä myyntitappio voidaan vähentää myös muunlaisen omaisuuden luovutuksesta saadusta voitosta. Jos vähennykseen oikeuttava voitto on saatu esimerkiksi kiinteistön myynnistä, voidaan tästä vähentää arvopaperin luovutuksesta syntynyt tappio. Myyntitappiota ei kuitenkaan voida vähentää muusta tulosta kuin myyntivoitosta. Myyntitappion vähennysoikeus on tämän lisäksi henkilökohtainen oikeus. (Verohallinto 2010.)

KHO pyysi EU-tuomioistuimelta ennakkoratkaisua siitä, onko SEUT 63 ja 65 artiklaa⁷⁷ tulkittava siten, että ne ovat esteenä kansalliselle säännökselle, jonka mukaan Suomessa yleisesti verovelvollinen henkilö ei saa vähentää Ranskassa sijaitsevan kiinteistön luo-

⁷⁶ Ks. HE 122/2010 & TVL 50 §:n 1 mom.

⁷⁷ SEUT 63 ja 65 artiklat viittaavat pääomien vapaaseen liikkuvuuteen Euroopan Unionin alueella.

vutuksesta syntynyttä tappiota Suomessa verotettavista osakkeiden myyntivoitoista, kun kuitenkin Suomessa yleisesti verovelvollinen henkilö saa tietyin edellytyksin vähentää Suomessa sijaitsevan vastaavan kiinteistön myyntitappion myyntivoitoista. (KHO 2011:57.)

Myyntitappion vähennysmahdollisuuden soveltaminen saattaa joskus muodostua ongelmalliseksi. Korkeimmassa hallinto-oikeudessa vireillä olevassa asiassa (2011:57) oli kysymyksenä, miten yleisesti verovelvollinen henkilö voi soveltavaa kahdessa eri maassa tapahtunutta, kahden erilaisen omaisuuslajin välistä vähennysoikeutta. Ranskassa olevasta kiinteistöstä saatavaan myyntivoittoon Suomessa sovellettavan vapautusmenetelmän, johon liittyy myyntitappion vähennyskelvottomuus, mahdollista syrjivyyttä tulee arvioida kokonaisuutena. Tapauksen arviointia ei KHO:n mukaan tule pohjustaa siihen johtaako järjestelmä jossain yksittäisessä tilanteessa ankarampaan lopputulokseen kuin vastaavassa kotimaisessa tilanteessa. Tapauksessa tarkastelun kohteeksi muodostui pääomien vapaata liikkuvuutta koskevat sopimusmääräykset. KHO näki tapauksessa ennakkoratkaisupyynnön tarvetta, tähän vaikutti muun muassa asiaan liittyvät vapausoikeudet ja niiden sallittua rajoittamista koskevat kysymykset.

A ei voinut vähentää verotuksessaan Suomessa Espanjassa sijaitsevan kiinteistön myynnistä aiheutunutta myyntitappiota täällä saamistaan myyntivoitoista tai muistakaan pääomatuloistaan, kun otettiin huomioon kansainvälisen kaksinkertaisen verotuksen poistamisesta annetun lain 6 §. (KHO 2002:80.)

Vähennysoikeuden rajoituksiin voidaan myös laskea se, mitä Euroopan maiden välisissä verosopimuksissa on määrätty omaisuuden myyntivoiton verottamisesta. Samaa menetelmää on noudatettava myös myyntitappiota käsiteltävässä verotuksessa. KHO:n (2002:80) ratkaisussa kaksinkertainen verotus esti myyntitappion vähentämisen Suomessa saaduista myyntivoitoista⁷⁸. Suomen ja Espanjan välillä omaisuuden kaksinkertaisen verotuksen estämiseksi tehdyn sopimuksen⁷⁹ mukaan kiinteästä omaisuudesta saadusta tulosta ja kiinteän omaisuuden luovutuksesta saadusta voitosta⁸⁰ voidaan verottaa siinä sopimusvaltiossa, missä omaisuus on. Rat-

⁷⁸ Kuopion lääninoikeus käsitteli tapausta (KHO 2002:80) aikaisemmin. Lääninoikeus päätti, että tappiota ei voitu jättää Suomessa Suomen ja Espanjan välisen verosopimuksen nojalla vähentämättä myyntivoitosta sillä perusteella, että mahdollisesta vastaavasta tulosta ei Suomessa olisi voitu sanotun sopimuksen mukaan verottaa. Lääninoikeus viittasi, että myyntitappion verotukseen oli sovellettava TVL 50.1 §:n säännöstä. KHO suoritti myöhemmin asiaan päinvastaisen kannanoton. (Ossa 2006: 70.)

⁷⁹ Maiden välisten kaksinkertaisen verotuksen estämiseksi tehdyn sopimuksen 6 artikla.

⁸⁰ Maiden välisten kaksinkertaisen verotuksen estämiseksi tehdyn sopimuksen 13 artikla.

kaisua perusteltiin menetelmälain 6 §:n perusteella, joka kieltää vähentämistä progressioehtoisella vapautusmenetelmällä huomioon otettavaan tuloon kohdistuvia menoja ja korkoja tulon ylittäviltä osin⁸¹.

Mikäli sijoittaja menettää sijoituksensa arvon yhtiön konkurssin vuoksi, hän voi vähentää arvonmenetyksen verovuonna ja kolmena sitä seuraavana verovuonna saamistaan myyntivoitoista. Arvonmenetyksen voidaan käsittää lopullisena kun konkurssipesän toimitsijamiehet antavat velkojankokouksessa lopputilityksen (KVL1996:111). TVL 50.3 §:ssä määritelty arvonmenetyksen koskee sanamuotonsa perusteella ainoastaan arvopapereita. (Ossa 2006: 84.)

5.3.1. Vähennyskelpoisen myyntitappion suhde veronkiertoon

Veron kiertäminen on yksi lain kiertämisen muodoista. Lain kiertäminen käsitetään yleensä menettelyinä, joka puoltaa osittain lain säännösten sanamuotoa, mutta joka tekee kuitenkin säännöksen tarkoituksen tyhjäksi. Kiertämisen kohteeksi muodostuu lain ratio⁸², eikä varsinaisesti tavanmukaisesti tulkittava säännös. Veron kiertämisessä pyritään epäreilulla tavalla hyötymään vero-oikeuteen liittyvistä ektooppisista ja trialistista piirteistä⁸³. Veron kiertämisellä tyypillisesti pyritään vääristämään tulon arvioimista ja mittausta taloudelliseen tulokäsitteeseen nähden. (Knuutinen 2009:193.)

Päälinjana realisointipohjaisessa järjestelmässä voidaan pitää sitä, että vain realisoituneet tappiot ovat vähennyskelpoisia. Verovelvollinen voi kuitenkin itse päättää yksityisoikeudellisten toimiensa ajankohdista ja sitä kautta syntyvien myyntivoittojen ja -tappioiden verotuksellisesta ajoittumisesta. Sijoittajan toiminnan kannalta oleellista myynnin kohdistamista verotuksellisesti sopivaan hetkeen ei sinänsä voida pitää VML 28 §:n⁸⁴ mukaisena veron kiertämisinä. (Knuutinen 2012: 166.)

Knuutinen (2012: 166) tarkentaa, kuinka sijoittajat toisinaan realisoivat tappioitaan vain teknis-muodollisesti, verotuksellisia hyötyjä hakien. Muodollis-tekniinen realisointi voidaan käsittää asiana, jossa lopputulos pysyy muuttumattomana, mutta saadaan aikaan tietty oikeusvaikutus.

⁸¹ Vaikka TVL, MVL tai EVL sallisivat näiden menojen ja korkojen vähentämisen.

⁸² Viitataan lain tarkoitukseen. Ks. Myös (Knuutinen 2009: 191.)

⁸³ Viitataan vero-oikeuden piirteisiin, jossa säädännäisformaali tulokäsite rakentuu yksityisoikeudellisten muotojen avulla. Verotus ei kohdistu suoraan taloudelliseen kohdeympäristöön. (Knuutinen 2009: 193.)

⁸⁴ Ks. Sivu 64, VML 28 §:n tarkennus.

Knuutisen mukaan tämänlainen tilanne voi muodostua jos sijoittaja myy salkussaan tappiolla olevat osakkeet pörssissä ja tämän jälkeen joko välittömästi tai suhteellisen pian ostaa ne takaisin salkkuunsa (KHO 2009:53). Tällöin osakesalkun kokoonpano ei muutu vaikka sijoittajalle on tappiota realisoimassa syntynyt verohyöty⁸⁵.

A oli verovuonna saanut 2 211 541 markan myyntivoiton, josta hän oli verotuksessa vähentänyt X Oy:n osakkeiden luovutuksesta aiheutuneen 1 994 502 markan myyntitappion. Myyntitappio oli syntynyt, kun A oli 22.12.1998 1 349 120 markalla myynyt 3 331 110 markalla hankkimansa 52 700 X Oy:n osaketta Y-pankin meklarien välityksellä Y-pankille. Kun A kuitenkin oli tämän jälkeen samana päivänä myös ostanut Y-pankin meklarien välityksellä Y-pankilta 52 700 X Oy:n osaketta 1 349 120 markalla, hänen katsottiin ryhtyneen myyntiin ilmeisesti siinä tarkoituksessa, että hän saisi tuloverolain 50 §:ssä tarkoitetun vähennyskelpoisen myyntitappion ja siten vapautuisi suoritettavasta verosta. A:lla ei ollut oikeutta vähentää myyntivoitostaan vaatimaansa myyntitappiota. Verovuosi 1998.
(KHO 2004:8.)

Suomen lain mukaan on mahdollista saada verohyötyä myyntitappioista. VML 28 §:n mukaan tämä edellyttää sitä, että jollekin olosuhteelle tai toimenpiteelle on annettu sellainen oikeudellinen muoto, joka vastaa asian varsinaista luonnetta ja tarkoitusta. Jos kauppahinta, muu vastike tai suoritus aika on kauppaa- tai muussa sopimuksessa määrätty taikka muuhun toimenpiteeseen on ryhdytty ilmeisesti siinä tarkoituksessa, että suoritettavasta verosta vapauduttaisiin, voidaan verotettava tulo ja omaisuus arvioida. Tässä tapauksessa verovelvollisen tulee esittää selvitys siitä, vastaako olosuhteelle tai toimenpiteelle annettu oikeudellinen muoto asian varsinaista luonnetta ja tarkoitusta.

Suomessa on ollut tiukka linja niin sanottuihin edestakaisiin osakekauppoihin, joissa samaa osaketta myydään ja ostetaan lyhyellä aikavälillä. Osakekaupoista aiheutuneita myyntitappioita ei aina ole voitu vähentää muista myyntivoitoista, vaan kaupat on käsitelty veronkiertona. Tiukan linjan taustalla toimii KHO:n päätös vuodelta 2004⁸⁶. Päätöksessä saman osake-erän myynnistä ja ostamisesta oli sovittu ennakkoon. Kyseiset kaupat suoritettiin saman päivän aikana sopimuskauppana jälkipörssissä. (Pörssisäätiö 2012.)

⁸⁵ Yhdysvalloissa tällaisia kauppooja kutsutaan nimellä *wash sales*. (Knuutinen 2012:166.)

⁸⁶ KHO 2004:8.

