

## Näkökulmia Suomen sijoitusrahastomarkkinoille

– kartoitus valikoitujen Euroopan maiden sijoitusrahastomarkkinoista

Hanni Suni

Opinnäytetyö  
Finanssi- ja talousasiantuntijan  
koulutusohjelma  
2012



<p><b>Tekijä tai tekijät</b> Hanni Suni</p>	<p><b>Ryhmätunnus tai aloitusvuosi</b> FINA09</p>
<p><b>Raportin nimi</b> Näkökulmia Suomen sijoitusrahastomarkkinoille – kartoitus valikoitujen Euroopan maiden sijoitusrahastomarkkinoista</p>	<p><b>Sivu- ja liitesivumäärä</b> 59+2</p>
<p><b>Opettajat tai ohjaajat</b> HAAGA-HELIA: Mika Mustikainen, Finanssialan Keskusliitto: Jari Virta</p>	
<p>Sijoitusrahastomarkkinoiden kasvava kansainvälistyminen luo suurempia paineita sijoitusrahastomarkkinoiden kehittämiseksi. Suomen markkinoiden kehityssuuntaa pohdittaessa on hyvä omata taustatietoa myös muiden Euroopan maiden sijoitusrahastomarkkinoiden ominaispiirteistä.</p> <p>Opinnäytetyön tavoitteena onkin tuottaa uusia näkökulmia ja materiaalia toimeksiantajalle muiden Euroopan maiden keskeisistä sijoitusrahastomarkkinoiden ominaispiirteistä. Tutkittaviksi kohteiksi valikoituivat verotus, lainsäädäntö, tuotteet, rahastojen toimintamuotojen ja edunvalvontajärjestöjen rooli markkinoiden kehittäjänä. Tutkimukseen valittiin viisi maata, ja pääkriteerinä oli maiden yhteiskuntarakenteiden samankaltaisuus Suomen kanssa. Ruotsin, Norjan ja Tanskan lisäksi mukana olivat Saksa ja Sveitsi, jotta tutkimuksen kattavuutta saatiin laajennettua erilaisilla markkinarakenteilla.</p> <p>Opinnäytetyö on suoritettu osana HAAGA-HELIA ammattikorkeakoulun ja Finanssialan Keskusliiton Kansainväliset finanssimarkkinat – teemaryhmää ja toimeksiantajana toimii FK. Prosessi aloitettiin vuoden 2012 alussa ja se päättyi joulukuussa 2012.</p> <p>Työ on suoritettu kartoittavana tutkimuksena, koska toimeksiantajan toiveena oli etsiä ja koostaa eri maista olevaa informaatiota yhteen julkaisuun. Tutkittava materiaali on koostettu lähinnä internet-lähteistä, jonka jälkeen löydettyä tietoa verrattiin Suomen tietoihin eroavaisuuksien löytämiseksi.</p> <p>Vertailumaista kerätyn informaation perusteella Suomen sijoitusrahastomarkkinat ovat kansantalouden kokoon verrattuna pienet. Tämä ilmenee myös suhteellisen yksinkertaisena markkinarakenteena, mikä ilmenee konservatiivisina tuotevalintoina ja verotuksen rakenteella. Suurimmat eroavaisuudet ovat löydettävissä eri maiden verotuskäytännöistä. Yhdistävänä tekijänä sen sijaan näyttäisi kuitenkin olevan läpinäkyvyyden periaatteen, eli verotuksen neutraaliuden, huomioonottaminen verotuksessa.</p> <p>Suomen rahastomarkkinoiden kehityksen kannalta olisi tärkeää, että niiden suosiota ajettaisiin aktiivisesti, markkinoille luotaisiin erilaistuneempia tuotteita ja rahastojen jakelukanavia kehitettäisiin esimerkiksi rahastotorien muodossa.</p>	
<p><b>Asiasanat</b> Sijoitusrahasto, sijoitusrahastomarkkinat, verotus, edunvalvontajärjestöt</p>	

Degree Programme in Finance and Economics

<p><b>Authors</b> Hanni Suni</p>	<p><b>Group or year of entry</b> FINA09</p>
<p><b>The title of thesis</b> New Perspective on the Finnish Investment Fund Market - a study on the Investment Fund Markets in Selected European Countries</p>	<p><b>Number of pages and appendices</b> 59+2</p>
<p><b>Supervisor(s)</b> HAAGA-HELIA: Mika Mustikainen, FFI: Jari Virta</p>	
<p>The growing internalization of investment fund markets brings greater pressure to develop the Finnish investment fund market. This means that we should have at least basic information about the investment fund markets that we are competing with.</p> <p>The thesis examines the investment fund industries in five selected countries in the areas of taxation, product range, the intentness of the market and the role of the investment fund association as developers of the fund industry. The scope of the study is wide, but all studied areas are essential parts of a developed fund industry.</p> <p>The main objective of the thesis is thus to provide information about the characteristics of investment fund markets in other European countries compared to the market structures in Finland. Based on the gathered information, the aim of the study was also to bring a new perspective and ideas regarding the developing of the Finnish fund industry, to the client, The Federation of Finnish Financial Services.</p> <p>The thesis was carried out as a survey and it consists of two theory sections and an empirical section. The theory sections describe the structure of the Finnish investment fund market and give background information about the basics on investing in funds. The empirical section focuses on the characteristics of the fund industries in the comparison countries; Sweden, Norway, Denmark, Germany and Switzerland. The material for the empirical section was mostly gathered from the internet.</p> <p>The study indicates that the Finnish investment fund industry is relatively small compared to the size of the economy. This shows as a relatively simple market structure which is reflected in the conservative product range and structure of taxation. The major differences can be found from the taxation practices. Also in the comparison countries the investment fund associations are active promoters of the industry, which is lacking in Finland. The unifying factor on the other hand seems to be the implementation of the rule of transparency in the taxation system.</p> <p>The study shows that the comparison countries have some good examples that could also be exploited in Finland, for example the variety of fund products and the information channels to consumers. However, the implementation of these structures requires a thorough investigation done by the experts in the field of investment funds.</p>	
<p><b>Key words</b> Investment fund, investment fund industry, taxation, investment fund association</p>	

