



Vaasan yliopisto
UNIVERSITY OF VAASA

Tauri Hietanen

Sijoitusrahastojen vastuullisuus

Suomalaisten sijoitusrahastojen vastuullisuuden sisällönanalyysi

Laskentatoimen ja rahoituksen yksikkö
Taloustieteen pro gradu -tutkielma
Taloustieteen maisteriohjelma

Vaasa 2020

VAASAN YLIOPISTO**Laskentatoimen ja rahoituksen yksikkö**

Tekijä:	Tauri Hietanen	
Tutkielman nimi:	Sijoitusrahastojen vastuullisuus : Suomalaisten sijoitusrahastojen vastuullisuuden sisällönanalyysi	
Tutkinto:	Kauppätieteiden maisteri	
Oppiaine:	Taloustiede	
Työn ohjaaja:	Petri Kuosmanen	
Valmistumisvuosi:	2020	Sivumäärä: 95

TIIVISTELMÄ:

Vastuullinen sijoittaminen on sijoittamisen historiassa nuori käsite, mutta sen kasvu on ollut viime vuosina voimakasta. Kasvu on näkynyt vastuullisuusperiaatteiden mukaisesti hallintoivan pääoman kasvuna ja eri sijoittajatahojen kasvavana kiinnostuksena. Myös kansainvälisesti huoli ilmasto- ja ympäristöasioista on kasvattanut halua löytää kestävämpiä rahoitusratkaisuja. Sijoitusrahastot ovat merkittävässä roolissa vastuullisuuden tuomisessa kotitalouksien ja yksityissijoittajien tietoisuuteen yritysten vastuullisuusraportoinnin ohella. Tutkimustieto sijoitusrahastojen vastuullisuusperiaatteiden raportoimisesta sijoittajien suuntaan on olematonta ja tästä tarvitaan lisätietoa. Tämän tutkielman tavoitteena on selvittää sijoitusrahastojen vastuullisuusperiaatteista sijoittajille tarjoaman informaation eroavuudet eri suomalaisten rahastoyhtiöiden välillä. Tutkimuksessa selvitetään myös tarvetta vastuullisuusperiaatteiden yhdenmukaiseen ja systemaattiseen informointiin.

Tutkimukseen liittyvä teoria selittää vapaaehtoista tiedonjulkistamista. Lisäksi käydään läpi aiempia tutkimustuloksia vastuullisuusluokittajien toiminnasta, vastuullisen sijoittamisen tuottavuudesta suhteessa perinteiseen sijoittamiseen ja sitä, mitkä tekijät vaikuttavat sijoittajien sijoituspäätöksiin. Tutkimuksessa esitetään myös kansallinen ja Euroopan unionin lainsäädäntö koskien rahastoyhtiöitä. Tutkimusaineisto kerättiin suomalaisten rahastoyhtiöiden verkkosivuilta huhtikuussa 2020. Tutkimusjoukkoon sisältyi yksi sijoitusrahasto jokaisen kymmenen suurimman Suomeen rekisteröidyn rahastoyhtiön rahastotarjoomasta, joista tieto saatiin Finanssi- ja varainhoidon sivuilta. Aineisto analysoitiin laadullista sisällönanalyysiä hyödyntäen.

Tulokset osoittavat, että rahastojen tuote-esittelysivuilla vastuullisuusperiaatteissa on eroavuuksia eri rahastoyhtiöiden välillä. Tutkitut rahastoyhtiöt noudattavat pääosin laajasti vastuullisuusperiaatteita sijoitustoiminnassaan, mutta niistä informoidaan tuote-esittelysivuilla suppeasti ja eriävästi. Rahastojen tuote-esittelysivuilla käytetään vain vähän vastuullisuuteen viittavia sanoja kolmea tutkittua rahastoa lukuun ottamatta. Tulokset tuovat esille mahdollisuuden vastuullisuusperiaatteiden yhdenmukaiseen ja systemaattiseen informointiin. Tulosten perusteella ehdotuksena on eri rahastoyhtiöille yhdenmukainen vastuullisuusperiaatteista kertova informointikehikko. Tulosten hyödyntäminen mahdollistaisi rahastojen tarkemman vertailun ja voisi osaltaan kannustaa ihmisiä sijoittamaan vastuullisempiin sijoituskohteisiin.

AVAINSANAT: rahastoyhtiöt, raportointi, sijoitusrahastot, vastuullisuus

Sisällys

1	Johdanto	7
2	Sijoittaminen	10
2.1	Sijoittamisen historiaa	11
2.1.1	Sijoitusteorian historia ja keskeiset teorit	15
2.1.2	Vastuullinen sijoittaminen, historia ja kehitys	17
2.2	Rahastojen historia ja kehitys	19
2.2.1	Sijoitusrahastomarkkina kansainvälisesti	21
2.2.2	Sijoitusrahastomarkkina Euroopassa	22
2.2.3	Sijoitusrahastomarkkina Suomessa	24
2.3	Vastuullinen sijoittaminen	25
2.3.1	Lähestymistavat vastuullisessa sijoittamisessa	28
2.3.2	Poissulkeminen	29
2.3.3	Suosiminen	30
2.3.4	Temaattinen sijoittaminen	30
2.3.5	Aktiivinen omistaminen	31
2.3.6	Vaikuttavuus- ja muutossijoittaminen	31
2.3.7	ESG-integrointi	32
3	Teoriaa ja tutkimuksia	33
3.1	Vapaaehtoisen tiedonjulkistamisen selittävät teorit	33
3.2	Yritysten yhteiskunnallinen tehtävä ja vastuut	35
3.3	Varainhoitajien yhteiskunnallinen tehtävä ja vastuut	37
3.4	Vastuullisen sijoittamisen luokittelu	38
3.5	Vastuullisen sijoittamisen tuottavuus	39
3.6	Sijoituspäätöksiin vaikuttavat tekijät	41
3.6.1	Tuoteinformaation vaikutus sijoittamiseen	43
3.6.2	Sijoituspäätöksiin vastuullisissa sijoituskohteissa vaikuttavat tekijät	43
4	Rahastoyhtiöihin kohdistuva lainsäädäntö	45
4.1	Kansallinen lainsäädäntö	46

4.2	Euroopan unionin asetukset	48
4.3	Kestävän rahoituksen kehitys ja lainsäädännön tulevat muutokset	51
5	Tutkimusaineisto ja analyysi	58
5.1	Aineisto	58
5.2	Tutkimusmetodologia	62
5.3	Aineiston analyysi	63
5.4	Tulosten analysointi	73
6	Johtopäätökset	76
	Lähteet	79
	Liitteet	92
	Liite 1. Nordean Eurooppalaiset Tähdet-rahaston tuote-esittelysivu (22.4.2020)	92
	Liite 2. Ålandsbankenin Europe Value-rahaston tuote-esittelysivu (22.4.2020)	95

Kuviot

Kuvio 1 Rahastojen maailmanlaajuinen jakauma eri omaisuuslajeihin vuoden 2019 lopussa.	22
Kuvio 2 Euroopan sijoitusrahastojen arvo vuosina 2015–19.	23
Kuvio 3 Suomeen rekisteröityjen rahastojen rahastopääoman jakauma 2019.....	25

Taulukot

Taulukko 1 Vastuullisen sijoittamisen eri sijoitusvaihtoehdot.	26
Taulukko 2 Vastuullisen sijoittamisen lähestymistavat.	29
Taulukko 3 Rahastoyhtiöiden markkinaosuudet tammikuussa 2020.	59
Taulukko 4 Tutkittavat rahastot ja perustiedot.	61
Taulukko 5 Vastuullisuuskriteerit tarkasteltavissa rahastoissa.	64
Taulukko 6 Vastuullisuuteen liittyvien sanojen esiintymismäärät tuote-esittelysivulla.	68
Taulukko 7 Vastuullisuusperiaatteista tuote-esittelysivulla ilmoittamisen informointikehikko.	71

Lyhenteet

YK	Yhdistyneet kansakunnat
EU	Euroopan unioni
ESG	Environment, Social and Governance
eea.	Ennen ajanlaskun alkua
LSE	London Stock Exchange
ETF	Exchange Traded Fund
CAP-malli	Capital Asset Pricing-malli
CSR	Corporate Social Responsibility
SRI	Socially Responsible Investment
MiFID	Markets in Financial Instruments Directive
PRIIP	Packaged retail and insurance-based investment products

UCITS	Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities
AIFM	Alternative Investment Fund Managers
HLEG	High-Level Expert Group

1 Johdanto

Kaupankäynti ja sijoittaminen erilaisissa muodoissa ovat olleet jo pitkään osa ihmiskunnan sosiaalista kanssakäymistä. Sijoittamisen muodot ovat kehittyneet erityisesti viimeisen noin sadan vuoden aikana ja sijoittaminen on valtavirtaistunut valtaeliitin hallusta yhä suuremmalle joukolle ihmisiä. Valtavirtaistumisessa merkittävässä roolissa ovat olleet sijoitusrahastot, joiden avulla pienen sijoitettavan varallisuuden omaava henkilö on voinut sijoittaa kustannustehokkaasti ja hajauttaa sijoituksensa useisiin yhtiöihin ja omaisuusluokkiin samanaikaisesti. Sijoitusrahastot ovat näin luoneet mahdollisuuden hyödyntää sijoitusteoriassa havaitun hajauttamishyödyn, jonka Markowitz (1952) puki matemaattiseen muotoon. Näin kotitalouksille on syntynyt mahdollisuus omistamisen avulla vaurastua. Rahastot ovat hyvä tuote myös pankeille ja erilaisille finanssilaitoksille niistä perittävien kulujen vuoksi. Muutaman viime vuosikymmenen aikana on ymmärretty, että ihmisen toimet aiheuttavat maapallon ilmastolle ja ympäristölle epäedullisia muutoksia ja tämän kehityskulun muuttamiseksi on luotu valtioiden välinen Pariisin ilmastopöytäkirja (UNFCCC, n.d.). Arvoihin perustuvan eettisen sijoittamisen pohjalta (Hyrskke ja muut, 2020, s. 32) ja ilmastoon sekä ympäristöön liittyvän huolen kautta sijoittamisessa on noussut esille vastuullisuusperiaatteet, jotka luotiin YK:n tukemien vastuullisen sijoittamisen periaatteiden myötä vuonna 2006 (ks. UNPRI, 2019).

Tässä tutkimuksessa käsitellään sijoitusrahastoja ja keskitytään erityisesti suomalaisten rahastoyhtiöiden sijoitusrahastoihin. Käsittelyn näkökulmana on vastuullinen sijoittaminen ja vastuullisuusperiaatteet. Aihe valikoitui sijoittamisen henkilökohtaisen kiinnostuksen ja yhteiskunnassa vastuullisuuden kasvavan merkityksen perusteella. Vastuullista sijoittamista on tutkittu erilaisista näkökulmista, mutta sijoitusrahastojen vastuullisuusperiaatteista ei ole aiempia tutkimustuloksia. Tutkimukseen valittu näkökulma on siis tuore ja kiinnostava talouden laajemmassa kontekstissa. Sijoitusrahastomarkkinan arvo vuonna 2019 oli maailmanlaajuisesti noin 52,7 biljoonaa euroa (EFAMA, 2020a) ja vastuullisen sijoittamisen alaiset pääomat ovat kasvaneet viime vuosina selvästi. GSIA (2018, s. 8) arvioi vastuullisen sijoittamisen arvoksi 30,7 biljoonaa dollaria.

Tutkimusaiheeseen liittyy myös lainsäädännöllinen näkökulma ja rahastoyhtiöiden on lain mukaan kerrottava tietyt perustiedot rahastosta. Rahastoille ei ole kuitenkaan lainsäädännössä määritelty mitään vastuullisista periaatteista raportoisesta. Parin viime vuoden aikana Euroopan unioni on luonut toimintasuunnitelman kestävän rahoituksen edistämiseksi ja aloittanut suunnitelman toteuttamisen.

Tutkielman tavoite on vastata kysymykseen siitä, miten vastuullisuusperiaatteet eroavat suomalaisten sijoitusrahastojen tuote-esittelysivuilla? Lisäksi pyritään löytämään vastaus siihen, voiko vastuullisuusperiaatteista informoimista systematisoida ja yhdenmukaistaa? Pyrkimyksenä on tutkimuksen avulla saada vastaukset näihin kahteen tutkimuskysymykseen, herättää ajatuksia ja luoda pohja mahdollisille jatkotutkimuksille aihealueesta.

Tutkimuskysymyksiä tarkastellaan laadullisen sisällönanalyysin menetelmällä aineiston luonteen vuoksi. Koska sijoitusrahastojen vastuullisuusperiaatteista kertomisesta ei ole aiempaa tutkimusta, tämä tutkimus tuo esille merkittävää tietoa siitä, miten rahastoyhtiöt Suomessa kertovat käytetyistä vastuullisuusperiaatteista rahastokohtaisesti. Kun vastuullisuudesta kertomisen yhtäläisyydet, eroavuudet ja pääpiirteet rahastotasolla tiedetään, on mahdollista kehittää yhdenmukaisempaa vastuullisuudesta informoimista, jolloin rahastojen kautta sijoittavat tahot saavat rahastoja vertaillessaan heti paremman kuvan siitä, mihin kaikkeen sijoitusrahasto tukeutuu portfolionsa rakentamisessa ja tuoton tavoittelussa. Tutkimustulokset antavat myös mahdollisuuden rahastoyhtiöitä koskevan lainsäädännön kehittämiseksi ja mahdollisesti helpottavat sijoitusrahastojen valvontatyötä. Rahastoyhtiöille tutkimus antaa työkaluja nykyistä selkeämpään ja tehokkaampaan raportointiin. Laajemmin talouden kannalta finanssitoimijoiden läpinäkyvä toiminta on eduksi.

Tämän tutkielman ensimmäinen osio tuo esille, miten ja mitä kehityspolkua pitkin sijoittaminen on kehittynyt, mitkä keskeiset teoriat ovat muovanneet sijoitustoimintaa ja mihin vastuullinen sijoittaminen sijoittuu tässä kaikessa. Tämän jälkeen pureudun

rahastojen kehitykseen ja rahastomarkkinan tämänhetkiseen tilaan Suomessa ja maailmalla. Käsittelyssä ovat myös vastuullisen sijoittamisen eri sijoitusmuodot ja lähestymistavat. Toisessa osiossa tuon esille tutkimustietoa vastuullisesta sijoittamisesta eri näkökulmista ja luon teoreettista taustaa tutkimukselle. Kolmas osio tuo ilmi lainsäädännön vaatimukset rahastoja kohtaan Suomessa ja EU:ssa sekä lakien tulevaisuuden kehityssuuntaa. Tämän jälkeen syvennyttään itse tutkimukseen ja käydään läpi mistä aineisto koostuu, mitä tutkimusmenetelmää käytetään, analysoidaan aineisto ja käydään keskeiset tutkimustulokset läpi. Viimeinen osio tekee johtopäätökset koko tutkimuksesta.

2 Sijoittaminen

Sijoittaminen on merkittävässä roolissa nyky-yhteiskunnan kaikessa toiminnassa ja sen juuret juontavat pitkälle ihmishistorian menneisyyteen. Sijoittamisen voidaan katsoa kehittyneen erilaisten tavaroiden vaihdannasta, joka on ajan saatossa kehittynyt kaupan käynniksi ja josta on myöhemmin kehittynyt nykyisenkaltaista sijoitustoimintaa. Jotta sijoittamista on mahdollista käsitellä ja tutkia, on se määriteltävä mahdollisimman tarkasti. Lainaan sijoittamisen määritelmässä pääasiassa Hyske ja muut (2020, s. 18) hahmottelemaa sijoittaminen termin määritelmää: Sijoittamisella tarkoitetaan sellaista toimintaa, jossa pyritään tekemään tuottoa käymällä kauppaa tai pitämällä hallussa erilaisia rahoitusinstrumentteja tai omaisuuslajeja. Sijoittamisessa keskeisessä roolissa on tuoton tavoittelu eli sijoitetun pääoman kasvattaminen. Tuoton tavoitteluun liittyy kuitenkin aina riski siitä, että pääomasta osa tai kaikki voidaan menettää.

Tutkielmassa keskeisessä roolissa on vastuullinen sijoittaminen, joten on olennaista määritellä vastuullisuus sijoittamisen kontekstissa. Sijoittamisen kontekstissa vastuullisuudella tarkoitetaan ympäristönäkökulmien, sosiaalisen vastuun ja hallintotapa-asioiden huomioon ottamista sijoitusprosessissa eli niin kutsuttuja ESG-tekijöitä (Environment, Social, Governance). ESG-tekijöiden huomioiminen on tarkoitus tehdä niin, että sijoitusten tuotto- ja riskiprofiili paranevat (Hyske ja muut, 2020, s. 22). Vastuullisessa sijoittamisessa otetaan siis huomioon ESG-tekijät ja pyritään tekemään positiivista tuottoa eri omaisuuslajeilla huomioiden riski pääoman menettämisestä. Jokaiseen ESG-tekijään liittyy useita huomioitavia seikkoja. Ympäristönäkökulman huomioimiseen voidaan liittää esimerkiksi ilmastonmuutos, jätteet, saasteet, luonnonvarojen ehtyminen ja metsäkato (UNPRI, n.d.). Vastuullinen sijoittaminen on kasvanut viimeisten kahden vuosikymmenen aikana merkittävästi ja vuonna 2018 vastuullisten sijoitusten markkinan arvoksi viidellä suurimmalla markkina-alueella arvioitiin 30,7 biljoonaa dollaria (GSIA, 2018, s. 8). Myös tiedon ja tutkimusten määrä on kasvanut sekä yhä useampi sijoittaja miettii vastuullisuuden kysymyksiä sijoituspäätöksiä tehdessään. Jotta vastuullisen sijoittamisen voi asettaa oikeaan kontekstiin, on hyvä tehdä lyhyt katsaus sijoittamisen ja sijoitusteorian historiaan niin, että ymmärtää paremmin sen kehityskaaren, jonka seurauksena

myös vastuullinen sijoittaminen on kehittynyt. Kehityskaaren läpikäyminen johdattaa vastuullisen sijoittamisen historiaan, rahastojen historiaan ja nykytilaan Suomessa ja maailmalla. Lopuksi käyn läpi mitä kaikkia sijoitusmahdollisuuksia vastuullinen sijoittaminen koskee ja mitä lähestymistapoja ESG-sijoittamisessa käytetään.

2.1 Sijoittamisen historiaa

Sijoittamista jonkinlaisessa muodossa oli jo, kun maanviljelyä harjoitettiin Mesopotamiassa, nykyisen Irakin, Syyrian, Iranin ja Turkin alueella neljännellä vuosituhannella eaa. Aluksi hallitsijat omistivat maa-alueet, mutta historiallisissa dokumenteissa on myöhemmin todisteita siitä, että varakkaat kansalaiset vuokrasivat viljelyalueita toisille, vähempiarvoisille kansalaisille, jotka joko itse viljelivät maata tai käyttivät siihen työvoimaa, kuten orjia. Kreikasta ennen ajanlaskun alkua on myös todisteita eräänlaisesta remontointi-investoinnista, jossa ensin ostetaan huonokuntoista omaisuutta ja tehdään muutoksia, jotka parantavat omaisuuden kuntoa, jonka jälkeen omaisuus myydään uudelle omistajalle. (Reamer & Downing, 2016, s. 14–21.) Rooman valtakunnan aikana sijoittaminen koki vahvan kasvun ajan ja esimerkiksi 200–80 eaa. kiinteistöt ja niiden ympäröivät maat olivat suuressa roolissa varallisuuden kasvattamisessa. Rooman valtakunnan aikaan omistettujen maiden ja kiinteistöjen hallinnoinnin delegoiminen jollekin toiselle oli yleistä, koska monet omistuksista olivat pitkän matkan päässä omistajan asuinpaikasta. Rooman valtakunnassa maanomistusta ja maataloutta pidettiin arvostettavana varallisuuden lähteenä, mutta tämän lisäksi kauppaa käytiin ympäri valtakuntaa (Cartwright, 2018). Rahoitustoiminta oli pääosin vielä paikallista, mutta kauppiat saattoivat myös lainata rahaa lähtösatamasta ja maksaa lainan pois kohdesatamassa.

Rahan lainaamisesta on merkkejä egyptiläisissä savitauluissa jo 3000 vuotta eaa. ja aluksi lainan vakuutena toimi lainaajan, hänen perheensä tai arvostetun kolmannen osapuolen maine (Reamer & Downing, 2016, s. 21–25). Lainaamisen ja kaupankäynnin kasvuun vaikuttivat fyysisen rahan, jalometalleista valmistettujen kolikoiden valmistaminen (Roberts, 2011). Alkuaikoina lainat menivät pääasiassa kulutukseen, korot saattoivat olla suuria ja

eräs vanhimpia lainausmuotoja oli varhainen versio remburssista, jossa pankkiiri toimi molempien osapuolten maksujen välittäjänä. Kreikassa ennen ajanlaskun alkua lainat olivat pääosin lähipiirille korottomina myönnettyjä lainoja, mutta myös pankkitoimintaa harjoitettiin entisten orjien tai muiden vähempioikeuksisten toimesta (Reamer & Downing, 2016, s. 25–28). Tuohon aikaan vapaat kansalaiset eivät osallistuneet pankkitoimintaan. Myöhemmässä vaiheessa lainan vakuutena toimi kiinteä omaisuus, pääasiassa talo. Rooman valtakunnan aikana lainaaminen monipuolistui ja laajeni ja sitä harjoittavien sosiaalinen status yhteiskunnassa parani. Kiinasta löytyy pitkä lainaamisen historia ja siellä koronkiskontaan ovat usein osallistuneet valtio, buddhalaismunkit ja korkeat virkamiehet. Lainauskannat ovat vaihdelleet eri aikakausilla ja alueilla ja esimerkiksi katolinen kirkko virallisesti kielsi koron vastaanottamisen 1800-luvun alkuun asti. Uskonnosta tiukimmin korkojen perimiseen on suhtautunut Islamin usko, jossa sen katsotaan olevan syntiä ja sitä ei saisi harjoittaa (Reamer & Downing, 2016, s. 28–39).

Rooman valtakunnasta keskiajalle tultaessa kaupankäynnin merkitys kasvoi ja monipuolistui. Italian kaupunkivaltioissa 1200–1400-luvuilla käytiin vilkkaasti kauppaa meriteitse ja pankkitoiminta kasvoi huomattavaksi (Reamer & Downing, 2016, s. 40–44). Näihin aikoihin kehiteltiin velkainstrumentti, jolla oli mahdollista käydä kauppaa julkisesti. Investointipankkitoimintaa harjoittivat kauppiaat, ensin Italian kaupunkivaltioissa ja myöhemmin 1600-luvulla pankkitoiminnan keskuksiksi nousivat Amsterdam ja Lontoo (Fohlin, 2016). Sekundaariset markkinat olivat kuitenkin vielä pienet, koska ostajia ja myyjiä oli verraten vähän ja rahoitusta myönnettiin pääasiassa hallitsijoille, kuninkaallisille ja kirkon johdolle. 1500-luvulta lähtien alkoi muodostua pörssijä pohjoisempaan Eurooppaan, joissa saattoi käydä kauppaa osakkeilla, velalla ja alkuun myös kauppatavaralla (Reamer & Downing, 2016, s. 83–85). Vaihdannan ja kiinnostuksen lisääntyminen johtivat moderin pörssin perustamiseen Amsterdamiin 1600-luvulla. Markkinat kehittyivät vaihteittain välillä voimakkaasti kasvaen ja välillä supistuen sotien, nälänhädän ja poliittisen epävarmuuden vuoksi (Casson & Lee, s. 17-18). Keskiajalla kaupankäynnin kesukset kehittyivät ja kauppaa käytiin kasvavissa määrin eri alueiden välillä, mutta samalla myös epävirallisia kauppapaikkoja muodostui. Japani saarivaltiona kävi vilkasta sisäistä

kauppaa ja Osakassa 1500-1600-luvuilla hyödykkeitä välittäneet tahot erikoistuivat kaupankäynnissä niin pitkälle, että he saattoivat käydä kauppaa esimerkiksi ainoastaan kuitatulla kalalla (Reamer & Downing, 2016, s. 44–48). Riisin vaihdannassa tehtiin sopimuksia, jotka muistuttivat nykypäivän futuurisopimuksia.

Teollinen vallankumous kehitti sijoitustoimintaa jälleen eteenpäin ja mahdollisti suuremman sekä tehokkaamman tuotteiden valmistusprosessin. Ensimmäisessä teollisessa vallankumouksessa kiinteää pääomaa sitoutui verraten vähän ja omistajien rahoitustarve kohdistui käyttöpääomaan, jota tarvittiin suhteessa enemmän. Englannissa perustettiin Englannin pankki vuonna 1694, aluksi mahdollistamaan velan hankkiminen valtiolle. Maailman vanhin operatiivinen pankki on kuitenkin italialainen Monte dei Paschi di Siena (Treanor, 2016) ja vanhin keskuspankki on Ruotsin keskuspankki, joka on perustettu 1668 (Sveriges Riksbank, n.d.). Englannissa 1700-luvulla pankkien määrä kasvoi voimakkaasti ja Lontoon ulkopuoliset pankit alkoivat rahoittamaan yritteliäisyyttä rauhallisina ajanjaksoina. 1800-luvulla pankit alkoivat fuusioitumaan ja kasvamaan koossa, jonka seurauksena pankkien kokonaismäärä pieneni merkittävästi, mutta jäljelle jääneiden pankkien haarakonttoreiden määrä kasvoi voimakkaasti (Reamer & Downing, 2016, s. 70–75; Cameron, 1963, s. 126–131).

Toisessa teollisessa vallankumouksessa koneiden ja kiinteän pääoman tarve kasvoivat, joiden myötä rahoitusta täytyi entistä useammin hakea pankeista. Suuria investointeja tarvitsivat usein valtiot erityisesti sotahankkeidensa rahoittamiseen, mutta 1830-luvulla myös rautateiden rakentamisbuumin alkuaika vaati merkittäviä investointeja, jolloin investointipankkien rahoitusta tarvittiin kasvavissa määrin (Fohlin, 2016). Talouden ja sijoitustoiminnan kasvuun vaikuttivat pankkitoiminnan muodot, mistä esimerkkinä 1800-luvun ensimmäisellä puoliskolla Skotlannin pankit tehostivat toiminnallaan talouden kasvua, kun taas Ranskassa Pariisissa perustetun pankin hankkima monopoliasema hidasti maan talouden kasvua (Cameron, 1963, s. 117–126).

Teollisen vallankumouksen myötä myös pörssitoiminta kehittyi ja ensimmäinen virallinen organisoitu pörssimarkkinapaikka muodostui Pariisiin 1724, jolla oli omat säännöt ja hallinnointi (Reamer & Downing, 2016, s. 84–85). Vuonna 1760 Englannin valtionvelkaa omisti 60 000 henkilöä, joka vastasi hieman yli prosenttia maan väestöstä. Omistaminen oli kasvamassa suuremman ihmisjoukon mahdollisuudeksi, mutta oli yhä varsin harvinaista. Yhdysvalloissa pörssi alkoi kehittyä 1700-luvun lopulla. Yhdysvaltoihin kehittyi virallinen pörssi ja niin kutsuttu reunuskivi- tai katupörssi, joissa käytiin kauppaa osakkeilla ja velkakirjoilla (Neal, 2016). Teollinen vallankumous, yritystoiminnan kasvu ja pörssitoiminnan kehitys muuttivat kaupankäyntiä yhä kansainvälisemmäksi. Markkinapaikkojen kehityksen kärjessä suuren osan 1800-luvusta oli Lontoon pörssi, LSE, mutta myös muissa maissa kansallisia pörssijä perustettiin palvelemaan kasvavaa sijoitustoimintaa (Neal, 2016). Reamerin ja Downingin (2016, s. 89–90) mukaan pörssin kasvua vauhdittivat kommunikoinnin helpottuminen, kun 1844 kehitettiin lennätin ja 1876 puhelin. Kaupankäyntivolyymit kasvoivat merkittävästi 1900-luvun alkuun tultaessa, mutta kaikesta kehityksestä huolimatta verrattain harva sijoitti, koska osakkeilla käytiin kauppaa isoissa, usein vähintään 100 osakkeen erissä. Sijoittajien suhteellinen määrä populaatiosta on kasvanut 1900-luvun toisella puoliskolla ja pörssit ovat konsolidoituneet muutamien isojen kansainvälisten toimijoiden omistukseen (Reamer & Downing, 2016, s. 90–95).

Sijoittamisesta on tullut mahdollista suurelle joukolle ihmisiä eri yhteiskuntaluokista 1900-luvun jälkipuoliskolla ja 2000-luvulla. Aiempina vuosisatoina vain eliitti tai eliitti ja varakas keskiluokka, kuten kauppiaat olivat voineet omistaa osakkeita ja muuta tuottavaa omaisuutta, mutta nyt myös tavalliset ihmiset ovat päässeet nauttimaan sijoittamisen hyödyistä. Sijoittamisen mahdollistamiseksi on kehitetty monia uusia tapoja ja instrumentteja sijoittaa, kuten ETF:t ja erilaiset johdannaiset sekä paketoitua sijoitustuotteita (ks. Atkins, 2013). Toinen merkittävä muutos on ollut se, että aiemmin suurin osa omaisuudesta oli yksityishenkilöiden hallussa, mutta nyt yli puolet omaisuusluokista ovat erilaisten instituutioiden ja säätiöiden hallussa (Reamer & Downing, 2016, s. 122–23).