KHO:n ratkaisuisa keskeiseksi perusteiksi veronkiertoratkaisulle voidaan katsoa tapahtuneeseen liittyvät ulkoiset tapahtumat: onko tapahtumat tehty samana päivänä, onko myytyjen ja ostettujen arvopaperien määrä ollut sama ja onko kauppahinta ollut sama⁸⁷. KHO:n tapauksessa (2004:8) kaupat olivat tapahtuneet samana päivänä sekä osakkeita oli ostettu ja myyty sama määrä. Tämän lisäksi kauppahinta oli molemmissa kaupoissa ollut sama, sekä verovelvollisen vastapuolena molemmissa tapahtuneissa kaupoissa välittäjänä oli toiminut pankki.

KHO:n ratkaisun (2004:8) perusteluissa korostuu tosiasiallisen hintariskin puute. Kauppoja ei tehty toisistaan riippumattomien osapuolten kesken, joten tavanomaiseen pörssikauppaan liittyvää hintariskiä ei ollut olemassa. Mahdollisen hintariskin olemassaolon tapauksessa tehtyjä osakekauppoja ei olisi pidetty veronkiertona. (Ossa 2006: 180.)

KHO selvensi osakekauppojen verotusta koskevaa kantaansa päätöksessään (2009:53). Sen mukaan verovelvollinen oli oikeutettu ostamaan saman päivän aikana tappiolla myyneensä osakkeet takaisin ja näin vähentämään verotuksessa osakekaupoista syntyneet myyntitappiot. Myyntitappiot hyväksyttiin vähennettäviksi, koska kaupat tehtiin avoimesti pörssissä. KHO perusteli päätöstä osakesijoittamisen luonteella. Osakesijoittamiseen liittyy tyypillisesti osakesijoitusten myynti ja osto, vaikka omistusaika jäisi suhteellisen lyhyeksi. Edullisia osto- ja myyntitilanteita tavoiteltaessa on mahdollista, että aikaisemmin myytyjä osakkeita hankitaan uudelleen.

⁸⁷ Ks. Ossa (2006) s.182.

6. PASSIIVISEN JA AKTIIVISEN RAHASTON SUORITUSKYKY

Yhdysvalloissa sijoittajat kuluttavat vuosittain keskimäärin 100 miljardia dollaria saadakseen keskimääräistä paremman tuoton. Tämä keskimääräistä paremman tuoton hankkimiseen käytetty summa kohdistuu hallinnointi- ja kaupankäyntikuluihin. New York Timesin artikkelissa (Hulbert 2008) Dartmouthin yliopiston rahoituksen professori Kenneth R. French, luo katsauksen Yhdysvaltojen osakemarkkinoille.

French selvittää aktiivisten rahastojen ja passiivisten indeksirahastojen välisiä kulueroja aikavälillä 1980–2006. Artikkelissa huomataan palkkiotuottojen kasvun olleen nousujohteista. Vuonna 1980 amerikkalaiset sijoittajat maksoivat kaupankäynti- ja hallinnointikuluja 7 miljardia dollaria. Tästä summasta sijoituspalveluyhtiöt tienasivat keskimäärin muutaman miljoonan vuodessa. Vuoteen 2006 mennessä sijoittajat kuluttivat markkinoiden voittamiseen 100 miljardia dollaria vuosittain, josta sadat yhtiöt tienasivat palkkioina yli 100 miljoonaa dollaria. Tästä 26 vuoden ajanjaksosta huomataan kuinka jyrkkää rahastopääomien jatkuva kasvu on ja kuinka palkkiot silti pysyvät ennallaan⁸⁸.

Passiivisen ja aktiivisen rahaston suorituskykyä arvioitaessa on otettava huomioon olennaisena asiana kulurakenteen suhde lopulliseen verotukseen. Mitä suuremmaksi kuluero muodostuu, sitä merkityksellisemmäksi verotettavien sijoitusten loppusumma muodostuu. Näiden välisessä vertailussa on otettava huomioon odotettava tuotto kullakin sijoituksella, suhteutettuna rahaston riskipitoisuuteen.

Sijoituskirjailija Burton Makiel⁸⁹ ottaa kantaa rahastomaailmaan vuonna 2008 tehdyssä haastattelussa (Erola 2009: 207). Hänen mukaansa rahastosijoittaminen on kulujen vaikutuksesta miinussumma peliä. Se tarkoittaa sitä, että rahastojen kautta osakkeensa omistavat saavat joukkona markkinatuoton vähennettynä sijoituskuluilla. Suurin osa näistä jää alle keskimääräisen tuoton. Hän mainitsee markkinoilla hallitsevan varmuuden, eli mitä enemmän maksat välikäsille, sitä vähemmän saat itse. Hänen perusviestinsä sijoittajille olisi rakentaa sijoituksensa ydin indeksirahastoista. Sijoittajan halutessa viihdyttää itseään sijoittamalla, voi tämä ostaa muutaman yk-

⁸⁸ Viitataan siihen, kuinka rahastopääoman kasvaessa lisääntynyt tarjonta ei ole laskenut rahastonhoitajien palkkioita.

⁸⁹ Burton Makiel on kansainvälisesti tunnettu ekonomisti ja talouskirjailija. Hän on kirjoittanut mm. taloustieteen klassikkoteoksen *A Random Walk Down Wall Street*.

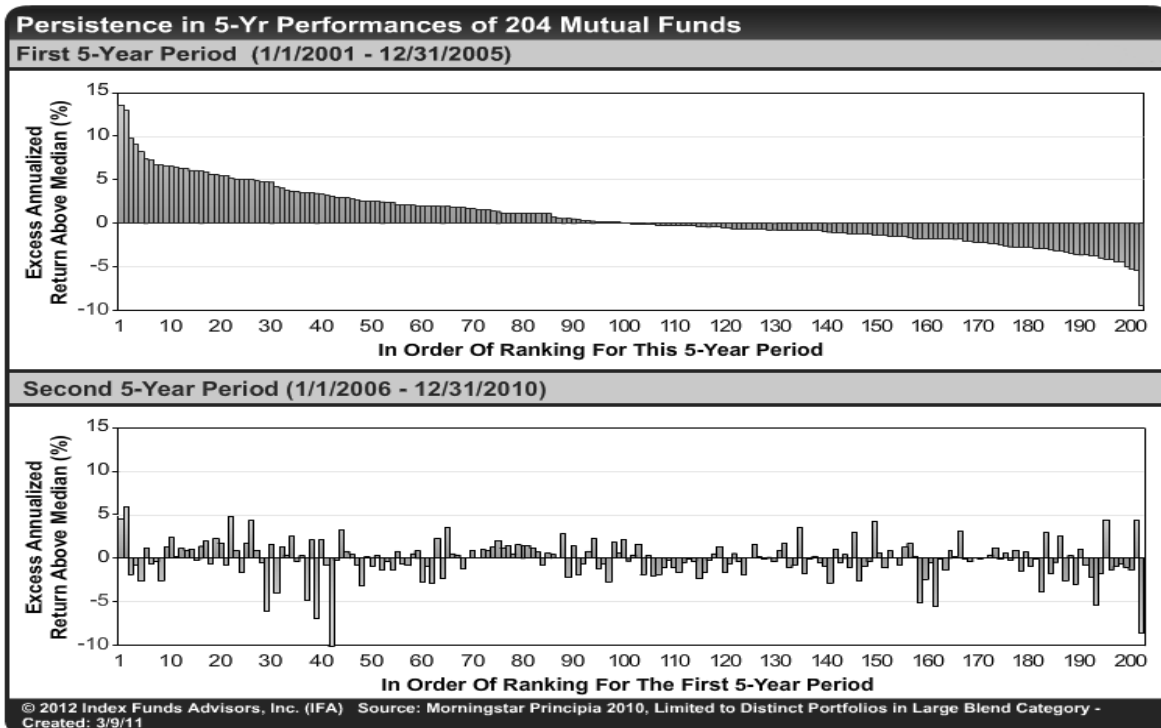
sittäisen osakkeen tai hyvältä vaikuttavan aktiivisen rahaston osuuden. Lopuksi hän painottaa, että osakesalkun perustan rakentaminen kuitenkin tulee pohjautua indeksirahastoille

Passiivisen ja aktiivisen rahaston valinnan välillä, sijoittajan näkökulmasta tärkeimmät osa-alueet liittyvät odotettuun tuottoon kullakin riskitasolla. Riski ja tuotto-odotukset kulkevat käsi kädessä. Teoriassa voidaan lähtökohtaisesti ymmärtää, että mitä suuremman riskin sijoittaja on valmis ottamaan, sitä paremmat ovat tuottomahdollisuudet.

6.1. Suorituskyvyn kestävyys

Rahaston suorituskyvyn taustalla toimii salkunhoitaja, joka vaikuttaa ratkaisullaan rahaston toiminnan lopputulokseen. Suorituskyvyn kestävyydellä tarkoitetaan rahaston pitkän aikavälin tuottoon kohdistuvaa kestävää kehitystä. Suorituskyvyn ennustaminen on kuitenkin käytännössä mahdotonta. Paras keino rahastojen arvioimiseen pitkällä aikavälillä on löytää rahasto, jonka suorituskyky perustuu pieneen verotukseen ja minimaalisiin kuluihin. (IFA 2012 a.)

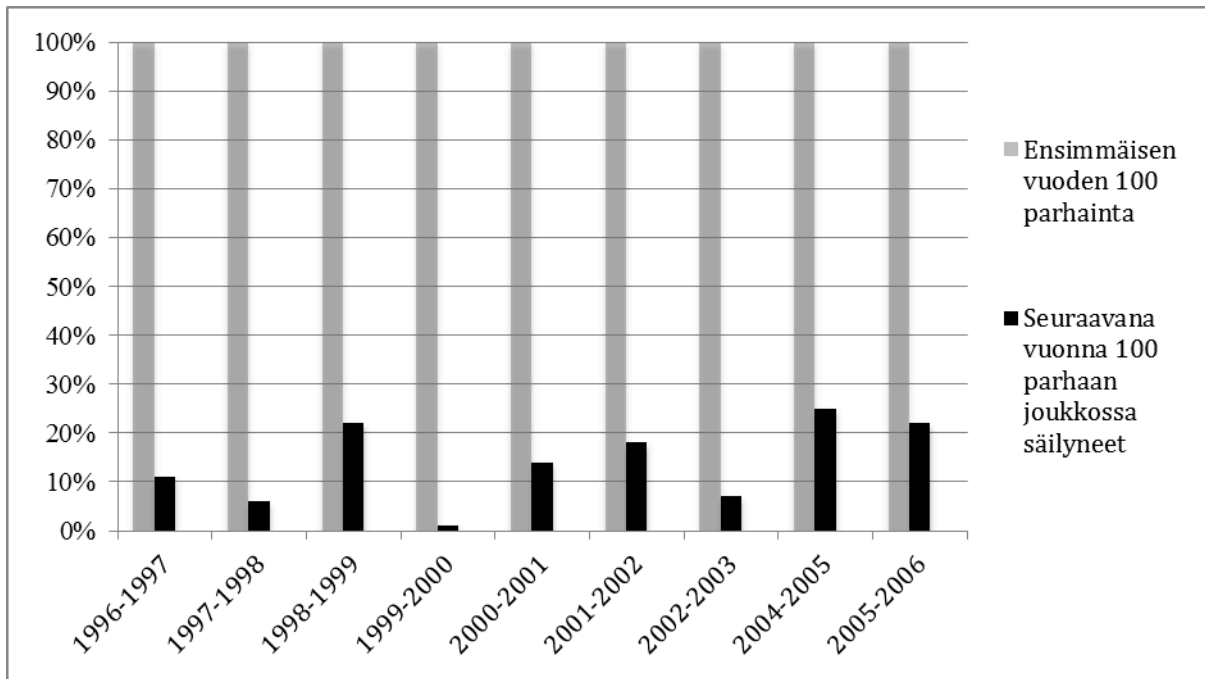
Sijoittamisen yleinen ongelma on tulevaisuuden ennustaminen. Jokainen kiistämätön tutkimus viimeisen 30 vuoden ajanjaksolta toistaa tulosta, jonka mukaan ei ole olemassa luotettavaa keinoa tietää, selviävätkö menestyneet rahastot myös tulevaisuudessa. Tästä johtuukin rahastoesitteiden lakisääteinen velvoite, eli maininta siitä, että rahaston historiallinen arvonkehitys ei ole tae tulevasta, eivätkä tuotto-odotukset lupaus toteutuvasta tuotosta. (KKO 2011:5.)