# Sisällys

1	Johdanto.....	1
1.1	Tutkimusongelmat ja tavoitteet.....	2
1.2	Tutkimuksen rajausta.....	3
2	Sijoitusrahastomarkkinoiden toiminta ja kehitys.....	4
2.1	Rahastosijoittamisen perusteet.....	4
2.2	Rahastotyypit.....	6
2.2.1	UCITS-rahastot.....	6
2.2.2	Non-UCITS-rahastot.....	8
2.3	Sijoitusrahastot Euroopassa 2000-luvulla.....	9
3	Suomen sijoitusrahastomarkkinoiden ominaispiirteet.....	12
3.1	Tuotteet.....	12
3.2	Osapuolet.....	13
3.3	Lainsäädäntö ja UCITS-direktiivi.....	16
3.4	Verotus.....	17
4	Tutkimuksen toteutus.....	21
4.1	Aineiston tuottaminen ja tutkimusmenetelmät.....	21
4.2	Vertailumaat.....	22
4.3	Finanssialan Keskusliitto.....	24
5	Vertailumaiden rahastomarkkinoiden ominaispiirteet.....	25
5.1	Edunvalvontajärjestöt sijoitusrahastomarkkinoiden kehittäjinä.....	25
5.2	Rahastoyhtiöt ja markkinoiden keskittyneisyys.....	28
5.3	Rahastojen toimintamuodot.....	33
5.4	Tuotteet.....	35
5.5	Verotus.....	40
5.5.1	Rahastojen verotus.....	41
5.5.2	Sijoittajien verotus.....	42
6	Päätelmät.....	48
6.1	Tulosten yhteenveto.....	48
6.2	Suomen sijoitusrahastomarkkinoiden kehittäminen tulevaisuudessa.....	51
6.3	Tutkimuksen luotettavuuden arviointi.....	57

6.4 Ammatillinen kehittyminen ja opinnäytetyöprosessi.....	58
Lähteet.....	60
Liitteet.....	69

# 1 Johdanto

Suomalaiset sijoitusrahastomarkkinat kaipaavat uusia näkökulmia. 1990-luvun lopun ja 2000-luvun alun nopea rahastomarkkinoiden kasvu on pysähtynyt ja finanssikriisin seurauksena kääntynyt laskuun. Rahastomarkkinat eivät ole kyenneet houkuttelemaan uusia osuudenomistajia markkinoille, sillä viimeisten vuosien aikana suomalaisten osuudenomistajien määrä on pienestä vaihtelusta huolimatta pysynyt 2,5 miljoonan tuntumassa (Suomen Sijoitustutkimus 2011a). Vaikka sijoitusrahastot tulivat Suomen markkinoille jo 1980-luvulla, ja ovat kasvattaneet suosiotaan jatkuvasti 2000-luvulle asti, on niiden hyödyntäminen suomalaisessa säästämisessä viime vuosina pysytellyt paikoillaan ja ne eivät ole löytäneet tietään jokapäiväiseksi osaksi suomalaisten sijoitusportfolioita. Samaan aikaan suomalaisten varallisuus on kuitenkin kasvanut, mutta suuri osa rahoista jätetään edelleen tuottamattomina pankkitileille.

Toisena ajankohtaisena asiana on rahastomarkkinoiden mahdollinen laajempi kansainvälinen integraatio esimerkiksi Euroopan Unionin maiden kesken. Tämän myötä vaaditaan ymmärrystä myös muiden kuin omien markkinoiden ominaispiirteistä, vähintäänkin Euroopan Unionin tasolla. Jo 1980-luvulla Euroopan Unioni loi ensimmäiset rahastojen sääntelyä yhdenmukaistavat UCITS-direktiivit, joiden sisältämät määräykset on sisällytetty jäsenmaan kansalliseen lainsäädäntöön. Ei ole lainkaan poissuljettua, että tulevaisuudessa esimerkiksi rahastojen verotusta yhdenmukaistettaisiin Euroopan Unionin tasolla. Kuten Viitala teoksessaan toteaa, Euroopan Unionin yksi tulevaisuuden haasteista on luoda yhtenäiset, koko alueen kattavat rahoitusmarkkinat. Tämän luomisessa eräänä suurimpana rajoitteena ovatkin nimenomaan maiden eroavaisuudet verokäytännöissä. (Viitala 2005, 2-3.)

Tämä opinnäytetyö tehdään toimeksiantona Finanssialan Keskusliitolle, jonka tarkoituksena on sen asiakasyritysten toimintaympäristön kehittäminen ja parantaminen sekä niiden edunvalvonta. Sijoitusrahastomarkkinoiden kehittämisen voidaan ajatella olevan sekä Finanssialan Keskusliiton että sen jäsenyrityksien etujen mukaista. Tarkoituksena onkin siis tuottaa asianmukaista materiaalia Finanssialan Keskusliiton käyttöön, jota se ja sen jäsenyhtiöt voivat hyödyntää suunniteltaessa suomalaisten sijoitusrahastomarkkinoiden tulevaisuutta.

## 1.1 Tutkimusongelmat ja tavoitteet

Opinnäytetyö kuuluu osaksi Finanssialan Keskusliiton ja HAAGA-HELIA ammattikorkeakoulun Kansainväliset finanssimarkkinat – teemaryhmää. Ryhmälle yhteiseksi asetettu tutkimuskysymys oli ”Mitkä ovat suomalaisen finanssimarkkinan ominaispiirteet ja miten ne poikkeavat muista maista?”, mutta keskusteluissa toimeksiantajan kanssa nousi esiin toive, että materiaalin pohjalta pohdittaisiin myös tekijöitä, joita voitaisiin hyödyntää myös Suomessa. Tutkimuskysymykseksi muodostui: Miten Suomen sijoitusrahastomarkkinoiden rakenteet vertautuvat muihin vertailun maihin ja miten Suomen rahastomarkkinoita voitaisiin kehittää tulevaisuudessa?

Pääongelma on usein yleisluontoinen kysymys, jossa koko tutkittava kokonaisuus hahmottuu. Alaongelmiin saadut vastaukset tekevät mahdolliseksi vastata myös pääongelmaan. (Hirsjärvi 1997, 121). Vertailumaiden eroja tutkitaan näin ollen seuraavilla alakysymyksillä:

- Minkälaisia tuotteita löytyy muista vertailumaista, etenkin erikoissijoitusrahastomarkkinoilta?
- Mitkä ovat rahastomarkkinoita koskevat verotuskäytännöt vertailumaissa sekä sijoittajan että rahaston kannalta?
- Keitä ovat suurimmat rahastoyhtiöt, minkälaisia toimintamuotoja niillä on ja kuinka keskittyneitä markkinat ovat suurimpien toimijoiden kesken?
- Mitä toimintamuotoja rahastoilla on?