2.1.1 Sijoitusteorian historia ja keskeiset teoriat

Sijoittamisen pitkästä historiasta huolimatta sijoitusteoria alkoi muodostumaan pääasiassa vasta 1900-luvun alussa, minkä jälkeen sitä on kehitetty ja muokattu vuosien saatossa. Iso osa tämänhetkisestä kaupankäynnistä perustuu siis viimeisen noin sadan vuoden aikana kehitettyyn sijoittamisen teoriapohjaan.

Louis Bachelier teki vuonna 1900 lopputyönsä yliopistoon ranskalaisista johdannaisista ja tämän työn voidaan katsoa olevan ensimmäisiä sijoitusteoreettisia tutkimuksia (Reamer & Downing, 2016, s. 230). Bachelier mallinsi ranskalaisia johdannaisia edistyneen matematiikan keinoin ja hänen tutkimuksensa toi suuremman tiedeyhteisön tietoisuuteen paljon myöhemmin Paul Samuelson. Samuelson kehitti johdannaisteoriaa pidemmälle ja korjasi Bachelierin tutkielman virheitä (Reamer & Downing, 2016, s. 234–35). Optioiden ja muiden johdannaisten hinnoittelumallin formuloivat hyödynnettävään muotoon Scholes ja Black (1973) tutkimuksessaan optioiden hinnoittelusta. Matemaattisesti hinnoittelumallia monipuolisti vielä Merton (1973) omalla tutkimuksellaan. Black-Scholes-Merton optionhinnoittelumalli on hyvin käyttökelpoinen, koska sen laskenta perustuu alla olevan omaisuustyyppin arvon johtamiseen, esimerkiksi osakejohdannaisen arvon laskennassa käytetään alla olevan osakkeen arvoa. Merkittävää sijoitusteoriaa tuotti myös Irving Fisher, joka kehitti sijoituksen nykyarvon laskentaa ja tutki myös reaali- ja nominaalikorkojen eroavaisuutta, indeksointiteoriaa ja rahamäärän teoriaa (Reamer & Downing, 2016, s. 231–32).

John Burr Williams kehitti nykyisin tunnetun kassavirran diskonttausmallin, jonka kehitykseen myös Fisher vaikutti (Reamer & Downing, 2016, s. 232–33). Williamsin lopputyö Harvardin yliopistossa käsitteli osakkeen arvostusta, josta kävi ilmi, että diskonttaamalla kaikki odotetut tulevaisuuden osingot saadaan laskentakaava osakkeen tämänhetkisellem arvolle. Franco Modigliani ja Merton Miller antoivat oman panoksensa sijoitusteorian kehittymiseen tutkimalla, kuinka erilaiset pääomat vaikuttavat arvostukseen. Heidän 1958 julkaistun tutkimuksen pohjalta syntyi Modigliani-Miller teoreema (Reamer & Downing, 2016, s. 233–34). Teoreeman lähtökohtana on tietyt oletukset, joihin

kuuluvat esimerkiksi, ettei ole veroja, konkurssikuluja tai informaation asymmetriaa. Alkuelettamuksien pohjalta teoreeman lopputulema on, että yrityksen arvon tulisi olla riippumaton sen rahoituksen rakenteesta eli siitä, paljonko yrityksellä on suhteessa velkaa ja omaa pääomaa.

Sijoitusten hajautuksen merkitys ja hajautuksen puutteen tuoma riski ovat olleet tiedossa jollain tasolla jo vähintään vuosisatoja, mutta vasta Markowitz (1952) puki hajautuksen hyödyntämisen matemaattiseen muotoon. Mallissa kuvataan riskin ja tuoton suhdetta ja siinä määritellään tehokas rintama, jossa tietyllä annetulla riskitasolla saa parhaan mahdollisen tuoton. James Tobin kehitti tätä mallia vielä eteenpäin lisäämällä yhtälöön riskittömän koron vuonna 1958 (Reamer & Downing, 2016, s. 238–45). Sharpen (1964) ja Lintnerin (1965) kehittämä CAP-malli hyödynsi Markowitzin teoriaa. CAP-mallin avulla voidaan laskea, onko tietyn sijoituskohteen lisääminen omaan portfolioon kannattavaa tietyllä tuotto-odotuksella. Mallissa keskeisessä roolissa ovat riskitön korko ja kohteen beeta, joka kertoo sijoituskohteen riskisyydestä suhteessa markkinarisktiin.

Eugene Fama ja Kenneth French tutkivat osaketuottoja ja kehittivät vuonna 1992 CAP-mallin pohjalta version, jossa he ottivat beetan lisäksi yrityksen koon ja arvon kuvaamaan yrityksen suoriutumista markkinaa nähden (Reamer & Downing, 2016, s. 245). Heidän kolmen faktorin mallissa koko-faktori saadaan yrityksen markkina-arvosta ja arvo-faktori saadaan yrityksen kirja-arvosta suhteessa markkina-arvoon. Fama (1970) on kehittänyt myös tehokkaiden markkinoiden hypoteesin. Tehokkaat markkinat jaetaan hypoteesissa kolmeen muotoon: heikkoon, keskivahvaan ja vahvaan. Heikossa muodossa markkinoiden tulevia hintoja ei voida ennustaa nykytiedon valossa, eikä siten teknisestä analyysistä ole hyötyä. Keskivahvassa muodossa markkinahintoihin sisältyy kaikki julkinen informaatio ja vahvassa muodossa myös yksityinen julkistamaton informaatio. Hajauttamiseen liittyvän tuoton ja riskin teorit lähes poikkeuksetta olettavat riskin olevan normaalijakautunut. Tällainen riskin jakauma ei pysty välttämättä ottamaan huomioon poikkeustapauksia, kuten vuoden 2007–2009 finanssikriisiä. Tästä ongelmasta on kirjoittanut Taleb (2008), joka käy läpi ja pohtii epätodennäköisiä, mutta omaisuuden arvoon

merkittävästi vaikuttavia tapahtumia ja ihmisten varautumattomuutta niihin, koska oletetaan, että normaalijakauma on todellinen kuvaus siitä, mitä taloudessa ja markkinoilla tapahtuu kaikkina aikoina.

Uusinta sijoitusteoriaa edustaa behavioristinen rahoitustiede, joka kiinnittää huomiota ihmisten käyttäytymiseen. Behavioristisen rahoitustieteen tutkimuksia ovat tuottaneet muiden muassa Daniel Kahneman, Amos Tversky ja Richard Thaler (Reamer & Downing, 2016, s. 251–54). Kahneman ja Tversky (1979) kehittivät prospektiteorian odotusarvoisen hyötyteorian kritiikkinä. Prospektiteorian päätelmänä on, että ihmisillä on taipumus päätyä tekemään epäjohdonmukaisia valintoja, kun heille esitetään todennäköisyyksiltään samat vaihtoehdot eri muodoissa. Tämä tarkoittaa sitä, että ihmiset ovat valmiita sietämään enemmän riskiä välttääkseen tappiot, koska ne tuntuvat epämieluisammilta, kuin vastaavansuuruiset tuotot. Tämä käyttäytymistieteellinen osa-alue on tullut osaksi sijoitusteoriakenttää viimeisimpänä 1970-luvulta lähtien (Reamer & Downing, 2016, s. 251–54).

2.1.2 Vastuullinen sijoittaminen, historia ja kehitys

Vastuullinen sijoittaminen nykyisenkaltaisessa muodossaan on varsin nuorta ja koko termi tuli käyttöön suomen kieleen vasta 2006, kun YK:n tukemat vastuullisen sijoittamisen periaatteet luotiin (Hyrskke ja muut, 2020, s. 31). Vastuullinen sijoittaminen kehittyi eettisen sijoittamisen pohjalta, jossa arvot ohjaavat sijoitustoimintaa. Eettisessä sijoittamisessa tuottoja tärkeämpää on sijoittaa niiden arvojen mukaan, jotka ovat itselle tärkeitä. Tärkeimpänä eettisen sijoittamisen työkaluna on poissulkeminen. Yleisimpiä poissuljettuja toimialoja ovat olleet aseet, tupakkateollisuus, alkoholi, aikuisviihde ja uhkapelit (Hyrskke ja muut, 2020, s. 32, 34). Vastuullista sijoittamista historiallisesti edeltänyt eettinen sijoittaminen tukeutui arvoihin ja strategiana oli vastuullisen sijoittamisen nykykäsitteksen katsantokannasta suppea ja yksinkertainen poissulkemisen lähestymistapa. Historiallisesta kytköksestä huolimatta on ymmärrettävä, että vastuullinen sijoittaminen on laajempi käsite ja lähestymistavoiltaan monipuolisempi kuin eettinen sijoittaminen.

Ensimmäisenä eettisenä sijoittajana on usein pidetty kveekareita, jotka olivat Englannista lähtöisin oleva uskonryhmä (Maclean, 2012, s. 100). He esimerkiksi vastustivat orjuutta välttämällä sokeria ja siihen sijoittamista 1600-luvun lopulla ja 1800-luvulla myös alkoholia ja aseita. Myöhemmin 1960- ja 1970-luvuilla sosiaalisesti vastuullisen tai eettisen sijoittamisen huolenaiheisiin nousivat erityisesti Yhdysvalloissa Vietnamin sota, ydinvoima, työntekijöiden ja naisten oikeudet (Maclean, 2012, s. 100). Isossa-Britanniassa perustettiin vuonna 1984 ensimmäisiin eettisiin rahastoihin lukeutuva Friends Provident -rahasto, jonka juuret ovat kveekareiden perustamassa henkivakuutusyhtiössä (Hyrskke ja muut, 2020, s. 32). Monissa maissa juuri uskonnolliset yhteisöt ovat olleet ensimmäisiä eettisen sijoittamisen saralla, kuten myös Suomessa, jossa vuonna 1999 Suomen evankelisluterilainen kirkko julkaisi omat eettisen sijoittamisen ohjeensa. Ensimmäisen eettisen rahaston suomeen perusti Gyllenbergin rahastoyhtiö vuonna 1999 perustamalla Fortum -rahaston.

Vastuullisen sijoittamisen kehitykseen ovat vaikuttaneet eri sidosryhmien ja sijoittajien vaatimukset saada tietoa yritysten toimista aluksi ympäristöön liittyen, mutta myöhemmin myös sosiaaliin asioihin, kuten työoloihin ja hallintoasioihin liittyen (Maclean, 2012, s. 100–02). Hyrskkeen ja muiden (2020, s. 38–39) mukaan jotkin eläkesijoittajat alkoivat 1990-luvun lopulla ja 2000-luvun alussa noudattamaan eettisiä ohjeistuksia, jotka eivät perustuneet ainoastaan poissulkevaan strategiaan. Tuolloin sanasto oli vajavaista ja puhuttiin yhä eettisestä sijoittamisesta, vaikka sijoituspäätöksiin vaikuttivat myös sellaiset normit, kuin ihmisoikeudet, ympäristön huomioiminen ja työelämän säännöt. Tämän vaiheen edelläkävijöitä olivat Pohjoismaiset sijoittajat, kuten ruotsalaiset AP-rahastot, Norjan valtion eläkerahasto ja Suomessa Eläkevakuutusyhtiö Ilmarinen (Hyrskke ja muut, s. 38–39). Nyt vastuullinen sijoittaminen on terminä jo vakiintunut ja yhä useampi sijoittaja ottaa vastuullisuuteen liittyviä asioita huomioon sijoituspäätöksissään. Lisäksi alkuaikoina eettistä tai vastuullista sijoittamista harjoitettiin osakkeisiin sijoittamalla, mutta nykyisin myös muut omaisuuslajit ovat yhtä lailla vastuullisen sijoittamisen piirissä.

2.2 Rahastojen historia ja kehitys

Sijoitusrahastot keräävät erikokoisia sijoituksia yksityishenkilöiltä ja instituutioilta suuremmaksi rahasummaksi, joka sijoitetaan markkinoille. Sijoitusammattilaiset hallinnoivat kerättyä varallisuutta ja sijoittajat hyötyvät rahastomuotoisesta sijoittamisesta, koska rahastot hyödyntävät sijoitusstrategioita, jotka eivät muuten olisi mahdollisia, mittakaavaetuja ja hajautushyötyä (Gremillion, 2005, s. 1–2). Lisäksi Gremillionin (2005, s. 5–8) mukaan rahastot ovat likvidejä eli niihin sijoitettu omaisuus on helposti rahaksi muutettavissa, ne ovat kätevä sijoitusvaihtoehto ja rahastojen määrä antaa valinnanmahdollisuuden sekä niitä valvotaan lain osalta melko tarkasti. Rahastojen hyvien ominaisuuksien vastapainona on niistä maksettavat kulut, jotka voivat vaihdella suuresti eri rahastojen välillä.

Rahastojen historian voidaan katsoa alkaneen vuodesta 1774, kun hollantilainen kauppias ja välittäjä Abraham van Ketwich pyysi sijoittajilta maksuja hänen perustamaansa trustiin nimeltä Eendragt Maakt Magt. Van Ketwichin tavoitteena oli luoda piensijoittajille mahdollisuus hajauttaa riskiä ja tämä saavutettiin sijoittamalla eri maiden velkakirjoihin sekä pankkien ja plantaasien velkakirjoihin. Trusti ja sitä seuranneet innovaatiot arvopaperistamisesta ja osakkeiden substituutiosta olivat rahastojen erityyppisiä esiaseteita¹. Van Ketwichin trustia ennen käytössä on ollut elinkorkoja, tontiineita ja plantaasilainoja, joiden voidaan katsoa olleen rahastojen edeltäjiä². Nämä rahastojen tyyppiset

¹ Arvopaperistamisessa epälikvidien saatavien kassavirtaa käytettiin vakuutena markkinoilla vaihdettaviin arvopapereihin.

Osakkeen substituutiosta olemassa olevat vaihdettavat arvopaperit paketoitiin uudelleen yksittäin tai osaksi portfoliota, jotta niillä oli helpompi käydä kauppaa. Uudelleen paketoimalla myötä kauppaa voitiin käydä joko pienemmällä nimellisarvolla tai alhaisempaan hintaan, kuin alla olevat saatavat. (Geert Rouwenhorst, 2004, s. 4).

² Elinkorot ovat taloudellisia sopimuksia, jossa lainaaja maksaa korkoa lainanantajalle tai sopimukseen merkitylle kolmannelle osapuolelle tämän loppuelämän ajan.

Tontiinit toimivat siten, että lainaaja lupaa maksaa ryhmälle henkilöitä vuosittaista maksua, joka on jaettu elossa olevien ryhmän henkilöiden kesken. Kun ryhmän henkilöitä kuolee, elossa olevien henkilöiden vuosittainen saatava kasvaa. Iso osa ensimmäisistä tontiineista olivat valtion organisoimia, jolloin maksun takauksena toimi verotus. Myös yksityisiä tontiineita käytettiin ja ne vaativat usein jonkinlaisen vakuuden, jotta voitiin varmistua maksujen suorittamisesta.

ensimmäiset ratkaisut, kuten trustit mahdollistivat pienemmän pääoman omaaville sijoittajille mahdollisuuden sijoittaa ulkomailla sijaitseviin kohteisiin. Hollannissa kehitettiin myös sisäänottotodistukset, joiden avulla sijoitettiin Venäjän valtion velkakirjoihin ja näin pystyttiin kiertämään alkuperäinen sijoittajien luetteloinnin rekisteröintivaatimus. Euroopassa 1800-luvulla sisäänottotodistusten hyödyntäminen kasvoi ja ensimmäinen rahastojen edeltäjä, trusti Hollannin ulkopuolella perustettiin 1868 Lontoossa. (Geert Rouwenhorst, 2004.)

Ensimmäiset trustit olivat suljettuja sen jälkeen, kun ilmoitettu osuusmäärä oli sijoitettu täyteen. Vuonna 1924 Yhdysvalloissa Massachusetts Investors Trust oli ensimmäinen avoin rahasto, jonka osuusmäärän oli mahdollista muuttua. Avoimista rahastoista on tullut suositumpia, kuin alkuaikojen suljetuista rahastoista. (Geert Rouwenhorst, 2004). Avointen rahastojen suosioon kasvuun vaikutti Yhdysvaltojen vuoden 1929 suuri lama ja lainsäädännön muutokset 1930-luvulla, joiden seurauksena avoimesta rahastosta tuli sijoitusinstrumenttina suljettua rahastoa houkuttelevampi (Gremillion, 2005, s. 14–25). Avoimen rahaston hyöty suhteessa suljettuun rahastoon perustuu siihen, että avoimeen rahastoon voi sijoittaa ja siitä voi lunastaa varoja minä pörssipäivänä tahansa, kun taas suljetun rahaston tapauksessa sekä sijoittaminen, että lunastaminen ovat rajoitettuja esimerkiksi tiettyyn aikaperiodiin. Avointen rahastojen synnyinmaassa Yhdysvalloissa rahastojen kehitys oli tasaisen rauhallista 1940-luvulta aina 1970-luvulle asti (Gremillion, 2005, s. 22–25).

1940-luvulla ja sitä seuranneina parina seuraavana vuosikymmenenä suuri enemmistö rahastoista sijoitti suuriin yhdysvaltalaisyhtiöiden osakkeisiin ja tämä osakerahastojen enemmistö on pitänyt pintansa sillä erotuksella, että nykyisin rahastot sijoittavat erilaisilla sijoitusstrategioilla ympäri maailmaa. Rahastojen sisällä olevien osakkeiden kierto- nopeus on vuosien saatossa noussut ja niiden hallinnoimat rahamäärät ovat kasvaneet

Plantaasilainat olivat lainoja plantaaseille ja niiden vakuutena toimivat plantaasien velkakiinnitykset, kuten pellot, rakennukset ja orjat. Plantaaseilla tuotettujen tuotteiden osuuden myynnistä lainaan sijoittaneet saivat korkotuloja. (Geert Rouwenhorst, 2004, s. 5–7.)

merkittävästi. (Bogle, 2005, s. 15–19.) Vuodesta 1978 vuoteen 1982 korkotaso oli Yhdysvalloissa korkealla, joka yhdistettynä kieltoon tarjota säästötileille korkean korkotason edellyttämää korkoa, laajensi rahastojen tarjontaa rahamarkkinarahastoihin (Gremillion, 2005, s. 25–28). Gremillionin (2005, s. 28–34) mukaan rahastojen kasvu on ollut 1980-luvulta lähtien voimakasta niin sijoittajien määrän, rahastojen määrän, kuin rahastoissa olevan varallisuuden suhteen.

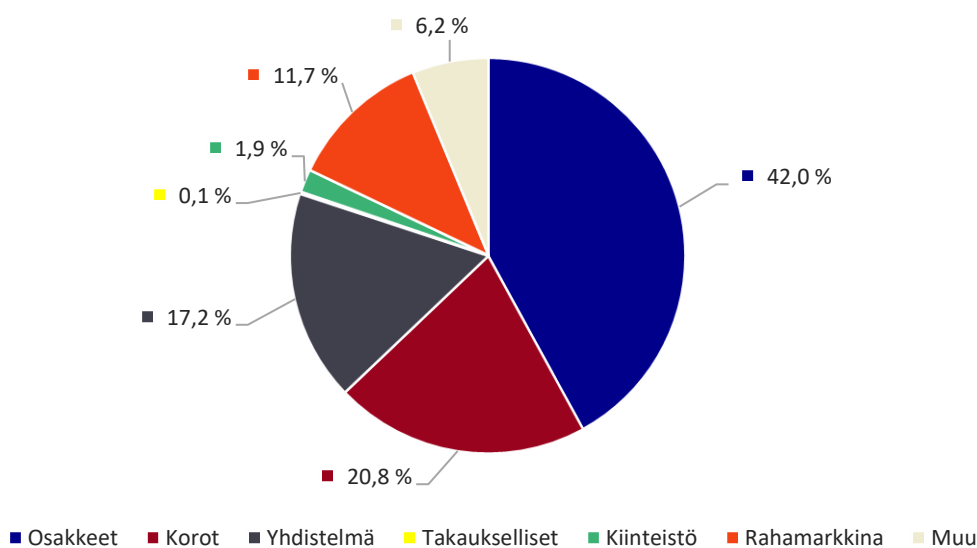
Rahastojen kehittyessä 1940-luvulla, ne palvelivat selvästi osuudenomistajia edustavina tahoina, mutta 2000-luvun alkuun tultaessa rahastoista tuli niiden rahastonhoitajien ja yhtiöiden markkinointityökaluja (Bogle, 2005, s. 15–19). Nykyisin suurta enemmistöä rahastoista hallitsee rahastonhoitaja tai portfolio manageri, jonka tehtävä on valita rahastoon sopivat osakkeet sen strategian mukaisesti. 1940-luvulla rahastoja hallinnoivat komiteat, joiden tehtäviin Boglen (2005, s. 17) mukaan lukeutuivat aktiivinen omistajuus ja vaikuttaminen omistetuissa yhtiöissä. Tämä kehitys on kuitenkin kulkenut eri suuntaan 2000-luvun alkuun tultaessa. Vastuullinen sijoittaminen ja vastuulliset rahastot ovat nousseet ympäristön, sosiaaliset aspektit ja omistajuuden laadun ajattelun jälleen pinnalle.

2.2.1 Sijoitusrahastomarkkina kansainvälisesti

Maailmanlaajuisesti rahastomarkkinan arvo vuoden 2019 lopussa oli 52,7 biljoonaa euroa (EFAMA, 2020a)³. Huomattava 80 prosentin osuus rahastomarkkinan sijoituksista on sijoitettuna osakkeisiin, korkoihin tai näiden kahden erilaisiin yhdistelmiin (Kuvio 1). Selvästi suurin osa, 42 prosenttia, on sijoitettuna osakkeisiin, hieman yli viidennes korkoihin ja hieman alle viidennes osake-korko yhdistelmärahastoihin. Muista omaisuuslajeista esiin nousevat rahamarkkinarahastot 11,7 prosentin osuudellaan.

³ Markkinan arvoon on laskettu mukaan myös rahastojen rahastot, ETF-rahastot ja institutionaaliset rahastot 47 maasta (EFAMA, 2020a).

Maailmanlaajuisten säädelyjen avointen rahastojen omaisuuslajijakauma



Kuvio 1 Rahastojen maailmanlaajuinen jakauma eri omaisuuslajeihin vuoden 2019 lopussa (mukaillen EFAMA, 2020a, s. 3).

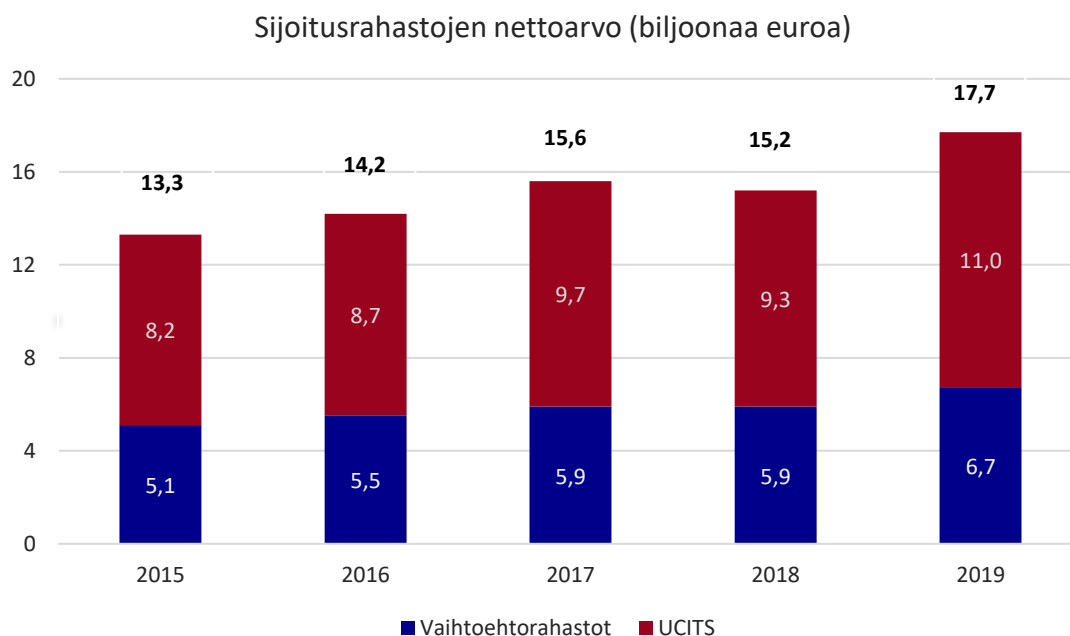
Rahastojen maantieteellistä jakaumaa tarkasteltaessa suurin yksittäinen markkina on Yhdysvallat 47,7 prosentin osuudella ja toiseksi suurin on Eurooppa 32,6 prosentin osuudella. Muita merkittäviä markkinoita ovat Australia, Brasilia, Kanada, Kiina ja Japani, joissa kaikissa osuus markkinoista on kolmen ja neljän prosentin välillä. (EFAMA, 2020a.)

2.2.2 Sijoitusrahastomarkkina Euroopassa

Euroopan rahastomarkkinan koko vuonna 2019 oli 17,7 biljoonaa euroa (EFAMA, 2020b, s. 1)⁴. Vuodesta 2015 vuoteen 2019 rahastomarkkinan kasvu on ollut varsin tasaista lukuun ottamatta vuotta 2018, jolloin markkinat laskivat vuoden lopulla (Kuvio 2). Omaisuuslajina sijoitusrahastojen osuus koko Euroopan markkinasta oli 8,3 prosenttia vuonna 2011 ja nousi tasaisesti 12,1 prosenttiin vuoteen 2017 mennessä. Suurin

⁴ EFAMAN ilmoittamassa tilastossa mukana 29 Euroopan maata (EFAMA, 2020b, s. 1).

omaisuuslajiryhmä vuonna 2017 oli käteinen ja talletukset noin 37 prosentin osuudella. Maiden välillä on selviä eroja ja suurin sijoitusrahastojen osuus kaikesta rahoitusomaisuudesta kaikkien toimijoiden osalta maan sisällä oli Suomessa 22 prosenttia ja todella pieni esimerkiksi Kreikassa ollen vain 3 prosenttia vuonna 2017. Kotitalouksien ohella merkittäviä sijoitusrahastoihin sijoittajia ovat vakuutusyhtiöt ja eläkerahastot sekä muut rahoituslaitokset. Vakuutusyhtiöillä ja eläkerahastoilla oli vuonna 2017 rahoitusomaisuudesta 35,4 prosenttia sijoitettuna sijoitusrahastoihin ja muilla rahoituslaitoksilla 15,3 prosenttia⁵. (EFAMA, 2019b, s. 5–6, 9–11.)



Kuvio 2 Euroopan sijoitusrahastojen arvo vuosina 2015–19 (mukaillen EFAMA, 2020b, s. 1).

Tarkasteltaessa lähemmin Euroopan sijoitusrahastomarkkinaa, voidaan havaita, että vuosien 2008 ja 2017 välillä rahastojen omistusten kasvu puolitoistakertaistui. Sijoitusrahastomarkkinan sisällä vuonna 2017 vakuutusyhtiöt ja eläkerahastot olivat suurin rahastoja omistava taho 41,7 prosentin osuudella, kotitalouksilla oli hallussaan 25

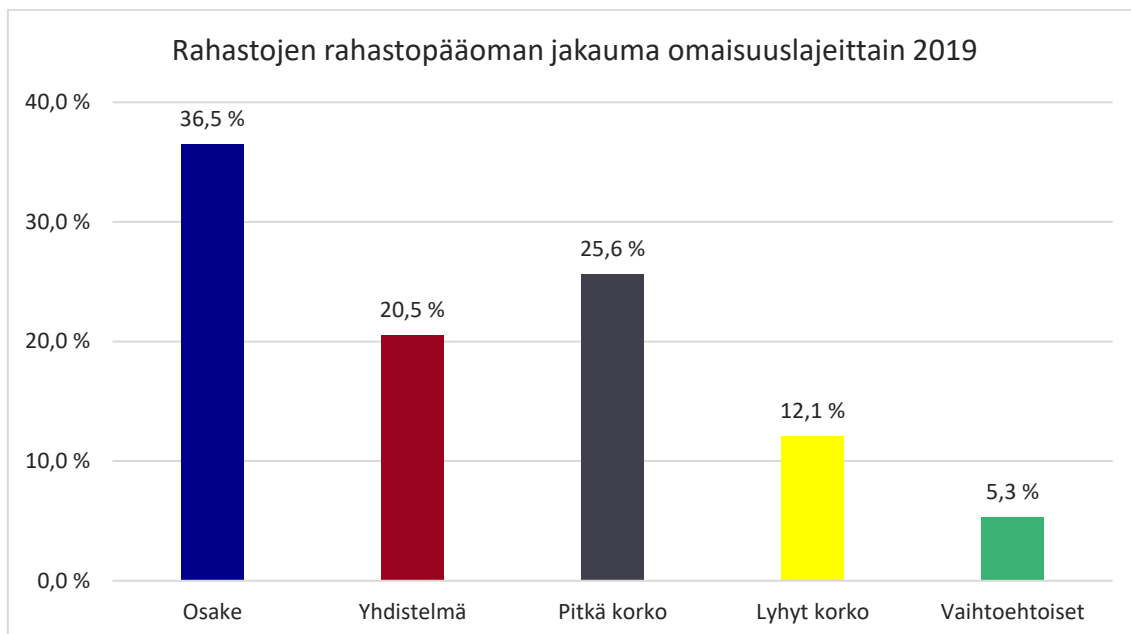
⁵ Kyseisessä EFAMAN raportissa Eurooppaan kuuluvat maat ovat Euroopan unioniin kuuluvat maat pois lukien Viro, Latvia ja Liettua (EFAMA, 2019b, s. 27).

prosenttia ja muilla rahoituslaitoksilla 23,5 prosenttia. Kotitalouksien kaikkien omaisuuslajien arvo Euroopassa asukasta kohti vuonna 2017 oli keskimäärin 57 600 euroa ja sijoitusrahastojen omistusten arvo asukasta kohti oli 5800 euroa. Euroopan kotitalouksissa sijoitusrahastojen osuus kaikesta rahoitusomaisuudesta oli siis keskimäärin vuonna 2017 noin 10 prosenttia. (EFAMA, 2019b, s. 12–15.)