Kuvio 5. 204 aktiivisen sijoitusrahaston viiden vuoden mittainen suorituskyyky (IFA 2012 a).

Morningstarin suorittama analyysi ottaa kantaa aktiivisten rahastojen salkunhoitajien pitkän aikavälin suorituskyykyyn⁹⁰. Analyysiin otettiin mukaan 204 kappaletta erilaisia yhdysvaltalaisia sijoitusrahastoja, ja nämä järjestettiin toteutuneen tuoton perusteella paremmuusjärjestykseen. Analyysi ajoitettiin aikavälille 2001–2010, jakaen tämä kahteen viiden vuoden tarkastelun kohteeksi asetettuun ajanjaksoon. Analyysin tulos toiselta viideltä vuodelta oli täysin sattumanvarainen, eikä historian toteutunut tuotto ollut rationaalinen päätöksenteon perusta. Sijoittajan kannalta mielenkiintoista on, että vahvinta pysyvyys on ollut heikoimpien rahastojen keskuudessa. Heikoimmat rahastot ovat heikkoja todennäköisesti myös tulevaisuudessa suhteessa vertailukelpoisiin rahastoihin. Tämä selittyy myös osittain heikkojen rahastojen perimillä suuremmilla palkkioilla. (Investori 2012 b.)

⁹⁰ Ks. Kuvio 5.



Kuvio 6. 100 parasta salkunhoitajaa, jotka säilyivät joukossa myös seuraavana vuonna. (Hebner 2007:93.)

Morningstarin analyysissä⁹¹ on tutkittu Yhdysvaltojen markkinoilla toimivien aktiivisten salkunhoitajien suoriutumista vuoden mittaisessa tarkastelussa. Keskimäärin 14 prosenttia 100 parhaasta salkunhoitajasta on pystynyt suoriutumaan sadan parhaan joukkoon myös seuraavan vuonna. (Hebner 2007: 93.) Tuottohistorioita vertailtaessa on havaittu vain vähäistä jatkuvuutta. Huonot pysyvät huonoina, mikä taas voidaan yhdistää rahaston suuriin kuluihin. Parhaille rahastoille tyypillistä on pysyä hetken aikaa keskiarvon yläpuolella, sijoitustyylin tai vastaavien tilapäistekijöiden takia. Huippurahastoista eniten ylituottoa hankkineet ovat suurimpia riskinottajia, ja näin varteenotettavia ehdokkaita putoamaan kauimmas kärjestä. Jotkut salkunhoitajat ovat keskimääräistä parempia, mutta sijoittajan on vaikeaa tunnistaa ne etukäteen. Salkunhoitajan hyvä tuottohistoria houkuttelee paljon uutta rahaa rahastoon, mutta tutkimusten mukaan taidolla on taipumus hävitä pitkällä aikavälillä.

⁹¹ Ks. Kuvio 6.

Taulukko 2. 30 parhaan aktiivisen rahaston perättäiset tuotot (Hebner 2005:98).

Initial and Subsequent Performance of Top 30 Mutual Funds		
32 Years (1/1/1971 - 12/31/2002)		
	Initial Annualized Return 1971 - 1975	Subsequent Annualized Return 1976 - 2002
Top 30 Funds 1971 - 1975	6.81%	13.21%
All Funds	1.31%	9.00%
S&P 500 Index	3.21%	12.54%
	Initial Annualized Return 1976 - 1980	Subsequent Annualized Return 1981 - 2002
Top 30 Funds 1976 - 1980	34.33%	9.85%
All Funds	15.83%	7.74%
S&P 500 Index	13.95%	12.23%
	Initial Annualized Return 1981 - 1985	Subsequent Annualized Return 1986 - 2002
Top 30 Funds 1981 - 1985	21.72%	9.71%
All Funds	10.93%	7.99%
S&P 500 Index	14.72%	11.50%
	Initial Annualized Return 1986 - 1990	Subsequent Annualized Return 1991 - 2002
Top 30 Funds 1986 - 1990	14.91%	10.14%
All Funds	8.09%	8.89%
S&P 500 Index	13.16%	10.82%
	Initial Annualized Return 1991 - 1995	Subsequent Annualized Return 1996 - 2002
Top 30 Funds 1991 - 1995	39.78%	2.05%
All Funds	16.27%	4.68%
S&P 500 Index	16.59%	6.88%
	Initial Annualized Return 1996 - 2000	Subsequent Annualized Return 2001 - 2002
Top 30 Funds 1996 - 2000	30.97%	-22.83%
All Funds	15.23%	-17.21%
S&P 500 Index	18.34%	-17.15%

© 2012 Index Funds Advisors, Inc. (IFA) Sources, Updates, and Disclosures: Ifabt.com; Morningstar Principia - Created: 9/14/11

Sijoitusrahaston passiivinen hoitostrategia, joka on sidottu seuraamaan valittua indeksiä, toimii usein tasaisena nousijana pitkällä aikavälillä. Oikealla varojen kohdentamisella ja passiivisella hajautuksella voidaan välttää suuret kurssiheilahtelut, eikä tarvitse jahdata mennyttä vuosituottoa. (Hebner 2007 :96.)

Pitkällä 32 vuoden aikavälillä maailman tunnetuimpiin indekseihin kuuluva S&P 500- indeksi on selviytynyt aktiivisten sijoitusrahastojen keskiarvoa paremmin⁹². Taulukosta 2 huomataan, kuinka indeksin vuosittainen tuotto heilahtelee minimaalisesti suhteessa kaikkien sijoitusrahaston tuottojen keskiarvoon. Taulukon ensimmäisessä sarakkeessa tarkastellaan 30 parhaan sijoitusrahaston viiden vuoden tuoton keskiarvoa. Ensimmäisen viiden vuoden tuoton keskiarvo verrataan perättäiseen viiden vuoden ajanjaksoon. 32 vuoden pitkältä ajanjaksolta nähdään, kuinka 30 parasta sijoitusrahastoa pärjasi huonommin kuin S&P 500 -indeksi. Tarkastelun kohteena olevilla kymmenen vuoden periodeilla S&P 500 -indeksin kehitys oli suhteellisesti tasaisempaa tuottaen kaikkien rahastojen keskiarvoa paremmin.

6.2. Kulurakenne

Kun merkitään tai lunastetaan sijoitusrahasto-osuuksia, syntyy näistä toimenpiteistä sijoittajalle kuluja. Sijoitusrahaston taustalla toimiva rahastoyhtiö veloittaa myös sijoitusten hoitamisesta palkkion. Tämä hallinnointipalkkio jää helposti sijoittajalta huomaamatta, koska sitä ei makseta erikseen, vaan se vähennetään automaattisesti rahaston tuotosta. Palkkio toimii korvauksena rahastoyhtiön tuottamista analyyseista ja sijoitustoiminnan sekä rahaston markkinoinnin kustannuksista.(Finanssi- ja vakuutuskoulutus 2012.)

Sijoitusrahastojen kokonaiskuluja arvioidaan TER -luvulla⁹³. Tämä kokonaiskulusuhde ilmaisee rahastoon kohdistuvat kokonaiskulut prosentteina vuositasolla. Luku pitää sisällään kaikki rahaston varoista perittävät kulut, kuten hallinnointi- ja säilytyspalkkiot, mutta ei rahaston kaupankäyntipalkkioita⁹⁴.

Keväällä vuonna 2010 (Hurri 2010) listattiin Suomen kalleimmat ja edullisimmat osake- ja yhdistelmärahastot TER- luvun mukaan. Listauksesta huomataan, kuinka sijoitusrahastojen kokonaiskulut voivat olla yllätys. Kokonaiskulujensa perusteella Suomen kallein osakerahasto PYN Elite peri rahaston hoitamisesta vuosittain 7,88 prosenttia. Tämän lisäksi yli neljän prosentin

⁹² Ks. Taulukko 2.

⁹³ Total Expense Ratio eli TER- luku mittaa kustannustehokkuutta. Sijoitusrahastoyhdistys suosittelee, että rahastoyhtiöt kertovat TER- luvun sijoitusrahaston vuosikertomuksessa ja puolivuotiskatsauksessa.

⁹⁴ Ruotsissa rahastoille lasketaan myös niin sanottu Total Kostnads Andel eli TKA-luku, johon sisältyvät TER-luvun kuluerien lisäksi myös kaupankäyntikulut. Suomessa esitetty TKA ei yleensä sisällä rahaston maksamia lähde- ja muita mahdollisia veroja. Ruotsissa puolestaan verojen vaikutus otetaan huomioon.

kokonaiskuluja peri myös kolme muuta kehittyvien markkinoiden rahastoa. Suurin joukko osakerahastoista peri kuitenkin hieman yli tai -alle kolmen prosentin kokonaiskuluja.

Vuoden 2010 listauksessa suuri osa Suomen kalleimmista rahastoista perii selvästi perinteisiä hallinnointi- ja säilytyspalkkioita suurempia kokonaiskuluja. Tämä huomataan hallinnointi- ja säilytyspalkkion ja TER- luvun suurena erona. Esimerkiksi listauksen kärkisijan omaava PYN Elite ilmoitti hallinnointi- ja säilytyspalkkiokseen vain prosentin, vaikka TER- luku ilmaisi kokonaiskulut lähes kahdeksaan prosenttiin. Suuri ero kyseisissä palkkioissa ja TER- luvussa perustuu yleensä jompaankumpaan kahdesta syystä: tuottosidonnaisiin palkkioihin tai rahastojen rahastoissa piileviin kaksinkertaisiin palkkiorakenteisiin.

Tuottosidonnaiset hallinnointipalkkiot ovat rahastokohtaisia ja määräytyvät rahaston sääntöjen mukaisesti. Rahastoyhtiön säätämät tuottosidonnaiset palkkiot kuitenkin kasvattavat yhtiön rahastojen kokonaispalkkiot yli kaksinkertaisesti hallinnointi- ja säilytyspalkkioita suuremmiksi. Suomen markkinoilla ideaalisena esimerkkinä toimii Arvo Nordic value- tuottorahasto⁹⁵, jonka hallinnointi- ja säilytyspalkkio on 1,2 prosenttia, mutta kokonaiskulusuhde 4,93 prosenttia.