Yllä olevien alakysymysten kautta opinnäytetyön tavoitteena on tuottaa tietoa muiden Euroopan maiden sijoitusrahastomarkkinoista sekä tämän pohjalta muodostaa kehitysehdotuksia, joita Finanssialan Keskusliitto voi hyödyntää pohtiessaan Suomen sijoitusrahastomarkkinoiden kehittämistä. Tarkoituksena on tuottaa kahdentyypistä materiaalia. Ensinnäkin muodostetaan yhteenvetoa markkinoiden eri osatekijöistä, joka tehdään kartoittamalla ja koostamalla eri maiden informaatiota hajanaisista lähteistä. Näitä asioita ovat esimerkiksi lainsäädännölliset ja verotukselliset aspektit, joiden muuttaminen yhteiskunnassa vaatii laajaa tutkimusta ja yhteiskunnallista keskustelua. Markkinoiden toimivuuden kannalta nämä ovat kuitenkin niin oleellisia asioita, että niillä on oma

paikkansa tutkimuksessa. Toinen osa tutkimuksesta koostuu sen sijaan kehitysehdotuksista Suomen markkinoille, joita opinnäytetyön tekijä muodostaa koostamansa tiedon perusteella sekä muusta opinnäytetyön aikana saaduista havainnoista. Opinnäytetyön tavoitteeseen pyritään kartoittavalla tutkimuksella, jossa etsitään tietoa niiltä eri Euroopan maiden sijoitusrahastomarkkinoiden osa-alueilta, joilla voidaan ajatella olevan merkitystä rahastomarkkinoiden kehittämisessä ja niiden suosion parantamisessa.

## 1.2 Tutkimuksen rajaus

Rajauksena työssä käytetään pääasiallisesti tutkimuksessa käsiteltävien maiden määrää, sillä markkinoiden toimintaa ja rakennetta pyritään käsittelemään mahdollisimman laajalla skaalalla. Mukaan tutkimukseen valittiin viisi Euroopan maata: Ruotsi, Norja, Tanska, Saksa sekä Sveitsi. Syynä juuri näiden maiden valitsemiseen on niiden yhteiskunnallinen samankaltaisuus Suomen kanssa, joskin joitakin eroja löytyy. Jokainen maa on yhteiskunnallisesti vakaa ja omaa hyvin toimivat ja kehittyneet rahastomarkkinat. Työn rajauksena on myös se, että keskitytään lähinnä jokaisen maan sijoitusrahastojärjestön alaisiin rahastoihin, joista tietoa on helpommin saatavilla. Tiedon saatavuuden perusteella tutkimuksen ulkopuolelle on myös jätetty vertailumaissa toimivat ulkomalaiset sijoitusrahastot.

Finanssialan Keskusliiton Kotitalouksien sijoitusrahastosäästäminen - tutkimuksen mukaan rahastojen suosion kannalta olennaisia asioita koko Euroopan mittakaavalla ovat verotus, lainsäädäntö, rahastojen tarjonta ja markkinoiden kehittyneisyys joskin myös kulttuurisilla tekijöillä ja sijoittajaprofiileilla on merkitystä (Finanssialan Keskusliitto 2012g, 5). Tämän pohjalta kohdealueita, joita tässä tutkimuksessa tulen tarkastelemaan ovat muun muassa markkinoilla toimivat rahastoyhtiöt sekä markkinoiden kehittyneisyys, rahastomarkkinoilta löytyvät tuotteet ja rahastosijoittamisen verotus. Tutkimuksen edetessä päätin myös lisätä erääksi tutkimuskohteeksi edunvalvontajärjestöjen roolit vertailumaiden rahastomarkkinoilla, koska myös näillä on suuri merkitys rahastomarkkinoiden kehittämisessä.



## 2 Sijoitusrahastomarkkinoiden toiminta ja kehitys

Opinnäytetyön ensimmäisessä teorialuvussa käydään läpi sijoitusrahastomarkkinoiden ja -säästämisen perusteita. Koska opinnäytetyössä kuvataan myös muiden Euroopan maiden sijoitusrahastomarkkinoiden rakenteita, on aiheellista myös tarkastella rahastomarkkinoiden kehittymistä Euroopan mittakaavalla. Yleisen kehityksen lisäksi toisessa alaluvussa verrataan Suomen markkinoiden lukuja Euroopan keskimääräisiin ja etenkin vertailumaiden lukuihin.

### 2.1 Rahastosijoittamisen perusteet

Sijoitusrahaston toimintaan kuuluu, että se kerää yksityishenkilöiltä sekä yhteisöiltä varoja, jotka sijoitetaan eteenpäin eri arvopaperikohteisiin. Sijoittaja siis sijoittaa yhteen sijoitusrahastoon, mutta todellisuudessa hänen varansa on sijoitettuna useisiin eri sijoituskohteisiin rahaston toimesta. Sijoitusrahastoja pidetään yleisesti hyvänä vaihtoehtona tavalliselle talletukselle. Se on asiakkaalle hyvin vaivaton tapa sijoittaa rahojaan tuottavammin, joskin suuremmalla riskillä, ja silti varat ovat nopeasti realisoitavissa tarpeen sitä vaatiessa. Asiakkaalla on valittavanaan useita eri kohteita omien riskimieltymyksien ja tuottotavoitteiden mukaisesti. Rahastosijoittamista pidetään myös hyvänä vaihtoehtona suoralle osakesijoittamiselle, sillä tavallisissa sijoitusrahastoissa on automaattisesti hajauttamisesta saatavaa hyötyä, jota säädellään erikseen sijoitusrahastolaissa. (Puttonen & Repo, 36.) Rahastosijoittamisen vaivattomuus sijoittajalle tuo kuitenkin mukanaan kuluja, joiden kohteeksi itsenäisessä sijoittamisessa ei välttämättä joudu. Merkintäpalkkio maksetaan rahasto-osuutta ostettaessa ja se voi vaihdella 0 ja 3 prosentin välillä merkinnän suuruudesta. Samantyyppinen kulu on lunastuspalkkio, se veloitetaan asiakkaalta rahasto-osuutta lunastettaessa. Sen suuruus voi vaihdella 0 ja jopa 5,5 prosentin välillä. Rahasto-osuuksien säilyttäjyhteisölle maksetaan säilytyspalkkio ja rahastoyhtiölle maksetaan hallinnointipalkkio rahastojen hoitamiseen liittyvistä kuluista, kuten palkoista, analyyseistä ja markkinoinnista. (Pörssisäätiö 2012, 15.) Rahaston kustannustaso kuvataan yleisesti TER-luvulla (Total Expense Ratio). Se näyttää rahaston perimien palkkioiden kokonaisuuden rahaston pääomasta. Lukuun sisällytetään hallinnointi- ja säilytyspalkkiot, mahdolliset tilinhoito- ja muut pankkikulut sekä muut mahdolliset ku-

lut, jotka voidaan veloittaa suoraan rahaston pääomasta. TER ei sisällä lunastuksesta ja merkinnästä johtuvia kaupankäyntikuluja. (Pörssisäätiö 2012, 22.)