Rahaston kotipaikan sijaintien kärkipaikkaa nettoarvolla mitattuna pitää Luxemburg, jonka jälkeen tulevat Irlanti, Saksa, Ranska ja Iso-Britannia. Kotipaikkojen kymmenen kärjestä löytyvät myös Pohjoismaiset Ruotsi ja Tanska. (EFAMA, 2020b, s. 2.) Sijoitusrahastoja hallinnoivaa sijaintia tarkasteltaessa esiin nousevat Lontoo, Pariisi, Frankfurt ja Zurich sekä Geneve (EFAMA, 2019a, s. 4). Nämä kaupungit sijaitsevat isoissa Euroopan maissa Sveitsiä lukuun ottamatta ja näissä maissa on suuri finanssitoimijoiden sektori. Euromääräisesti suurin rahasto-omaisuus löytyi vuonna 2017 Saksasta, Ranskasta ja Iso-Britanniasta (EFAMA, 2019b, s. 13). Rahasto-omaisuuden suurta määrää selittävien maiden suuri taloudellinen koko Euroopan sisällä ja vahvan finanssisektorin olemassaolo. On arvioitu, että varainhoito työllistää Euroopassa suoraan noin 110 000 työntekijää ja lisäksi välillisesti varainhoidon liitännäisten palveluiden kautta 500 000 työntekijää. (EFAMA, 2019a, s. 5–6, 10).

2.2.3 Sijoitusrahastomarkkina Suomessa

Suomen rahastomarkkinassa toimii 24 rahastoyhtiötä (Finanssivalvonta, 2020). Rahastopääoma Suomeen rekisteröidyissä sijoitusrahastoissa oli vuoden 2019 lopulla yhteensä noin 125 miljardia euroa (Somerla, 2020). Rahastopääoma on kasvanut vajaassa kahdessa vuosikymmenessä merkittävästi, kun verrataan vuosituhaten alkuun, jolloin sijoitusrahastojen rahastopääoma oli 10,3 miljardia euroa (Leino, 2016). Vuonna 2019 rahastopääomasta lähes samansuuruiset osuudet olivat sijoitettuna osakkeisiin ja korkoihin (Kuvio 3). Myös perinteisissä yhdistelmärahastoissa oli sijoitettuna viidennes rahastopääomasta.



Kuvio 3 Suomeen rekisteröityjen rahastojen rahastopääoman jakauma 2019 (mukaillen Somerla, 2020).

Kooltaan Suomen rahastomarkkina on keskikastissa Euroopan mittakaavassa, mutta pienhkö maailman mittakaavassa (ks. EFAMA, 2019b; EFAMA, 2020a). Vuoden 2019 lopussa Suomessa oli 406 UCITS-muotoista sijoitusrahastoa, 129 erikoissijoitusrahastoa, 380 suljettua pääoma- ja kiinteistörahastoa sekä yksi rahamarkkinarahasto, jotka olivat rekisteröityneet Suomeen (Suomen Pankki, 2019). Rahastomarkkina on Suomessa varsin keskittynyt, kun kolmen suurimman, Nordean, Osuuspankin ja Dansken, kotimaisen rahastoyhtiön markkinaosuus on 68,7 prosenttia (Finanssivalvonta, 2020). Täytyy kuitenkin huomioida, että kotimaisten rahastoyhtiöiden kanssa asiakkaista kilpailevat kansainväliset rahastoyhtiöt omilla sijoitusrahastoillaan.

2.3 Vastuullinen sijoittaminen

Vastuullinen sijoittaminen on kehittynyt siinä määrin, että eri omaisuuslajeihin on mahdollista sijoittaa vastuullisuusasiat huomioiden. Yksityishenkilöiden ja instituutioiden

välillä on kuitenkin eroja resurssien ja sijoitusmahdollisuuksien osalta. Vastuullisen sijoittajan omaisuuslajikohtaiset sijoitusvaihtoehdot ovat kuvattuna taulukossa 1.

Taulukko 1 Vastuullisen sijoittamisen eri sijoitusvaihtoehdot (mukaillen Hyske ja muut, 2020, s. 147).

Omaisuuslaji	Sijoittamisen vaihtoehdot
Osakesijoitukset	<ul style="list-style-type: none"> • Suorat osakesijoitukset • Osake- ja indeksiosuusrahastot • ETF-rahastot (Exchange Traded Funds)
Korkosijoitukset	<ul style="list-style-type: none"> • Suorat korkosijoitukset • Korkorahastot • Rahamarkkinasijoitukset
Kiinteistösijoitukset	<ul style="list-style-type: none"> • Suorat kiinteistösijoitukset • Kiinteistörahastot
Pääomasijoitukset	<ul style="list-style-type: none"> • Pääomarahastot • Joukkorahoitus • Buyout-sijoitukset • Venture Capital -sijoitukset
Hedge-rahastosijoitukset	<ul style="list-style-type: none"> • Erilaiset hedge-rahastot
Listaamattomat yrityslainat	<ul style="list-style-type: none"> • Private debt-rahastot • Suorat lainat
Infrastruktuurisijoitukset	<ul style="list-style-type: none"> • Suorat sijoitukset • Rahastosijoitukset
Hyödykesijoitukset	<ul style="list-style-type: none"> • Johdannaiset • Fyysinen omistus • Reaaliomaisuus

Taulukon 1 ensimmäiseen omaisuuslajiin, osakkeisiin, voivat sijoittaa vaivatta sekä yksityishenkilöt, että instituutiot. Omaa vastuullisuusanalyysiä hyödyntäen ja ESG-arviointia ja tietoa välittävien palveluntarjoajien avulla voi sijoittaa suoraan osakkeisiin ostamalla kohdeyhtiön osakkeita. Hyske ja muut (2020, s. 148–161) kertovat, että suorissa osakesijoituksissa suuremmat vaikutusmahdollisuudet yhtiön vastuullisuusasioissa ovat

instituutiosijoittajilla, joiden omistusosuudet ovat usein merkittäviä verrattuna yksittäisen sijoittajan omistukseen. Muita osakesijoitusmahdollisuuksia, joita sekä yksityis- että instituutiosijoittajat voivat hyödyntää ovat erilaiset osakerahastosijoitukset ja ETF-rahastosijoitukset. Rahastoissa omistus on valmiiksi hajautettuna ja markkinoilta löytyy monia erilaisia ESG-rahastovaihtoehtoja.

Korkosijoituksissa instituutioilla on laajempi mahdollisuus sijoittaa, sillä he voivat sijoittaa suoraan yritysten ja valtioiden joukkovelkakirjalainoihin. Yksityissijoittajalle jää vaihtoehtoksi korkorahastot, jotka ottavat ESG-asiat huomioon, kuten vihreisiin joukkovelkakirjoihin keskittyvät rahastot. Lisäksi rahamarkkinasijoitukset ovat mahdollisia, esimerkiksi talletukset ja pankkien sijoitustodistukset. (Hyrskke ja muut, 2020, s. 163–174.)

Kiinteistösijoituksia voivat tehdä suoraan tai rahastojen kautta sekä yksityiset sijoittajat, että instituutiot. Erona on kuitenkin se, että suorissa kiinteistösijoituksissa instituutiot voivat ostaa kokonaisia kiinteistöjä, kun taas yksityissijoittajat ostavat yleensä yksittäisiä asuntoja. (Hyrskke ja muut, 2020, s. 174–181.) Yksittäisen asunnon oston kohdalla ESG-asioiden huomioiminen on haastavampaa, koska asioihin ei voi yhtä voimakkaasti vaikuttaa, kuin koko kiinteistön omistustilanteessa.

Pääomasijoitukset ovat mahdollisia vain hyvin varakkaille yksityishenkilöille tai instituutioille lukuun ottamatta joukkorahoituspalveluita, joissa voi sijoittaa pienemmällä rahallisella panoksella. Pääomasijoitukset ovat usein varsin epälikvidejä eli hitaasti rahaksi muutettavia omistuksia, mutta erityisesti instituutioiden vaikutusmahdollisuudet vastuullisuusnäkökulmasta ovat kohtalaisen hyvät. Buyout-sijoitukset keskittyvät pääasiassa keskisuuriin yrityksiin, jotka ovat harjoittaneet liiketoimintaa jo hieman pidempään. Venture Capital -sijoitukset taas keskittyvät aikaisen vaiheen yritysten rahoittamiseen ja ovat huomattavan riskisiä. Hedge-rahastot hakevat absoluuttista tuottoa ja pyrkivät saavuttamaan tietyn tuoton markkinatilanteesta riippumatta. Tämän vuoksi hedge-rahastot käyttävät laajasti erilaisia sijoitusstrategioita ja niiden ESG-vaikutuksien arvioiminen voi olla

haasteellista. (Hyrskke ja muut, 2020, s. 184–190.) Hedge-rahastoihin on pääasiassa vain instituutioilla mahdollisuus sijoittaa.

Listaamattomat yrityslainat ovat myös pääasiassa instituutioiden sijoitusvaihtoehto. Listaamattomia yrityslainoja voivat hakea sekä yksityiset, että julkiset yritykset. Sijoitusvaihtoehtoina ovat joko private debt-rahastot tai suorat lainat kohdeyrityksille. Infrastruktuurisijoitukset voivat kohdentua esimerkiksi rautateihin, lentokenttiin tai satamiin. Tässäkin sijoitusmuodossa vaihtoehdot ovat joko suorat sijoitukset tai rahastomuotoiset sijoitukset. Pääasiassa infrastruktuurisijoituksia tekevät instituutiot, mutta joitakin listattuihin yrityksiin sijoittavia infrastruktuurirahastoja löytyy myös yksityissijoittajille. (Hyrskke ja muut, s. 191–95.)

Hyödykesijoitukset voivat tapahtua johdannaisten avulla, fyysisenä omistuksena eli esimerkiksi viljan omistuksena varastossa tai reaaliomaisuutena, jolloin omistus kohdistuu esimerkiksi metsään tai kaivoksiin. Tämäkin sijoitusmuoto on enemmän instituutiosijoittajien hyödyntämä, mutta myös yksityissijoittajat voivat omistaa metsää tai käydä kaupaa johdannaisilla. ESG-riskien rajaaminen on tässä omaisuuslajissa haastavaa ja parhaiten riskejä voi hallita omistamalla reaalista omaisuutta. (Hyrskke ja muut, s. 195–201.)

2.3.1 Lähestymistavat vastuullisessa sijoittamisessa

Vastuullisessa sijoittamisessa on erilaisia lähestymistapoja riippuen siitä, mitä haluaa painottaa sijoittaessaan, kuinka paljon resursseja on käytössä ja halua paneutua aiheeseen. Yksityissijoittajilla ja instituutiosijoittajilla on erilaiset mahdollisuudet hyödyntää eri lähestymistapoja omassa sijoitustoiminnassaan. Erilaiset mahdollisuudet on koottu lyhyesti alla esitettyyn taulukkoon 2.

Taulukko 2 Vastuullisen sijoittamisen lähestymistavat (mukaillen Hyske ja muut, 2020, s. 104).

Lähestymistapa	Esimerkki lähestymistavan hyödyntämisestä sijoituksissa
Poissulkeminen	Poissuljetaan yhtiöt, jotka valmistavat alkoholipitoisia juomia.
Suosiminen	Suositaan korkeat ESG-tulokset saavuttaneita yhtiöitä.
Temaattinen sijoittaminen	Sijoitetaan vastuullisiin uusiutuvaa energiaa hyödyntäviin yhtiöihin.
Aktiivinen omistaminen	Proaktiivisesti dialogia käymällä pyritään vaikuttamaan siihen, että kohdeyritys järjestäisi jätehuoltonsa vastuullisemmin.
Vaikuttavuus- ja muutossijoittaminen	Sijoitetaan yhtiöön, joka tarjoaa mikrorahoitusta syrjäisen seudun pk-yrityksille.
ESG-integrointi	Kaikessa sijoitustoiminnassa huomioidaan ESG-asiat ja sijoitetaan yhtiöihin, jotka kattavan ESG-analyysin ja perinteisen sijoitusanalyysin jälkeen todetaan parhaiksi kohteiksi.

2.3.2 Poissulkeminen

Poissulkeminen viittaa jonkin ulkopuolelle jättämiseen. Poissulkeminen on yleisimpiä ja suoraviivaisimpia vastuullisen sijoittamisen lähestymistapoja. Lähestymistapana se juontaa juurensa jo eettisen sijoittamisen historiasta. Yksinkertaistettuna poissulkemisessa sijoittaja määrittelee ne toimialat tai toiminnot, joita hän ei halua rahoittaa. Tämän jälkeen sijoituskohteet valikoidaan jäljelle jäävistä sijoituskohteista. Toiminnot, joita poissuljetaan yleensä heijastelevat yhteiskunnan moraalikäsityksiä ja kulttuuria. (Hyske ja muut, 2020, s. 112–15.) Erilaisista moraalikäsityksistä ja kulttuurieroista johtuen Suomessa poissuljetaan erilaisia yrityksiä sijoitussalkusta, kuin esimerkiksi Pakistanissa. Hyske ja muut (2020, s. 116–17) nostavat yhdeksi poissuljennan keinoksi normipohjaisen poissuljennan, jolloin yritysten toimintatapoja tarkastelemalla ja hyödyntämällä kansainvälisiä normeja sisältäviä sopimuksia, kuten YK:n Global Compact, suljetaan pois

esimerkiksi työntekijöiden oikeuksia polkevia yrityksiä. Suurimpana haasteena poissulkemisessa on nollatoleranssi eli se, että kaikki yritykset, jotka ovat edes välillisesti tekemisissä poissuljettavan toiminnon kanssa suljettaisiin sijoittamisen ulkopuolelle. Tämä haaste on etenkin sijoitussalkuilla ja yleensä käytetäänkin jotakin raja-arvoa mittaamaan poissulkemista. Raja-arvona voi toimia esimerkiksi liikevaihto, jolloin yritys voidaan poissulkea salkusta, mikäli sen liikevaihdosta tietty osuus, vaikka yli 10 prosenttia tulee poissuljettavasta toiminnasta.

2.3.3 Suosiminen

Lähestymistapana suosiminen on poissulkemisen vastakohta. Suosimistekniikassa valitaan yrityksiä, joihin nimenomaisesti halutaan sijoittaa. Suosimisessa tehdään ESG-analyysi esimerkiksi jonkin osakeindeksin yhtiöille, joista valitaan analyysin tuloksena vastuullisimmat yritykset sijoitusportfolioon. Suosimislähestymistavassa voidaan käyttää myös toimialansa parhaat menetelmää, jossa valitaan esimerkiksi tunnettu indeksi, joka jaetaan luokkiin. Luokat voivat määrittyä maantieteellisesti tai yritysten toimialan mukaan. Tämän jälkeen voidaan määritellä, että jokaisesta luokasta valitaan jokin tietty määrä vastuullisuusanalyysissä parhaaksi arvioidusta yrityksistä sijoitusportfolioon. Haasteena suosimisessa ja toimialansa parhaat lähestymistavoissa ovat luokkien muodostus ja oleellisten vastuullisuusindikaattorien valinta. (Hyrskke ja muut, 2020, s. 119–22; Silvola & Landau, 2019, s. 39.)

2.3.4 Temaattinen sijoittaminen

Temaattisessa sijoittamisessa suositaan tiettyä toimialaa tai tiettyjä palveluita ja tuotteita valmistavia yhtiöitä valitun teeman mukaisesti. Teemoja voivat olla esimerkiksi ilmasto tai vielä tarkemmin vesi, uusiutuva energia tai jäteteknologiat. Usein temaattiset sijoitusrahastot sisältävät pääosin pieniä ja keskisuuria yrityksiä, koska suurten yritysten tuoteportfoliot ovat niin laajoja, että ne poissulkevat suurten yritysten mahdollisuuden

sisältyä tietyn teemaiseen rahastoon. (Hyrskke ja muut, 2020, s. 122–23; Silvola & Landau, 2019, s. 40.)

2.3.5 Aktiivinen omistaminen

Aktiivinen omistaminen on usein osana instituutiosijoittajien ja rahastojen sijoitusprosesseja. Aktiivisessa omistajuudessa käydään vuoropuhelua yrityksen kanssa erilaisista asioista ja niihin pyritään vaikuttamaan, mikäli nähdään, että esimerkiksi sijoittajavies-tintää ympäristöasioista tulisi lisätä. Vaikuttamista on sekä reaktiivista, että proaktiivista. Reaktiivisessa vaikuttamisessa aloitetaan vuoropuhelu yrityksen kanssa, kun jotakin on jo tapahtunut ja proaktiivisessa taas pyritään keskustelemaan ja vaikuttamaan jo ennalta havaittujen toimintojen osalta. (Hyrskke ja muut, 2020, s. 128–37.) Aktiivisessa omistamisessa voidaan myös vaikuttaa äänestämällä yhtiökokouksissa ja osallistumalla nimitysva-liokuntien työhön. Aktiivinen omistajuus voi olla osana vastuullisen sijoittamisen koko-naisuutta, mutta sen perusteella ei yleensä valita yhtiöitä sijoitusportfolioon, vaan vai-kutetaan yhtiöiden toimintaan tarpeen mukaan.

2.3.6 Vaikuttavuus- ja muutossijoittaminen

Vaikuttavuus- ja muutossijoittamisen lähtöajatuksena on, että tavoitellaan mitattavaa yhteiskunnallista vaikutusta pelkän tuotto-riskisuhteen parantamisen sijasta. Muutossi-joittaminen lähtee tuotto-olettamuksesta, mutta myös myönteinen yhteiskunnallinen vaikutus pyritään maksimoimaan. Tähän soveltuu poissulkemisen tai aktiivisen osakeva-linnan keinot. Vaikuttavuussijoittaminen taas tavoittelee ennalta määriteltyä ja mitatta-vaa myönteistä yhteiskunnallista vaikutusta ja tällaisen sijoituksen tuotto-odotus on useimmiten positiivinen. Vaikuttavuus- ja muutossijoittamisen erona on vaikutuksen li-säisyys (additionality). Mikäli sijoituskohteena oleva projekti olisi tapahtunut ilman sijo-i-tuksen kontribuutiota, ei lisäisyyden määritelmä toteudu. Sijoituskohteena olevan

projektin tulee siis toteutua sijoituksen avulla ja projektin vaikutusten on oltava mitattavissa, jotta lisäisyys toteutuu. (Hyrskke ja muut, 2020, s. 138–40.)

2.3.7 ESG-integrointi

ESG-integroinnissa vastuullisuuskriteerit sisällytetään sijoitusanalyysiin taloudellisten lukujen analysoinnin rinnalle. Integrointi vie vastuullisuuden sisällyttämisen sijoituspäätöksiin eri lähestymistavoista kaikista pisimmälle. ESG-integroinnin resursseja vaativan implementoinnin vuoksi suurilla instituutioilla ja varainhoitajilla on mahdollisuus hankkia ESG-dataa ulkopuolisilta palveluntarjoajilta oman analyysin tueksi. (Hyrskke ja muut, 2020, s. 140; Silvola & Landau, 2019, s. 38.) ESG-integroinnin tarkoituksena on kokonaisvaltaisesti sisällyttää vastuullisuustekijät osaksi sijoitusanalyysiä ja yhtiöiden valintaa sijoitusportfolioon.

3 Teoriaa ja tutkimuksia

Teoria ja tutkimus sijoitusrahastojen sijoitusperiaatteista, kriteeristöistä tai niiden esille tuomisesta on varsin vähäistä. Teoria keskittyy vapaaehtoisen tiedonjulkistamisen selittämiseen pääasiassa yritysten näkökulmasta. Vähäinen tutkimus sijoitusrahastojen kriteeristöistä on keskittynyt lain vaatiman avaintietoesitteen esittämään informaatioon sijoittajille. Vastuulliseen sijoittamiseen liittyen tutkimuksia on tehty runsaasti ja enemmistö niistä keskittyy tutkimaan kuinka hyvin vastuullinen sijoittaminen tuottaa suhteessa perinteiseen sijoittamiseen. Tuottavuustutkimuksen lisäksi vastuullisen sijoittamisen luokittajia on tutkittu, yksityissijoittajien sijoituspäätöksiin vaikuttavista tekijöistä on myös erilaisia tutkimuksia ja tutkimustuloksia. Ensimmäinen puolisko kappaleesta muodostuu vapaaehtoista tiedonjulkistamista selittävien teorioiden avaamisesta, jonka jälkeen käydään läpi yritysten yhteiskunnallista tehtävää ja vastuita sekä varallisuutta hoitavien tahojen yhteiskunnallista tehtävää ja vastuita. Kappaleen toinen puolisko tuo esille tutkimuksia ja tuloksia vastuullisen sijoittamisen luokittajista, vastuullisen sijoittamisen tuottavuudesta ja sijoituspäätöksiin vaikuttavista tekijöistä.

3.1 Vapaaehtoisen tiedonjulkistamisen selittävät teoriat

Yritysten tiedonjulkistaminen voi olla pakollista tai vapaaehtoista. Pakollinen tiedonjulkistaminen seuraa usein lakien ja asetusten vaatimuksia, mutta tämän lisäksi on mahdollista julkistaa enemmän tietoa vapaaehtoisesti. Shehatan (2014) mukaan vapaaehtoisen tiedonjulkistamisen selittämiseen on kirjallisuudessa neljä eri teoriaa. Näihin neljään teoriaan kuuluvat agenttiteoria (agency theory), signaalointiteoria (signalling theory), pääomatarpeen teoria (capital need theory) ja oikeutusteoria (legitimacy theory). Seuraavaksi teorioiden perusajatus avataan lyhyesti ja pohditaan, missä määrin teorioita voisi soveltaa myös rahastojen kohdalla.

Agenttiteoria, kuten muutkin käsiteltävistä teorioista, ovat alun perin koskeneet työvoimamarkkinoita tai yrityksiä ja niiden omistajia, mutta ne voivat osin kuvata myös

rahastoyhtiön ja rahasto-osuuksien omistajien suhdetta teorian tasolla. Jensen ja Meckling (1976, s. 308) määrittelevät agenttisuhteen sopimuksena, jossa yksi tai useampi henkilö (omistaja) palkkaa toisen henkilön (agentti) hoitamaan jonkin palvelun heidän puolestaan sisältäen osan päätäntävällän luovuttamisesta agentille. Omistajan ja agentin suhteesta koituu kustannuksia, jotka Jensenin ja Mecklingin (1976, s. 308) mukaan ovat omistajan taakaksi koituvat valvontakulut, agentille koituvat siteen luomisen kulut ja jäännöstappio. Jäännöstappio syntyy, kun agentin päätökset eivät maksimoi omistajan hyötyä. Agenttiteorian agentti-omistaja (agent-principal) ongelmaa voidaan pyrkiä ratkaisemaan optimaalisten sopimusten, vapaaehtoisen tiedonjulkistamisen ja pakollisen tiedonjulkistamisen keinoin (Shehata, 2014).

Signalointiteoria on alun perin kehitetty työmarkkinoita esimerkkinä hyödyntäen Spencen (1973) kehittämänä. Teoriassa signaloinnilla viitataan ominaisuuksiin, joita voidaan muuttaa ja jotka vaikuttavat päättävän tahon, tässä tapauksessa työnantajan päätöksiin palkata työntekijöitä tietyin ominaisuuksin. Markkinoilla on informaation asymmetria ja erilaisissa signalointitilanteissa saavutetaan signalointitasapaino. Signaloivan ominaisuuden määrään vaikuttavat ominaisuudesta koituvien kulujen ja tuottavuuden suhde, sekä työnantajan odotukset. Informaation asymmetriaongelmasta johtuen yritykset voivat signaloida tiettyä tietoa sijoittajille osoittaakseen olevansa parempia, kuin kilpailevat yritykset (Shehata, 2014).

Pääomatarpeen teoriassa lähdetään ajatuksesta, että yritykset kasvattavat vapaaehtoisesti tiedonjulkistamistaan ennen rahoitustapahtumaa. Vapaaehtoisen tiedonjulkistamisen kasvattamiseen viittaavan tuloksen havaitsee Choi (1973) tutkiessaan Euroopasta rahoitusta hakevien yritysten tiedonjulkistamismäärää yritysten vuosikertomuksia aineistona hyödyntäen. Shehatan (2014) mukaan on havaintoja siitä, että pääomatarve kasvat-taisi yritysten vapaaehtoista tiedonjulkistamista.

Organisaatioiden oikeutukseen yhteiskunnassa kytkeytyy yhteiskunnan odotukset ja ha-vainnot organisaation toiminnasta ja toisaalta organisaation teot ja kommunikaatio

yhteiskunnan suuntaan. Organisaatiolla, kuten yrityksellä on oikeutus yhteiskunnassa silloin, kun sen teot ovat kulloisenkin yhteiskunnan odotuksien mukaisia, mutta eroja voi syntyä ajan kuluessa ja eri yhteisöissä. Oikeutusteoria on positiivinen teoria, joka pyrkii selittämään yritysten käyttäytymistä niiden pyrkimyksissä oikeutetuksi. Oikeutusteoria katsoo millä tiedonjulkistamisstrategioiden avulla voidaan ansaita, ylläpitää tai uudelleenansaita oikeutus. (Deegan, 2018.) Turkiksia myyvät kaupat ovat hyvä esimerkki oikeutuksensa yhteiskunnalta jossain määrin menettäneestä organisaatioryhmästä monissa maissa, kun enää turkiksia ei pidetä samalla tavalla arvossa yhteiskunnassa, kuin mitä muutama vuosikymmen sitten. Oikeutusteorian voi nähdä sijoitusrahastojen osalta siinä, että yhteiskunnan muuttuvat odotukset ja havainnot muokkaavat rahastojen viestintää, sijoitusperiaatteita ja raportoimista.

Agenttiteoriaa voisi osaltaan hyödyntää myös rahastojen näkökulmasta, koska rahastoon sijoittavat voidaan nähdä omistajina ja rahastoyhtiö agenttina, joka hoitaa omistajien varallisuutta. Erityisesti kustannusten välttämätöntä roolia ja jäännöstappion minimointia agentti voisi perustella tuomalla esiin vapaaehtoisesti tietoja rahastosta, kuten vastuullisen sijoittamisen periaatteita. Signaalointiteorian hyödyntäminen rahastonäkökulmasta on vaikeampaa, mutta periaatteessa informaation asymmetriaa rahastoyhtiö voisi pyrkiä poistamaan julkistamalla tietoja vapaaehtoisesti rahaston osalta. Tietty optimaalinen määrä vapaaehtoista tietoa sijoittajien suuntaan voisi luoda signaalintitasapainon. Pääomatarpeen teorian hyödynnettävyys rahastonäkökulmasta olisi se, että vapaaehtoinen tietojen julkistaminen nähtäisiin pyrkimyksenä pääomatarpeen eli rahaston koon kasvattamiseen. Oikeutusteoria voisi soveltua myös rahastoihin siinä mielessä, että vapaaehtoinen tiedonjulkistaminen rahaston asioista antaa oikeutuksen sen toiminnalle osana yhteiskuntaa myös jatkossa.

3.2 Yritysten yhteiskunnallinen tehtävä ja vastuut

Yritysten sosiaalisesta vastuusta, yhteiskuntavastuusta ja vastuullisuuskysymyksistä on käyty keskustelua ja erilaisia perusteluita on hahmoteltu sekä puolesta, että vastaan.