Rahastojen rahastoissa⁹⁶ markkinointi perustuu laajaan hajautukseen, koska toimintaperiaate perustuvat muiden rahastojen osuuksiin sijoittamiseen. Rahastoyhtiöt painottavat niiden olevan kustannustehokas tapa saada yhdellä kertaa useiden eri rahastojen rahasto osuuksia⁹⁷. Tyypillisesti rahastojen rahastot veloittavat suhteellisesti pienen hallinnointi- ja säilytyspalkkion. Kuitenkin kokonaispalkkiot nousevat, koska rahaston kuluihin tulee vielä lisäksi kohderahastojen kulut. Näin ollen rahastojen rahaston edullinen 0,5 prosentin hallinnointi- ja säilytyspalkkio nousee tavanomaisesti jopa nelinkertaiseksi, yli kahteen prosenttiin. (Hephauestus 2011: 27.)

Suuri osa Suomen kalleimmista sijoitusrahastoista on viime vuosina maksanut rahastoa hoitavalle rahastoyhtiölle suuremman tuoton kuin osuudenomistajille. Tämä huomataan rahastoista, joissa kulut ovat vuotuisia tuottoja suuremmat. Sijoitusrahaston ulkokuorta kohentaakseen rahastoyhtiöt käyttävät ”*piilokuluja*” avukseen, todelliset kokonaiskulut huomataan vasta TER-

⁹⁵ Sijoitusrahasto, jonka varat sijoitetaan pääosin julkisen kaupankäynnin kohteena oleviin pohjoismaisten sekä Pohjoismaissa noteerattujen arvoyhtiöiden osakkeisiin ja osakesidonnaisiin arvopapereihin. Pohjoismaiden osakemarkkinoiden yleinen kehitys heijastuu rahaston arvoon, joka lyhyellä aikavälillä voi heilahdella voimakkaastikin. (Morningstar 2010 a.)

⁹⁶ Rahastojen rahasto sijoittaa muiden rahastojen osuuksiin, eikä esimerkiksi osakkeisiin. Tällaiset rahastot tarjoavat laajemman hajautuksen.

⁹⁷ Ks. Nordea (2011).

lukua laskiessa. Rahastoyhtiöt onnistuvat siirtämään kulut pois hallinnointi- ja säilytyspalkkioista palkkioihin, joita voidaan suoraan veloittaa rahaston pääomasta. Rahaston pääomasta perittävät kulut leikkaavat rahaston arvonkehitystä ja näin rahaston osuudenomistajien tuottoa. (Barker 2011.)

Herrala (2012) kirjoittaa, kuinka vuoden 2011 markkinoiden voittajat erottuivat joukosta. Rahastoyhtiöt ja omaisuudenhoitajat saavuttivat merkittävän suuren tuottoeron suhteessa yksittäisiin sijoittajiin. Vuoden 2011 euroalueen valtionlainakriisi vaikutti negatiivisesti osakemarkkinoiden kurssiin ja tätä kautta sijoittajien saamiin tuottoihin. Rahastoilla ja omaisuudenhoidolla saavutettiin erittäin hyvä tulos, vaikka pörssikurssit laskivat jyrkästi erityisesti Euroopassa. Vuoden 2011 rahastoyhtiöiden palkkiotuotot olivat 540 miljoonaa euroa ja koko alan yhteenlaskettu liikevoitto oli 66 miljoonaa euroa. Myös sijoituspalvelutoimintaa harjoittavien yritysten joukossa tuotot olivat 254 miljoonaa euroa. Sijoituspalvelutoiminnan alan liikevoitto oli 24 prosenttia saaduista tuotoista. Rahastoyhtiöiden tuloskehitys on hyvin nousujohteista, tämä huomataan rahastoyhtiöiden palkkiotuotoista, jotka ovat nousseet vuosina 2009–2011 merkittävästi 42,8 prosenttia. Sijoituspalveluyritysten toiminnan tuotot ovat nousseet samalla ajanjaksolla 13,5 prosenttia⁹⁸.

Rahaston kulurakenne on oleellinen lopullisen nettotuoton kannalta. Kansainvälisillä markkinoilla tyypillisen julkisesti kauppaa käyvän indeksirahaston kokonaiskustannus jää keskimäärin 0,25 prosenttiin vuosittain ja Suomessakin palkkiot ovat 0,45 prosentin luokkaa, vaikka kilpailu on vähäistä. Sijoitusrahaston korkeat kulut asettavat rahastolle korkeat tuottovaatimukset, josta seuraa tavallista korkeampaa riskinottoa. Mitä korkeampi riskitaso rahastolla on, sitä suurempi rahaston vuosittaisen tuloksen vaihteluväli on. Sijoitustuottoihin liittyy aina epävarmuutta, mutta kulut päätyvät tuloksesta riippumatta lopulta sijoittajan maksettavaksi.

⁹⁸ Ks. Herrala (2012).

Taulukko 3. PYN Eliten & Seligson OMXH 25- indeksiosuusrahaston vertailu⁹⁹.

Rahasto	Sijoitusalue	Kulut, %/v	5 v:n tuotto, %/v
PYN ELITE	Maailma	7,88	3,9
Seligson & Co OMX Helsinki 25- Indeksiosuus	Suomi	0,17	6,2

Suomen sijoitustutkimuksen vuonna 2010 laatiman rahastoraportin mukaan kalleimman osake-rahaston PYN Eliten viiden vuoden tuotto oli noin puolet rahaston kokonaiskuluista¹⁰⁰. Vertailun kohteeksi asetetulla listan halvimmalla Helsingin OMX25 - indeksiä seuraavan indeksiosuusrahaston viiden vuoden kulut olivat vain murto-osa viiden vuoden tuotosta. Taulukosta on syytä huomata myös rahastojen viiden vuoden keskimääräisen tuotto-prosentin ja kulupro-sentin vaikutus toisiinsa. Aktiivinen PYN ELITE ei pysy vertailukelpoisena passiiviseen OMXH 25 -indeksiin sijoittavaan indeksiosuusrahaston tuottoon.

Taloussanomien (Hurri 2010) tarkastelun mukaan kokonaiskuluiltaan kalleimman ja halvimmalla sijoitusrahaston arvioinnissa voidaan tehdä neljä huomioitavaa johtopäätöstä:

- 1) Sijoitusrahastojen perimissä kuluissa on suuria eroja, myös samantyyppisten rahastojen välillä.
- 2) Rahastot, jotka käsitetään muodikkaiksi, omaavat tavallista korkeammat kulut. Varsinkin kehittyville markkinoille sijoittavat rahastot ovat tavallisesti kalliimpia.
- 3) Korkeat kulut eivät ole tae korkeista tuotoista. Osa kalleimmista rahastoista on vuosia kuluttanut enemmän rahaa kuluihinsa kuin sijoittajat ovat saaneet tuottoa.
- 4) Ainoastaan hallinnointi- ja säilytyspalkkiot eivät anna realistista kuvaa rahaston kokonaiskuluista. Etenkin tuottosidonnaiset palkkiot ja rahastojen rahastot moninkertaistavat kokonaiskulut.

⁹⁹ Ks. Rahastoraportti (2010).

¹⁰⁰ Ks. Taulukko 3.

6.3. Riski-tuotto-suhde

Osakemarkkinoilta saatavien tuottojen avulla on perinteisesti pyritty ennakoimaan talouskasvun kehitystä. Kuosmanen (2005:4) painottaa tyypillisen talousteorian pohjautuvan ajatukseen, että osakemarkkinat ennakoivat yritysten kassavirtoja, joten osakemarkkinoilta saatavien tuottojen pitäisi myös ennakoida tuotannon ja talouden kasvua. Hän kirjoittaa, että osakemarkkinoilla riskin ja tuoton suhde liitetään läheisesti toisiinsa. Teorian mukaan osakemarkkinoilla ylimääräisen riskin ottaminen luo mahdollisuuden lisääntyvään tuottoon. Kuosmanen muistuttaakin, että vaikka käytännössä osakkeiden tuoton ja riskin syy-seuraus-suhdetta ei aina tiedetä, niin molemmat tekijät vaikuttavat osakemarkkinoiden kautta talouskasvuun. Kun koko talouden toimintaan liitetään osakemarkkinoiden toiminta, niin silloin osakemarkkinoiden tuotto ja riski muodostavat käsityksen talouskasvusta.

Lähes 200 vuotta Yhdysvalloissa ja jopa pidempään osissa Euroopan maista, kesti kunnes riskiä alettiin mitata numeroilla. Osakkeet sisälsivät riskin ja toiset olivat riskialttiimpia kuin toiset. Riski käsitettiin rohkeuden tasolla, ei numeroiden. Aggressiivisille sijoittajille tavoite oli maksimoida tuotto ja riskiä karttaville säästötilit sekä pitkän aikavälin obligaatiot. (Bernstein 1996: 247.) Nykyään ennen sijoituspäätöstä sijoittajan tulisi itse määrittää riskinsietokykynsä ja tuottotavoitteensa, jotta voisi näiden perusteella valita oikeantyyppinen sijoitusstrategia. Sijoittajalle edullisinta on löytää oikea riskin ja tuoton suhde: mitä pienemmällä riskillä sama tuotto saadaan aikaiseksi, sitä parempi. Rahastojen valinnassa sijoittajat kiinnittävät liikaa huomiota menneisyyden tuottoihin. Tärkeää olisi konkreettisesti kyseenalaistaa millaisella riskillä kyseinen tuotto on saatu aikaan.

Osakerahastojen arvon kehitykseen liittyy riski, koska etukäteen ei voida tietää, miten osakekurssit kehittyvät. Yleisesti osakekurssien laskusta aiheutuvaa riskiä kutsutaan markkinariskiksi ja yritysten menestyksen vaikutusta osakkeiden arvoon yritysriskiksi. Lyhyen aikavälin sijoituksissa riski on suurin. Pitkäaikaisina sijoituksina osakkeet ovat pysyneet kaikkein tuottavimpana sijoituskohteena.

(Alfred Berg 2012.)

Osakerahastot ovat riskittömämpiä kuin suorat yksittäiset osakesijoitukset. Verrattuna suoriin osakekohtaisiin sijoituksiin, rahastot tarjoavat tehokasta hajautusta sijoittaen aina varat useisiin yhtiöihin, jolloin yhden sijoituksen epäonnistuminen ei riskeeraa koko sijoituksen tuottoa. Yri-

tysriskin karttamisen lisäksi markkinariskiä karttavan sijoittajan on suositeltavaa valita salkkuunsa eri markkina-alueille sijoitettavia rahastoja. Vaikka rahastosijoittaminen toimii esimerkiksi automaattisesti hyvästä hajautuksesta, on hyvä muistaa, etteivät rahastotkaan ole täysin riskitön tapa sijoittaa.

Sijoituksen riskiä on yksinkertaista mitata tuoton vaihtelun voimakkuudella eli volatiliteetilla. Kokonaistuoton vaihteluvälit ajanjaksosta toiseen määrittelee volatiliteetin suuruuden. Morningstarin¹⁰¹ suorittaman tutkimuksen mukaan suurin osa aktiivisesti hoidetuista sijoitusrahastoista ei pysynyt vertailukelpoisena riskin ja tuoton näkökulmasta suhteessa vertailuindeksiin. Tutkimus osoitti, että monissa tapauksissa aktiivisen rahaston ylimääräinen riski ei ollut tarpeeksi tuottoisa suhteessa otettuun riskiin. Kolmen vuoden ajanjaksolta päättyen vuoteen 2009 puolet aktiivisesti hoidetuista rahastoista pärjäsi paremmin kuin Morningstarin indeksit, kuitenkin näistä vain 37 prosenttia teki sen säädetyllä riski–tuotto suhteella. Liian suurella riskiosuudella luodaan rahastolle suurempi volatiliteetti, ja näin riskin ja tuoton oikea korrelaatio on hankalampi saavuttaa.