Sijoitusrahaston tuotto määräytyy sijoituksista saatavien tuottojen perusteella. Näitä ovat korkosijoituksista saatavat korkotuotot, arvopapereista saatavat osingot ja myydyistä sijoituksista saatavat myyntivoitot (tai tappiot). Rahaston pääoma kasvaa tai laskee myös sijoituskohteiden markkina-arvojen muuttuessa, esimerkiksi osakkeen pörssikurssin vaihdellessa. Rahasto voi joko jakaa vuosittaisen tuottonsa ulos tai vaihtoehtoisesti jättää varat kasvamaan rahastoon. Ensin mainittua menetelmää käytetään tuotto-osuusrahastoissa. Näissä osuudenomistaja saa vuosittain sijoitusrahaston tekemästä voitosta osuutensa. Kasvuosuudenomistaja ei sen sijaan saa vuosittaista tuloa vaan sijoitusrahaston tekemä voitto lisätään osuuden arvoon. (Pörssisäätiö 2012, 5-6.)

Sijoitusrahastojen pääoma tulee suoraan rahastoon sijoittaneilta ihmisiltä, eli osuudenomistajilta. Rahaston pääoma näin ollen koostuu samansuuruisista rahasto-osuuksista, joita pääsääntöisesti voi kuka tahansa halutessaan merkitä tai vaihtoehtoisesti osuudenomistajat voivat lunastaa. Kun uusi asiakas ostaa rahaston osuuksia, kasvaa myös rahaston pääoma ja osuuksien määrä ja vastaavasti rahaston pääoma pienenee osuuksia lunastettaessa. Rahastoyhtiö hallinnoi sijoitusrahastoa, mutta ei omista sijoitusrahastoon sijoitettuja varoja, ne kuuluvat osuudenomistajille. (Pörssisäätiö 2012, 5.) Rahasto-osuuden arvo lasketaan aina pankkipäivinä ja se on rahaston sijoitusten senhetkinen markkina-arvo jaettuna liikkeellä olevilla rahasto-osuuksilla ja vähennettynä mahdollisilla veloilla. (Pörssisäätiö 2012, 19.)

Rahasto-osuuksien hankinta ja lunastaminen on tehty käytännössä hyvin helpoksi. Nopein ja vaivattomin tapa on tehdä merkintä tai suorittaa lunastus Internetin välityksellä rahastoyhtiön sivujen kautta, missä on myös helppoa vertailla eri rahastoja. Itse ostotapahtuma tapahtuu pankkisiirtona sijoitusrahaston tilille. Rahastosijoittajaksi pääsee jo suhteellisen pienilläkin summilla. Jos jokin vähimmäissijoitus on määritelty, on se yleensä 100 ja 5000 euron väliltä. Kuukausisijoituksia voi tehdä pienemmilläkin summilla, joista pienin on noin 20 euroa. (Pörssisäätiö 2012, 19.) Vaikka Internet on viime vuosina saanut jalan sijaa osuuksien hankinnassa, monet edelleen hankkivat osuuksia

suoraan rahastoyhtiöltä tai oman pankkinsa kautta ja niitä voidaankin pitää rahastojen yleisimpänä jakelukanavana.

Ennen rahaston hankintaa kannattaa ostajan tutustua EU-direktiivin mukaiseen avaintietoesitteeseen, joka kertoo rahaston perustiedot. Tämä uusi malli tuli voimaan heinäkuussa 2012, jolloin jokaisen sijoitusrahaston piti viimeistään korvata vanha yksinkertaistettu rahastoesite uudella avaintietoesitteellä (Finanssivalvonta 2011). Uusi malli ei tuonut mullistuksia tarjottavaan informaatioon, mutta auttaa sijoittajaa muilla tavoin. Suurin etu on siinä, että uusi avaintietoesite ja sen normit ovat Euroopan Unionin kattavat, eli samaa mallia tulisi käyttää myös muualla Euroopassa. Tämä helpottaa sijoittajan työtä, sillä rahastojen vertailu helpottuu, niin kotimaisten kuin ulkomaisten rahastojen kesken. Uutena lisänä on myös riskisyyttä kuvaava pisteytys, jossa rahasto saa pisteen yhden ja seitsemän väliltä. Mitä riskisempi rahasto on, sitä suurempi on myös sen pisteluku. (Arvopaperi 2011.)

## **2.2 Rahastotyypit**

Suomen sijoitusrahastolaki jakaa sijoitusrahastot sijoitusrahastodirektiivin mukaisiin UCITS-rahastoihin sekä niin sanottuihin non-UCITS-rahastoihin eli erikoissijoitusrahastoihin. Tämän lisäksi sijoitusrahastot voidaan jakaa avoimiin ja suljettuihin rahastoihin. Avoimessa sijoitusrahastossa merkintöjä ja lunastuksia voi tehdä jatkuvasti ja näin ollen sijoitusrahaston osuuksien määrä ja pääoma voivat vaihdella kysynnän mukaan. (Pörssisäätiö 2012, 5.) Suljettu sijoitusrahasto sen sijaan toimii kuin normaali osakeyhtiö. Niillä on kiinteä osuusmäärä, joita myydään listautumisannissa. Listautumisen jälkeen osuuksilla käydään kauppaa pörssissä aivan kuten osakkeillakin ja niiden arvo määräytyy sijoittajien arvostuksen mukaan. (Morning Star 2012.)

### **2.2.1 UCITS-rahastot**

UCITS-rahastoja (Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities) sääntelee sijoitusrahastolaki, joka perustuu Euroopan Unionin direktiiviin. Laki määrää muun muassa säännöt, joiden mukaan rahaston riskit on hajautettava. Jos sijoitusrahasto ei noudata esimerkiksi lakiin kuuluvia hajauttamissääntöjä, tulee sen kutsua itseään erikoissijoitusrahastoiksi. UCITS-tuotenimen alle kuuluvia tuotteita ovat erilaiset kor-

korahastot, osakerahastot, yhdistelmärahastot indeksirahastot sekä rahasto-osuusrahastot, joskin näistä voidaan halutessa muodostaa erikoissijoitusrahastoja. (Pörssisäätiö 2012, 9.)