Yritysten yhteiskuntavastuun konsepti, CSR, alkoi muodostumaan 1950-luvulta lähtien ja siitä on muotoiltu erilaisia määritelmiä (Carroll, 1999). Carrollin (1999) mukaan, CSR:n historiasta voidaan havaita, että määritelmät muuttuivat ajan myötä ja niissä korostuivat yritysten eri vastuut, joihin sisältyivät ainakin taloudellinen vastuu, lain noudattaminen, eettiset, sosiaaliset ja filantrooppiset vastuut. Milton Friedman (1970) näki, että yrityksillä ei ole yhteiskuntavastuullista roolia, vaan yritysten ainoa tehtävä on tuottaa voittoa omistajilleen niillä resursseilla, mitä yrityksellä on, kunhan kilpailu on reilua. Friedmanin näkemyksessä sosiaalinen vastuu ei kuulu yrityksen tehtäviin ja toimet, jotka parantavat yhteisön elinoloja esimerkiksi siten, että yrityksellä on osaavaa työvoimaa saatavilla ovat vain oman edun saavuttamisesta aiheutuvien kulujen sivutuotteena syntynyttä liikearvoa. Friedmanin näkemystä, että yritysten kuuluu tehdä ainoastaan voittoa omistajilleen, on haastettu ja CSR konseptin pohjalta on pyritty kehittämään uudempi ajatus yritysten roolista.

Porter ja Kramer (2006) kehottivat yrityksiä sosiaaliseen vaikuttavuuteen ja jaettuun arvoon, joka hyödyttäisi sekä yhteisöä, että yritystä pitkällä aikavälillä. He näkivät myös, että yhteiskuntavastuun kasvu oli keskittynyt liikaa yhdensuuntaiseen toimintaan ja todellinen integraatio yritysten ja yhteisön välillä oli jäänyt toteutumatta. Yhteiskuntavastuu tulisi integroida osaksi kaikkea yrityksen toimintaa siten, että hyöty on liiketoiminnalle sisäistä sellaisilla liiketoiminnan alueilla, joilla se on mahdollista (Porter & Kramer, 2006). Jaetun arvon konseptissa yrityksen operatiivinen toiminta ja menettelytavat pyrkivät parantamaan kilpailukykyä ja tuottavuutta ottamalla kaikessa tekemisessä huomioon sosiaaliset kehityskohteet, joiden kehittäminen parantaa myös yrityksen tulosta. Jaettu arvo luo samanaikaisesti taloudellista hyvää ja yhteiskunnallista hyvää siten, että hyödyt jakaantuvat molemmille osa-alueille kasvattaen kokonaisarvoa. Keskeisessä roolissa oleva arvo määritellään hyötynä suhteessa aiheutuneisiin kuluihin. Yritysten pyrkimässä jaetun arvon mukaiseen liiketoiminnan ylläpitämiseen, kehittyä uusia innovaatioita ja taloudellisen sekä yhteiskunnallisen hyvän positiivinen kierre voimistuu (Porter & Kramer, 2011). ESG-tekijät erinomaisesti liiketoimintaan integroinut yritys voitaisiin

nähdä jaettua arvoa hyvin toteuttavana yrityksenä, kun taas heikosti ESG-tekijöihin keskittynyt yritys voitaisiin nähdä vain voittoa tavoittelevana entiteettinä.

Jaetun arvon konseptia on myös kritisoitu. Crane ja muut (2014) kritisoivat konseptia alkuperäisyyden puutteesta suhteessa yritysten yhteiskuntavastuun tutkimukseen, sosiaalisten ja taloudellisten tavoitteiden välisten jännitteiden heikosta huomioonottamisesta ja naiivista suhtautumisesta liiketoiminnan vaatimusten haasteita kohtaan. Carriga ja Melé (2004) jaottelivat CSR teorialaajien ja siihen liittyvät lähestymistavat neljään ryhmään: instrumenttiteorialaajat, poliittiset teorialaajat, integroivat teorialaajat ja eettiset teorialaajat. Näihin neljään ryhmään kuulusivat heidän mukaansa kaikki CSR teorialaajat ja esimerkiksi Friedmanin (1970) voiton maksimoinnin näkemys kuului instrumenttiteoriaan, jossa yritys nähdään vain instrumenttina voiton tavoittelulle ja sosiaalinen puoli taloudellisten tulosten väliin. Poliittiset teorialaajat taas näkevät yrityksen vaikutuksen yhteiskuntaan merkittävänä ja kohdistavat huolensa tämän vaikutuksen vastuulliseen käyttöön poliittisessa vaikutuksessa. Integroivissa teorioissa yritykset keskittyvät sosiaalisten vaatimusten tyydyttämiseen ja eettiset teorialaajat pohjaavat yritysten eettisiin vastuisiin yhteiskunnassa (Carriga & Melé, 2004). Käytännössä kaikki yrityksiä koskevat näkökannat niiden yhteiskunnallisesta tehtävästä voidaan määritellä osaksi jotakin tiettyä CSR suuntausta, jos näin halutaan tehdä. Uudempia näkemyksiä CSR:n pohjalta on esitetty, kuten Porterin ja Kramerin (2006; 2011) jaetun arvon konsepti, mutta edelleenkin yhtä oikeaa tapaa nähdä tai toteuttaa yrityksen tehtävä yhteiskunnassa ei ole yksiselitteisesti olemassa.

3.3 Varainhoitajien yhteiskunnallinen tehtävä ja vastuut

Varainhoitajien vastuusta yhteiskuntaa ja asiakkaita kohtaan on eri aikoina ollut vallalla erityyppisiä näkemyksiä. Varainhoitajien, kuten instituutioiden ja rahastonhoitajien luottamustehtävä hoitaa asiakkaiden varoja on kokenut erilaisia vaiheita. Ennen 1970-lukua luottamustehtävänä katsottiin olevan enemmän järjellinen (reasonable) varojen hoito, joka otti huomioon ympäröivän yhteiskunnan tarpeet. 1970- ja 80-luvuilla rationaalinen (rational) varojen hoito nousi keskeiseksi tekijäksi, jonka ajatuksena oli oman edun

tavoittelu ja, että varoille haetaan mahdollisimman hyvää tuottoa. Ajatus järjestelmästä varojenhoidosta nosti jälleen profiilia 2000-luvun alussa, kun sidosryhmien ja tulevien sukupolvien pitkän tähtäimen hyvinvointiajattelu on haastanut rationaalisen varainhoidon. Onnistuneen varainhoidon tulisi ottaa huomioon järjestelmällinen ja rationaalinen lähestymistapa, jotta varoja hoidetaan niin, että huomioidaan sekä sidosryhmien etu että oma etu ja vaikutetaan yhteiseen hyvään. (Lydenberg, 2014.) Boglen (2009) mukaan erityisesti rahastonhoitajien, mutta myös muiden toisten varallisuutta luottamustehtävänä hallinnoivien tahojen tarkoitukselliset ovat olleet useamman vuosikymmenen vääränlaiset. Hänen mukaansa suurin osa varainhoitajista ovat ajaneet omaa etuaan esimerkiksi siten, että rahastojen kulut ovat kasvaneet nopeammin kuin rahaston pääomat, jotka nekin ovat kasvaneet merkittävästi. Kulujen suurempi kasvu on tapahtunut siitä huolimatta, että kasvavien pääomien tulisi tuoda mittakaavaetuja ja siten mahdollistaa keskimäärin alhaisemmat kulut. Bogle (2009) mainitsee perimmäiseksi ongelmaksi sen, että varainhoitajat eivät voi palvella kahta tahoa yhtä aikaa, vaan heidän pitäisi keskittyä palvelemaan asiakkaita, jotka ovat luovuttaneet luottamustehtävänä rahat varainhoitajien hallinnoitavaksi. Varainhoitajien vastuusta sekä Lydenberg että Bogle ovat jokseenkin samalla kannalla. Varainhoitajien tehtävä yhteiskunnassa on hoitaa asiakkaiden varoja, joilta he ovat tämän luottamustehtävän saaneet, mahdollisimman tehokkaasti, luotettavasti ja omaa etua liiallisesti tavoittelematta.

3.4 Vastuullisen sijoittamisen luokittelu

Dorffleitner ja muut (2015) vertailivat kolmen eri ESG luokituspalveluja tarjoavan tahon ESG luokituksia. Tutkittavat palveluntarjoajat olivat ASSET4, KLD ja Bloomberg. Tulokset osoittavat, että ESG luokittajat eivät ole kovin yhtenäisiä luokituksissaan, yleisesti parhaat ESG pisteet saavat suuret yritykset, jotka raportoivat eniten ei-taloudellista informaatiota ja ESG-luokitusmuutosten riski riippuu vahvasti luokittajasta eli se on pääasiassa luokittajakohtaista.

Chatterji ja muut (2016) puolestaan tutkivat kuuden eri vastuullisuusluokituksia tarjoavan palveluntarjoajan teorianäkemystä yritysten yhteiskuntavastuusta, CSR, ja vertailukelpoisuutta. He havaitsivat, että eri luokittajien teorianäkemykset yritysten yhteiskuntavastuusta olivat vain rajallisesti samanlaisia heikentäen niiden yhtenäisyyttä. Tutkimustuloksissa havaittiin myös vahvaa näyttöä heikosta vertailukelpoisuudesta eri vastuullisuusosa-alueiden osalta. Luokittajien välinen heterogeenisyys vaikeuttaa siten sijoittajien, salkunhoitajien ja akateemikoiden työskentelyä ja luokitusten hyödyntämistä työsäään. Aiemmin myös Escrig-Olmedo ja muut (2010) havaitsivat tutkimuksessaan, että eri ESG-luokittajat ja vastuullisuusindeksit ovat heterogeenisiä vastuullisuuskriteereidensä suhteen. He tutkivat yhteensä kuutta vastuullisuusindeksiä ja kymmentä ESG-luokittajaa. Luokittajilla ei ole standardia, jonka mukaan luokitetaan yrityksiä, joka tekee yrityksille vaikeaksi oikeiden toimien kohdistamisen ongelmakohtiin, jotta heidän vastuullisuuspisteityksensä nousisi.

3.5 Vastuullisen sijoittamisen tuottavuus

Vastuullista sijoittamista ja sosiaalisesti vastuullista sijoittamista on tutkittu eri tutkimuksissa sen tuottavuuden osalta suhteessa muihin sijoitusmuotoihin. Useimmissa tutkimuksissa verrataan vastuullisia yrityksiä vähemmän vastuullisiin tai vastuullisia sijoitusportfolioita ei-vastuullisiin. Seitsemän Euroopan maan 88 sosiaalisesti vastuullista rahastoa sisältävä tutkimus sai tulokseksi, että vastuullisten rahastojen tuotot ovat linjassa suhteessa sekä vastuullisiin indekseihin, että perinteisiin indekseihin. Suoriutuminen on hieman parempaa suhteessa vastuullisiin indekseihin, mutta perinteiset indeksit selittävät vastuullisten rahastojen tuottoa paremmin (Cortez ja muut, 2009). Myös Leite ja Cortez (2014) saivat samankaltaisia tuloksia tutkiessaan eurooppalaisia sosiaalisesti vastuullisia rahastoja, jotka sijoittivat Eurooppaan ja maailmanlaajuisesti, perinteisiin rahastoihin nähden. Vastuullisten ja perinteisten rahastojen tuotot eivät tilastolliselta merkisyydeltään eronneet toisistaan. Leiten ja Cortezin tutkimuksessa saatiin myös tulos, että perinteiset indeksit selittävät sosiaalisesti vastuullisten rahastojen tuottoja paremmin kuin vastuulliset indeksit. Yhdeksi selitykseksi tuottojen eroamattomuudelle

toisistaan annettiin luokkansa parhaat lähestymistavan yleisyys eurooppalaisissa rahastoissa, jolloin suositaan enemmän isoja ja tunnettuja yhtiöitä. Friede ja muut (2015) vertailivat jo tehtyjä tutkimuksia vastuullisten sijoitusten yhtiökohtaisista tuotoista ja tutkimuksessa oli mukana yli 2200 yksittäistä sijoituskohdetta. Heidän yleinen havaintonsa oli, että vastuullinen sijoittaminen tuottaa neutraalisti tai positiivisesti suhteessa ei-vastuulliseen sijoittamiseen selvästi yli puolessa tutkituista tapauksista. Auer ja Shuhmacher (2016) tutkivat Euroopan, Yhdysvaltojen ja Aasia-Tyynenmeren alueen yritysten ESG tuottoja käyttäen Sustainalyticsin dataa ESG luokituksista. Heidän havaintonsa on, että ESG sijoitusstrategiassa maantieteellisellä- ja toimialafokuksella on selkeä merkitys lopputuleman kannalta. Yhdysvalloissa ja Aasia-Tyynimeri alueilla korkean ESG luokituksen yhtiöiden valinta ei vaikuta sijoitustuottoon suhteessa vertailtavaan ei-vastuulliseen portfolioon tai matalan ESG luokituksen yhtiöihin nähden. Myöskään Euroopassa korkean ESG luokituksen strategiat eivät tuo ylituottoa. Tietyillä toimialoilla Euroopassa ESG kriteereistä riippuen korkeat ESG luokituksen yritykset alisuoriutuvat ei-vastuulliseen passiiviseen portfolioon nähden.

Sosiaalisesti vastuullisen sijoittamisen, SRI, seulojen vaikutusta tuottoon tutkittaessa, Kempf ja Osthoff (2007) saivat tulokseksi KLD:n dataa käyttämällä, että hyödyntämällä long-short strategiaa sijoittajien on mahdollista saada poikkeavia tuottoja. Poikkeavat tuotot on mahdollista saavuttaa positiivisen seulonnan tai luokkansa parhaat menetelmien avulla ja tällaisen strategian alfa voi olla jopa 8,7 prosenttia. Long-short strategiassa sijoitettiin korkeat ESG-pisteet saaneisiin yrityksiin ja myytiin lyhyeksi heikot ESG-pisteet saaneita yrityksiä. Huomionarvoista on, että yksityissijoittajien voi olla haastavaa ja kallista toteuttaa long-short strategiaa. Hyödyntämällä KLD:n dataa tutkimuksessaan sosiaalisesti vastuullisista osakkeista, Derwall ja muut (2011) havaitsivat, että kiistanalaisilla osakkeilla käydään kauppaa suhteessa alemmilla hintatasoilla, koska vastuulliset sijoittajat eivät niihin sijoita. Sosiaalisesti vastuullisena indikaattorina tutkimuksessa käytettiin vahvoja työntekijäsuhteita. Tämä johtaa siihen, että kiistanalaiset osakkeet tuottivat poikkeavia tuottoja koko tarkastelujakson ajan. Myös sosiaalisesti vastuullinen sijoittaminen tuotti poikkeavia tuottoja tilastollisesti merkitsevästi erityisesti tarkastelujakson

alkuosassa, kun koko tutkimusperiodina oli 1992–2008. Korkeamman vastuullisuuden yritykset tuottivat enemmän kuin heikomman vastuullisuuden yritykset vuosina 1993–2009 Ecclesin ja muiden (2014) tutkimuksessa ja lisäksi vastuullisemmat yritykset esimerkiksi raportoivat enemmän ei-rahoituksellisesta informaatiosta laajemmalle joukolle sidosryhmän jäseniä, antoivat vastuullisuuden johdon vastuulle ja olivat sitoutuneita pidemmän tähtäimen kehitykseen. Korkean vastuullisuuden yrityksiksi tutkimuksessa valittiin sellaiset yritykset, jotka useiden vuosien ajan olivat noudattaneet merkittävää määrää ympäristö- ja sosiaalisia toimintatapoja ja alhaisen vastuullisuuden yritykset eivät olleet noudattaneet lähes mitään kyseisistä toimintatavoista. Lähtötilanteessa molemmat yritystyyppit paritettiin siten, että ne olisivat samalla toimialalla ja samankokoisia toimijoita.

Renneboog ja muut (2008) tutkivat maailmanlaajuisesti, miten sosiaalisesti vastuulliset ja eettiset rahastot tuottavat perinteisiin rahastoihin verrattuna. He saivat tulokseksi, että eri maissa vastuulliset rahastot tuottavat 2,2–6,5 prosenttia heikommin kuin kotimaiset vertailuindeksit. Riskikorjatut tuotot eivät kuitenkaan eroa perinteisistä rahastoista, kuin kolmen maan kohdalla. Riskikorjattuun tuottoon vaikuttivat negatiivisesti hallintoasiat ja sosiaalisten seulojen määrä.

3.6 Sijoituspäätöksiin vaikuttavat tekijät

Sijoituspäätöksiin lähtötilanteessa vaikuttavana tekijänä on talouslukutaito. Sijoittamista markkinoivien tahojen on helpompi luoda mielikuvia ja houkutella sijoittajia, mikäli sijoittajan talouslukutaito on heikolla tasolla ja sijoittajien voi myös olla vaikeampi vertailla eri vaihtoehtoja, jos talouslukutaidossa on puutteita. Tutkimuksia tarkasteltaessa sijoittajien talouslukutaidossa rahastoihin sijoitettaessa 1990-luvulla Yhdysvalloissa löytyi parannettavaa (Alexander ja muut, 1998). Myös Zokaiyte (2016) havaitsi tutkimuksessaan, että ympäri maailman erilaisissa tutkimuksissa on saatu tulokseksi ihmisten keskimäärin heikko talouslukutaito ja numeerinen lukutaito. Zokaiyten mukaan vaikeuksia talouslukutaidossa ovat tuottaneet esimerkiksi yksinkertaiset koronkorkolaskut ja

todennäköisyyksien arviointi. Heikko lukutaito mahdollisesti vaikuttaa ihmisten sijoitus-
halukkuuteen ja erityisesti mielenkiintoon lukea ja ymmärtää erilaisia sijoituspäätöksiin
liittyviä julkistuksia (Zokaityte, 2016). Calcagno ja Monticone (2015) tutkivat sijoittajien
talouselukutaidon vaikutusta siihen, että riippuivatko heidän sijoituspäätöksensä missä
määrin sijoitusneuvojasta ja hänen avustaan. Tulokset osoittavat, että korkea talouselu-
kutaito kasvattaa todennäköisyyttä sijoitusneuvojan konsultoinnin hyödyntämiseen,
mutta vähentää todennäköisyyttä sille, että sijoituspäätös delegoitaisiin muille. Sijoitus-
neuvojat informoivat paremmin korkean talouselukutaidon sijoittajia suhteessa heikon ta-
louselukutaidon omaaviin sijoittajiin. Tämä indikoi, että sijoitusneuvojat eivät ole hyödy-
lisiä niille sijoittajille, jotka sitä eniten tarvitsisivat, eikä ammattimaiset neuvojat siten
korvaa itseoppimista.

Sijoittajien subjektiivista talouselukutaitoa tutkittaessa Bellofatto ja muut (2018) saivat
tulokseksi, että ne sijoittajat, jotka välittäjäyrityksen MiFID kyselyissä kertoivat subjektiiv-
isesti olevansa talouselukutaitoisia eli tässä tapauksessa kertoivat tietävänsä eri sijoit-
usinstrumenteista ja niiden riskeistä, saivat myös parhaimmat tuotot. Edellä läpi käytyt
tutkimukset osoittavat, että talouselukutaidosta näyttäisi olevan hyötyä sijoitustoimin-
nassa ja eri sijoituskohteiden vertailemisessa. Talouselukutaitoa tarvitaan erityisesti vas-
tuullisen sijoittamisen ymmärtämisessä, koska siinä numeerisen tiedon lisäksi on mu-
kana ei-numeerista tietoa.

Mikä sitten vaikuttaa sijoittajien tiedonhakuun? Kaur (2018) tutki Intian pääkaupunkialu-
een ihmisten käyttäytymistä rahastojen tiedonhaun ja valitsemiskriteerien osalta. Hän
sai tulokseksi, että koulutus ja tulot vaikuttivat henkilön tietämykseen ja havaintoihin ra-
hastoista. Toisaalta tietämys ja havainnot rahastoista vaikuttivat sijoittajien tiedonhan-
kinnan käyttäytymiseen. Rahastoista paremmin tietävät hakivat tietoa persoonattomista
lähteistä ja rahastojen tuottokehitys vaikutti heidän päätöksiinsä, kun taas rahastoista
heikommin tietävät hakivat neuvoa alan asiantuntijoilta ja valitsivat rahaston sen omi-
naisuuksien perusteella.

3.6.1 Tuoteinformaation vaikutus sijoittamiseen

Kozupin ja muiden (2008) tutkimus tiivistetyn rahastotiedon vaikutuksista yhdysvaltalais-sijoittajiin yhtenä tuloksena oli, että sijoittajat reagoivat myönteisesti tiedon tiivistämiseen yhdelle sivulle. Tutkimuksessa myös havaittiin, että sijoittajat painottavat liikaa historiallisen tuoton vaikutusta tuleviin päätöksiin. Myös lisäinformaation olemassaolo erityisesti graafisena esityksenä vaikutti yhdessä rahaston suoriutumisen ja sijoittajien tietämyksen kanssa käsitykseen ja arviointiin rahastoista. Avaintietoesitteiden hyödyllisyyttä sijoittajille tutkittaessa tulokset indikoivat, että niistä ei olisi merkittävää hyötyä tavallisille sijoittajille, joilla ei ole erityistä talousosaamista. Oehlerin ja muiden (2014) tutkimuksessa talousalan opiskelijat vastasivat kysymyksiin kolmesta erityyppisestä avaintietoesitteestä eri sijoitusinstrumenttien osalta. Yksi avaintietoesite oli palveluntarjoajan lailliset vaatimukset täyttävä, toinen erityisesti tutkimusta varten suunniteltu ottaen huomioon laillisuuden lisäksi ihmisten tiedonkeruukyvyyn ja kolmas oli palveluntarjoajan vapaammin muotoilema esite. Vaikka avaintietoesitteessä on lain velvoittama sisältö se ei välttämättä takaa riittävää informaatiota sijoituskohteesta.

3.6.2 Sijoituspäätöksiin vastuullisissa sijoituskohteissa vaikuttavat tekijät

Nilsson, Nordvall ja Isberg (2010) tutkivat mitkä tekijät vaikuttivat yksityisasiakkaiden sijoituspäätöksiin heidän sijoittaessaan vastuullisiin rahastoihin. Tutkimustuloksista ilmenee, että korkean taloustietämyksen omaavat etsivät enemmän tietoa ulkoisista lähteistä rahaston tuotoista ja riskistä, kun taas korkean yhteiskuntavastuullisen tiedon omaavat etsivät enemmän tietoa siitä, miten rahasto ottaa huomioon vastuullisuusasiat. Lisäksi vastuullisen tiedon omaavat olivat kiinnostuneempia hankkimaan tietoa sijoitusneuvojen kautta verrattuna taloustietämyksen omaaviin. Barreda-Tarrazona ja muut (2011) tutkivat kokeellisesti, miten tieto rahaston vastuullisuudesta vaikuttaa sijoituspäätökseen. Heidän tuloksensa näyttää, että kokeeseen osallistujat sijoittivat hieman herkemmin vastuullisempaan rahastovaihtoehtoon, kun siitä oli selkeästi mainittu rahaston esitteessä. Tutkimuksessa kuitenkin oli omat rajoitteensa ja tutkimukseen

osallistuneiden keskimääräinen ikä oli 21 vuotta, jota voidaan pitää nuorena sijoitusmaailmassa ja tämän rajoitteen myös tutkijat tuovat esille. Nämä tutkimukset indikoivat, että rahastojen menestymiseen vaikuttaa, kuinka selkeästi vastuullisuusasiat nostetaan esiin rahastojen esitteissä ja markkinoinnissa.

Eettiset sijoittajat eivät välttämättä ole heterogeeninen ryhmä ja osa sijoittajista ovat valmiita uhraamaan suuren taloudellisen hyödyn, jos sijoituskohde ei ole eettinen. Toisaalta osa sijoittajista valitsevat suuren taloudellisen hyödyn, vaikka sijoituskohde ei ole eettinen. (Berry & Yeung, 2013). Sosiaalisesti vastuullisiin rahastoihin sijoittamiseen ja niiden pitämiseen salkussa vaikuttivat sisäiset sosiaaliset preferenssit ja jonkin verran myös sosiaalinen signaalointi muille siitä, mihin henkilö sijoittaa. Sosiaaliseen motivaatioon taloudellisella näkökannalla on myös osansa ja tutkimuksessa havaittiin, että moni vastuulliseen rahastoon sijoittava odottaa rahaston tuottavan heikommin kuin perinteinen osakerahasto ja että vastuullisissa rahastoissa on korkeammat kokonaiskulut (Riedl & Smeets, 2017). Vastuullinen sijoittaminen ei siis välttämättä ole yksiselitteistä sijoittajille itselleen, ainakaan tutkimusten mukaan.

Nilsson, Jansson, Isberg ja Nordvall (2014) havaitsivat, että tarkasteltaessa yksityissijoittajien asiakastytyväisyyttä vastuullisten rahastojen osalta rahaston oston jälkeen, asiakkaat pitävät tärkeimpänä vastuullisten rahastojen tuotto-odotusta. Tuotto-odotuksen lisäksi halukkuutta sijoittaa kasvattivat myös vastuullisuustekijät, esimerkiksi aktiivinen vastuullisuuden edistäminen ja rahastojen saatavuus, mutta ne eivät tutkimuksen mukaan olleet yhtä vahvoja tyytyväisyyttä lisääviä tekijöitä, kuin rahastojen tuotto. Tutkimustiedon pohjalta on havaittavissa, että rahastoja tarjoavien tahojen on yhtäältä otettava huomioon tuottojen ja riskien tuominen esille eli taloudellisten lukujen esittäminen sekä vastuulliset tekijät, jotka rahastoon vaikuttavat. Nämä molemmat tekijät kiinnostavat sijoittajia eri suhteessa sijoitusprosessin eri vaiheissa.

4 Rahastoyhtiöihin kohdistuva lainsäädäntö

Tämän tutkimuksen kannalta keskeisin rahastoyhtiöitä koskeva kansallinen lainsäädäntö muodostuu sijoitusrahastolaista (213/2019, myöhemmin SRL), kiinteistörahastolaista (1173/1997, myöhemmin KRL) ja vaihtoehtorahastojen hoitajista annetusta laista (162/2014, myöhemmin VHAL) sekä valtiovarainministeriön asetuksesta rahastoyhtiöihin ja säilytysyhteisön lupahakemuksiin liitettävistä selvityksistä, palkitsemisjärjestelmästä, rahastoesitteestä ja sijoitusrahastolain 13 luvussa tarkoitetuista rahoitusvälineistä sekä yhteissijoitusyrityksen saatavilla pidettävien tietojen laajuudesta (257/2019, myöhemmin VMA I) ja valtiovarainministeriön asetuksesta rahastoyhtiön, sijoitusrahaston ja vaihtoehtorahaston tilinpäätökseen sisältyvän tuloslaskelman ja taseen kaavasta, tilinpäätökseen liitettävästä toimintakertomuksesta sekä sijoitusrahaston puolivuotiskatsauksesta (231/2014, myöhemmin VMA II) ja kyseisen asetuksen muuttamisesta (258/2019). Euroopan unionin sääntelystä keskeisimmät rahastoyhtiöitä koskevat asetukset ovat Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus ((EU) N:o 1286/2014, myöhemmin PRIIP-asetus) vähittäismarkkinoille tarkoitettuja paketoituja ja vakuutusmuotoisia sijoitustuotteita (PRIIP-tuotteita) koskevista avaintietoasiakirjoista, Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus ((EU) 2016/1011, myöhemmin vertailuarvoasetus) rahoitusvälineissä ja rahoitussopimuksissa vertailuarvoina tai sijoitusrahastojen arvonkehityksen mittaamisessa käytettävistä indekseistä ja direktiivien 2008/48/EY ja 2014/17/EU sekä asetuksen (EU) N:o 596/2014 muuttamisesta ja komission asetus (N:o 583/2010, myöhemmin avaintietoasetus) Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2009/65/EY täytäntöönpanosta sijoittajalle annettavien avaintietojen osalta ja avaintietojen tai tarjousesitteen toimittamisessa muuta pysyvää välinettä kuin paperia käyttäen tai verkkosivuston välityksellä noudatettavien ehtojen osalta sekä komission asetus (N:o 584/2010, myöhemmin ilmoitusasetus), Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2009/65/EY täytäntöönpanosta ilmoituskirjeen vakiomallin ja yhteissijoitusyritystä koskevan todistuksen muodon ja sisällön, toimivaltaisten viranomaisten välisessä ilmoittamisessa käytettävän sähköisen viestinnän sekä paikalla tehtävissä tietojenvaihdossa noudatettavien menettelyjen osalta. Lainsäädännön vaatimusten lisäksi rahastoilla on omat säännöt, joissa määritetään esimerkiksi niiden sijoituspolitiikka ja perittävät kulut

(Finanssiala, 2019). Tässä luvussa käsitellään lainsäädännön vaatimaa informaatiota, sisältöä ja raportteja, joita sijoitusrahastojen on sijoittajien suuntaan esitettävä. Ensin käyn läpi kansallisen lainsäädännön ja tämän jälkeen Euroopan unionin asetukset, jotka ovat Suomessa suoraan sellaisenaan sovellettavaa lainsäädäntöä. Huomionarvoista on se, että Euroopan unionin säätämät direktiivit on implementoitu osaksi kansallista lainsäädäntöämme, minkä vuoksi niitä ei käsitellä erikseen. Direktiivit antavat säädettävälle laille vähimmäisvaatimukset ja kansallisesti lainsäädäntöön voidaan ottaa tiukempi linja. Lopuksi tarkastelen tulevaisuuden lainsäädännön kehityssuuntaa sijoitusrahastojen osalta, erityisesti kestävän rahoituksen lakipakettia.