Wall Street Journalin artikkelissa (Mamudi 2009) Morningstarin osakeindekseistä vastaava johtaja Travis Pascavis painottaa väärää käsitystä, että aina suurempi riski takaisi korkeammat tuotot¹⁰². Yhdysvaltojen osakemarkkinoilla viimeisen kolmen vuoden aikana osakerahastoista parhaan 25 prosentin joukkoon yltäneet omasivat huomattavasti pienemmän riskin ja volatiliteetin kuin kanssakilpailijansa. Pascavis myös neuvoa, kuinka sijoittajien tulisi suhtautua ajatukseen riskin ja tuoton suhteesta vertailuindeksiin. Hänen mukaansa jos sijoittajat haluaisivat ottaa enemmän riskiä saadakseen korkeampaa tuottoa, he voisivat yksinkertaisesti ostaa indeksirahasto-osuuksia ja näin välttää altistumista suureen volatiliteettiin. Lisäksi indeksirahaston ostaminen myös kasvattaisi tuottoja samassa suhteessa otettuun riskiin sekä tämä saavutettaisiin aktiivista rahastoa pienemmällä kustannuksilla.

Volatiliteetilla ei voida kuitenkaan täysin selittää riskin osuutta rahastossa. Erola (2009: 198) näkee volatiliteetin käytön riskin mittarina ongelmalliseksi. Hänen mukaansa sijoitusmarkkinoilla tapahtuu paljon enemmän odotetusta poikkeavia tapahtumia kuin Gaussin-käyrien¹⁰³ perusteella on lupa odottaa. Erola muistuttaa, että Helsingin pörssissäkin on aika ajoin niin suuria

¹⁰¹ Ks. Mamudi 2009.

¹⁰² Kuosmanen (2002: 15) kirjoittaa tuottojen ja volatiliteetin tarkastelussa suurta tuottoa vastasi myös suuri tuoton keskihajonta.

¹⁰³ Gaussin –käyrä, toisinsanoen Normaalijakauma.

päivämuutoksia, että niitä ei normaalijakauman mukaan pitäisi olla edes miljoonien vuosien välein.

Kuosmasen (2005:4) mukaan volatilitiitin merkitys ja informaatioarvo on talouskasvun näkökulmasta saanut tutkimuksissa melko vähän huomiota. Kuosmanen kuitenkin painottaa, että myös osakemarkkinoiden volatilitiitti vaikuttaa osakesijoituksista saataviin nykyisiin ja tuleviin tuottoihin sekä myös laajemmin talouskasvuun.

Aktiivisen rahaston salkunhoitaja valitsee rahastonsa eri osakkeita kuin mitä vertailuindeksi sisältää. Tällä tavoin on mahdollista, että aktiivinen salkunhoitaja valitsee osakkeensa väärin. Jos näin tapahtuu, voi rahasto alisuoriutua merkittävästi. Aktiivisen rahaston salkunhoitaja ei välttämättä ylitä tai yllä samaan tuottoon kuin vertailuindeksinsä. Passiivisesti kontrolloidut rahastot, jotka sisältävät tuhansia laajasti hajautettuja osakkeita eri markkina-alueisiin, ovat suhteellisesti ennustettavia sekä rationaalisesti määriteltäviä riskin ja tuoton suhteen. Passiiviset indeksirahastot harvoin näyttävät poikkeuksellisen suuria tuottoja, mutta eivät koskaan myöskään poikkeuksellisen suuria arvon menetyksiä. Keskeinen riski passiiviseen indeksirahastoon liittyy mahdolliseen indeksipoikkeamaan, joka syntyy kulujen kautta (Evanson Asset Management 2012).

6.4. Tutkimuksia vastakkainasettelusta

Osakemarkkinoiden kykyä ennustaa tulevaisuuden talouskasvua on tutkittu melko laajasti varsinkin Yhdysvalloissa. Kuosmasen (2005:5) mukaan osakemarkkinoilta saatavat tuotot tarjoavat hyödyllistä informaatiota reaalitalouden kehityksestä ja yleisestä talouskasvusta. Yhdysvaltojen osalta saatujen tulosten perusteella osakemarkkinoiden tuottokehitys ennakoii teollisuustuotannon kasvua. Kuosmanen myös viittaa myös havaintoon, että osakkeiden hinnat vaihtelevat enemmän ja eri tahtiin kuin tapahtuneet suhdannevaihtelut antaisivat olettaa.

35 vuotta sitten maailman suurin rahastoyhtiö The Vanguard Group laski liikkeelle ensimmäisen indeksirahaston yksityisille sijoittajille. Indeksirahastot ja indeksiosuusrahastot sitovat tänä päivänä yli 1,2 triljoonaa euroa sijoittajien varoja. Globalisoituvassa markkinataloudessa tutkimustietoa tarvitaan entistä enemmän myös muilta kuin Suomen markkinoilta. Yleisesti Yhdysvalloissa suoritettujen tutkimusten tulokset heijastavat vastaaviin ilmiöihin Euroopan osakemark-

kinoilla. Indeksointi on Euroopassa nouseva trendi, koska indeksisijoittaminen on rationaalista, tieteellisesti perusteltua ja tuottaa hyvin.

6.4.1. *Wilshire -indeksi*

The Vanguard Groupin perustaja ja entinen toimitusjohtaja John Bogle on tunnettu passiivisen sijoittamisen puolestapuhuja. Hänet tunnetaan lukuisista kirjoituksistaan passiivisten indeksirahastojen puolesta. Bogle suoritti 15 vuoden mittaisen tutkimuksen vuosina 1983–1998. Hänen tutkimuksensa keskittyy vertailemaan yhdysvaltalaisen osakesijoitusrahastojen tuottoa laajaan Wilshire 5000 -indeksiin. Wilshire 5000-indeksi kattaa 5000 suurinta yhdysvaltalaista yhtiötä. (Bogle 2010: 165.)

Tutkimuksen mukaan ainoastaan joka kuudes rahasto menestyi vertailuindeksiä paremmin eli viisi rahastoa kuudesta menestyi indeksiä heikommin. Tutkimuksessa mukana olleiden rahastojen keskimääräinen tuotto oli 1,9 prosenttia alhaisempi kuin vertailuindeksin vuotuinen tuotto. Kyseinen ajanjakso oli vahvan kurssikehityksen aikaa, näin ollen Wilshire 5000 -indeksi kasvoi jopa 16 prosenttia vuosittain. Kyseisenä 15 vuoden ajanjaksolla Wilshire 5000 -indeksiin sijoitettu 1000 euroa olisi kasvanut 9 265 euroon. Rahastoiden keskimääräinen tuotto oli myös hyvä 14,1 prosenttia, jolloin 1000 euroa olisi kasvanut 7 232 euroon 15 vuodessa. Tutkimuksesta voidaan ymmärtää kuinka ajan myötä korkoa korolle -tekijä johtaa suuriin rahamääräisiin eroihin. Tässäkin tapauksessa rahastojen ja indeksin välinen vuotuinen tuottoero oli vain 1,9 prosenttia. (Saario 2005: 197.)

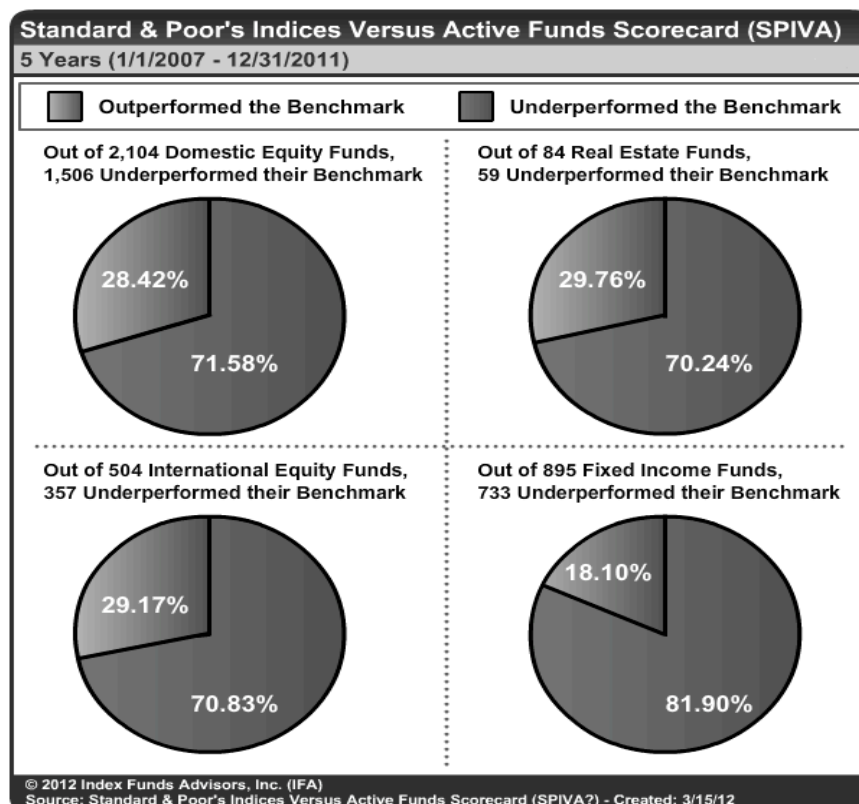
6.4.2. *SPIVA -analyysi*

Standard & Poor's:n kehitelemä tuloskortti SPIVA¹⁰⁴ mittaa indeksien vuosittaista tuottoa suhteessa aktiivisesti hoidettuihin sijoitusrahastoihin. SPIVA on suunniteltu tarjoamaan tarkan ja objektiivisen kuvan rahastojen ja indeksien välisestä tuottoeroista. Tutkimus on toteutettu järjestämällä rahastot eri luokkiin sijoituskohteidensa perusteella. Näitä rahastoja vastaavat vertailuindeksit on asetettu vastakkain toteutuneen tuoton suhteen. Standard & Poor's suorittaa kyseisen tutkimuksen kaksi kertaa vuodessa, viimeisin SPIVA -tutkimus suoritettiin vuoden 2007 alusta kestäen 2011 loppuun. (Standard & Poors' 2102.)

¹⁰⁴ Standard & Poor's Indices Versus Active Funds Scorecard (SPIVA).

Viiden vuoden mittaisessa, Yhdysvalloissa suoritetussa tutkimuksessa¹⁰⁵ todettiin, kuinka suurin osa aktiivisista rahastoista alisuoriutui suhteessa relevanttiin vertailuindeksiin. Yhdysvaltojen sisämarkkinoilla toimivista kaikista osakkeisiin sijoittavista rahastoista keskimäärin 71,6 prosenttia tuotti huonommin kuin vertailuindeksinsä. Vertailussa mukana olleista sijoitusrahastoista 525 kappaletta, eli 25 prosenttia rahastoista, joko lopetti toimintansa tai liittyi yhteen muiden rahastojen kanssa. Sijoitustyylilleen uskollisena pysyi vain 49,3 prosenttia kaikista rahastoista.

Tutkimuksen tuloksissa ei ole otettu huomioon kulujen vaikutusta. Keskimäärin 5 prosentin vuosittaiset kokonaiskulut rahastossa olisi laskenut vuosittaista tuottoa 1 prosentilla vielä näistä luvuista. Tästä voidaan päätellä että kulujen jälkeen vielä suurempi osa rahastoista olisi hävinnyt vertailuindeksilleen.