Korkorahastoja on sekä pitkille, keskipitkille että lyhyille koroille. Lyhyen koron rahastot käyttävät lyhytaikaisia rahamarkkinavälineitä sijoituskohteinaan. Suomessa näitä ovat esimerkiksi kaupankäynninkohteena olevat valtion velkasitoumukset, pankkien sijoitustodistukset, kuntien liikkeelle laskemat kuntatodistukset ja yritysten yritystodistukset. Lyhyiden korkojen rahastoja voidaan alijaotella edelleen rahamarkkinarahastoihin, joissa instrumenttien juoksuaika on maksimissaan 120 päivää ja luottoluokituksena vähintään A sekä varsinaisiin lyhyen koron rahastoihin, joissa kaikkien sijoitusten varat tulevat keskimäärin vuoden sisällä maksuun. (Pörssisäätiö 2012, 9.) Pitkiin korkoihin sijoittavat rahastot keskittyvät lähinnä yli vuoden laina-ajan omaaviin joukkolainoihin ja muihin korkoinstrumentteihin. Joukkolainojen liikkeeseen laskijoina ovat esimerkiksi valtiot, yritykset ja muut julkisyhteisöt. Obligaatorahastoiksi kutsutaan sellaisia rahastoja, joilla on salkussaan valtion ja julkisyhteisöjen lainoja, yrityskorkorahastoiksi sen sijaan yrityslainoihin keskittyvää rahastoa. Keskipitkän koron rahastot ovat yllä mainittujen yhdistelmiä. Niiden sijoitussalkusta löytyy sekä pitkiä että lyhyitä korkoja joiden painotus riippuu sen hetkisestä markkinatilanteesta. (Pörssisäätiö 2012, 9.)

Osakerahastot ovat usein suosituimpia rahastoja ja nimensä mukaisesti ne sijoittavat varojaan osakkeisiin. Tyypillisimmät tavat luokitella osakerahastoja ovat maantieteellisesti, toimialan, yrityksen koon tai pelkästään riskin mukaan. Monet sijoitusrahastot myös erikoistuvat tiettyyn maanosaan tai tietylle toimialalle. Usein osakerahastolle valitaan tietty vertailuindeksi, ja rahaston tavoitteena on päihittää vertailuindeksin tuotto. (Pörssisäätiö 2012, 10.) Yhdistelmärahastot sen sijaan sijoittavat sekä osakkeisiin että korkokohteisiin. Rahaston säännöissä voidaan erikseen määrittellä rajat korko- ja osakesijoitusten painotuksille, mutta ne voidaan myös jättää määrittelemättä. Ilman määrittämiä painotuksia muutetaan aina markkinatilanteen mukaan, toiveena tietenkin löytää kyseisellä hetkellä tuottavin yhdistelmä. Tuottotavoitteen määrittely ei ole aivan yhtä yksinkertaista kun osakerahastoilla, koska näissä rahastoissa pitää ottaa huomioon myös korkomarkkinoiden kehitys. Yleensä se määritelläänkin prosenttiosuuksina sijoituspolitiikan mukaisista korko- ja osakeindekseistä. (Pörssisäätiö 2012, 10-11.)

Useimmissa sijoitusrahastoissa rahastoyhtiö harjoittaa aktiivista salkunhallintaa, eli salkun sisältöä muutetaan omien analyysien ja sijoituspolitiikan mukaisesti. Rahastojen joukossa on myös indeksirahastoja, jotka ovat passiivisempia. Näiden rahastojen sijoitussalkkujen allokaatio noudattaa ennalta valitun indeksin rakennetta. Usein indeksirahastojen sijoituksia tarkistetaan vain muutamia kertoja vuodessa. Näissäkin rahastoissa pitää ottaa huomioon sijoitusrahastodirektiivin aiheuttamat rajoitukset, joskin indeksirahasto voidaan luoda myös erikoissijoitusrahastoksi, jos hajautussäntelyä ei noudateta. (Pörssisäätiö 2011, 12.) UCITS-rahastojen joukossa voi olla myös rahasto-osuusrahastoja. Näissä rahasto sijoittaa varojaan muihin sijoitusrahastoihin kuitenkin niin, että enintään 20 prosenttia on sijoitettuna yhteen sijoitusrahastoon. Rahasto-osuuksien rahasto rakenteella rahaston riskisyyttä voidaan alentaa entisestään, koska ne hajauttavat sijoituksiaan enemmän kuin tavalliset sijoitusrahastot. Kuten indeksirahastoista, myös rahasto-osuusrahastoista voidaan tehdä erikoissijoitusrahastoja. Eräs tämän kaltainen malli on master-feeder rakenteet, joissa feeder, eli syöttörahasto, on sijoittaa koko pääomansa master, eli kohderahastoon. (Pörssisäätiö 2011, 12.)

### **2.2.2 Non-UCITS-rahastot**

UCITS-direktiivin säännöksiä rikkovat non-UCITS-rahastot, joita voidaan kutsua myös erikoissijoitusrahastoiksi. Erikoissijoitusrahastojenkin toimintaan kuuluu hajauttaminen ja sen pitää sijoittaa varojaan eri kohteisiin. Mutta, koska ne eivät kuulu direktiivin alaisiin rahastoihin, ei niillä myöskään ole erillistä sääntelyä, jolla vaikutettaisiin niiden riskien hajauttamiseen. Erikoissijoitusrahastojen hajauttamista koskevat säännöt löytyvätkin vain rahaston omista säännöistä. Erikoissijoitusrahastot ovat usein tuottohakuisempia ja valmiita ottamaan suurempia riskejä sijoituksissaan. Erikoissijoitusrahastoja voi olla kaikissa eri rahastoluokissa ja onkin rahastoyhtiön päätettävissä tekeekö se tuotteestaan sijoitusrahaston vai erikoissijoitusrahaston. Yksi erikoissijoitusrahastojen tyyppi on vipurahasto, joka sisältää usein paljon johdannaisia. Nämä rahastot pyrkivät ennakoimaan pörssikurssien nousuja ja laskuja, jolloin johdannaisia käytetään vipuna, jonka avulla rahaston tuotto yritetään saada keskimääräistä korkeammaksi. Nämä rahastot sopivat parhaiten pitkäaikaiseen sijoittamiseen, sillä niiden arvot voivat heilahdella suurestikin lyhyellä aikavälillä. (Pörssisäätiö 2012, 11-12.) Toinen erikoissijoitusrahastojen alalaji ovat hedge-rahastot. Näihin rahastoihin kuuluu useita erilaisia sijoitusrahasto-