4.1 Kansallinen lainsäädäntö

Sijoitusrahastolain vanhempi versio säädettiin vuonna 1999 ja siihen on sen voimaantulon jälkeen tehty yli 30 muutosta sekä osittaisuudistus. Lisäksi sen rinnalle on syntynyt erillislakeja. Viimeisimmät muutokset johtuivat EU-sääntelyn kansallisesta täytäntöönpanosta. Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2009/65/EY eli sijoitusrahastodirektiivi tai UCITS IV pantiin täytäntöön sijoitusrahastolakia muuttamalla vuonna 2011 ja Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2014/91/EU eli sijoitusrahastodirektiivin muutosdirektiivi tai UCITS V pantiin täytäntöön sijoitusrahastolakia muuttamalla vuonna 2016. Lisäksi yhteistä sijoittamista koskevan sääntelyn rakenne muuttui, kun Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2011/61/EU eli AIFM-direktiivi täytäntöönpantiin. (HE 243/2018 vp, s. 8–9.) Sijoitusrahastodirektiivissä mainittu UCITS tarkoittaa siirtokelpoisiin arvopapereihin kohdistuvaa yhteistä sijoitustoimintaa harjoittavia yrityksiä eli yhteissijoitusyrityksiä (Valtiovarainministeriö, 2016, s. 19). Koska vanha sijoitusrahastolaki (48/1999) oli muuttunut vaikeaselkoiseksi ja sille oli lakitekninen selkeyttämistarve, kumottiin se ja tilalle säädettiin nykyisin voimassa oleva sijoitusrahastolaki.

Sijoitusrahastolaissa määritellään mihin tahoihin laki kohdistuu, kenellä on oikeus toimia rahastoyhtiönä ja mitä toiminnalta vähimmillään odotetaan. Laista löytyy myös sääntöjä rahaston lakkauttamisen, konkurssin tai esimerkiksi sulautumisen osalta sekä rajat

ylittävästä toiminnasta. Sijoitusrahastolakia valvoo Finanssivalvonta Finanssivalvonnasta annetun lain (878/2008) mukaisesti. Finanssivalvonnan yleinen toiminnan tavoite on finanssimarkkinoiden vakaus ja yleinen luottamus finanssimarkkinoiden toimintaan (HE 243/2018 vp, s. 14). Sijoitusrahastojen rahastomateriaalin osalta oleellisin lain kohta sijoitusrahastolaissa on luku 15, jossa käydään läpi rahasto-osuuksien markkinointi ja rahastoyhtiön tiedonantovelvollisuus. Rahasto-osuuksia voi markkinoida suomen- tai ruotsin kielellä ja myös muulla kielellä, mikäli Finanssivalvonta sitä vaatii. Sijoitusrahaston rahasto-osuuksista antama markkinointitieto ei saa olla harhaanjohtavaa tai totuudenvastaista ja markkinoinnin kaupallisen tarkoituksen on tultava ilmi. Jos markkinoinnissa kehoitetaan ostamaan sijoitusrahaston rahasto-osuuksia, väitteet eivät saa olla riskitiedossa rahasto- tai avaintietoesitteen tietojen kanssa (SRL 15:1). Rahastoyhtiön on julkaistava jokaisesta hoitamastaan sijoitusrahastosta rahastoesite, joka on pidettävä ajan tasalla ja jossa tulee olla liitettynä rahaston säännöt (SRL 15:3). Avaintietoesitteen osalta on määritetty, mitä siitä on löydyttävä niin, että se on ymmärrettävissä ilman muita asiakirjoja (SRL 15:4). Rahastoyhtiötä vaaditaan myös esittämään rahaston viimeisin puolivuotiskatsaus (SRL 15:6) ja vuosikertomus (SRL 15:7).

Kiinteistörahastolakia sovelletaan toimintaan, jossa yleisölle tarjotaan mahdollisuus osallistua yhteisiin kiinteistösijoituksiin siten, että yleisö osallistuu sijoittamiseen julkisen osakeyhtiön osakkeita tai kommandiittiyhtiön osuuksia merkitsemällä ja yhtiö sijoittaa kyseiset varat pääasiassa kiinteistöihin tai kiinteistöarvopapereihin (KRL 1.1). Kiinteistörahastolain lisäksi pääasiallisesti kiinteistöihin ja kiinteistöarvopapereihin varojaan sijoitavista erikoissijoitusrahastoista säädetään myös vaihtoehtorahastojen hoitajista annetussa laissa (KRL 1:1.3).

VHAL säätelee niitä asiakirjoja, joita erikoissijoitusrahastojen ja vastaavien on laadittava yksityissijoittajille ja mitä asiakirjoihin on sisällyttävä. Vaihtoehtorahastojen hoitajista annetun lain 13 luvussa on erikseen määritelty säännökset markkinoitaessa kyseisiä rahastoja ei-ammattimaisille sijoittajille (VHAL 13:1). Laadittavat asiakirjat ja niiden sisältö ovat samantyyppiset, kuin sijoitusrahastolaissa vaaditut asiakirjat, kuten avaintietoesite

sisältöineen, mutta lisäksi vaaditaan pitämään kyseiseen rahastoon sijoittamisesta olennaiset ja riittävät tiedot (VHAL 13:4–5 ja VHAL 12:4.1). On hyvä huomata, että vaihtoehtorahastoihin kuuluvat erikoissijoitusrahastojen lisäksi sellaiset rahastot, jotka eivät ole niin kutsuttuja UCITS-rahastoja.

VMA I:n neljännessä luvussa määrätään yksityiskohtaisesti rahastoesitteen sisällöstä ja tietojen esittämisestä. Rahastoesite on päivättävä, otsikoitava selkeästi rahastoesitteeksi ja kerrotut tiedot on esitettävä selkeästi sekä ymmärrettävästi sijoittajakohderyhmä huomioiden (VMA I 4:1.1). Rahastoesitteen on kerrottava: tiedot sijoitusrahastosta (VMA I 4:2), sijoitusrahaston sijoituksia koskevat tiedot (VMA I 4:3), rahastoon sijoittamista koskevat tiedot (VMA I 4:4), tietoja rahastoyhtiöstä (VMA I 4:5) ja tiedot säilytysyhteisöstä (VMA I 4:6). Osaa näistä tiedoista ei ole välttämätöntä mainita rahastoesitteessä, mikäli ne sisältyvät sijoitusrahaston rahastoesitteeseen liitettyihin sääntöihin (VMA I 4:7).

VMA II:ssa on määritetty veloitteita sijoitusrahastoyhtiöille koskien niiden puolivuotiskatsauksia. VMA II:n ja sen muuttamisesta annetun päätöksen mukaisesti puolivuotiskatsauksissa on esitettävä vähintään sijoitusrahastolain 15 luvun 6 §:n lisäksi VMA II:n 8 §:n 3 kohdassa tarkoitettu katsauskautta koskeva selvitys arvopaperisijoituksista ryhmiteltynä VMA II liite III mukaisesti. Tämän lisäksi puolivuotiskatsauksen on sisällettävä VMA II:n 9 §:n 1 momentin 1, 3 ja 6 kohdassa tarkoitettut selvitykset. Näihin selvityksiin lukeutuvat esimerkiksi sijoitusten jakautuminen sijoituspolitiikan mukaisesti toimialoitain, sijoitusten koostumuksessa tapahtuneet muutokset katsauskaudella ja palkkioiden jakautumisen selvitys rahastoyhtiölle.

4.2 Euroopan unionin asetukset

Euroopan unioni on säätänyt asetuksia, jotka koskevat sijoitusrahastoja. Käyn tässä luvussa läpi, mitä EU:n asetuksia liittyy rahastoista annettavien tietojen ilmoittamiseen yksityissijoittajien osalta.

PRIIP-asetus säätelee siitä, minkälaisia tietoja avaintietoasiakirjan on sisällettävä, kun PRIIP-tuotteita, joihin myös sijoitusrahastot kuuluvat, tarjotaan yksityissijoittajille. Ensiksi, yksityissijoittajalle PRIIP-tuotetta tarjoavan tahon on laadittava kyseisestä tuotteesta avaintietoasiakirja ja julkaistava se verkkosivuillaan (PRIIP-asetus 5 artikla). Avaintietoasiakirjan on oltava sisällöltään täsmällinen, tasapuolinen ja selkeä, eikä se saa olla harhaanjohtava (PRIIP-asetus 6 artiklan 1 kohta). Avaintietoasiakirja tulee laatia siten, että se on enintään kolmen A4-sivun kokoinen ja helppolukuinen, keskittyy yksityissijoittajien tarvitsemiin tietoihin ja se on laadittu helppotajuisella kielellä (PRIIP-asetus 6 artiklan 4 kohta). EU:n jäsenvaltioissa, jossa PRIIP-tuotetta tarjotaan, on avaintietoasiakirja laadittava ainakin yhdellä kyseisen maan virallisella kielellä ja tarkkana käännöksenä alkuperäisestä asiakirjasta (PRIIP-asetus 7 artikla). PRIIP-asetuksessa määritetään yksityiskohtaisesti, mitä tietoja avaintietoasiakirjan tulee sisältää, mitkä osiot avaintietoasiakirjaan on sisällytettävä, missä järjestyksessä tiedot tulee antaa sekä kuinka yksityiskohtaisesti tiedot on annettava (PRIIP-asetus 8 artikla). Markkinointiviestintä ei saa olla ristiriidassa avaintietoasiakirjan kanssa ja markkinoinnissa on ilmoitettava, mistä ja miten avaintietoasiakirja on saatavilla (PRIIP-asetus 9 artikla). Avaintietoasiakirjan uudelleentarkastelusta on myös annettu ohjeistus asetuksen 10 artiklassa. PRIIP-tuotteesta neuvon antavan tai sellaista myyvän henkilön on toimitettava avaintietoasiakirja yksityissijoittajalle veloitusetta joko paperisena tai verkon välityksellä, ja jos asiakirja toimitetaan jollakin muulla pysyvällä tavalla, on sijoittajalla oikeus saada paperinen avaintietoasiakirja myöhemmin veloitusetta (PRIIP-asetus 14 artikla). PRIIP-asetusta on täydennetty Komission delegoidulla asetuksella (EU) 2017/653, vähittäismarkkinoille tarkoitettuja paketoituja ja vakuutusmuotoisia sijoitustuotteita (PRIIP-tuotteita) koskevista avaintietoasiakirjoista annetun Euroopan parlamentin ja neuvoston asetuksen (EU) N:o 1286/2014 täydentämisestä vahvistamalla teknisiä sääntelystandardeja avaintietoasiakirjojen esittämisestä, sisällöstä, uudelleentarkastelusta ja tarkistamisesta sekä tällaisten asiakirjojen toimittamisvaatimuksen noudattamiseen liittyvien ehtojen täyttämisestä, myöhemmin PRIIP-täydennysasetus. PRIIP-täydennysasetuksella on tarkennettu tarvittavilta osin PRIIP-asetusta. Esimerkiksi PRIIP-täydennysasetuksen 4 artiklassa tarkennetaan mitä avaintietoasiakirjassa on määriteltävä sellaisen tapauksen varalta, että

PRIIP-tuotteen kehittäjä on maksukyvytön. Myös muita avaintietoasiakirjaa koskevia tarkennuksia löytyy PRIIP-täydennysasetuksesta.

Avaintietoasetus määrittää avaintietoasiakirjan laadintaa koskevat säädökset. Asetusta sovelletaan kaikkiin rahastoyhtiöihin niiden hoitaman yhteissijoitusyrityksen osalta ja sijoitusyhtiöihin, jotka eivät ole nimenneet direktiivin 2009/65/EY mukaisesti toimiluvan saanutta rahastoyhtiötä (avaintietoasetus, 1 ja 2 artikla). Tässä asetuksessa on hyvin samantyyppisesti kuin PRIIP-asetuksessa käyty läpi, mitä avaintietoasiakirjassa tulee olla, missä järjestyksessä, mikä on sen vähimmäislaajuus, miten asiakirja tulee nimetä, mitkä osiot siihen on sisällytettävä ja mikä on sen enimmäispituus (avaintietoasetus 4–6 artiklat). Asetuksessa käydään myös yksityiskohtaisesti läpi, mitä ”tavoitteet ja sijoituspolitiikka” -osion kuvauksessa tulee olla, sijoituksen riski-hyötyprofiilista ilmoittaminen ja kuluihin liittyvät tiedot, jotka avaintietoasiakirjassa tulee mainita (avaintietoasetus 7–14 artiklat). Seuraavaksi asetuksessa säädetään aiemman tuoton- ja arvonkehityksen esittämisestä, joka on esitettävä pylväsdiagrammina viimeisen viiden tai kymmenen vuoden ajanjaksolta pois lukien kuluva vuosi riippuen siitä, onko rahastolla tuottohistoriaa yli vai alle viiden vuoden ajalta (avaintietoasetus 15–19 artiklat). Asetuksessa annetaan vielä säädökset lopuista tärkeistä seikoista, kuten ”käytännön tiedot”-osiossa vaadittavista tiedoista ja esimerkiksi avaintietoasiakirjaan tehtävien muutosten vaikutuksista (avaintietoasetus 20–24 artiklat). Asetuksen loppuosassa käsitellään tilanteita, joissa yhteissijoitusyrityksellä on erityisrakenteita, esimerkiksi alarahastoja, useita osakelajeja, rahasto-osuusrahastoja tai feeder- tai strukturoitu yhteissijoitusyritysrakenne (avaintietoasetus 25–37 artiklat).

Ilmoitusasetus säättää yhteissijoitusyrityksen ja jäsenvaltion toimivaltaisten viranomaisien välisestä ilmoitusmenettelystä, valvontayhteistyöstä sekä tietojenvaihdosta. Asetus on rahastomarkkinoiden lainmukaisen toiminnan kannalta tärkeä, mutta se ei suoraan liity rahaston niihin velvollisuuksiin, joita sillä on yksityissijoittajien suuntaan ja siten se jää tässä tarkastelussa vain maininnan asteelle.

Vertailuarvoasetus on maininnan arvoinen, sillä siinä säädetään yhteisestä kehyksestä, jolla varmistetaan rahoitusvälineissä vertailuarvoina käytettävien tai rahastoissa arvonkehityksen mittaamiseen käytettävien indeksien tarkkuus ja koskemattomuus koko unionin alueella (vertailuarvoasetus 1 artikla). Asetuksessa vertailuarvon käytöllä tarkoitetaan esimerkiksi sellaisen rahoitusvälineen liikkeeseen laskua, jossa viitataan indeksiin tai indeksien yhdistelmään ja sijoitusrahaston arvonkehityksen mittaamista indeksin tai indeksien yhdistelmän avulla, kun tarkoituksena on seurata indeksin tai indeksien yhdistelmän tuottoa, määrittellä salkun koostumus tai laskea tulosperusteinen palkkio (vertailuarvoasetus 3 artiklan 1 kohdan seitsemän a ja e alakohta). Vertailuarvoasetus koskettaa useita sijoitusrahastoja ja muita tahoja, jotka hyödyntävät vertailuarvoja esimerkiksi salkun koostumuksen määrittelyssään. Yksityissijoittajien suuntaan asetuksella on kuitenkin myönteinen vaikutus, koska se pyrkii ylläpitämään vertailuarvojen tarkkuuden ja koskemattomuuden EU:n alueella ja näin ollen vähentää manipuloinnin tai muun vastaavan aiheuttamia haittoja.

4.3 Kestävän rahoituksen kehitys ja lainsäädännön tulevat muutokset

Vastuullisen sijoittamisen kannalta on olennaista tarkastella, mitä sopimuksia vastuullisuuden ja maapallon kestävään käyttöön liittyen on kansainvälisesti tehty ja mitä lainsäädäntöä tähän liittyen on valmisteltu. Tästä saadaan käsitys, miten lainsäädäntö ja sopimukset tulevat muokkaamaan Euroopan rahoitusmarkkinaa ja rahastoihin liittyviä tiedonjakamisen vaatimuksia. Tässä luvussa tarkastellaan niitä keskeisiä kansainvälisiä sopimuksia, jotka ovat muodostuneet maapallon kestävän kehityksen huolista ja ihmisten aiheuttaman ilmastomuutoksen rajoittamiseksi. Lisäksi käydään läpi Euroopan unionin toimintasuunnitelma kestävän rahoituksen turvaamiseksi Euroopassa, siihen liittyvät ensimmäiset asetusehdotukset ja niiden voimaantuloajankohdat.

Yhdistyneiden kansakuntien kestävän kehityksen esityslista pyrkii vuoteen 2030 mennessä edistämään köyhyyden poistamista sen kaikissa muodoissa, edistämään ihmisoikeuksia, sukupuolten tasa-arvoa ja naisten sekä tyttöjen asemaa. Kestävän kehityksen

päätavoitteita on yhteensä 17, joiden lisäksi on määritelty 169 alatavoitetta. Esityslista hyväksyttiin 25. syyskuuta 2015 ja se tuli voimaan 1. tammikuuta 2016. Tavoitteeksi on asetettu saavuttaa kestävä kehityksen päämääriä ja niihin liittyviä tavoitteita vuoteen 2030 mennessä. (United Nations, 2015.) Kestävä kehityksen 17 päätavoitetta ovat (United Nations, 2015, s. 16):

Goal 1. End poverty in all its forms everywhere

Goal 2. End hunger, achieve food security and improved nutrition and promote sustainable agriculture

Goal 3. Ensure healthy lives and promote well-being for all at all ages

Goal 4. Ensure inclusive and equitable quality education and promote lifelong learning opportunities for all

Goal 5. Achieve gender equality and empower all women and girls

Goal 6. Ensure availability and sustainable management of water and sanitation for all

Goal 7. Ensure access to affordable, reliable, sustainable and modern energy for all

Goal 8. Promote sustained, inclusive and sustainable economic growth, full and productive employment and decent work for all

Goal 9. Build resilient infrastructure, promote inclusive and sustainable industrialization and foster innovation

Goal 10. Reduce inequality within and among countries

Goal 11. Make cities and human settlements inclusive, safe, resilient and sustainable

Goal 12. Ensure sustainable consumption and production patterns

*Goal 13. Take urgent action to combat climate change and its impacts**

Goal 14. Conserve and sustainably use the oceans, seas and marine resources for sustainable development

Goal 15. Protect, restore and promote sustainable use of terrestrial ecosystems, sustainably manage forests, combat desertification, and halt and reverse land degradation and halt biodiversity loss

Goal 16. Promote peaceful and inclusive societies for sustainable development, provide access to justice for all and build effective, accountable and inclusive institutions at all levels

Goal 17. Strengthen the means of implementation and revitalize the global partnership for sustainable development

Nämä 17 päätavoitetta ovat moninaiset ja ne ottavat huomioon tarpeen kehittää ilmastasioita, vesistöjen puhtautta, ihmisten tasa-arvoa, köyhyyden poistamista ja kestävä taloudellista kasvua, niin, että kohtuullinen työ voidaan tarjota kaikille. Lisäksi jokaiseen päätavoitteeseen on liitetty alatavoitteita, joista käy ilmi tarkempia kehityskohteita.

Tavoitteena on ottaa huomioon kehittyneet ja kehittyvät maat ja niiden eri tilanteet (United Nations, 2015, s. 17–30). YK:n kestävän kehityksen esityslista osoittaa, että huoli on maailmanlaajuinen ja, että toimia tarvitaan turvaamaan kestävä kehitys tulevaisuudessa.

Pariisin sopimus esitettiin kansainvälisesti myös vuoden 2015 lopulla. Sopimuksen keskeinen tavoite on pyrkiä pitämään ilmaston lämpenemisen taso tällä vuosisadalla alle 2 asteessa suhteessa esiteollisen ajan lämpötilatasoihin ja pyrkiä eri toimilla rajoittamaan lämpötilan nousu 1,5 asteeseen (UNFCCC, n.d.). Sopimuksen tavoitteena on myös vahvistaa maiden kykyä käsitellä ilmastonmuutoksen aiheuttamia vaikutuksia ja muodostaa alhaisten kasvihuonekaasupäästöjen ja ilmastonkestävyyden kanssa yhdenmukaisia rahoituskanavia. Tavoitteisiin sisältyy lisäksi ilmastonmuutoksen tietoisuuden kasvattaminen esimerkiksi koulutuksen keinoin, säännöllinen maakohtainen kehityksen raportointi, kasvihuonekaasupäästönielujen kehittäminen mukaan lukien metsät ja kansainvälinen yhteistyö ympäristöturvallisen teknologian kehittämiseen (UNFCCC, n.d.).

Suomi pyrkii omalta osaltaan johdonmukaisesti tukemaan kestävän kehityksen tavoitteita niin kotimaassa kuin kansainvälisesti. Suomen hallitus lanseerasi alkuvuonna 2017 Agenda 2030 -toimeenpanosuunnitelman, jonka painopisteinä kotimaassa ovat ”Hiili-neutraali ja resurssiviisas Suomi sekä yhdenvertainen, tasa-arvoinen ja osaava Suomi”. Keskeisiin periaatteisiin kuuluvat naisten ja tyttöjen aseman parantaminen ja demokration sekä hyvän hallinnon edistäminen. Euroopan unionissa Suomi edistää työtä koskevan lainsäädännön parantamista ympäri maailmaa ja huomioi kehitysmailla tärkeiden tuotteiden markkinoille pääsyn kansainvälisissä kauppaneuvotteluissa. Pariisin ilmastosopimuksen osalta Suomi osallistuu sen kansainväliseen rahoitukseen, jolla tuetaan ympäristön kestävästä kehityksestä ja heikoimmassa asemassa olevia maita. Suomi tukee osaltaan kehitystyötä puhtaan energian ratkaisuihin. (Ulkoministeriö, n.d.) EU:n tavoite Pariisin ilmastosopimukseen liittyen on pienentää kasvihuonekaasupäästöjä 40 prosenttia vuoteen 2030 mennessä verrattuna vuoden 1990 tasoon (European Commission, n.d.).

Syyskuussa 2016 Euroopan komissio käynnisti erilaisia uudistuksia, joita unionin pääomamarkkinat tarvitsivat toimiakseen paremmin. Yhtenä toimenpiteenä komissio lupasi muodostaa asiantuntijaryhmän, jonka tarkoitus oli muodostaa kokonaisvaltainen strategia Euroopan vihreän rahoituksen osalta. (COM(2016) 601 final.) Korkean tason asiantuntijaryhmä kestävästä rahoituksesta, jäljempänä HLEG, perustettiin joulukuussa 2016. Ryhmään kuului 20 eri asiantuntijaa ja heidän pääasiallinen tavoitteensa oli antaa neuvoja komissiolle siitä, miten ohjata julkista ja yksityistä pääomaa kohti kestäviä investointikohteita, mitä toimia rahoituslaitosten ja niiden valvojien tulisi tehdä suojellakseen rahoitusjärjestelmän vakautta ilmatoriskeihin liittyen sekä miten ottaa toimet käyttöön paneurooppalaisessa mittakaavassa (Euroopan komissio, n.d.). Loppuraportissa vuonna 2018 HLEG totesi useita kehitysalueita, joilla EU voisi pyrkiä saavuttamaan pitkän aikavälin kestävän rahoituksen tavoitteet (Financial Stability, Financial Services and Capital Markets Union, 2018a). Raportissa ehdotetaan esimerkiksi luomaan kestävän kehityksen taksonomiaa, keskittymään enemmän ESG tekijöihin sijoituspäätöksissä ja mahdollistamaan yksityissijoittajien sijoittaminen kestävän rahoituksen kohteisiin.

Loppuraportin ehdotusten pohjalta Euroopan komissio julkaisi maaliskuussa 2018 toimintasuunnitelman kestävän kasvun rahoittamiseksi. Kestävällä rahoituksella tarkoitetaan ympäristön ja sosiaalisten näkökohtien huomioimista sijoituspäätöksistä päätettäessä, mutta myös hallintotekijöillä on selvä rooli ympäristö- ja sosiaalisten näkökohtien päätöksentekoprosesseissa. On siis nähtävissä, että komission määrittelemä kestävä rahoitus on hyvin lähellä ESG-tekijöistä muodostuvaa vastuullisen sijoittamisen määritelmää siihen sisältyvien vastuullisuustekijöiden osalta. Toimintasuunnitelmassa määritellään 10 eri toimea, joilla kestävän kasvun rahoitusta voidaan edistää (COM(2018) 97 final):

Toimi 1: Laaditaan EU:n luokitusjärjestelmä kestäväälle toiminnalle

Toimi 2: Laaditaan standardit ja merkinnät vihreille rahoitustuotteille

Toimi 3: Helpotetaan investoimista kestäviin hankkeisiin

Toimi 4: Sisällytetään kestävyys rahoitusneuvontaan

Toimi 5: Kehitetään kestävyuden vertailuarvoja

Toimi 6: Sisällytetään kestävyys aiempaa tehokkaammin luottoluokituksiin ja markkinaselvityksiin

Toimi 7: Selkeytetään yhteisösijoittajien ja omaisuudenhoitajien velvollisuuksia

Toimi 8: Sisällytetään kestävyys vakavaraisuusvaatimukseen

Toimi 9: Vaaditaan yrityksiltä enemmän kestävyystietoja ja tietoja tilinpäätösnormistostaan

Toimi 10: Edistetään yritysten kestävämpää hallinnointia ja hillitään pääomamarkkinoiden lyhytjänteisyyttä

Tärkeimmäksi toimeksi on nostettu luokitusjärjestelmän laatiminen, jonka olemassaolo mahdollistaisi kestävien investointien paremman luotettavuuden ja vertailukelpoisuuden. Kokonaisvaltaisen luokitusjärjestelmän kehittäminen vie aikaa, joten on ehdotettu aloittamaan eteneminen vaiheittain. Luokitusjärjestelmä koskisi aluksi ilmastonmuutoksen hillitsemistä ja ilmastonmuutokseen sopeutumista sekä tiettyä ympäristötoimintaa. Myöhemmässä vaiheessa luokitusjärjestelmän olisi tarkoitus kattaa kestävä rahoituksen toiminta laajasti. (COM(2018) 97 final.) Kokonaisuutena ehdotetut toimet tukisivat kestävä rahoituksen ja vastuullisen sijoittamisen kasvua sekä vertailukelpoisuutta. Suomessa finanssiala on nostanut esille yhteismitallisen datan puutteen, joka vaikeuttaa vastuullisten toimijoiden vertailua. Finanssiala on ehdottanut ESG-rekisteriä ja esimerkiksi Euroopan tilastoviranomainen Eurostat voisi kehittää ESG-minimiraportointimallin (Ah-tela, 2020).

Toimintasuunnitelmassa määritellyt toimet on tarkoitus saada tulevana vuosina lainsäädäntöön, muokata asetuksia tarvittavilta osin ja saada toimintasuunnitelman tavoitteet osaksi Euroopan rahoitussektorin toimintaa. Tähän liittyen komissio on julkaissut kolme asetusehdotusta. Ensimmäinen asetusehdotus koskee kestävien sijoitusten luokitusjärjestelmän luomiseksi laadittavaa kriteeristöä, jonka tarkoituksena olisi yhdenmukaistaa ympäristön kannalta kestävien sijoitusten vaatimuksia ja helpottaa sijoittajien päätöksentekoa. Tämänhetkinen asetusehdotus koskee ympäristön kannalta kestäviä sijoituksia, mutta komission tavoitteena on myöhemmin laajentaa sitä myös muihin tekijöihin. Toinen asetusehdotus koskee kestävien sijoitusten ja kestävyysriskien tiedonantovelvollisuutta ja direktiivin (EU) 2016/2341 muuttamista. Tarkoituksena on parantaa rahoitusmarkkinoiden raportointia kestävyysnäkökulmasta ja erityisesti parantaa kestävinä

rahoitusvälineinä markkinoitavien tuotteiden raportointia. Asetusehdotuksen odoteaan avoimuudellaan parantavan sijoittajien tietoja ja riskejä ESG-tekijöistä. Kolmas asetusehdotus koskee viitearvoasetuksen (EU) 2016/1011 muuttamista. Muutoksella luotaisiin vähähiilinen vertailuarvo ja positiivisen hiilivaikutuksen omaava vertailuarvo. Näin luotaisiin laskentatavaltaan ja metodologioiltaan avoimet indeksit, joihin vähähiilisten sijoitusportfolioiden kehitystä voitaisiin verrata. (U 56/2018 vp, s. 2–3.)

Kolmen asetusehdotuksen lisäksi komissio antoi luonnokset komission delegoidun asetuksen (EU) 2017/565 Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2014/65/EU täydentämisestä sijoituspalveluyritysten toiminnan järjestämistä koskevien vaatimusten, toiminnan harjoittamisen edellytysten ja kyseisessä direktiivissä määriteltyjen käsitteiden osalta sekä komission delegoidun asetuksen (EU) 2017/2359 Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin (EU) 2016/97 täydentämisestä vakuutusmuotoisten sijoitustuotteiden tarjoamiseen sovellettavien tiedonantovaatimusten ja liiketoiminnan menettelytapasääntöjen muuttamisesta. Luonnosten tarkoituksena olisi parantaa sijoitus- ja vakuutusneuvojen sijoitustuotteiden suosittamista asiakkailleen kestävyysnäkökulmat huomioiden lisäämällä ESG-näkökulmia asiakkaan soveltuvuuden ja asianmukaisuuden arviointeihin. (U 56/2018 vp, s. 3, 7).