Kuvio 7. Standard & Poor's SPIVA- tulokortti ajanjaksolta 2007–2011 (Standard & Poor's 2012).

¹⁰⁵ Ks. Kuvio 6.

Kansainvälisillä markkinoilla on myös todettu kuinka hankalaa on ennustaa tulevia kurssikehityksiä aktiivisella kaupankäynnillä. Kansainvälisiin osakemarkkinoihin sijoittavista rahastoista 70,83 prosenttia epäonnistui vertailuindeksinsä tuloksen ylittämässä. Tämä on hyvä esimerkki, kuinka indeksisijoittaminen on optimaalinen strategia kansainvälisillä markkinoilla.

Kiinteistöihin sijoittavista rahastoista 70,2 prosenttia hävisi vertailuindeksilleen. Myös rahamarkkinainstrumentteihin ja bondeihin¹⁰⁶ sijoittavat rahastot, jotka välttelevät osakkeisiin sijoittamista, alisuoriutuivat 81,9 prosentilla suhteessa vertailuindeksiin (IFA 2012 b). Tutkimuksen tulosten perusteella huomataan, kuinka hankalaa sijoittajalle on löytää rahasto, joka voittaa indeksinsä pitkällä aikavälillä. Viime vuoden tuottoisin rahasto ei välttämättä jatka suorituskykyään vuodesta toiseen.

6.4.3. QAIB 2008

Bostonilainen sijoituspalveluyhtiö Dalbar (2008: 2–3) julkaisee vuosittain sijoitusammattilaisille tarkoitetun tutkimuksensa¹⁰⁷. Tutkimus tarkastelee sijoittajien kykyä myydä ja ostaa rahastoja tuottoisasti, sekä keskittyy tutkimaan minkälaisiin tuottoihin sijoittajat lopulta päätyvät. Keskimääräisen sijoittajan tuottoja verrataan S&P 500 -indeksin tuottoihin sekä korkopuolella Barclaysin Aggregate Bond -indeksiin. QAIB -tutkimuksen on tarkoitus osoittaa sijoittajille ja sijoitusneuvojille, kuinka markkinoiden ajoittaminen laskee rahastojen suorituskykyä.

Tutkimuksen lähtökohtana on, että sijoittaja ostaa tutkimuksen alussa vertailuindeksin mukaiset osakkeet ja pitää näitä omistuksessaan ajanjakson loppuun. 20 vuoden mittaisessa, vuoden 2008 QAIB -tutkimuksessa, S&P 500 -indeksiä ostanut päätyy 8,35 prosentin vuosittaiseen tuottoon ja korkopuolella Barclays Aggregate -indeksin vuosituotto on ollut 7,43 prosenttia. Samalla aikavälillä osakerahastojen sijoittajalla keskimääräinen vuosituotto oli 1,87 prosenttia ja korkorahastojen puolella vuosituotto jäi 0,77 prosenttiin. Kyseisellä 20 vuoden ajanjaksolla oli 2,89 prosentin inflaatio, joka myös tutkimuksessa otettiin huomioon todellisia tuottoja laskettaessa. (Pomell 2009.)

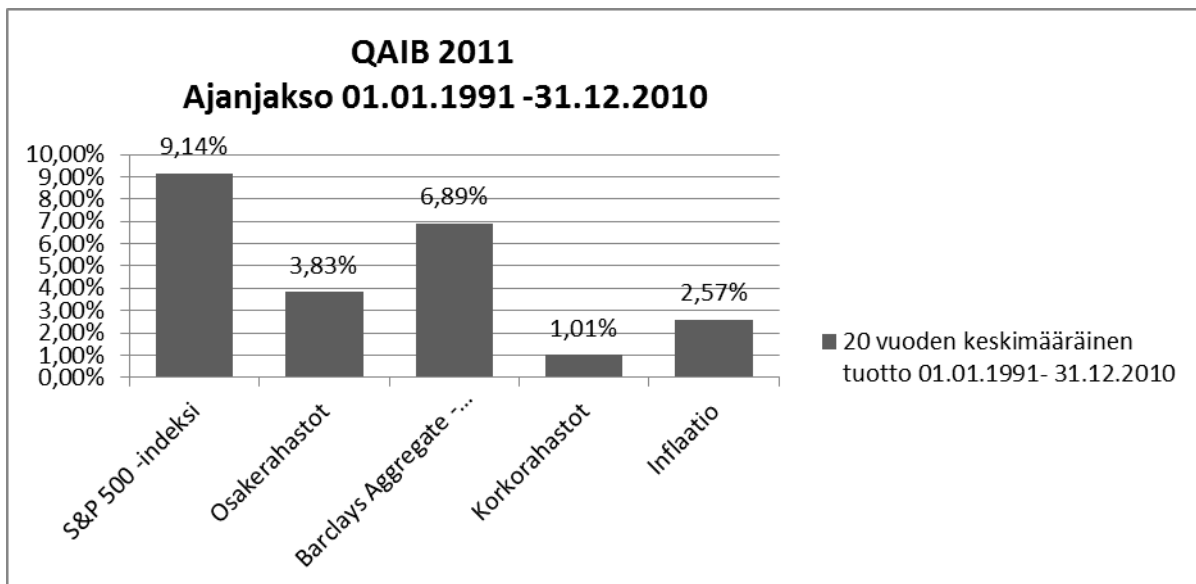
Vertailtaessa sijoittajien sijoituspäätösten tiheyttä vuoden 2011 QAIB -tutkimuksessa, huomattiin esimerkkejä sijoittajien pitkäjänteisyyden puutteesta. Tutkimusaikana sijoittaja piti osake-

¹⁰⁶ Bondilla viitataan joukkovelkakirjaan eli yrityksen, valtion tai kunnan liikkeeseen laskema laina, joka käsitellään jälkimarkkinakelpoisena.

¹⁰⁷ Keskimääräisen sijoittajan suorituskyvyn määrittämiseen on käytetty Investment Company Institutun keräämää asiatietoa.

ja korkorahastoja keskimäärin hieman yli kolme vuotta. Dalbarin tutkimusten mukaan sijoittajat hätäilevät kun tilanne markkinoilla vaihtelee. Paineen kasvaessa sijoittajan tulokset huononevat entisestään. Noususuhdanteen aikana ostetaan kalliilla ja laskukauden aikana myydään halvalla.

Taulukko 4. QAIB 2011-tutkimus (Dalbar Inc 2011).



Vuoden 2011 QAIB -raportti¹⁰⁸ huomauttaa sijoittajia pitkäjänteisyydestä 20 vuoden ajanjakson tuloksillaan. Osakerahastoihin sijoittaneet saivat 3,83 prosentin vuosittaisen tuoton samaan aikaan kun korkorahastoihin sijoittaneet saivat 1,01 prosentin keskimääräisen vuosittaisen tuoton. Samalta ajanjaksolta S&P 500-indeksi tuotti vuosittain 9,14 prosenttia ja Barclays Aggregate -indeksi 6,89 prosenttia, inflaation ollessa 2,57 prosenttia vuosittain.

Dalbar (2008: 2) selventää, että sijoituksen tuotto on enemmän riippuvainen sijoittajan käyttäytymisestä kuin rahaston suorituskyvystä. Sijoitusrahasto-omistajat, jotka eivät yritä ajoittaa markkinoita, vaan passiivisesti käyttävät hyväkseen rahastojen pitkänaikavälin hyödyt, saavat sijoitusrahastoista korkeimmat tuotot.

¹⁰⁸ Ks. Taulukko 4.

Tutkimuksen tulosten mukaan päästäkseen 9,14 prosentin vuosituottoon, sijoittajan olisi ollut yksinkertaisinta ostaa indeksiin sijoittavia passiivisia rahastoja ja pitää rahastoja hallussaan pitkäjänteisesti kaksikymmentä vuotta. Verotuksellinen näkökulma huomioiden piensijoittajalle pitkällä aikavälillä haitallisinta on markkinoiden ajoittamiseen liittyvä jatkuva ostaminen ja myyminen¹⁰⁹

¹⁰⁹ Jatkuva rahasto-osuuksien ostaminen ja myyminen luo lisää veroja ja näin pienentää jälleen sijoitettavaa pääomaa.

7. YHTEENVETO

Sijoitustoiminnan tuotoissa tavanomaisesti parhaat tulokset saavutetaan aktiivisella sijoitusstrategialla, silloin kun ne onnistuvat. Aktiiviseen sijoitusrahastoon turvautuvan sijoittajan suurimmaksi ongelmaksi muodostuukin sellaisten aktiivisten huippurahastojen tunnistaminen, jotka menestyvät parhaiten tulevaisuudessa. Menestyvien rahastojen tunnistaminen on merkittävä kompastuskivi sijoittajalle, koska aktiiviset rahastot pärjäävät myös kaikista rahastoista huonoiten. Osakesalkun kokonaisuuden näkökulmasta hyvin valittu passiivinen indeksiin pohjautuva sijoitusstrategia on varmin tapa varmistaa keskitasoa parempi tulos. Indeksirahastot eivät välttämättä yllä vuosittaiseen parhaaseen tulokseen, mutta eivät ajaudu myöskään ajautu huonoimpaan. Aktiivisen sijoitusrahaston valintaan yhdistetään suurempi riski, koska sijoitettaessa ei voida varmuudella ennustaa salkunhoitajan aikaansaannoksia viiden, kymmenen tai viidentoista vuoden päähän. Pitkällä ajanjaksolla ei voida myöskään tietää, kuka omistaa rahastoa hallinnoiman yhtiön sijoituksen elinkaaren ajan.

Passiivisessa sijoittamisessa sijoitusinstrumentit valitaan tietyn suunnitelman mukaan, mutta niillä ei käyda aktiivista kauppaa sen mukaan miten hinnat markkinoilla vaihtelevat. Aktiivinen kaupankäynti aiheuttaa rahastolle suuremman kulurakenteen, kuin passiivisuus aiheuttaa indeksirahastolle. Vaikka indeksirahastot sijoittuvatkin aktiivisten sijoitusrahastojen keskiarvoa korkeammalle vuosittaisessa tuotossa, kustannusten jälkeen sijoittajien saama tuotto laskee vielä entisestään ja näin suurempi osa rahastoista häviää markkinatuotolle. Kyseinen ilmiö käsitetään toistuvana, vain vuosittaiset voittajat ja häviäjät vaihtavat osaa.

Kustannuksien vaikutus kasvaa ajan myötä, ja passiivisilla rahastoilla pitkällä aikavälillä saavutetaan aktiivisten rahastojen keskiarvoa parempi tuotto, mutta ei välttämättä yllätä vuosittaiseen parhaaseen tuottoon. Passiivisella sijoitusstrategialle tyypillistä indeksirahastoa voidaan pitää ideaalisena pitkän aikavälin varmana sijoituksena.

Indeksirahaston toiminta liitetään seuraamaan tiettyä suuntaa näyttävää indeksiä, jonka mukaan rahaston osakkeet kootaan. Indeksien seuraaminen perustuu indeksin liikkeellelaskijan harkintoihin muun muassa toimialahajautuksesta, yhtiöiden fuusioista ja osinkotapahtumista. Indeksia voidaan pitää suuntaa näyttävänä ohjeena rahaston salkun rakentamiseksi, joka on ulkoistettua salkunhoitoa indeksin laskijan toimesta. Rahastoyhtiön salkunhoitajille ainoaksi tehtäväksi jää seurata valittua indeksiä, joka on indeksilaskijan toimesta räätälöity suurille sijoittajamassoille.