ja, joille on ominaista saada positiivinen tuotto kaikissa markkinaolosuhteissa. Tätä kutsutaan absoluuttisen tuoton tyyliksi, ja se vaatii rahastoyhtiöltä erittäin aktiivista salkunhallintaa. Sijoitusmenetelminä voidaan käyttää esimerkiksi johdannaisia, vipusijoituksia ja osakkeiden lyhyeksi myyntiä. Osittain ehkäpä juuri niiden vaatiman suuren työmäärän takia hedge-rahastojen minimimerkintäsummat ovat verrattain suuria, ja yleensä ne ovatkin suunnattu lähinnä ammattilaisille ja institutionaalisille sijoittajille. (Pörssisäätiö 2012, 12.) Vuodesta 2007 lähtien on Suomessa myös sallittu esimerkiksi kiinteistöihin ja metsään sijoittavat erikoissijoitusrahastot. Näitä rahastoja ei kuitenkaan ole suunniteltu kaikista pienimmällä summalla sijoittaville, sillä aloitusmerkinnätkin liikkuvat tuhansissa euroissa. Lisäksi rahasto-osuuksien lunastuksessa on rajoitteita johtuen sijoituskohteiden tyypistä. (Morning Star 2007.)

### **2.3 Sijoitusrahastot Euroopassa 2000-luvulla**

Vuosien 2007-2009 kansainvälinen finanssikriisi vaikutti suuresti eurooppalaisten sijoitusrahastojen pääomiin. Pääomien arvo romahti sekä sen takia, että osuudenomistajat vetivät varojaan pois rahastoista sekä siksi, että rahaston sijoituskohteiden arvot laskivat. Eniten arvopaperimarkkinoiden heilahtelu vaikutti osakerahastojen pääomiin, mutta myös korkorahastot kärsivät markkinoiden turbulenssista. Kuitenkin jo vuonna 2010 Euroopan rahastomarkkinat osoittivat elpymisen merkkejä, kun rahastoihin virtasi sisään nettona 372 miljardia euroa. (Efama 2011a, 3.) Finanssikriisi vaikutti myös Euroopassa olevien rahastojen määrään ja niiden keskimääräisiin pääomiin. Vuonna 2010 Euroopassa oli rahastoja 36 559 kappaletta. Rahastojen määrä notkahti vain vuonna 2009, tätä ennen sijoitusrahastojen määrä oli tasaisessa kasvussa. Rahastojen määrä ei kuitenkaan vielä vuonna 2010 saavuttanut vuoden 2008 huipputasoa 37 330. Sijoitusrahaston keskimääräinen rahastopääoma oli vuonna 164 miljoonaa euroa. Se ei ole vielä palautunut vuoden 2007 kaikkien aikojen korkeimpaan keskiarvoon, 170 miljoonaan euroon. (Efama 2012, 15.)

Viimeisen vuosikymmenen aikana Euroopan sijoitusrahastomarkkinoiden pääomat ovat kasvaneet yli 70 prosentilla vuosituhannen vaihteen 4 560 miljardista eurosta 8 142 miljardiin euroon vuonna 2010. Vuonna 2010 saavutettu pääomien arvo on korkein koskaan saavutettu arvo, mikä on kunnioitettavaa, kun otetaan huomioon vuosien

2007-2009 romahdus rahastojen arvoissa. Alimmillaan kriisin keskellä vuonna 2008 rahastojen arvo oli vain 6 171 miljardia euroa. (Efama 2011a, 11.) Suomen markkinoilla sen sijaan rahastopääomien arvo ei ole vielä saavuttanut huippuvuoden 2007 tasoa, 66 miljardia euroa. Vuoden 2010 lopussa rahastojen pääomien arvo oli 61,5 miljardia euroa, mutta jälleen vuonna 2011 pääomat laskivat 55,4 miljardiin euroon. (Suomen Sijoitustutkimus 2011a, 9).

Euroopan suurin rahastomaa on pääomien määrällä mitattuna Luxemburg, joka on kunnostautunut tarjoamaan kilpailukykyisen toimintaympäristön rahastoille muun muassa verotuksellisesti. Euroopan rahastomarkkinoista Luxemburg vie neljännesosan. Vertailumaista suurimmat rahastomarkkinat on ylivoimaisesti Saksassa, joka on kolmanneksi suurin 1 125,30 miljardin euron pääomillaan ja 14 prosentin markkinaosuudellaan. Muut vertailun maat saavat huomattavasti alhaisempia markkinaosuuksia. Pohjoismaista suurin on Ruotsi, jonka rahastomarkkinat vievät kahden prosentin osuuden markkinoista. Suomi on vertailumaista viimeinen 0,76 prosentin markkinaosuudellaan ja sijoittuu Euroopan maista vasta sijalle 15. (Efama 2011a, 35.)

Rahastojen nettomyyntien kannalta viimeiset viisi vuotta ovat olleet haastavia, sillä finanssikriisi säikäytti etenkin piensijoittajia. Vuoden 2010 aikana monissa maissa päästiin kuitenkin positiivisiin nettomyynnteihin, ja keskimäärin Euroopassa rahastoihin virtasi rahaa 6,49 miljardia euroa, joskin vaihtelut ovat suuria. Euroopan suurimmat nettomyynnit olivat Luxemburgissa, jopa 114,10 miljardia euroa, kun taas toisessa ääripäässä Ranskan nettomyynnit olivat miinuksella 82,80 miljardia euroa. Vertailumaista eniten nettomyyntiä oli UCITS-rahastojen osalta Saksassa ja ne olivat 10,5 miljardia euroa. Pohjoismaista eniten nettomyyntiä oli Ruotsissa, 7,3 miljardia euroa, mikä on suurehko summa ottaen huomioon markkinakoon suhteessa esimerkiksi Saksaan. Ruotsi on itse asiassa yksi ainoista Euroopan maista, jonka rahastojen nettomyynti ei talouskriisin aikana kertaakaan painunut miinuksen puolelle (Efama 2011a, 237). Suomi oli vertailun maista ainoa, jossa nettomyynnit olivat vuonna 2010 negatiiviset, -0,1 miljardia euroa. Suomen takana nettomyynneissä on lähinnä vain talouskriisin ryvettämiä maita. Non-UCITS-rahastojen suurimpana maana on Saksa 66,50 miljardin euron nettomyynneillä. Vertailumaista Tanskalla oli Euroopan neljänneksi suurimmat non-UCITS-

nettomyynit. Norjassa ei vuonna 2010 ollut markkinoilla lainkaan non-UCITS-rahastoja. (Efama 2011a, 39.)