Perustelut kestävän rahoituksen lainsäädännöllisten muutosten taustalla ovat pääomamarkkinoiden tavoitteiden ja EU:n halu kehittää yhtenäinen pääomamarkkina. Kestävään rahoitukseen liittyvät määritelmät ja lähestymistavat eroavat jäsenmaiden välillä ja siten EU-tasoinen ratkaisu selkeyttäisi toimintaa ja helpottaisi rajojen yli tapahtuvaa sijoitustoimintaa. Suomi pääosin kannattaa julkistettuja asetusehdotuksia, mutta näkee, että esimerkiksi valvontavaltuuksien määrittelyn tulisi olla asetusehdotuksissa selkeämpää. Tällä varmistetaan, että pelisäännöt ovat selkeät myös sanktioiden osalta, mikäli sääntörikkomuksia tapahtuu tulevaisuudessa. (U 56/2018 vp, s. 10–13).

Vertailuarvoja koskevan asetusehdotuksen osalta EU lainsäädäntö on saanut asetuksen valmiiksi joulukuussa 2019. Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) 2019/2089,

asetuksen (EU) 2016/1011 muuttamisesta EU:n ilmastosiirtymää koskevien vertailuarvojen, EU:n Pariisin sopimuksen mukaisten vertailuarvojen ja vertailuarvojen kestävyteen liittyvien tietojen antamisen osalta tuli voimaan 10.12.2019. Asetuksessa käydään läpi jokainen artikla, kohta ja alakohta, joihin on tarvittu muutosta. Esimerkiksi III osastoon on lisätty ”3 a LUKU”, joka on otsikoitu ”EU:n ilmastosiirtymää koskevat vertailuarvot ja EU:n Pariisin sopimuksen mukaiset vertailuarvot”.

Kestävien sijoitusten ja kestävyysriskien tiedonantovelvollisuuden osalta on myös julkaistu asetus, mutta se ei tule voimaan heti kokonaisuudessaan. Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) 2019/2088, kestävyteen liittyvien tietojen antamisesta rahoituspäalvelusektorilla säädetään yhdenmukaistetut avoimuussäännöt, joita finanssimarkkinatoimijoiden on sovellettava kestävyysriskien huomioimisessa ja haitallisten vaikutusten huomioimisessa prosesseissaan sekä rahoitustuotteiden kestävyteen liittyvien tietojen antamisessa. Asetuksen 20 artiklassa ilmoitetaan, että asetus tulee voimaan 29. joulukuuta 2019, mutta sitä sovelletaan 10. maaliskuuta 2021 alkaen. Asetuksen voimaantuloa mutkistaa se, että tiettyjä artikloja ja kohtia sovelletaan jo 29. joulukuuta 2019 alkaen ja 11 artiklan 1–3 kohtia sovelletaan vasta 1. tammikuuta 2022 alkaen.

Komission delegoidun säädöksen (EU) 2017/565 (Document Ares(2018)2681500) ja komission delegoidun säädöksen (EU) 2017/2359 (Document Ares(2018)2681527) muuttamisesta on julkaistu vasta luonnokset, joten niiden voimaantulon tai soveltamisen osalta ei ole vielä tarkkaa tietoa. Molempien delegoitujen säädösten osalta valmis muutos tullaan näkemään siten vasta tulevaisuudessa.

Asetusehdotuksen kestävien sijoitusten luokitusjärjestelmän osalta toimet ovat vielä kesken. Tekninen asiantuntijaryhmä on antanut komissiolle 9. maaliskuuta 2020 loppuraporttinsa, jossa on annettu ehdotelma luokitusjärjestelmän muodosta ja ohjeistusta siitä, kuinka yritykset ja finanssimarkkinatoimijat voivat tehdä julkaisuja taksonomiaa hyödyntäen (Financial Stability, Financial Services and Capital Markets Union, 2018b). Asetus tulee voimaan tulevaisuudessa.

5 Tutkimusaineisto ja analyysi

Tämän tutkimuksen tarkoituksena on selvittää, miten vastuullisuusperiaatteista kertominen eroaa suomalaisten rahastoyhtiöiden rahastojen tuote-esittelysivuilla ja miten vastuullisuusperiaatteista raportoimista esittelysivulla voitaisiin yhtenäistää. Tämän luvun ensimmäisessä osiossa kerron, miten tutkimusaineisto kerättiin, millä kriteereillä se kerättiin ja esittelen kerätyn aineiston. Lisäksi käyn läpi aineistonkeruuseen liittyviä rajoitteita. Toisessa osiossa kerron, minkä tutkimusmetodologian olen valinnut tutkimuksen suorittamiseksi ja perustelen, miksi käytän kyseistä menetelmää. Pohdin myös tutkimusmenetelmän aiheuttamia rajoitteita. Kolmannessa osiossa suoritan tutkimuksen ja analysoin aineistoa valitun menetelmän avulla. Viimeisessä osiossa käyn vielä yksityiskohtaisesti läpi analyysin perusteella saadut tulokset.

5.1 Aineisto

Tutkimuksen aineiston muodostavat suomalaisten rahastoyhtiöiden sijoitusrahastot ja mahdollisuuksien mukaan sellaiset rahastot, joiden sijoituspolitiikassa noudatetaan jollakin tasolla vastuullisen sijoittamisen tekijöitä. Näin toimien pyrin varmistamaan, että vastuullisesta sijoittamisesta löytyy tietoa rahaston tuote-esittelysivulta. Aineiston rajaimisen ja riittävän kattavuuden varmistamiseksi aineistoon on valittu kymmenen suurinta suomalaista rahastoyhtiötä (Taulukko 3). Kymmenen suurimman rahastoyhtiön rahastopääoman osuus kaikista suomalaisista rahastoyhtiöistä oli 95,87 prosenttia tammikuun lopussa, minkä voidaan katsoa olevan huomattava osuus suomalaisesta rahastoyhtiöiden universumista. Näistä kymmenestä rahastoyhtiöstä valitaan kustakin yksi sijoitusrahasto osaksi analyysiä. Pyrkimyksenä on valita jokaisesta yhtiöstä mahdollisimman samanlaiselle maantieteelliselle alueelle sijoittava rahasto tutkittavaksi, jotta erot ja yhtäläisyydet saadaan selville.

Taulukko 3 Rahastoyhtiöiden markkinaosuudet tammikuussa 2020 (Finanssivalvonta, 2020).

Rahastoyhtiö	Arvo, euroa	31.1.2020 Osuus, %
Aurejärvi Varainhoito Oy	29 089 612,39	0,02 %
JOM Rahastoyhtiö Oy	38 933 167,71	0,03 %
Dividend House Oy	46 222 009,55	0,04 %
Front Varainhoito Oy	44 891 562,63	0,04 %
Fourton Oy	72 899 805,53	0,06 %
Finlandia Rahastoyhtiö Oy	113 353 671,41	0,09 %
GRIT Rahastoyhtiö Oy	168 728 282,43	0,13 %
Obsido Rahastoyhtiö Oy	171 385 094,20	0,14 %
Titanium Rahastoyhtiö Oy	396 585 755,31	0,32 %
Alexandria Rahastoyhtiö Oy	531 062 612,37	0,42 %
EAB Rahastoyhtiö Oy	526 114 671,31	0,42 %
Fondita Rahastoyhtiö Oy	624 153 439,71	0,50 %
Taaleri Rahastoyhtiö Oy	1 060 846 318,71	0,84 %
UB Rahastoyhtiö Oy	1 347 800 524,61	1,07 %
Seligson & Co Rahastoyhtiö Oyj	2 167 725 906,87	1,72 %
Ålandsbanken Rahastoyhtiö Oy	3 005 062 869,99	2,39 %
Sp-Rahastoyhtiö Oy	3 270 212 212,62	2,60 %
eQ Rahastoyhtiö Oy	3 701 147 436,04	2,94 %
Aktia Rahastoyhtiö Oy	5 324 587 212,62	4,23 %
FIM Varainhoito Oy	6 884 772 124,01	5,47 %
Evli-Rahastoyhtiö Oy	9 837 995 817,80	7,82 %
Danske Invest Rahastoyhtiö Oy	10 847 499 087,52	8,62 %
OP-Rahastoyhtiö Oy	25 575 012 969,82	20,33 %
Nordea Funds Oy	50 000 335 246,14	39,75 %
Kaikki yhteensä	125 786 417 411,30	100,00 %

Aineisto koostuu suomalaisten rahastoyhtiöiden sijoitusrahastoista, koska tällöin on mahdollista tutkia tarkoin tuote-esittelysivua, joka on suomenkielinen, ja esittelysivulla käytettyjä sanamuotoja. Aineistoon sisältyvät valittujen sijoitusrahastojen tuote-esittelysivut, tuote-esittelysivuilla saatavilla olevat asiakirjat ja muu rahastoyhtiön vastuullisen sijoittamisen materiaali, jota ei löydy tuote-esittelysivun kautta, mutta joka on relevantti sijoitusrahaston vastuullisuuteen liittyen. Aineisto kerättiin aikavälillä 1.–22.4.2020, eikä

aineistonkeräämisaikavälillä havaittu muutoksia tuote-esittelysivuilla, raporteissa tai muussa materiaalissa, jota tutkimuksessa hyödynnettiin.

Tutkimuksen aineistoon valikoidut rahastot noudattavat sijoituspolitiikassaan vastuullisen sijoittamisen kriteereitä, jotka rahastoyhtiö ja salkunhoitajat ovat määritelleet. Valituista rahastoista neljä sijoittavat maailmanlaajuisesti, kaksi rahastoa sijoittavat Yhdysvaltoihin tai Pohjois-Amerikkaan ja neljä Eurooppaan (ks. Taulukko 4). Tavoite valita osaksi aineistoa maantieteellisesti samalle alueelle sijoittavat rahastot ei täysin toteutunut, mutta kaikki valitut rahastot sijoittavat merkittäville markkina-alueille, joilta kaikilta löytyy laaja valikoima niin kansainvälisesti kuin paikallisesti toimivien yhtiöiden osakkeita. Syynä valittujen rahastojen eriävään maantieteellisen sijoituskohteeseen ovat maailmanlaajuisen sijoitusrahaston puute rahastoyhtiön rahastotarjoomassa, rahaston soveltumattomuus tavalliselle yksityissijoittajalle tai salkunhoitajana toimiva ulkopuolinen taho. On huomioitava, että usean rahastoyhtiön kohdalla tarkasteluun olisi voinut valita toisen rahaston tarkasteluun otetun rahaston sijasta. Sijoitusrahastojen vastuullisuuden raportoinnissa rahastoyhtiön sisällä ei kuitenkaan näy niin merkittäviä eroavuuksia, että tämä aiheuttaisi edustavuusongelman.

Rahastojen vertailua tehdessä havaitaan, että FIMin ja Seligsonin rahastoja lukuun ottamatta kaikki rahastot ovat aktiivisesti hallinnoituja, mistä johtuu juoksevien kulujen vaihtelu 0,43 ja 2,01 prosentin välillä (Taulukko 4). Juoksevien kulujen lisäksi osassa rahastoja on merkintä- tai lunastuspalkkioita, mitkä kasvattavat sijoituksen elinkaaren kokonaiskuluja. Aktiivisessa rahaston hallinnoinnissa pyritään vertailuindeksiä parempaan riskikorjattuun tuottoon valitsemalla sijoitusanalyysin pohjalta yritykset rahastoon ja passiivisessa hallinnoinnissa pyritään replikoimaan mahdollisimman tarkasti valitun markkinaindeksin sisältöä ja tuottoa (Lioudis, 2020). Kahden prosentin kulut ovat merkitykselliset sijoittajalle, koska mikäli rahasto tuottaisi viisi prosenttia ja sen kulut olisivat kaksi prosenttia, syövät kulut kokonaistuotosta 40 prosenttia (Maverick, 2020). Pitkällä aikavälillä rahaston kulujen merkitys kasvaa korkoa korolle ilmiön vuoksi.

Taulukko 4 Tutkittavat rahastot ja perustiedot (Tiedot rahastoyhtiöiden ja rahastojen sivuilta)

Rahastoyhtiö	Tarkasteltava rahasto	Juoksevat kulut p.a. (%)	Aloitusvuosi
Nordea Funds Oy	Nordea Eurooppalaiset Tähdet	1,50	1999
OP-Rahastoyhtiö Oy	OP-Kestävä Maailma	1,28	2016
Danske Invest Rahastoyhtiö Oy	Eurooppa Osake K	1,35	1997
Evli-Rahastoyhtiö Oy	Evli Maailma X	1,60	2018
FIM Varainhoito Oy	FIM Passiivinen USA ESG	0,50	2019
Aktia Rahastoyhtiö Oy	Aktia Global	1,92	1987
eQ Rahastoyhtiö Oy	eQ Eurooppa Aktiivi	1,58	2017
Sp-Rahastoyhtiö Oy	Säästöpankki Osake Maailma -rahasto	2,01	2009
Ålandsbanken Rahastoyhtiö Oy	Europe Value	1,40	2001
Seligson & Co Rahastoyhtiö Oyj	Pohjois-Amerikka indeksirahasto	0,43	2006

Tutkittavat rahastot ovat iältään hyvin eri ikäisiä. Rahastoista neljä on perustettu aikaisintaan vuoden 2016 aikana ja osassa vanhempia rahastoja alkuperäinen sijoitusstrategia on muuttunut perustamisen jälkeen tai rahastoon on sulautettu muita rahastoja. Nordean tuote-esittelysivun rahastoesitteestä selviää, että Nordea Eurooppalaiset Tähdet rahastoon on sulautettu useita eri rahastoja eri vuosina ja lisäksi avaintietoesitteestä selviää, että rahaston vanha nimi ja sijoituspolitiikka muutettiin helmikuussa 2020 (Nordea, 2020). Dansken tuote-esittelysivun rahastoesitteestä selviää, että Eurooppa Osake K rahastoon on sulautettu vuonna 2011 Danske Invest Vipu rahasto ja vuonna 2017 Danske Invest Pohjoisen Parhaat-rahasto sekä Danske Invest Kiinteistö-rahasto (Danske Invest, 2020). Aktian tuote-esittelysivun rahastoesitteestä selviää, että Aktia Global rahastoon on sulautunut ainakin Aktia Medica rahasto vuonna 2012 (Aktia, 2020). Ålandsbankenin tuote-esittelysivun rahastoesitteestä nähdään, että Europe Value rahastoon on sulautettu vuonna 2014 Ålandsbanken Eco Performance rahasto (Ålandsbanken, 2020). Edellä käsiteltyjen rahastojen osalta on perusteltua epäillä, että rahastojen sijoitusstrategia on vuosien aikana muuttunut. Sijoitusstrategian muutokseen vaikuttavat sulautuvien rahastojen usein erilainen sijoituspolitiikka, jolloin rahaston sijoitukset eivät enää vastaa alkuperäistä sijoituspolitiikkaa. Lisäksi strategiamuutokseen voi vaikuttaa se, että vastuullinen sijoittaminen on tullut osaksi eri rahastoyhtiöiden sijoitusperiaatteita vuosia

rahaston perustamisen jälkeen, jota vahvistaa Hyskeen ja muiden (2020, s. 31) maininta siitä, että vastuullisen sijoittamisen termi tuli osaksi sanastoa vasta vuonna 2006 YK:n tukemien vastuullisen sijoittamisen periaatteiden myötä.

Aktian rahastosta mielenkiintoisen tekee se, että se on perustettu samana vuonna, kuin Suomen ensimmäinen sijoitusrahasto on perustettu. Ensimmäisen suomalaisen sijoitusrahaston aloituspäivä oli 15.10.1987 ja kyseinen rahasto on yhä olemassa nimellä Danske Invest Suomi Osake (alkuperäiseltä nimeltään Presta) (Hämäläinen, 2017).

5.2 Tutkimusmetodologia

Lähestyn tutkimusongelmaa laadullisen analyysin keinoin. Laadullinen tutkimusmetodi valikoitui pääasiassa aineiston luonteen vuoksi. Aineistosta saatava data on pääasiassa tekstimuodossa, jolloin laadullinen analyysi on luontevampi tapa käsitellä sitä, kuin määrällisen analyysin keinot. Koska laadullisen tutkimuksen aineistonkeruun väline on tutkija itse eli inhimillinen tekijä, aineistoon liittyvät näkökulmat ja tulkinnat voivat kehittyä prosessin edetessä (Kiviniemi, 2018, s. 62). Näin tapahtui myös tässä tutkimuksessa, kun aineistoa saatiin kerättyä ja huomasi, mitä pohdittuja ongelmia siitä voidaan lähteä tutkimaan. Aineisto välittyy tutkijan perspektiivin kautta ja on siten luonteeltaan tulkinnallista (Kiviniemi, 2018, s. 63, 70). Aineiston ollessa valmiiksi tekstimuodossa soveltuvaksi menetelmäksi valikoitui sisällönanalyysi, jossa aineistoa tarkastellaan eritellen, yhtäläisyyksiä ja eroja etsien sekä tiivistäen (Saaranen-Kauppinen ja muut, s. 97). Tutkimuksessa hyödynnetään myös määrällistä sanojen esiintymistiheyden tutkimista, joka voidaan nähdä sisällön erittelynä (Saaranen-Kauppinen ja muut, s. 97), jotta tutkittavasta aineistosta saa paremman kuvan tulosten saamiseksi.

Tutkittavasta aineistosta pyritään muodostamaan käsitys sisällönanalyysin avulla ja haetaan ymmärrystä tutkimuskysymysten esittämille ongelmille. Vastaukset pyrin muodostamaan itse tutkimuksen, lainsäädännön luoman kehyksen ja aiemman tutkimustiedon avulla. Laadulliselle tutkimukselle epätyypillisesti tutkin suoraan asiakirjatekstiä, joka ei

ole haastattelu, kyselytutkimus tai vastaava. Tutkimuksen luotettavuutta ja toistettavuutta haastaa se tosiasia, että rahastoyhtiöt päivittävät rahastojen tuote-esittelysivuja ja vielä säännöllisemmin he päivittävät raportteja, kuten vuosikertomusta, josta voi löytyä rahastoon sovellettavia tämänhetkisiä vastuullisen sijoittamisen periaatteita. Tutkimusmetodin inhimillisen luonteen vuoksi objektiivisuuden säilyttäminen kaikissa tutkimukseen liittyvissä vaiheissa on haastavaa ja voidaan olettaa, ettei objektiivisuus voi täysin toteutua tämäntyyppisessä tutkimuksessa.

5.3 Aineiston analyysi

Kun tarkastellaan, miten vastuullisuuskriteereistä on ilmoitettu ja kerrottu tarkasteltavissa rahastoissa, saadaan esille eroavuuksia ja yhtäläisyyksiä eri rahastojen osalta. Aineiston analysointi aloitetaan taulukon 5 avulla. Ylempään osaan taulukosta 5 on kerätty tiedot siitä, ilmoitetaanko rahaston tuote-esittelysivulla käytetyistä vastuullisuuskriteereistä ja kerrotaanko tuote-esittelysivun dokumenteissa ja asiakirjoissa käytetyistä vastuullisuuskriteereistä. Alempaan osaan taulukkoa on kerätty tiedot siitä, mitä vastuullisuuskriteereitä tarkasteltaviin rahastoihin sovelletaan. Taulukko on koodattu siten, että harmaalla pohjalla väritetyt ”Kyllä”-laatikot kuvastavat sitä, että tutkittava asia löytyy tuote-esittelysivulta. ”Kyllä”-laatikot kuvastavat sitä, että asia löytyy rahastoyhtiön vastuullisuusperiaatteista, mutta ei tuote-esittelysivulta ja ”Ei”-laatikot kuvastavat sitä, että asiaa ei löydy tuote-esittelysivulta tai rahastoyhtiön vastuullisuusperiaatteista. Alimalle riville taulukossa 5 on kerätty yhteenveto kerätyistä tuloksista. Ensin on ilmoitettu yhteenlasketut ”Kyllä”-laatikot jokaisen tutkittavan rahaston osalta ja tämän perässä suiluissa on ilmoitettu harmaapohjaiset ”Kyllä”-laatikot jokaisen rahaston osalta.

Taulukko 5 Vastuullisuuskriteerit tarkasteltavissa rahastoissa (Tiedot kerätty rahastoyhtiöiden ja rahastojen julkaisuista ja asiakirjoista).

Miten vastuullisuuskriteereistä on ilmoitettu rahaston osalta?	Nor-dea	OP	FIM	Evli	Aktia	Sp	Ålands-banken	Dans-ke	eQ	Selig-son
Rahaston vastuullisuuskriteereistä on ilmoitettu tuote-esittelysivulla	Kyllä	Kyllä	Kyllä	Kyllä	Ei	Ei	Ei	Ei	Ei*	Kyllä
Rahaston vastuullisuuskriteereistä on ilmoitettu esittelysivun dokumenteilla	Kyllä	Kyllä	Kyllä*	Kyllä*	Kyllä*	Kyllä*	Kyllä**	Kyllä	Kyllä*	Kyllä
Mitä seuraavista metodeista sovelletaan vastuullisuuden takaimiseksi rahastossa?	Nor-dea	OP	FIM	Evli	Aktia	Sp	Ålands-banken	Dans-ke	eQ	Selig-son
Negatiivinen seulonta ja sijoituskohteiden poissulkeminen	Kyllä	Kyllä	Kyllä**	Kyllä	Kyllä**	Kyllä**	Kyllä***	Kyllä**	Ei	Ei
Positiivinen seulonta ja sijoituskohteiden suosiminen	Kyllä	Kyllä	Kyllä**	Ei	Ei	Ei	Ei	Ei	Ei	Ei
Rahaston hiilijalanjäljen, hiili-intensiteetin tai muun vastaavan mittaaminen	Kyllä	Kyllä**	Kyllä**	Kyllä**	Kyllä**	Kyllä**	Kyllä***	Ei	Kyllä**	Ei
Aktiivinen vaikuttaminen yhtiökokouksissa tarpeen vaatiessa	Kyllä	Kyllä	Kyllä**	Kyllä**	Kyllä**	Kyllä**	Kyllä***	Kyllä**	Kyllä**	Kyllä**
Sijoituskohteiden normirikkomusten seuranta	Kyllä**	Kyllä	Kyllä**	Kyllä**	Kyllä**	Kyllä**	Kyllä***	Kyllä**	Kyllä**	Ei
Ulkopuolisten ESG-luokittajien tai ESG-toimijoiden hyödyntäminen	Kyllä	Kyllä	Kyllä**	Kyllä**	Kyllä**	Kyllä**	Kyllä***	Kyllä**	Kyllä**	Kyllä**
Yhteensä "Kyllä"-laatikoita (Harmaapohjaisten "Kyllä"-laatikoiden määrä sulussa)	8 (7)	8 (7)	8 (1)	7 (2)	6 (0)	6 (0)	6 (0)	5 (1)	5 (0)	4 (2)

Harmaapohjainen "Kyllä"-laatikko tarkoittaa, että tutkittava asia löytyy tuote-esittelysivulta.

"Kyllä"-laatikko tarkoittaa, että tutkittava asia löytyy rahastoyhtiön vastuullisuusperiaatteista, mutta ei tuote-esittelysivulta.

"Ei"-laatikko tarkoittaa, että asiaa ei löydy tuote-esittelysivulta tai rahastoyhtiön vastuullisuusperiaatteista.

* Mainitaan, että "sijoittaa Euroopan osakemarkkinoille yritysten kestävä kasvua painottaen".

** Rahaston tuote-esittelysivun dokumenteissa tai linkeissä ei kerrota kaikista vastuullisuuskriteereistä, joita rahastoon sovelletaan. Mahdollisesti ohjataan sivuille, joista tiedot löytyvät.

*** Sovelletaan yleisesti rahastoyhtiön toiminnassa ja siten myös tarkasteltavassa rahastossa, mutta tästä ei ole selkeää mainintaa rahaston tuote-esittelysivulla.

Tutkittavista rahastoista viisi ilmoittaa vastuullisuuskriteereistä tuote-esittelysivulla ja viisi ei ilmoita. Kaikista laajimmin käytetyistä vastuullisuuskriteereistä kertovat Nordean ja OP:n rahastot. Evli, FIM ja Seligson ilmoittavat käytetyistä kriteereistä, mutta niistä kerrotaan suppeammin. Evlin rahastossa kerrotaan, että ”Rahaston sijoitustoiminnassa noudatetaan Evli-Rahastoyhtiön vastuullisen sijoittamisen linjauksia, minkä lisäksi rahasto poissulkee sijoituksistaan yhtiöt, joilla on merkittävää liiketoimintaa seuraavilla aloilla...”, FIMin rahastossa ilmoitetaan, että ”... rahastossa noudatetaan FIM Varainhoidon vastuullisen sijoittamisen periaatteita, joiden mukaisesti kaikkiin indeksiin yhtiöihin ei sijoiteta.” ja Seligson ilmoittaa, että ”... tavoitteena on antaa sijoittajalle tuotto, joka mahdollisimman hyvin vastaa Dow Jones Sustainability North America -osakeindeksin tuottoa”. Viidestä rahastosta, jotka eivät ilmoita tuote-esittelysivullaan vastuullisuuskriteereistä vivahteen vastuullisuuden suuntaan antaa eQ, jonka esittelysivulla mainitaan, että rahasto sopii sellaisille sijoittajille, jotka haluavat sijoittaa kestäväää kasvua painottaen.

Muuttuuko tilanne käytettyjen vastuullisuuskriteereiden kommunikoinnin osalta, kun tarkastellaan rahastojen tuote-esittelysivun asiakirjojen, dokumenttien ja linkkien sisältöä? Rahastojen asiakirjoissa, dokumenteissa ja linkeissä kerrotaan käytetyistä vastuullisuuskriteereistä laajemmin, kuin pelkästään tuote-esittelysivuilla. Kaikkien tarkasteltavien rahastojen dokumenteissa, jotka löytyvät tuote-esittelysivulta kerrotaan jotakin käytetyistä vastuullisuuskriteereistä. Kattavin ja tyhjintä vastuullisuuskriteereistä ilmoittaminen on Nordealla, OP:lla, Danskella ja Seligsonilla. Muiden rahastojen osalta dokumenteissa ilmoitetaan osasta käytetyistä vastuullisuuskriteereistä, mutta ei kattavasti kaikista. Joidenkin rahastojen osalta asiakirjan sisällä on maininta verkko-osoitteesta, josta kattavammat tiedot on saatavilla.

Taulukon alemmaa osaa tarkasteltaessa voi selvästi nähdä, että Nordea ilmoittaa rahastossa käytetyistä vastuullisuuskriteereistä tuote-esittelysivulla varsin kattavasti. Ainoastaan normirikkomusten seuraamisesta löytyy tietoa Nordean vastuullisen sijoittamisen periaatteista, jotka löytyvät tuote-esittelysivulta linkin takaa. Pääasiallisesti rahaston

vastuullisuuskriteereistä tuote-esittelysivulla ilmoitetaan tekstimuodossa, mutta kriteereiden esittämistä on tehostettu graafisesti.

OP:n rahasto on toinen tarkastelluista rahastoista, missä käytetyt vastuullisuuskriteerit tuodaan kattavasti esiin tuote-esittelysivulla. Vastuullisuuskriteereistä kerrotaan ja niitä avataan tekstimuodossa sekä linkitetään rahastoyhtiön vastuullisen sijoittamisen periaatteet ja muita tärkeiksi katsottuja lisätietoja, kuten yleinen poissuljettujen yritysten lista. Äänestäminen ja vaikuttaminen yhtiöiden yhtiökokouksissa ja vuoropuhelu yhtiöiden kanssa on ainoa, mistä tieto löytyy tuote-esittelysivun dokumenteista ”Vastuullisuusraportti”-nimikkeen alta. Sekä OP:n, että Nordean osalta sijoittaja saa hyvän kuvan rahaston vastuullisuuskriteereistä tuote-esittelysivun läpi lukemalla.

Muiden tutkittavien rahastojen osalta Evli ilmoittaa selvästi tuote-esittelysivulla, että tiettyjen yhtiöiden poissulkeminen kuuluu osaksi rahaston sijoituspolitiikkaa. Tämän lisäksi mainitaan, että muitakin rahastoyhtiön vastuullisen sijoittamisen linjauksia noudatetaan, mutta näiden tietojen löytäminen vaatii etsimistä tuote-esittelysivun ulkopuolelta. Muissa rahastoissa tilanne on Evlin kaltainen. Rahastoihin pätevät rahastoyhtiön vastuullisuuskriteerit vastuullisen sijoittamisen periaatteiden tai politiikan mukaan, mutta selkeää tietoa tästä ei löydy tuote-esittelysivulta. Seligson on hieman poikkeava rahaston passiivisen sijoitusstrategian ja sen osalta, että yhtiökokouksissa äänestäminen on mahdollisuus, mutta sitä ei aktiivisesti käytetä ja vastuullisuusluokituksia vain seurataan Morningstarin kautta, jotta sijoittaja-asiakkaat voivat käyttää samaa luokittajaa omiin vertailuihin.