Suurille sijoittajamassoille suunnatun räätälöinnin kautta saadaan näkyviin indeksirahastojen kustannustehokkuus.

Passiivinen sijoittaja kokee saman ongelmallisen ilmiön kuin aktiivinen sijoittaja, eli rahastoista vuosittaisten menestyjien löytämisen. Eri indeksit käyttäytyvät vuosittain eri tavalla, esimerkiksi tietynlaisilla periaatteilla koottu eurooppalainen osakeindeksi, tuottaa tänä vuonna enemmän, kuin toisenlaisilla periaatteilla koottu. Ei voida myöskään tietää etukäteen, mikä indeksi menestyy parhaiten milläkin aikavälillä. Passiivinen indeksisijoittaja saa kuitenkin etulyöntiaseman indeksirahastoja valitessaan. Pitkällä aikavälillä ammattimaisesti laaditut indeksit tuottavat lähes saman lopputuloksen, vaikka lyhyen aikavälin tuottoerot voivat olla suuret.

Tutkimusten ja yleisen tuottohistorian avulla sijoittajalle muodostuu kannattavaksi muodostaa osakesalkkansa ydin indeksirahastoista. Tämän tulisi tapahtua kustannustehokkaasti, maantieteellisesti ja toimialoittain hajautetusti sekä sijoittajalle riskiprofiililtaan sovitetusti. Passiivisten indeksirahastojen ympärille voidaan koota ETF -rahastoja ja myös lisäominaisuuksia aktiivisilla vaihtoehdoilla.

Kaiken kaikkiaan voidaan käsittää, että passiivinen sijoittaminen sopii kaikille sijoittajille ja toimii globaaleilla markkinoilla. Indeksisijoittajan ei tarvitse reagoida ennustuksiin eikä tulkita osakemarkkinoiden nykytilan vaihteluita. Indeksisijoittaja päättää oman riskinottohalunsa ja kokoaa sen mukaisen sijoitussalkun. Tutkimusten tulosten perusteella rahastoista menestyjien ja häviäjien erottaminen on huomattavasti hankalampaa mitä sijoittajat olettavat. Voittajat harvoin pystyvät suoriutumaan menneisiin ylituottoihin, kun taas huonoiksi tiedetyt rahastot yllättävät positiivisesti. Jatkuvien sijoitusvirheiden tekeminen kasvattaa pääomatulona verotettavia myynti - ja osto toimeksiantoja. Passiivisessa indeksirahasto-sijoittamisessa vältetään sijoitusvirheitä, jotka kertyessään koituvat sijoittajalle kalliiksi.

LÄHDELUETTELO

- Aarnio, Aulis (1978). *Mitä lainoppi on?* Helsinki: Tammi.
- Aktia (2011). *Tunnusluvut: Rahaston kaupankäyntikulut* [online]. Saatavissa internetissä: <URL: www.aktia.fi/sijoittaminen/rahastot/tunnusluvut>.
- Alfred Berg (2012). *Miksi hajautus pienentää riskiä, mutta ei tuottoa?* [online]. Saatavissa internetissä:<URL:http://www.alfredberg.fi/sites/FI/funds/fund_information/decentralization.page>.
- All Business (2006). *Active vs. Passive Stock Investing* [online]. Saatavissa internetissä:<URL:<http://www.allbusiness.com/personal-finance/investing-stock-investments/2984872-1html>>.
- Andersson, Nicholas (1998). *Sijoittamisen käsikirja*. Helsinki: Edita Oy Ab.
- Andersson, Edward & Esko Linnankangas (2006). *Tuloverotus*. Helsinki: Talentum Media Oy.
- Baird, Craig W. (2009). *Investing in Index Funds*. Florida etc.: Atlantic Publishing Group.
- Barker, Bill (2010). The Motley Fool. *Expense Ratios* [online]. Saatavissa internetissä: <URL:<http://www.fool.com/school/mutualfunds/costs/ratios.htm>>.
- Bench, Nachman. (2003). *The Smart Investor's Guide for Investing*. Bloomington :1st Books Library.
- Bernstein, Peter L. (1996). *Against the Gods*. Yhdysvallat : John Wiley & Sons.
- Bogle, John C. (2006). Bogle Financial Markets Research Center [online]. *The Relentless Rules of Humble Arithmetic*. Saatavissa internetissä: <URL:http://www.vanguard.com/bogle_site/sp20050210.htm>.

Bogle, John C (2010). *Common Sense on Mutual Funds*. Yhdysvallat: Hoboken.

Business Insider (2010). *Does Joel Greenblatt's Magic Formula Investing Have Any Alpha?* [online]. Saatavissa internetissä: <URL:http://articles.businessinsider.com/2010-11-19/wall_street/30002962_1_returns-joel-greenblatt-formula>.

Dalbar Inc (2008). *Quantitative Analysis of Investor Behavior* [online]. Yhdysvallat. Saatavissa internetissä: <URL: <http://www.scribd.com/doc/13096471/DALBAR-QAIB-2008>>.

Dalbar Inc (2011). *Quantitative Analysis of Investor Behavior* [online]. Yhdysvallat. Saatavissa internetissä:
<URL:http://www.qaib.com/public/downloadfile.aspx?filePath=freelook&fileName=adv_isonreditionfreelook.pdf>.

Deutsche Bundesbank (2011). Monthly Report 01/2011. *Investor Behaviour in Theory and Practise* [online]. Saatavissa internetissä:
<URL:http://www.bundesbank.de/download/volkswirtschaft/mba/2011/2011001mba_en_investor.pdf>.

Erola, Marko (2009). *Paras sijoitus*. 6. Painos. Helsinki: Talentum.

Evans, Richard E. (1999). *The Index Fund Solution*. New York etc.: Fireside.

Evanson Asset Management (2012). *A Comparison of Active and Passive Investment Strategies* [online]. Carmel, California. Saatavissa internetissä: <URL:
<http://www.evansonasset.com/>> .

Fama, Eugene F. & Merton H. Miller (1972). *The Theory of Finance*. Illinois: Drynden Press.

Ferri, Richard A. (2007). *All about the Index Funds*. 2. Painos. New York etc.: McGraw-Hill Books.

Finanssialan keskusliitto (2012). *Perustietoa Finanssialan keskusliitosta* [online]. Saatavissa internetissä : < URL:<http://www.fkl.fi/tietoa_meista/Sivut/default.aspx>.

Finanssi- ja vakuutuskoulutus (2012). *Sijoitusrahastojen kulut ja verot* [online]. Saatavissa internetissä: <URL: www.finva.fi/rikastu/saastamisenABC/sijoitusrahastot.html>.

Finanssivalvonta (2012) a. *Historia* [online]. Saatavissa internetissä: <URL: <http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Fiva/Organisaatio/Pages/Historia.aspx> > .

Finanssivalvonta (2012) b. *Tietoa Finanssivalvonnasta* [online]. Saatavissa internetissä: <URL: <http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Fiva/Pages/Default.aspx>>.

Finanssivalvonta (2011.) *ETF Riskit* [online]. Saatavissa internetissä: <URL: <http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Finanssiasiakas/Tuotteita/Sijoittaminen/ETF/riskit/Pages/Default.aspx>>.

Finanssivalvonta (2010). *Rahoitus- ja vakuutusvalvontaviranomainen* [online]. Saatavissa internetissä: <URL: http://www.fin-fsa.fi/fi/Fiva/Documents/Fiva_esite.pdf>.

Graff, Thomas D.D. & James M. Dugan (2001). Cavanaugh Capital Management. *Index Fund Critics* [online]. Saatavissa internetissä: <URL: http://www.indexfunds.com/articles/20010406_cavcap_iss_act_CCM.htm>.

Greenblatt, Joel (2010). *Magic Formula Investing* [online]. Saatavissa internetissä: <URL: http://www.magicformulainvesting.com/how_mfi_works.html>.

HE 238/1986. *Hallituksen esitys eduskunnalle sijoitusrahastolaiksi sekä laeiksi eräiden siihen liittyvien lakien muuttamisesta* [online]. Saatavissa internetissä: <URL:<http://edilex.fi/virallistieto/he/viitekortti/19860238>>.

HE 110/2003. *Hallituksen esitys eduskunnalle laeiksi sijoitusrahastolain sekä eräiden siihen liittyvien lakien muuttamisesta* [online]. Saatavissa internetissä:<URL:<http://edilex.fi/virallistieto/he/20030110>>.

- HE 102/2006. *Hallituksen esitys eduskunnalle laeiksi kiinteistörahastolain ja sijoitusrahastolain sekä eräiden niihin liittyvien lakien muuttamisesta* [online]. Saatavissa internetissä: <URL: <http://edilex.fi/virallistieto/he/20060102>>.
- HE 287/2009. *Hallituksen esitys eduskunnalle sijoitusrahastolain muuttamisesta* [online]. Saatavissa internetissä: <URL: <http://edilex.fi/virallistieto/he/20090287>>.
- HE 122/2010. *Hallituksen esitys eduskunnalle vuoden 2011 tuloveroasteikkolaiksi sekä laeiksi eräiden verolakien muuttamisesta* [online]. Saatavissa internetissä: <URL: <http://edilex.fi/virallistieto/he/20100122>>.
- Heakal, Reem (2009). Investopedia articles 19/08/2009. *What Is Market Efficiency?* [online]. Saatavissa internetissä: <URL: <http://www.investopedia.com/article/02/101502.asp#axzz1pvEhv11W>>.
- Hebner, Mark T. (2007). *Index Funds*. Irvine, California : IFA Publishing.
- Helsingin arvopaperipörssi (1997). *Arvopaperimarkkinalaki ja muuta arvopaperilainsäädäntöä*. Helsinki: Edita Oy.
- Helsingin avoin yliopisto (2003). *Perusasioita oikeustieteestä* [online]. Saatavissa internetissä: <URL: <http://www.avoin.helsinki.fi/kurssit/oikjohd/materiaali/osa1.html>>.
- Herrala, Olli (2012). *Varainhoito vahvaa bisnestä myös kriisiaikoina*. Kauppalehti, 13.4.2012. Helsinki: Kauppalehti Oy.
- Hulbert, Mark (2008). New York Times. *Can You Beat the Market?* [online] Saatavissa internetissä: <URL: <http://www.nytimes.com/2008/03/09/business/09stra.html>>.
- Hurmerinta, Mikko (2010). Arvopaperi. *Bo Lindforsin osakevinkit* [online]. Saatavissa internetissä: <URL: <http://www.arvopaperi.fi/uutisarkisto/arvopaperin+joulukalenteri+luukku+17/a739720?service=mobile>>.