Taulukko 1. Suomi vs. muut vertailumaat keskeisillä rahastomarkkinoiden mittareilla

	Nettopääomat, mrd. €	Markkinaosuus	UCITS netto-myynti 2010, mrd. €	non-UCITS netto-myynti 2010, mrd. €
Suomi	61,5	0,76 %	-0,1	0,1
Ruotsi	166,1	2 %	7,3	0,0
Norja	63,8	0,78 %	5,2	-
Tanska	135,4	1,70 %	3,8	8,3
Saksa	1 125,30	13,80 %	10,5	66,50
Sveitsi	261	3,20 %	3,2	7,9

UCITS-rahastojen sisällä pääomat ovat jakautuneet viime vuosina suhteellisen vakaasti erityyppisten rahastojen välillä. Suurimpana ryhmänä on pysytellyt vuodesta toiseen osakerahastot, joskaan finanssikriisin jälkeen niiden osuus (37 prosenttia vuoden 2010 lopussa) ei ole palautunut sitä edeltävälle tasolle, 40 prosenttiin. Vuoden 2010 lopussa toiseksi suurimpana ryhmä olivat pitkäkoron rahastot ja kolmantena rahamarkkinarahastot. (Efama 2011a, 14.) Non-UCITS-rahastojen parissa suurinta osaa pääomista pitävät hallussaan erikoissijoitusrahastot, joiden pääomien arvo oli vuoden 2010 lopussa 1 166 miljardia euroa. Toisella sijalla ovat muut non-UCITS-rahastot ja kolmantena Suomessa hieman tuntemattomammat kiinteistörahastot. (Efama 2011a, 20.)

Euroopassa sijoitusrahastojen suurimpana osuudenomistajaryhmänä on viimeisten vuosien aikana ollut kotitaloudet. Vuonna 2005 rahastojen omistajista 40,80 prosenttia oli kotitalouksia, mutta osuus on ollut laskusuunnassa. Vuonna 2010 vakuutus- ja eläkevakuutuslaitokset menivät viimein kotitalouksista ohi suurimpana sijoittajaryhmänä 32,30 prosentin osuudellaan, kun kotitalouksien osuus oli vain 31 prosenttia. Viimeisen 6 vuoden aikana kotitalouksien omistusosuus on siis laskenut lähemmäs 10 prosenttia, mitä voidaan pitää huolestuttavana suuntauksena. (Efama 2011a, 23.) Suomessa kotitalouksien osuus rahasto-osuuksien omistamisesta on tätäkin pienempi. Vuoden 2011 marraskuun tilastojen perusteella kotitaloudet omistivat suorilla sijoituksilla vain 20 prosenttia rahasto-osuuksista. Vakuutussidonnaisten säästöjen kautta omistusosuus nousee yhteensä 38 prosenttiin (Suomen Sijoitustutkimus 2011a).

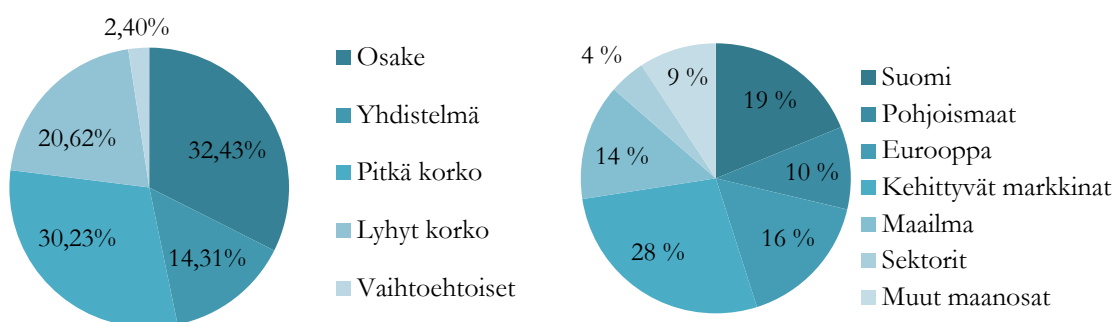


### 3 Suomen sijoitusrahastomarkkinoiden ominaispiirteet

Suomen sijoitusrahastomarkkinat ovat suhteellisen nuoret, sillä ensimmäiset sijoitusrahastot tulivat Suomen markkinoille vasta 1980-luvulla. Vasta aivan 1990-luvun loppupuolella sijoitusrahastot rupesivat saavuttamaan suosiota suomalaisten säästöprofiileissa. (Kivisaari & Puttonen, 10.) Lähes vuosikymmenen ajan kestänyt kovan kasvun aika päättyi jyrkkään laskuun finanssikriisin seurauksena. Suomen rahastomarkkinoiden nuoruus onkin kenties sen tärkeimpiä ominaispiirteitä, mikä voisi olla syynä rahastomarkkinoiden rajuihin reaktioihin maailman markkinoiden tapahtumiin.

#### 3.1 Tuotteet

Sijoitusrahastoissa suomalaiset suosivat kahta rahastotyyppiä; sekä pitkän koron että osakerahastot kamppailevat tasaisesti roolista suomalaisten suosikkirahastotuotteena. Vuoden 2011 lopussa osakerahastot olivat kärjessä noin 32 prosentin markkinaosuudellaan kun pitkien korkojen rahastot saivat tyytyä 30 prosentin markkinaosuuteen rahastojen pääomista. Kolmannella sijalla olivat lyhyen koron rahastot noin 21 prosentilla, neljäntenä yhdistelmärahastot 14 prosentilla ja hännän huippuna vaihtoehtoiset rahastot vain kahden prosentin markkinaosuudella. (Kuvio1.)