Tarkasteltaessa taulukon 5 kaikkia tutkittuja asioita, havaitaan, että Nordean, OP:n ja FIMin jokaisen rivin kohdalla on ”Kyllä”-laatikko. Tästä voi päätellä, että kokonaisuutena vastuullisuusperiaatteista kommunikoiminen on näiden kolmen rahastoyhtiön kohdalla laajinta tarkastelluista rahastoyhtiöistä ja rahastoista. Seuraavaksi laajinta vastuullisuudesta kertominen vaikuttaisi olevan Evlillä, jossa ainoastaan positiivisesta seulonnasta ei ole mainintaa. Aktian, Säästöpankin ja Ålandsbankenin kohdalla tulos on samankaltainen

kuin Evlillä sillä erotuksella, että tarkasteltujen rahastojen osalta tuote-esittelysivuilla ei ole mainintaa käytetyistä vastuullisuusperiaatteista. Dansken ja eQ:n osalta ”Kyllä”-laatikkoita on viisi kappaletta kahdeksasta mahdollisesta ja ero kolmeen edellä mainittuun tulee Dansken osalta siitä, ettei sen vastuullisuusperiaatteissa mainita hiilijalanjäljen tai vastaavan mittaamisesta rahastokohtaisesti ja eQ:n osalta siinä, että sen periaatteissa ei ilmoiteta poissulkemisen hyödyntämisestä. Seligsonilla on selvästi vähiten vastuullisuusperiaatteita käytössä kaikista tarkastelluista rahastoista ja rahastoyhtiöistä.

Taulukko 6 Vastuullisuuden liittyvien sanojen esiintymismäärät tuote-esittelysivulla (Aineisto kerätty rahastojen tuote-esittelysivuilta).

Vastuullisten sanojen frekvenssi tuote-esittelysivulla teemoittain	OP	Nordea	Evli	Danske	Sp	eQ	FIM	Seligson	Aktia	Ålandsbanken
"vastuullisuus ja vastuullinen sijoittaminen"	29	5	2	-	1	-	1	1	-	-
"kestävä kehitys ja kestävä kasvu"	1	1	-	-	-	1	-	-	-	-
"poissulkeminen, negatiivinen valinta ja sijoitusten välttäminen"	18	3	6	-	-	-	1	-	-	-
"suosiminen ja positiivinen valinta"	7	1	-	-	-	-	-	-	-	-
"hiilijalanjälki / hiili-intensiteetti"	2	4	-	-	-	-	-	-	-	-
"normirikkomus ja kansainvälisten sopimusten noudattamattomuus"	8	1	1	-	-	-	-	-	-	-
"yhtiöihin vaikuttaminen ja yhtiökokouksissa äänestämisen"	2	4	-	-	-	-	-	-	-	-
"ESG-luokittaja / ESG palveluntarjoaja"	2	3	1	2	2	-	-	-	-	-
"ESG"	4	4	-	1	-	1	-	-	-	-
Yhteensä	73	26	10	3	3	2	2	1	0	0

"Eettinen" sanan eri versioita ei ole otettu taulukon laskelmissa huomioon.

Analysoitaessa vastuullisuuteen liittyvien sanojen esiintymistä tuote-esittelysivulla teemoittain (Taulukko 6), tulokset ovat pitkälti linjassa taulukon 5 tulosten kanssa. Taulukossa 6 vastuullisuuteen liittyvät sanat tai ilmaukset on jaettuna luokkiin, joista jokaisesta on mitattu frekvenssi eli esiintymismäärä. Tarkastelu on tehty jokaisen tutkittavan rahaston tuote-esittelysivun tekstistä. Vastuullisuuteen liittyviin sanoihin ei huomioitu ”eettinen” sanan erilaisia versioita.

Kokonaistulosta tarkasteltaessa OP:n rahaston tuote-esittelysivulla käytetään sanoja tai ilmaisuja vastuullisuuteen liittyen selvästi eniten kaikista tarkastelluista rahastoista, yhteensä 73 kertaa. Toiseksi eniten sanoja esiintyy Nordean rahaston osalta, yhteensä 26 kertaa ja kolmanneksi Evlin rahaston osalta, yhteensä 10 kertaa. Jos verrataan tätä taulukon 5 yhteensä-riviin, havaitaan, että Nordea, OP ja Evli ovat sielläkin neljän laajimmin vastuullisuusperiaatteita soveltavan rahastoyhtiön joukossa. Muiden rahastojen kokonaisesiintymismäärät ovat hyvin pienet, jääden nollan ja kolmen kerran väliin.

FIMin rahastossa esiintyy ainoastaan kaksi sanaa vastuullisuuteen liittyen. Tulos on linjassa taulukon 5 tuloksen kanssa, mutta on silti erikoista, että laajasti vastuullisuusperiaatteita noudattavan rahastoyhtiön rahaston tuote-esittelysivulla tästä on hyvin vähäisesti mainittu. Yksi mahdollinen selitys tälle FIMin kohdalla on se, että tutkimuksessa on mukana passiivista osakestrategiaa toteuttava rahasto. Aktian ja Ålandsbankenin rahastojen vastuullisuudesta ei ole yhtään mainintaa tuote-esittelysivulla tekstiä tarkasteltaessa. Merkille pantavaa on myös se, että Ålandsbankenin tuote-esittelysivu on kokonaisuudessaan hyvin suppea tekstimäärän osalta. Molemmat rahastoyhtiöt kertovat kuitenkin sisällyttävänsä vastuullisuusasiat ja vastuullisen sijoittamisen periaatteet kaikkeen sijoittamiseensa (Aktia, n.d.; Ålandsbanken, n.d.). Tuote-esittelysivulla ei ole lain vaatimaa pakkoa ilmoittaa vastuullisen sijoittamisen kriteereistä, mutta on selvää, että vastuullisuudesta ilmoittaminen ei ole eri yhtiöiden rahastojen välillä yhdenmukaista.

Vastuullisuusperiaatteiden esittämisen erilaisuus tuote-esittelysivulla vaikeuttaa rahastojen vertaamista ja luo yhdenmukaistamistarpeelle pohjan. Taulukon 5 alemmaa osaa

katsoessa näkee, että Seligsonia lukuun ottamatta rahastoihin sovellettavat vastuullisuuskriteerit ovat pääperiaatteiltaan samantyyppisiä. Eroja syntyy vastuullisen sijoittamisen lähestymis- ja seurantakriteereiden mikrotasolla, kuten poissuljettavien toimialojen liikevaihtorajoissa ja käytetyissä ESG-luokittajissa. Sijoittajien yhdenmukaisen kohtelun ja vertailtavuuden parantamiseksi tuote-esittelysivulle olisi mahdollista luoda vastuullisuusperiaatteista informointikehikko, jota eri toimijat voisivat käyttää. Oleellista kehikossa olisi tuoda esille vähintään pääperiaatteet, joita rahastossa noudatetaan vastuullisuuden osalta. Taulukko 7 on luotu rahastojen vastuullisuusperiaatteiden esille tuomista yhtenäistäväksi kehikoksi.

Taulukko 7 Vastuullisuusperiaatteista tuote-esittelysivulla ilmoittamisen informointikehikko.

Rahastoon sovellettavat vastuullisen sijoittamisen (ESG) periaatteet	Vastuullisuusperiaatteen soveltaminen rahastossa
Valintaperiaatteet	Esimerkki soveltamisesta
Sijoituskohteiden suosiminen	<ul style="list-style-type: none"> Rahasto suosii sijoituksissa luokkansa parhaita yhtiöitä vastuullisuusanalyysin perusteella.
Teemasijoittaminen	<ul style="list-style-type: none"> Rahasto sijoittaa puhtaan veden teknologioihin.
Vaikuttavuus- ja muutossijoittaminen	<ul style="list-style-type: none"> Rahasto pyrkii mitattavaan vaikuttavuuteen sijoituskohteiden osalta tai saamaan aikaan muutosta.
Sijoituskohteiden poissulkeminen	<ul style="list-style-type: none"> Rahasto poissulkee seuraavat toimialat, joiden liikevaihtorajana pidetään 5 prosenttia: kivihii- len valmistus, aseteollisuus.
Seurantaperiaatteet	Esimerkki soveltamisesta
Aktiivinen omistaminen	<ul style="list-style-type: none"> Äänestetään yhtiökokouksissa, osallistutaan yhtiöiden nimitysvaliokuntien nimeämiseen ja vaikutetaan yhtiöihin vuoropuhelun keinoin.
ESG-luokittajien hyödyntäminen	<ul style="list-style-type: none"> Hyödynnetään ulkopuolisia ESG-luokittajia analyysin kattavuuden varmistamiseksi.
Ympäristövaikutusten mittaaminen	<ul style="list-style-type: none"> Mitataan rahaston hiilijalanjälkeä ja hiili-intensiteettiä.
Normirikkomusten seuraaminen	<ul style="list-style-type: none"> Seurataan portfolion yhtiöiden normirikkomuksia ja niiden ilmetessä aloitetaan ensimmäisenä vuoropuhelu tilanteesta tarkemman kuvan saamiseksi.
Muut periaatteet	Esimerkki soveltamisesta
Muut periaatteet	<ul style="list-style-type: none"> Rahastossa noudatetaan erityisiä vastuullisuusperiaatteita.

Vasen sarake on eritelty kolmeen periaateryhmään ja jokaisen ryhmän sisällä vastuullisuusperiaatteet on asetettu tärkeysjärjestyseen.

Vastuullisuusperiaatteista ilmoittamisen informointikehikko (Taulukko 7) on muodostettu siten, että vasemmassa sarakkeessa on rahastoon sovellettavat vastuullisen

sijoittamisen periaatteet ja oikealla käytettyjen periaatteiden soveltamista kyseessä olevassa rahastossa avataan. Lisäksi vastuullisuusperiaatteet on jäsennelty kolmeen ryhmään, joista ensimmäisen ryhmän vastuullisuusperiaatteet ovat vastuullisuuden valintaperiaatteita, joiden mukaan sijoitukset valitaan rahastoon. Toisena ryhmänä on seurantaperiaatteet, joiden avulla rahastossa seurataan vastuullisten periaatteiden toteutusta. Kolmantena ryhmänä ovat muut periaatteet, jotka voivat olla mitä tahansa muita vastuullisia periaatteita, erikoisperiaatteita tai tulevaisuudessa voimaan astuvia periaatteita. Tämä on informointikehikon perusrakenne. Lisäksi olen jäsentänyt jokaisen ryhmän periaatteet tärkeysjärjestykseen sen perusteella, mitkä vastuullisuusasiat näyttävät tärkeimpinä ja ovat tulevaisuudessa kasvavassa roolissa.

Taulukon muodostamiseen on hyödynnetty tutkimusaineistosta tehtyä analyysiä, rahastoyhtiöiden käytössä olevia vastuullisuusperiaatteita ja Hyske ja muut (2020, s. 104) taulukkoa. Tällä tavoin on pyritty muodostamaan ajantasainen ja tärkeimmät vastuullisuusperiaatteet huomioiva informointikehikko, johon on lisätty ”muut periaatteet”-rivi, jotta kehikosta mahdollisesti ulkopuolelle jääneet periaatteet huomioidaan myös. Olen tarkoituksella jättänyt pois taulukosta ESG-integroinnin, koska se tarkoittaa vastuullisuuden huomioimista laaja-alaisesti kaikessa sijoitustoiminnassa, mutta se ei ole kovin informatiivinen. Lisäksi oikeastaan kaikki tutkitut rahastoyhtiöt ilmoittivat integroivansa ESG-tekijät sijoitustoimintaansa, mutta eroavuuksia eri vastuullisuusperiaatteiden hyödyntämisessä löytyi tästä huolimatta tutkittaessa tuote-esittelysivuja ja muita aineiston dokumentteja.

Tutkimusta rajoittavat sen laadullinen ja siten inhimillinen luonne erityisesti tutkijan itsensä osalta. Lisäksi materiaali on ainoastaan kirjallista, eikä kyselyjä tai haastatteluja ole hyödynnetty aineistoon. Tehtävien yleistysten kanssa on oltava erittäin varovainen aineiston määrän ja sen Suomipainotuksen vuoksi. Objektivisuutta tutkimusosiossa on haastavaa ylläpitää, koska tutkijana on painittava omien näkemysten kanssa tutkimusta tehtäessä. Suomenkieliset tuote-esittelysivut ja pääosin suomenkielinen muu aineistomateriaali auttavat käsittelemään aineistoa paremmin sen vaatimalla herkkyydellä.

5.4 Tulosten analysointi

Suomalaisten rahastoyhtiöiden sijoitusrahastojen vastuullisuusperiaatteiden laadullisen sisällönanalyysin tuloksia analysoidessa laaja kuva on, että vastuullisuusperiaatteiden esille tuominen rahastojen tuote-esittelysivuilla eroaa eri rahastoyhtiöiden välillä. Kahden suurimman rahastoyhtiön eli Nordean ja OP:n vastuullisuusperiaatteiden esille tuominen näyttäisi olevan varsin hyvällä tasolla. Tutkimuksen mukaan pienemmät rahastoyhtiöt ilmoittavat vastuullisuusperiaatteista tuote-esittelysivulla jonkin verran suuria rahastoyhtiöitä suppeammin. Kokonaisuutena vastuullisuusperiaatteita noudatetaan rahastoyhtiöiden sijoitustoiminnassa laajasti lukuun ottamatta Seligsonia. Käytetyistä vastuullisuusperiaatteista ei kuitenkaan ilmoiteta selvällä ja yhdenmukaisella tavalla tuote-esittelysivuilla. Lisäksi käytetyt sijoitusperiaatteet eroavat mikrotasolla, joka tarkoittaa, että periaatteen sisällä käytetään esimerkiksi erilaisia toimialakohtaisia yritysten poissulkemisen liikevaihtorajoja tai ESG-analyysissä hyödynnetään eri luokittajia.

Rahastojen tuote-esittelysivujen vastuullisuuteen liittyvien sanamäärien tarkastelussa tulokset ovat samantyyppisiä, kuin vastuullisuusperiaatteista ilmoittamisen osalta. Selvästi eniten sanahavaintoja löytyy Nordean ja OP:n osalta. Tarkastelluista rahastoista seitsemän kohdalla vastuullisuuteen liittyviä sanahavaintoja on korkeintaan kolme. Aktian ja Ålandsbankenin tutkimuksessa tarkasteltujen rahastojen sanahavaintomäärät ovat nolla. Tämä kertoo siitä, että vastuullisia sijoitusperiaatteita tuodaan esille hyvin eriävästi. Aiempi tutkimustieto osoittaa, että sijoittajat reagoivat myönteisesti tiedon tiivistämiseen yhdelle sivulle (Kozup ja muut, 2008), joten vastuullisuuden esille tuominen rahastoissa on järkevää pyrkiä toteuttamaan tiiviillä ratkaisulla. Täytyy muistaa, että tuote-esittelysivulla on esillä muutakin tietoa rahastosta, kuin pelkästään vastuullisuusasioita.

Lainsäädäntö vaatii rahastoyhtiöitä tarjoamaan avaintietoesitteen, rahastoesitteen ja puolivuotiskatsauksen sekä vuosikertomuksen. Lainsäädännössä ei tällä hetkellä ole vaatimuksia vastuullisten sijoitusperiaatteiden tai niistä raportoimisen osalta. EU:n kestävän rahoituksen tavoitteet ja lainsäädännön muutokset eivät myöskään toistaiseksi ole

vaikuttaneet rahastojen vastuullisuusperiaatteista raportoimiseen. Raportoimiskehityksen keskipisteessä ovat usein yritykset. Milttonin (2019, s. 16–19) selvityksen mukaan yritysten vastuullisuusraportointiin ei ole asetettu vielä juurikaan lakiin perustuvia vaatimuksia ja erilaisia raportointiviitekehelyksiä on useita, mikä hankaloittaa viestintää. Rahastoyhtiöt keräävät tietoa yrityksistä yritysten raportoinnin kautta ja mikäli siinä on haasteita ja yhtenäisyys puuttuu, on samansuuntaista haastetta havaittavissa rahastoyhtiöiden suunnalta sijoittajille, erityisesti vastuullisuusasioiden osalta. Aineiston analyysi osoitti, että sijoitusrahastojen vastuullisuusperiaatteille on yhtenäistämistarve.

Oehlerin ja muiden (2014) tutkimuksen havainto, että avaintietoesitteen lain velvoittama sisältö ei välttämättä takaa riittävää informaatiota sijoituskohteesta tukee tämän tutkimuksen tulosta siinä, että vastuullisuudesta kertomisen lisääminen vapaaehtoisesti tai lainsäädännön kautta lisäisi sijoituskohteen informaatiota ja takaisi paremmin riittävän tiedon täyttymisen. Varainhoitajien pääasiallinen tehtävä on hoitaa asiakkaiden varoja mahdollisimman hyvin (Bogle, 2009; Lydenberg, 2014). Tehtävän toteutumista parantaisi avoin raportoiminen, jota tukisi vastuullisuusperiaatteiden yhtenäinen informointikehikko. Yhtenäistäminen helpottaisi sijoittajien mahdollisuutta verrata eri rahastoja eri rahastoyhtiöissä sijoitusperiaatteiden osalta toisiinsa. Informointikehikko luotiin aineiston analyysin, rahastoyhtiöiden jo käyttämien vastuullisuusperiaatteiden ja Hyske ja muut (2020, s. 104) taulukon pohjalta. Informointikehikon tavoitteena olisi yhdenmukaisempi vastuullisten sijoitusperiaatteiden raportointi heti rahastojen tuote-esittelysivuilla. Informointikehikon yksinkertainen tarkoitus on kertoa rahastossa käytetyt vastuullisuusperiaatteet sijoituskohteiden valinnan ja niiden vastuullisuuden seurannan osalta ja avata käytettyjen periaatteiden toteuttamista rahastossa lyhyesti.

Ehdotan, että taulukon 7 mukainen vastuullisten sijoitusperiaatteiden informointikehikko otettaisiin käyttöön sijoitusrahastojen tuote-esittelysivuilla. Informointikehikon sisällyttämisestä tuote-esittelysivulle tai esimerkiksi avaintietoesitteeseen voitaisiin säätää myös kansallisessa lainsäädännössä tai tuoda se osaksi EU:n kestävän rahoituksen keskustelua ja lakiuudistuksia. Tätä kautta tasavertaistettaisiin rahastoihin sijoittamista

ja kuten Barreda-Tarrazonan ja muiden (2011) tutkimus osoitti, vastuullisiin sijoituskoh-
teisiin sijoitetaan hieman herkemmin, kun vastuullisuudesta on selkeästi mainittu rahas-
ton rahastoesitteessä.

6 Johtopäätökset

Vastuullinen sijoittaminen ja rahastosijoittaminen ovat kasvaneet hyvää vauhtia jo useiden vuosien ajan ja jos trendi jatkuu historian kaltaisena, tulee kasvu jatkumaan myös tulevaisuudessa. Tämän pro gradu -tutkielman tavoitteena oli tutkia, miten suomalaisten rahastoyhtiöiden sijoitusrahastojen vastuullisuusperiaatteet eroavat ja voiko vastuullisuusperiaatteista informoimista yhtenäistää.

Tutkimuksen tuloksista ilmenee, että vastuullisen sijoittamisen sijoitusperiaatteista kertominen rahastojen tuote-esittelysivulla eroaa toisistaan. Erot näkyvät erityisesti niin, että osassa tutkittujen rahastojen tuote-esittelysivuista kerrotaan käytetyistä vastuullisuusperiaatteista varsin kattavasti, kun taas suurimmassa osassa tutkituista rahastoista vastuullisuusperiaatteista ei ilmoiteta tuote-esittelysivulla. Tästä huolimatta vastuullisuusperiaatteita sovelletaan pääosin hyvin laajasti eri rahastoyhtiöissä. Finanssiala on toivonut ESG-rekisteriä ja tahoja, joka ylläpitäisi minimiraportointimallia (Ahtela, 2020). Vastuullisuusperiaatteiden eroavaisuuden vuoksi ehdotin, että vastuullisuusperiaatteista informoiminen systematisoitaisiin rahastojen tuote-esittelysivuilla aineiston analyysin perusteella luodun informointikehikon mukaisesti. Tämä olisi avaus rahastoyhtiöiden rahastojen ESG-minimiraportoinnin osalta Suomessa.

Lainsäädäntöön vastuullisuusperiaatteiden systemaattinen informointi ei vaikuttaisi, jos se toteutettaisiin suosituksena siten, että jokaisen rahaston tuote-esittelysivulle lisättäisiin ehdotettu informointikehikko. Tulokset mahdollistavat keskustelun siitä, olisiko kansalliseen lainsäädäntöön tarpeellista liittää vaatimus vastuullisuusperiaatteista ilmoittamisesta rahastoyhtiöiden jokaisen rahaston kohdalla. Samalla voitaisiin pohtia tarvetta vastaavanlaisen informointikehikon laajemmalle käytölle Euroopan unionissa. EU:n kestävän rahoituksen toimintasuunnitelmassa (COM(2018) 97 final) on toimen 7 kohdalla ehdotettu yhteisösijoittajia ja omaisuudenhoitajia sisällyttämään kestävyysnäkökohdat sijoittamista koskevaan päätöksentekoprosessiin. Myös tämän tutkimuksen informointikehikon voisi siis liittää tulevaisuudessa osaksi Euroopan unionin laajuista lainsäädäntöä. Finanssimarkkinoita valvoviin toimijoihin, kuten Finanssivalvontaan informointikehikko

vaikuttaisi vasta siinä tilanteessa, että se sisällytettäisiin osaksi rahastoyhtiöitä koskevaa lainsäädäntöä.

Vastuullisuusperiaatteista informoimisen systematisointi ei vaikuttaisi merkittävästi rahastoyhtiöiden toimintaan, koska kaikilla tutkituista rahastoyhtiöistä on jo olemassa vastuullisen sijoittamisen periaatteet, joita he noudattavat. Periaatteiden raportointi rahastokohtaisesti vaatisi alussa hieman lisätyötä, mutta niiden ylläpito olisi kuitenkin suhteellisen vaivatonta ja lisäisi sidosryhmien silmissä rahastoyhtiöiden avoimuutta ja läpinäkyvyyttä. Rahastoihin sijoittaville tahoille vastuullisuusperiaatteiden yhtenäistämisen systematisoinnilla olisi myönteisiä vaikutuksia. Sen avulla sijoittajat näkisivät heti jokaisen rahaston kohdalla, hyödyntääkö se vastuullisuusperiaatteita sijoitusprosessissaan, mahdollistaisi yksityiskohtaisemman vertailun eri rahastojen välillä ja kasvattaisi tietoisuutta siitä, mitä kaikkea vastuullinen sijoittaminen pitää sisällä.

Laajemmin talouden kannalta tutkimustulokset toisivat myönteisiä vaikutuksia siinä tapauksessa, että avoin ja lisääntyvä vastuullisuusperiaatteiden raportointi houkuttelisi ihmisiä sijoittamaan rahastoihin. Suomalaisilla kotitalouksilla oli talletuksia 95,6 miljardin euron edestä marraskuun lopussa 2019, joista vielä suurin osa, 82,6 miljardia euroa käytelytileillä (Suomen Pankki, 2020). Jos edes osa tästä talletusomaisuudesta ohjautuu tuottavaan toimintaan, kuten yritysten rahoittamiseen, loisi se yleisesti vaurautta ja hyvinvointia yhteiskuntaan. Tutkimustulosten hyödyntäminen voisi potentiaalisesti aiheuttaa myös kritiikkiä turhasta raportoinnista ja sijoittajien rahojen käytöstä tarpeettomaan toimintaan. Toisaalta vastuullisen sijoitusanalyysin vaatimat resurssit ja siten aktiivisen varainhoidon aiheuttamat korkeammat kulut voitaisiin perustella paremmin, kun niistä rahastokohtaisesti informoitaisiin.

Tutkimustulosten vaikutusten laajemmassa arvioinnissa on oltava varovainen, koska tutkimusaineisto koostui ainoastaan suomalaisten rahastoyhtiöiden rahastoista. Tutkimus nosti esiin useita jatkotutkimusmahdollisuuksia. Sijoitusrahastojen vastuullisuusperiaatteita ja niiden yhdenmukaistamistarvetta tuote-esittelysivulla voitaisiin tutkia

kyselytutkimuksen avulla rahastoyhtiöiden näkökulmasta, yksityissijoittajien näkökulmasta tai yhdistämällä molempien näkemyksiä samaan tutkimukseen. Lisäksi voitaisiin toistaa tämä tutkimus, mutta suuremmalla rahastomäärällä ja mahdollisesti mukana voisivat olla myös kymmenen suurimman rahastoyhtiön ulkopuolelle jääneiden yhtiöiden rahastot. Maiden välisiä eroja voitaisiin myös tutkia vastuullisuusperiaatteista ilmoitettaessa eri Euroopan maissa ja myös kansainvälisesti. Maiden välinen tutkimus vaatii kuitenkin todennäköisesti yhteistyötä eri maiden tutkijoiden välillä vastuullisuusinformoinnin tapahtuessa ainakin osittain kansallisella kielellä.

Lähteet

- Ahtela, K. (2020, 14. helmikuuta). Finanssia: Vertailukelpoisen datan puute vaikeuttaa vastuullista sijoittamista. *Kauppalehti*. Noudettu 2020-04-02 osoitteesta <https://www.kauppalehti.fi/uutiset/finanssia-vertailukelpoisen-datan-puute-vaikeuttaa-vastuullista-sijoittamista/144d86dd-b6d5-4712-8c5d-c34a99c22a55>
- Aktia. (n.d.) *Vastuullinen sijoittaminen*. Noudettu 2020-04-17 osoitteesta <https://www.aktia.fi/fi/vastuullinen-sijoittaminen>
- Aktia. (2020). *Aktia Global*. Noudettu 2020-04-19 osoitteesta <https://www.aktia.fi/fi/saasta-ja-sijoita/rahastot/-/rahasto/GLOBAL>
- Alexander, G. J., Jones, H. D. & Nigro, P. J. (1998). Mutual fund shareholders: characteristics, investor knowledge, and sources of information. *Financial Services Review*, 7(4), 301–316. [https://doi.org/10.1016/S1057-0810\(99\)00023-2](https://doi.org/10.1016/S1057-0810(99)00023-2)
- Atkins, R. (2013, 14. toukokuuta). A look back at financial innovations. *Financial Times*. Noudettu 2020-05-01 osoitteesta <https://www.ft.com/content/f8ad45d6-bbb1-11e2-82df-00144feab7de>
- Auer, B. R. & Schuhmacher, F. (2016). Do socially (ir)responsible investments pay? new evidence from international ESG data. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 59, 51–62. <https://doi.org/10.1016/j.qref.2015.07.002>
- Barreda-Tarrazona, I., Matallín-Sáez, J. C. & Balaguer-Franch, M. R. (2011). Measuring Investors' Socially Responsible Preferences in Mutual Funds. *Journal of Business Ethics*, 103, 305–330. <https://doi.org/10.1007/s10551-011-0868-z>

- Bellofatto, A., D'Hondt, C. & De Winne, R. (2018). Subjective financial literacy and retail investors' behavior. *Journal of Banking and Finance*, 92, 168–181. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2018.05.004>
- Berry, R. H., Yeung, F. (2013). Are Investors Willing to Sacrifice Cash for Morality? *Journal of Business Ethics*, 117, 477–492. <https://doi.org/10.1007/s10551-012-1529-6>
- Black, F. & Scholes, M. (1973). The pricing of Options and Corporate Liabilities. *The Journal of Political Economy*, 81(3), 637–654.
- Bogle, J. C. (2005). The Mutual Fund Industry 60 Years Later: For Better or Worse? *Financial Analysts Journal*, 61(1), 15–24. <https://doi.org/10.2469/faj.v61.n1.2678>
- Bogle, J. C. (2009). The fiduciary principle: No man can serve two masters. *Journal of Portfolio Management*, 36(1), 15–25.
- Calcagno, R. & Monticone, C. (2015). Financial literacy and the demand for financial advice. *Journal of Banking and Finance*, 50, 363–380. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2014.03.013>
- Cameron, R. (1963). Banking in the early stages of industrialization a preliminary survey. *Scandinavian Economic History Review*, 11(2), 117–134. <https://doi.org/10.1080/03585522.1963.10414345>
- Garriga, E. & Melé, D. (2004). Corporate Social Responsibility Theories: Mapping the Territory. *Journal of Business Ethics*, 53(1–2), 51–71. <https://doi.org/10.1023/B:BUSI.0000039399.90587.34>
- Carroll, A. B. (1999). Corporate Social Responsibility: Evolution of Definitional Construct. *Business and Society*, 38(3), 268–295.