- Hurri, Jan (2010). Taloussanomat. *Säästösi katoavat kuluihin* [online]. Saatavissa internetissä: <URL: <http://www.taloussanomat.fi/raha/2010/02/14/saastosi-katoavat-kuluihin/20102222/139> >.
- IFA (2012) a. Index Funds Advisors. 12 steps: Step 5. *Persistence in track records* [online]. Yhdysvallat. Saatavissa internetissä: <URL:<http://www.ifa.com/12steps/step5/step5page2.asp>>.
- IFA (2012) b. Index Funds Advisors. 12 steps: Step 5. *Spiva* [online]. Saatavissa internetissä:< URL: <http://www.ifa.com/12steps/step5/step5page2.asp>>.
- IFA (2012) c. Index Funds Advisors. *Portfolio 100* [online]. Saatavissa internetissä: <URL:<http://www.ifa.com/portfolios/p100>>.
- IFA (2012) d. Index Funds Advisors. *Portfolio 50* [online]. Saatavissa internetissä: <URL:<http://www.ifa.com/portfolios/p050>>.
- Iivonen, Seppo (2004). *Oikeuskäytäntö osana tuloverotuksen ohjausjärjestelmää*. Vaasa: Vaasan yliopisto, talousoikeuden laitos.
- Investori (2012) a. Sijoitusopas. *Sijoittajan verotus* [online]. Saatavissa internetissä: <URL: <http://www.investori.com/b/index.php/c19/>>.
- Investori (2012) b. Sijoitusopas. *Sijoitusrahastot* [online]. Saatavissa internetissä: <URL:http://www.investori.com/b/index.php/2012/01/11/rahastotahdet_eivat_takaa_tulevaa_menest_>.
- Johnsson, Malena, Henrik Lindholm & Peter Platan (2002) *Behavioral Finance* [online]. Lund : School of Economics and Management. Saatavissa internetissä:<URL: http://www.metaformula.com/supportfiler/article_johnssonm_behaviouralfinance90s.pdf >.
- Kahra, Hannu (2009). *Osakemarkkinoiden näkymät ja haasteet eläkesijoittamiselle*. Vaasa: Waasa Graphics Oy.

- Karttunen, Anu (2001). Talouselämä. *Älä sure kurssitappioita* [online]. Saatavissa internetissä: <URL: <http://www.talouselama.fi/sijoittaminen/ala+sure+kurssitappioita/a2049946>>.
- Karz, Gary (2011) *The Efficient Market Hypothesis & The Random Walk Theory* [online]. Los Angeles: Investor Home. Saatavissa internetissä: <URL:<http://www.investorhome.com/emh.htm>>.
- Kauppalehti (2010). *Indeksirahasto tuottoisin Suomi-rahasto tänä vuonna* [online]. Saatavissa internetissä: URL:<http://www.kauppalehti.fi/5/i/talous/uutiset/etusivu/uutinen.jsp?oid=20101252079&ext=rss>.
- Knuutinen, Reijo (2009). *Muoto ja sisältö vero-oikeudessa - erityistarkastelussa rahoitus- ja sijoitusinstrumentit*. Suomalaisen lakimiesyhdistyksen julkaisuja A-sarja N:0 292. Helsinki: Sanoma Pro Oy.
- Knuutinen, Reijo (2012). *Verosuunnittelua vai veron kiertämistä*. Helsinki: Sanoma Pro Oy.
- Koistinen, Jouni (2006). Investori Jäsenkirje. *Osta ja pidä –strategia* [online]. Saatavissa internetissä: <URL: <http://www.investori.com/jasenkirjeet/k060401.htm>>.
- Kulmala, Arja (2011). OP-Pohjola lehti 3/2011 [online]. *Indeksirahastoja – minulleko?* Saatavissa internetissä: <URL:<https://www.op.fi/op/henkiloasiakkaat/edut/indeksirahastoja---minulleko?cid=151535550&srcpl=3>>.
- Kuosmanen, Petri (2002). *Asunto- ja osakesijoitukset optimaalisessa portfoliossa*. Working papers 2. Vaasa: University of Vaasa.
- Kuosmanen, Petri (2005). *Osakemarkkinat ja talouskasvu Suomessa*. Working papers 5. Vaasa: University of Vaasa.
- Lindström, Kim (2005). *Menesty osakesijoittajana*. 2. Painos. Helsinki: Talentum.

- Malkiel, Burton (2003). *The Efficient Market Hypothesis and It's Critics. Journal of Economic Perspectives 17*. Yhdysvallat: American Economic Association.
- Mamudi, Sam (2009). *Active Management Loses in Risk Study*. Yhdysvallat: Wall Street Journal [online]. Saatavissa internetissä : <URL: <http://online.wsj.com/article/SB125496189450072189.html>>.
- Morningstar (2012) a. *Arvo Nordic Value Tuotto* [online]. Saatavissa internetissä: <URL: <http://www.morningstar.fi/fi/snapshot/snapshot.aspx?id=F0GBR06E15>>.
- Myrsky, Matti (2002). *Prejudikaattien merkitys verotuksessa*. Helsinki: Talentum media Oy.
- Myrsky, Matti & Jaakko Ossa (2008). *Verotuksen perusteet*. Helsinki: Talentum media Oy.
- Myrsky, Matti & Timo Rabinä (2010). *Henkilökohtaisen tulon verotus*. Helsinki: Talentum Media Oy.
- Mäntysaari, Petri (2001). *Arvopaperinvälittäjästä sijoitusneuvojaksi*. Helsinki: Lakimiesliiton kustannus.
- Määttä, Kalle (2007). *Veropolitiikka: Teoria ja käytäntö*. Helsinki: Edita Publishing Oy.
- Nordea (2012). *Rahastojen rahastot* [online]. Saatavissa internetissä: URL://<http://www.nordea.fi/Henkil%C3%B6asiakkaat/S%C3%A4%C3%A4st%C3%B6t+ja+sijoitukset/Neuvoja+sijoittamiseen/Rahastojen+rahastot/908212.html>>.
- Nykänen, Pekka (2004). *Julkisesti noteerattujen arvopapereiden luovutusvoitot henkilöverotuksessa*. Helsinki: Edita Prima Oy.
- Ossa, Jaakko (2002). *Sijoitustoiminnan verotus ja verosuunnittelu*. Helsinki: Talentum Media Oy.
- Ossa, Jaakko (2006). *Myyntivoittoverotus käytännössä*. Helsinki: Tietosanoma Oy.

Penny Sleuth (2006) *Can You Outpace the Market Threefold* [online]. Saatavissa internetissä: <URL: <http://pennysleuth.com/can-you-outpace-the-market-threefold/>>

Phillips, Don (2011). Morningstar. *Indeksi-intoilu mennyt liiallisuuksiin* [online]. Saatavissa internetissä: <URL: <http://www.morningstar.fi/fi/news/article.aspx?articleid=95749&categoryid=190>>

Piper, Mike (2009). *Investing Made Simple*. Chicago etc.: Simple Subjects.

Pomell, Peter (2009) *Sähläyksen mestarit*. Arvopaperi uutisarkisto [online]. Saatavissa internetissä:
URL:<http://www.arvopaperi.fi/uutisarkisto/sahlayksen+mestarit/a299342?service=mobile>.

Puttonen, Vesa & Erik Valtonen (1996). *Johdannaismarkkinat*. Porvoo: WSOY.

Puttonen, Vesa & Tero Kivisaari (1998). *Vaurastuminen: varteenotettava vaihtoehto*. Helsinki: WSOY.

Pylkkönen, Pertti (2002). *Suomen pankin keskustelualoitteita: Riskirahastot*. Helsinki: Suomen pankin monistuskeskus.

Pörssisäätiö (2009). *Pörssisäätiön artikkelit*. Sijoitusrahasto-opas [online] . Saatavissa internetissä: < URL: http://www.porssisaatio.fi/wp-content/uploads/2012/01/28002-sijoitusrahasto_opas_FI_lores.pdf >.

Pörssisäätiö (2012). *Verottaja hyväksyy edestakaiset osakekaupat* [online]. Saatavissa internetissä: <URL: <http://www.porssisaatio.fi/verottaja-hyvaksyy-edestakaiset-osakekaupat>>.

Rahastoraportti (2010). *Sijoitustutkimus*. Rahastoraportti 12/2010 [online]. Saatavissa internetissä:
<URL:<http://www.sijoitustutkimus.fi/palvelut/instituutiosijoittajille/rahastoraportti/rahastoraporttiarkisto/>>.

Rowland, Ron (2009). *The Market Oracle. Know Your ETF Sponsors* [online]. Saatavissa internetissä: <URL: <http://www.marketoracle.co.uk/Article15708.html>>.

Seligson (2012) a. *Passiivinen sijoittaminen* [online]. Saatavissa internetissä: <URL: www.seligson.fi/suomi/sijoitustieto/tiedostot/indeksisijoittaminen.htm>.

Seligson (2012) b. *Mikä on ETF?* [online]. Saatavissa Internetissä: <URL: <http://www.seligson.fi/omxh25/Suomi/etf/etf.htm>>.

Sharpe, William E. (1990). *Investments*. 4. painos. Yhdysvallat: Prentice- Hall.

Standard & Poor's (2012). *Indices versus Active* [online]. Yhdysvallat. Saatavissa internetissä: <URL: <http://www.standardandpoors.com/indices/spiva/en/us>>.

Taloussanomat (2009) a. *Sijoitusrahastoyhdistys yhdistyy Finanssialan keskusliittoon* [online]. Saatavissa internetissä: <URL: <http://www.taloussanomat.fi/raha/2009/06/05/sijoitusrahastoyhdistys-yhdistyy-finanssialan-keskusliittoon/200913936/139>>.

Talouselämä (2009) b. *Pieni veroporkkana voi olla iso kulukeppi* [online]. Saatavissa internetissä: <URL: <http://talouselämä.fi/uutiset/pieni+veroporkkana+voi+olla+iso+kulukeppi/a2086724>>.

Tolonen, Hannu (2003). *Oikeuslähdeoppi*. Helsinki: WSOY.

Vanguard (2012). *Vanguard Total World Stock ETF* [online]. Saatavissa internetissä: <URL: <https://personal.vanguard.com/us/funds/snapshot?FundId=3141&FundIntExt=INT#hist=tab%3A2>>.

Verohallinto (2012). *Sijoitusrahasto-osuudet* [online]. Saatavissa internetissä: <URL: [http://www.vero.fi/fiFI/Henkiloasiakkaat/sijoittaminen/sijoitusrahastoosuudet\(9739\)](http://www.vero.fi/fiFI/Henkiloasiakkaat/sijoittaminen/sijoitusrahastoosuudet(9739))>.

Verohallinto (2010). *Henkilöverotuksen käsikirja 2011*. Pääomatulolajin verotus [online]. Saatavissa internetissä: <URL:<http://www.vero.fi/download/noname/%7B4AE1584D-E1A4-4B42-858F-2450EA340253%7D/6843>>.

Wikström, Kauko (1999). *Yleiset opit verotuksessa ja vero-oikeudessa*. Turku: Grafia.

OIKEUSTAPAUSLUETTELO

Keskusverolautakunta

29.4.1996	KVL 1996:111	s.65
17.8.1998	KVL 1998:110	s.59
12.12.2001	KVL 2001:111	s.33
19.2.2003	KVL 2003:8	s.20

Korkein oikeus

23.9.2010	KKO 2011:5	s.30, 69
-----------	------------	----------

Korkein hallinto-oikeus

10.05.2000	KHO 2000:862	s.60
22.11.2002	KHO 2002:80	s.64, 65
4.2.2004	KHO 2004:8	s.66, 67
8.8.2007	KHO 2007:54	s.63
12.6.2009	KHO 2009:53	s.66
6.7.2009	KHO 2009:71	s.62
28.12.2010	KHO 2010:80	s.37
23.6.2011	KHO 2011:57	s.64
5.3.2012	KHO 2012:16	s.54