- Cartwright, M. (2018, 12. huhtikuuta). Trade in the Roman World. *Ancient History Encyclopedia*. Noudettu 2020-04-24 osoitteesta <https://www.ancient.eu/article/638/trade-in-the-roman-world/>
- Casson, M. & Lee, J. S. (2011). The Origin and Development of Markets: A Business History Perspective. *Business History Review*, 85(1), 9–37. <https://doi.org/10.1017/S0007680511000018>
- Chatterji, A. K., Durand, R., Levine, D. I. & Touboul, S. (2016). Do ratings of firms converge? Implications for managers, investors and strategy researchers. *Strategic Management Journal*, 37(8), 1597–1614. <https://doi.org/10.1002/smj.2407>
- Choi, F. D. S. (1973). Financial Disclosure and Entry to the European Capital Market. *Journal of Accounting Research*, 11(2), 159–175. <https://doi.org/10.2307/2490187>
- Cortez, M. C., Silva, F. & Areal, N. (2009). The Performance of European Socially Responsible Funds. *Journal of Business Ethics*, 87(4), 573–588. <https://doi.org/10.1007/s10551-008-9959-x>
- Crane, A., Palazzo, G., Spence, L. J. & Matten, D. (2014). Contesting the Value of "Creating Shared Value". *California Management Review*, 56(2), 130–153. <https://doi.org/10.1525/cmr.2014.56.2.130>
- Danske Invest. (2020). *Eurooppa Osake K*. Noudettu 2020-04-19 osoitteesta https://www.danskeinvest.fi/w/show_funds.product?p_nId=1432&p_nFund-group=59&p_nFund=2443#g6
- Deegan, C. (2018). Legitimacy Theory. Teoksessa Hoque, Z. (Toim.), *Methodological issues in accounting research: theories and methods (second edition)* (s. 204-224). Spiramus Press.

- Derwall, J., Koedijk, K. & Ter Horst, J. (2011). A tale of values-driven and profit-seeking social investors. *Journal of Banking & Finance*, 35(8), 2137–2147. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2011.01.009>
- Dorfleitner, G., Halbritter, G. & Nguyen, M. (2015). Measuring the level and risk of corporate responsibility – An empirical comparison of different ESG rating approaches. *Journal of Asset Management*, 16(7), 450–466. <https://doi.org/10.1057/jam.2015.31>
- Eccles, R. G., Ioannou, I. & Serafeim, G. (2014). The Impact of Corporate Sustainability on Organizational Processes and Performance. *Management Science*, 60(11), 2835–2857. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2014.1984>
- EFAMA. (2019a). Asset Management in Europe: An overview of the asset management industry. Noudettu 2020-04-03 osoitteesta <https://www.efama.org/statistics/SitePages/Asset%20Management%20Report.aspx>
- EFAMA. (2019b). Ownership of investment funds in Europe. Noudettu 2020-04-05 osoitteesta <https://www.efama.org/statistics/SitePages/Policy%20Research.aspx>
- EFAMA. (2020a, 25. maaliskuuta). Worldwide regulated open-ended fund assets and flows: Trends in the fourth quarter 2019. Noudettu 2020-04-02 osoitteesta <https://www.efama.org/statistics/SitePages/International%20Quarterly%20Statistical%20Release.aspx>
- EFAMA. (2020b). Trends in the European Investment Fund Industry in the Fourth Quarter of 2019 & Results for the full Year 2019. Noudettu 2020-04-03 osoitteesta <https://www.efama.org/statistics/SitePages/European%20Quarterly%20Statistical%20Release.aspx>

- Escrig-Olmedo, E., Muñoz-Torres, M. J. & Fernández-Isquierdo, M. A. (2010). Socially responsible investing: sustainability indices, ESG rating and information provider agencies. *International Journal of Sustainable Economy*, 2(4), 442–461. <https://doi.org/10.1504/IJSE.2010.035490>
- European Commission. (n.d.). Paris Agreement. Noudettu 2020-04-01 osoitteesta https://ec.europa.eu/clima/policies/international/negotiations/paris_en#tab-0-0
- Euroopan komissio. (n.d.). Kestävä rahoitus. Noudettu 2020-04-01 osoitteesta https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/sustainable-finance_fi
- Fama, E. F. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance*, 25(2), 383–417. <https://doi.org/10.2307/2325486>
- Financial Stability, Financial Services and Capital Markets Union. (2018a, 31. tammiukuuta). Final report of the High-Level Expert Group on Sustainable Finance. Noudettu 2020-04-01 osoitteesta https://ec.europa.eu/info/publications/180131-sustainable-finance-report_fi
- Financial Stability, Financial Services and Capital Markets Union. (2018b, 13. kesäkuuta). Technical expert group on sustainable finance (TEG). Noudettu 2020-04-02 osoitteesta https://ec.europa.eu/info/publications/sustainable-finance-technical-expert-group_fi
- Finanssiala. (2019, 11. joulukuuta). Sijoitusrahastot kansankapitalismia edistämässä. Noudettu 2020-03-25 osoitteesta <https://www.finanssiala.fi/finanssialasta/rahastot/>

- Finanssivalvonta. (2020, 10. helmikuuta). *Pääomamarkkinatoimijoiden tilastoja*. Noudettu 2020-03-09 osoitteesta <https://www.finanssivalvonta.fi/tilastot/paaomamarkkinat/paaomamarkkinatoimijoiden-tilastoja/>
- Fohlin, C. (2016). A Brief History of Investment Banking from Medieval Times to the Present. Teoksessa Cassis, Y., Schenk, C. & Grossman R. (Toim.), *The Oxford Handbook of Banking and Financial History*. Oxford University Press. <https://doi.org/10.1093/oxfordhb/9780199658626.001.0001>
- Friede, G., Busch, T. & Bassen A. (2015). ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 5(4), 210–233. <https://doi.org/10.1080/20430795.2015.1118917>
- Friedman, M. (1970, 13. syyskuuta). The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits. *The New York Times*. <https://www.nytimes.com/1970/09/13/archives/a-friedman-doctrine-the-social-responsibility-of-business-is-to.html>
- Geert Rouwenhorst, K. (2004, 16. joulukuuta). The Origins of Mutual Funds. *Yale ICF Working Paper No. 04–48*. Noudettu 2020-02-05 osoitteesta https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=636146
- Gremillion, L. L. (2005). *Mutual Fund Industry Handbook: A Comprehensive Guide for Investment Professionals*. John Wiley & Sons.
- GSIA. (2018). Global Sustainable Investment Review, 2018. *Global Sustainable Investment Alliance*. Noudettu 2020-04-21 osoitteesta <http://www.gsi-alliance.org/trends-report-2018/>
- HE 243/2018 vp Hallituksen esitys eduskunnalle sijoitusrahastolaiksi ja eräiksi siihen liit-
tyviksi laeiksi.

- Hyrskke, A., Lönnroth, M., Savilaakso A. & Sievänen R. (2020). *Vastuullinen Sijoittaja*. Kauppakamari.
- Hämäläinen, K. (2017, 11. lokakuuta). 30 vuotta rahastosijoittamista – Suomen ensimmäinen sijoitusrahasto on yhä voimissaan. *Taloustaito*. Noudettu 2020-04-27 osoitteesta <https://www.taloustaito.fi/Rahat/30-vuotta-rahastosijoittamista--suomen-ensimmainen-sijoitusrahasto-on-yha-voimissaan/#08e7ad18>
- Jensen, M. C. & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Kaur, I. (2018). Mutual fund investor’s behaviour towards information search and selection criteria: Do knowledge and perception about mutual funds matter? *Qualitative Research in Financial Markets*, 10(4), 395–414. <https://doi.org/10.1108/QRFM-09-2017-0084>
- Kempf, A. & Osthoff, P. (2007). The Effect of Socially Responsible Investing on Portfolio Performance. *European Financial Management*, 13(5), 908–922. <https://doi.org/10.1111/j.1468-036X.2007.00402.x>
- Kiviniemi, K. (2018). Laadullinen tutkimus prosessina. Teoksessa Valli, R. (Toim.), *Ikku-noita tutkimusmetodeihin 2 - Näkökulmia aloittelevalle tutkijalle tutkimuksen teoreettisiin lähtökohtiin ja analyysimenetelmiin (5. uudistettu ja täydennetty painos)* (s. 62–74). PS-Kustannus.
- Kozup, J., Howlett, E. & Pagano, M. (2008). The Effects of Summary Information on Consumer Perceptions of Mutual Fund Characteristics. *Journal of Consumer Affairs*, 42(1), 37–59. <https://doi.org/10.1111/j.1745-6606.2007.00093.x>

- Leino, T. (2016, 91. toukokuuta). Sijoitusrahastot ovat kasvaneet Suomessa merkittävästi – sisältyykö niiden toimintaan vakausriskejä? *Euro & Talous*. Noudettu 2020-04-06 osoitteesta <https://www.eurojatalous.fi/fi/2016/2/sijoitusrahastot-ovat-kasvaneet-suomessa-merkittavasti--sisaltyyko-niiden-toimintaan-vakausriskeja/>
- Leite, P. & Cortez, M. C. (2014). Style and performance of international socially responsible funds in Europe. *Research in International Business and Finance*, 30, 248–267. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2013.09.007>
- Lintner, J. (1965). The Valutaion of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets. *The Review of Economics and Statistics*, 47(1), 13–37. <https://doi.org/10.2307/1924119>
- Lioudis, N. (2020, 15. helmikuuta). Passive vs. Active Portfolio Management: What's the Difference? *Investopedia*. Noudettu 2020-04-08 osoitteesta <https://www.investopedia.com/ask/answers/040315/what-difference-between-passive-and-active-portfolio-management.asp>
- Lydenberg, S. (2014). Reason, Rationality, and Fiduciary Duty. *Journal of Business Ethics*, 119(3), 365–380. <https://doi.org/10.1007/s10551-013-1632-3>
- Maclean, R. (2012). ESG comes of age. *Environmental Quality Management*, 22(1), 99–108. <https://doi.org/10.1002/tqem.21321>
- Markowitz, H. (1952). Portfolio Selection. *The Journal of Finance*, 7(1), 77–91. <https://doi.org/10.2307/2975974>
- Maverick, J. B. (2020, 22. maaliskuuta). What is Considered a Good Expense Ratio? *Investopedia*. Noudettu 2020-04-17 osoitteesta

<https://www.investopedia.com/ask/answers/032715/when-expense-ratio-considered-high-and-when-it-considered-low.asp>

Merton, R. C. (1973). Theory of Rational Option Pricing. *The Bell Journal of Economics and Management Science*, 4(1), 141–183. <https://doi.org/10.2307/3003143>

Miltton. (2019, 11. marraskuuta). Selvitys: ESG-vallankumouksen äärellä — sijoittajien ja yritysten yhteistä kieltä etsimässä. Noudettu 2020-04-17 osoitteesta <https://www.miltton.fi/fi/raportti-esg-vallankumouksen-aaella-sijoittajien-ja-yritysten-yhteista-kielta-etsimassa/>

Neal, L. (2016). The Role of Stock Exchanges in Financial Globalization: A Historical Perspective. Teoksessa Chambers, D. & Dimson, E. (Toim.), *Financial Market History: Reflection on the Past for Investors Today*. (s. 99–114). The CFA Institute Research Foundation.

Nilsson, J., Nordvall, A. & Isberg, S. (2010). The information search process of socially responsible investors. *Journal of Financial Services Marketing*, 15, 5–18. <https://doi.org/10.1057/fsm.2010.5>

Nilsson, J., Jansson, J., Isberg, S. & Nordvall, A. (2014). Customer satisfaction with socially responsible investing initiatives: The influence of perceived financial and non-financial quality. *Journal of Financial Services Marketing*, 19, 265–276. <https://doi.org/10.1057/fsm.2014.24>

Nordea. (2020). *Eurooppalaiset Tähdet A*. Noudettu 2020-04-22 osoitteesta <https://www.nordea.fi/henkiloasiakkaat/palvelumme/saastaminen-sijoittaminen/rahastot/rahastot-nyt.html>

- Oehler, A., Höfer, A. & Wendt, S. (2014). Do key investor information documents enhance retail investors' understanding of financial products? Empirical evidence. *Journal of Financial Regulation and Compliance*, 22(2), 115–127. <https://doi.org/10.1108/JFRC-10-2013-0035>
- Porter, M. E. & Kramer, M. R. (2006). Strategy and Society: The Link Between Competitive Advantage and Corporate Social Responsibility. *Harvard Business Review*, 84(12), 78–92.
- Porter, M. E. & Kramer, M. R. (2011). Creating Shared Value. *Harvard Business Review*, 89(1), 62–77.
- Reamer, N. & Downing, J. (2016). *Investment: A History*. Columbia University Press.
- Renneboog, L., Ter Horst, J. & Zhang, C. (2008). The price of ethics and stakeholder governance: The performance of socially responsible mutual funds. *Journal of Corporate Finance*, 14(3), 302–322. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2008.03.009>
- Riedl, A. & Smeets, P. (2017). Why Do Investors Hold Socially Responsible Mutual Funds? *The Journal of Finance*, 72(6), 2505–2550. <https://doi.org/10.1111/jofi.12547>
- Roberts, K. (2011, 20. joulukuuta). Lessons from Ancient Business. *The European Financial Review*. Noudettu 2020-04-24 osoitteesta <https://www.europeanfinancialreview.com/lessons-from-ancient-business/>
- Saaranen-Kauppinen, A., Puusniekka, A., Kuula, A., Rissanen R. & Karvinen, I. (2012). *KvaliIMOTV. Kvalitatiivisten menetelmien verkko-oppikirja (Toinen vedos)*. Tampereen yliopisto. <http://urn.fi/urn:nbn:fi-fe2012112210007>

- Sharpe, W. F. (1964). Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk. *The Journal of Finance*, 19(3), 425–442. <https://doi.org/10.2307/2977928>
- Shehata, N. F. (2014). Theories and Determinants of Voluntary Disclosure. *Accounting and Finance Research*, 3(1), 18–26. <https://doi.org/10.5430/afr.v3n1p18>
- Silvola, H. & Landau, T. (2019). *Vastuullisuudesta ylituottoa sijoituksiin*. Alma Talent.
- Somerla, M. (2020, 17. tammikuuta). *Rahastopääoma kipusi viime vuonna 125 miljardiin euroon*. Finanssiala. Noudettu 2020-04-03 osoitteesta https://www.finanssiala.fi/uutismajakka/Sivut/rahastoraportti_joulukuu2019.aspx
- Spence, M. (1973). Job Market Signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355–374. <https://doi.org/10.2307/1882010>
- Suomen Pankki. (2019, 31. joulukuuta). *Sijoitusrahastolista*. Noudettu 2020-04-06 osoitteesta <https://www.suomenpankki.fi/fi/Tilastot/sijoitusrahastot/sijoitusrahastolista/>
- Suomen Pankki. (2020, 7. tammikuuta). *Kotitalouksien talletuskanta kasvaa nopeasti*. Noudettu 2020-05-01 osoitteesta <https://www.suomenpankki.fi/fi/Tilastot/rahalaitosten-tase-lainat-ja-talletukset-ja-korot/tiedotehistoria/2019/kotitalouksien-talletuskanta-kasvaa-nopeasti/>
- Sveriges Riksbank. (n.d.) *History*. Noudettu 2020-04-18 osoitteesta <https://www.riksbank.se/en-gb/about-the-riksbank/history/>
- Taleb, N. N. (2008). *The black swan : the impact of the highly improbable (2nd revised edition 2010)*. Penguin.

Treanor, J. (2016, 22. joulukuuta). Monte dei Paschi di Siena: a brief guide to the world's oldest bank. *The Guardian*. Noudettu 2020-04-18 osoitteesta <https://www.theguardian.com/business/2016/dec/22/monte-dei-paschi-the-history-of-the-worlds-oldest-bank>

U 56/2018 vp Valtioneuvoston kirjelmä eduskunnalle komission ehdotuksista Euroopan parlamentin ja neuvoston asetuksiksi (kestävä rahoitus).

Ulkoministeriö. (n.d.). *Agenda 2030 – kestävän kehityksen tavoitteet*. Noudettu 2020-04-01 osoitteesta <https://um.fi/agenda-2030-kestavan-kehityksen-tavoitteet>

UNFCCC. (n.d.). *What is the Paris Agreement?* United Nations Climate Change. Noudettu 2020-03-31 osoitteesta <https://unfccc.int/process-and-meetings/the-paris-agreement/what-is-the-paris-agreement>

United Nations. (2015, 21. lokakuuta). *Transforming our world: the 2030 Agenda for Sustainable Development. A/RES/70/1*. Noudettu 2020-03-31 osoitteesta <https://sustainabledevelopment.un.org/post2015/transformingourworld>

UNPRI. (n.d.) *What is responsible investment?* Noudettu 2020-04-21 osoitteesta <https://www.unpri.org/pri/an-introduction-to-responsible-investment/what-is-responsible-investment>

UNPRI. (2019). *About the PRI*. Noudettu 2020-04-20 osoitteesta <https://www.unpri.org/pri/about-the-pri>

Valtiovarainministeriö. (2016, 2. marraskuuta). Arviomuistio sijoitusrahastolainsäädännön uudistamisesta. VM111:00/2016. Noudettu 2020-03-31 osoitteesta <https://www.lausuntopalvelu.fi/FI/Proposal/Participation?proposalId=611b56b1-c63d-4b8e-802d-97b674ae100b>

Zokaityte, A. (2016). Financial literacy and numeracy of consumers and retail investors. *Capital Markets Law Journal*, 11(3), 405–413.
<https://doi.org/10.1093/cmlj/kmw014>

Ålandsbanken. (n.d.). *Vastuulliset sijoitukset Ålandsbankenissa*. Noudettu 2020-04-17 osoitteesta <https://www.alandsbanken.fi/pankkipalvelut/sijoita-saasta/alandsbanken-varainhoito/vastuullisia-sijoituksia>

Ålandsbanken. (2020). *Sijoita ja Säästä*. Noudettu 2020-04-19 osoitteesta <https://www.alandsbanken.fi/pankkipalvelut/sijoita-saasta/rahastot/europe-value>

Liitteet

Liite 1. Nordean Eurooppalaiset Tähdet-rahaston tuote-esittelysivu (22.4.2020)

Nordea

Henkilöasiakkaat Yritysiasiakkaat Private Banking Choose language Kirjaudu

Sinun elämäsi Palvelumme Tuki ja usein kysytyt Tule asiakkaaksi Hae

HENKILÖASIAKKAAT > SÄÄSTÄMINEN JA SIOJTTAMINEN > RAHASTOT > RAHASTOT NYT

Rahastot Nyt

Rahastot Nyt -palvelusta löydät rahastikurssit, rahastojen ominaisuuksien ja riskiprofiilin kuvaukset sekä sijoituspolitiikat, rahasto-osuuksien päivittämiset arvot, tuotto- ja riskitunnusluvut sekä historiallista kehitystä kuvaavat käyrät.

Nordea Funds Oy
Eurooppalaiset Tähdet A
Osuus 1408,053 per 21.04

Merkitse Etsi rahastoa

Rahasto lyhyesti

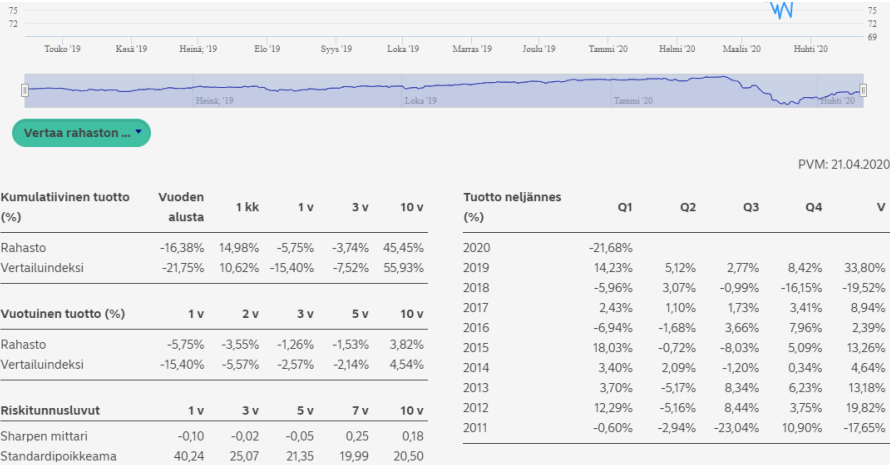
Osakerahasto, joka sijoittaa Euroopan osakemarkkinoille. Nordean Tähtirahastoissa osakevalinta perustuu sekä taloudellisiin tekijöihin että analyysiin, miten yritykset hallitsevat ympäristöön, yhteiskuntaan sekä hyvään hallintotapaan liittyviä riskejä ja mahdollisuuksia. Rahastolla on omistuksia noin 40 yrityksessä. Määrä voi vaihdella.

Tuotto

Eurooppalaiset Tähdet A
 Vertailuindeksi

Mistä: Huhti 18, 2019
Mihin: Huhti 21, 2020

Kysy chatissa



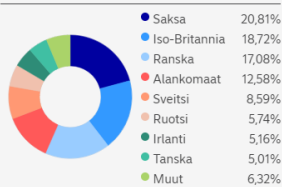
Tracking error 4,02 4,33 3,96 3,91 4,64

► Siirrä arvot Exceliin

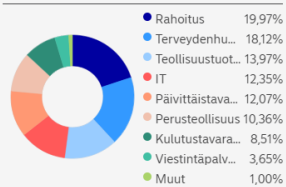
Sijoitukset

Perustuu rahaston sijoituksiin 28.02.2020

Osakkeet (Maa)



Osakkeet (Toimiala)



Salkun 10 suurinta sijoitusta 28.02.2020

Nimi	Maa	Toimiala	Osuus (%)
Nestle	Sveitsi	Päivittäistavarat	6,38
SAP	Saksa	IT	4,00
Muenchener Ruckversicherungs-Gesellschaft AG in M	Saksa	Rahoitus	3,92

Novo Nordisk B	Tanska	Terveydenhuolto	3,54
Kerry Group	Irlanti	Päivittäistavarat	3,44
ASML Holding	Alankomaat	IT	3,38
LVMH Moet Hennessy Louis Vuitton	Ranska	Kulutustavarat ja -palvelut	3,26
Linde	USA	Perusteollisuus	3,23
AXA	Ranska	Rahoitus	3,08
Schneider Electric	Ranska	Teollisuustuotteet ja -palvelut	3,04

Näytä koko salkku

Vastuullista tuottoa



Salkunhoidossa otetaan huomioon kestävä kehitys

Rahaston salkunhoitaja ottaa vastuullisuusanalyysit huomioon näiltä osin:

- ✓ Ympäristö
- ✓ Yhteiskunta
- ✓ Hyvä hallintotapa

Rahastossa sovelletaan

[Nordean vastuullisen sijoittamisen periaatteita.](#)



Rahasto sulkee pois

Rahasto välttää sijoituksia yhtiöihin, joiden liikevaihdosta yli (x) % tulee tuotteista ja palveluista, jotka liittyvät

- × rypälepommeihin ja henkilömiinoin (0 %)
- × kemiallisiin ja biologisiin aseisiin (0 %)
- × ydinaseisiin (0 %)

× lämpöhiilen louhinta (10 %), metallurgisen hiilen louhinta (30 %), öljyhiikan louhinta (10 %)

Lisäksi rahasto välttää sijoituksia yhtiöihin, jotka eivät noudata kansainvälisiä sääntöjä eivätkä pysty

Kysy chatissa

Kysy chatissa

Kysy chatissa

muuttamaan toimintaansa tai halua muuttaa sitä.



Rahastoyhtiö vaikuttaa

Rahastoyhtiö käyttää vaikutusvaltaansa omistajana vaikuttaakseen yhtiöihin vastuullisuusasioissa.

- ✓ Omatoiminen yhtiöihin vaikuttaminen
- ✓ Yhtiöihin vaikuttaminen yhteistyössä muiden sijoittajien kanssa
- ✓ Yhtiökokouksissa äänestämisen
- ✓ Osallistuminen nimitysvaliokuntien työhön



Rahasto suosii

Vastuullisuusnäkökulma on ratkaisevan tärkeä salkunhoitajan valitessa yhtiöitä. Rahasto sijoittaa vain taloudellisesti vahvoihin yhtiöihin, joilla on analyysimallimme mukaan hyvä ESG-profiili*.

* ESG: Environmental, Social and Governance (ympäristö, yhteiskunta ja hyvä hallintotapa).



Hiihtijalanjälki

Mittari kuvaa hiilidioksidipäästöjä*, tai muita kasvihuonekaasuja, suhteessa rahaston sijoituksiin**.

Tummansininen ympyrä osoittaa rahaston vertailuindeksiin hiihtijalanjäljen, joka on laskettu samalla tavalla**.

[Lue lisää miten rahastojemme hiihtijalanjälki lasketaan.](#)

*MSCI ESG Research LLC ja ISS Ethix. Materiaali esitetään yhtiön luvalla. **Päivitetään kuukausittain



Palkkiot

Juoksevat kulut, (% p.a. sisältää hallinnointipalkkion)	1,50
Hallinnointipalkkio, (% p.a. osa juoksevia kuluja)	1,50
Tuottosidonnainen palkkio	Ei
Välityspalkkio konttorissa, osto (%)	0,00
Välityspalkkio konttorissa, myynti (%)	1,00

Esitteet ja katsaukset

Avaintietoesite	
Säännöt	
Virallinen rahastoesite	
Vuosikertomus	
Puolivuosikatsaus	
Rahastoraportti	

Palkkiot, minimimerkinät ja juoksevat kulut

Juoksevat kulut kertovat rahaston kokonaiskulut vuositasona. Niihin sisältyvät kaikki kulut kaupankäyntikuluja sekä mahdollista tuottosidonnaista palkkiota lukuun ottamatta.

Hallinnointipalkkio on rahastosta vuosittain veloitettu palkkio, joka sisältää säilytysyhteisölle maksetun palkkion.

Tietyillä rahastoilla voi hallinnointipalkkion lisäksi olla myös tuottosidonnainen palkkio.

Rahastot Nyt -palvelussa esitetyissä tuottoluvuissa on otettu huomioon hallinnointipalkkio eli sen on jo vähennetty rahasto-osuuden arvosta.

Lisätietoa palkkioista on saatavilla avaintietoesitteestä, virallisesta rahastoesitteestä, vuosikertomuksesta sekä puolivuotiskatsauksesta.

Yllä olevat välityspalkkiot koskevat Nordean konttoreita. Muut jakelijat tai välittäjät voivat periä muita palkkioita.

Perustiedot

Rahaston nimi	Sijoitusrahasto Nordea Eurooppalaiset Tähdet A kasvu
Morningstar 31.03.2020	★★★★☆☆
Perusvaluutta	EUR
Rahaston arvo (Perusvaluutta)	556 milj.
Aloituspäivä	22.12.1999
ISIN	FI0008802194
Vertailuindeksi	MSCI Europe -tuottoindeksi NTR (1.1.08)
Rahastokategoria	Osakerahasto
Salkunhoitaja	René Møller Petersen & Frederik Weber
Rahastoyhtiö	Nordea Funds Ltd.
Jakaa tuottoa	Ei
Kertamerkinän minimisumma, EUR	10
Rahastosäästämisen minimisumma, EUR	10

Riski



Pienempi riski Suurempi riski
 Tyypillisesti pienemmät tuotot Tyypillisesti suuremmat tuotot

Lue lisää rahaston riskeistä ja riskiluokan laskemisesta rahaston avaintietoesitteestä.



Liite 2. Ålandsbankenin Europe Value-rahaston tuote-esittelysivu (22.4.2020)

PANKKIPALVELUT SIOJITA JA SÄÄSTÄ ÅLANDSBANKEN VARAINHOITO RAHASTOMME OSAKKEET JOUKKOLAINAT TURVALLISEMPI ARVOPAPERIKAUPPA OSAKESÄÄSTÖTILI

Ålandsbanken Varainhoito
Rahastomme
Osakkeet
Joukkolainat
Turvallisempi arvopaperikauppa
Osakesäästötili

Osakerahastot

Nimi	Valuutta	Kurssi	1 kk	3 kk	1 v	3 v	Riski	Noteerauspäivä
Europe Value	EUR	28.73	14.42%	-20.26%	-13.57%	-12.33%	6	20.04.2020

Ålandsbanken Europe Value on aktiivisesti hoidettu osakerahasto, joka sijoittaa Euroopan osakemarkkinoille. Tolmiala-alkaatioiden ja yhtiövalintojen avulla rahasto pyrkii löytämään hyviä ja edullisesti arvostettuja yhtiöitä. Rahasto pitää yli 90 % varoistaan sijoitettuna osakkeisiin normaalissa markkinatilanteessa.

Historiallinen tuotto ei ole tae tulevasta kehityksestä. Rahaston arvo ja tuotto voivat sekä nousta että laskea ja sijoittaja voi menettää sijoittamansa pääoman kokonaan tai osittain.

Salkunhoitaja: Ålandsbanken Rahastoyhtiö Oy

Lataa

- [Avaintietoosite](#)
- [Kuukausitiedote](#)
- [Ennakkotietoa kuluista](#)
- [Rahastokohtaiset säännöt](#)
- [Rahastoosite](#)
- [Rahastojen yhteiset säännöt](#)

Europe Value

Aikaväli 1m 3m 6m YTD 1y All Tammi 21, 2020 - Huhti 20, 2020

Päivitetty 22.04.2020, 12:07:39

Pohjoismaat Osake	EUR	96.70	17.65%	-19.09%	-13.15%	-12.58%	6	20.04.2020
Maailma Osake	EUR	11.54	17.04%	-14.83%	-5.18%	4.81%	6	20.04.2020