Kuvio1. Kotimaisten rahastojen markkina-osuudet luokittain sekä osakerahastojen osuudet luokittain (Suomen Sijoitustutkimus 2011b)

Osakerahastoluokan sisällä Suomen Sijoitustutkimus jaottelee rahastot sen mukaan, mihin maanosaan ne pääasiallisesti sijoittavat. Tämän lisäksi jaotteluun on otettu mukaan ”sektorit”-kategoria, jossa on mukana rahastoja, jotka sijoittavat tietyn toimialan mukaisesti. Suomalaiset ovat viime vuosina suosineet kehittyville markkinoille sijoitta-

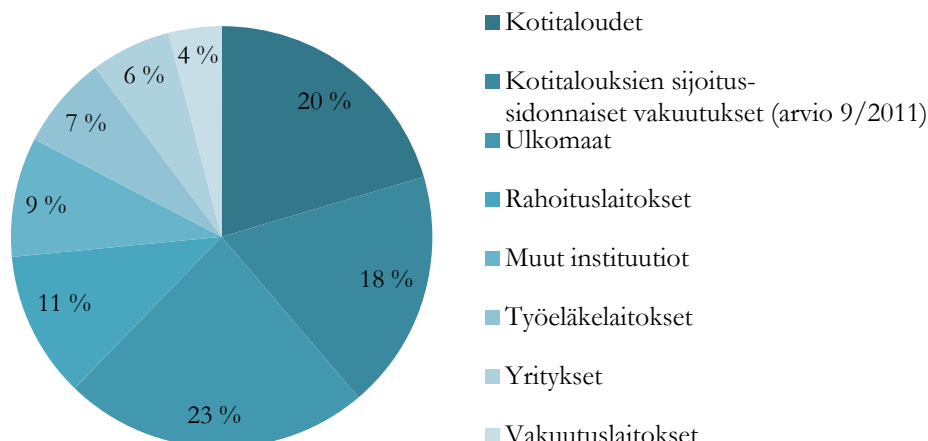
via rahastoja, sillä niiden osuus osakerahastoista on selkeästi suurin, 28 prosenttia. Toisella sijalla ovat Suomeen sijoittavat rahastot ja kolmantena Eurooppa-rahastot. Suomalaiset näyttäisivät myös suosivan maanosan mukaan sijoittamista, sillä toimialarahastojen markkinaosuus osakerahastoista jää vain neljään prosenttiin. (Kuvio1.) Osuudenomistajien määrä suomalaisissa sijoitusrahastoissa on pysynyt huolestuttavankin tasaisena viimeisten parin vuoden aikana, sillä se on vaihdellut 2,5 miljoonan tuntumassa. Osakerahastoilla on ylivoimaisesti eniten osuudenomistajia verrattuna pääomien määrässä lähes yhtä suosittuihin pitkiin korkoihin. Tämän perusteella näyttäisi siis siltä, että suomalaiset sijoittavat osakerahastoihin verrattain pieniä summia, kenties kokeilumielellä, kun taas pitkän koron rahastoihin sijoitetaan suurempia summia. (Suomen Sijoitustutkimus 2012.)

Koska UCITS-rahastot ovat tarkoin säädeltyjä, ovat ne myös hyvin samankaltaisia kaikkialla. Tämän takia Suomen sijoitusrahastomarkkinoita kannattaa tarkastella myös erikoissijoitusrahastotuotteiden näkökulmasta, ja tästä luokasta voi myös löytää uusia tuoteideoita muualta Euroopasta. Suomessa oli vuoden 2010 lopussa Efaman Factbookin perusteella yhteensä 123 non-UCITS-rahastoa (Efama 2011a, 112). Sijoitustutkimuksen joulukuun 2011 rahastoraportin mukaan vaihtoehtoisista sijoitusrahastoista oli löydettävissä useita erityyppisiä tuotteita. Suuri osa on hedge-rahastoja, mutta joukossa on myös hyödykkeisiin, raaka-aineisiin ja arvometalleihin sijoittavia erikoissijoitusrahastoja. Suurin osa erikoissijoitusrahastoista on kuitenkin luokiteltavissa osake-, korko- ja yhdistelmärahastoihin. (Sijoitustutkimus 2011b.)

### **3.2 Osapuolet**

Suomen rahastomarkkinat ovat suhteellisen yksioikoisia siinä suhteessa, että suuri osa kaupankäynnistä tapahtuu suoraan, ilman välikäsiä, tai vaihtoehtoisesti samaan finanssikonserniin kuuluvan toimijan kautta. Asiakas itse on usein yhteydessä rahastoon hankkiakseen haluamansa sijoitusrahaston osuuksia. Näin ollen Suomen sijoitusrahastomarkkinoille ominaisia ovatkin muutamat toimijat: kaupankäynnin osapuolet sekä rahastomarkkinoita valvovat ja sääntelevät tahot. Suomessa sijoitusrahastotoimintaa valvoo Finanssivalvonta, jolla on käytössään kolme sijoitusrahastolakiin sekä rahoitustarkastuslakiin perustuvaa määräystä. Nämä koskevat lähinnä raportointia Finanssival-

vonnalle, markkinointia sekä johdannaisten käyttöä sijoitusrahastotoiminnassa. (Pörs-  
sisäätiö 2012, 28.)

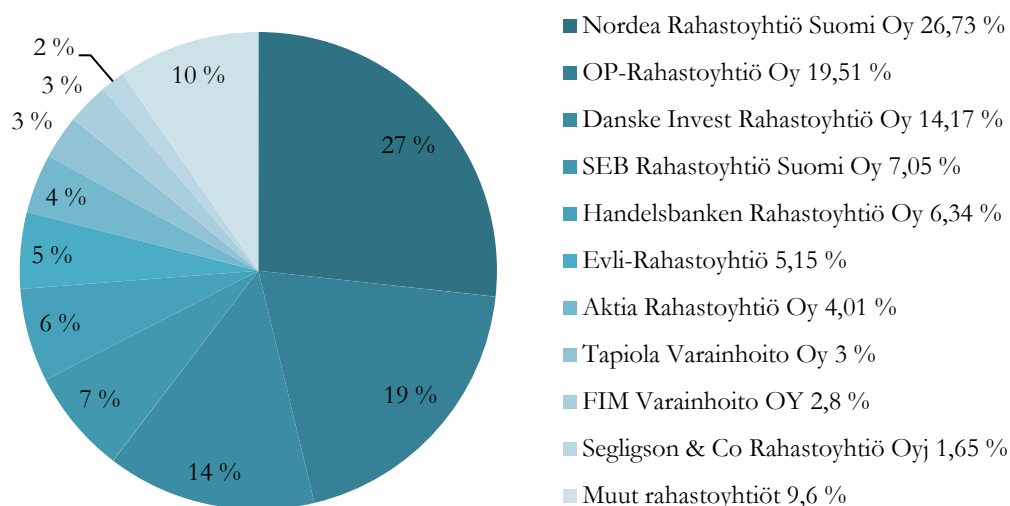


Kuvio 2. Rahastopääoman jakautuminen omistajasektoreittain Suomessa 30.11.2011  
(Suomen Sijoitustutkimus 2012)

Tärkeimpänä osapuolena markkinoilla ovat kuitenkin sijoitusrahastojen asiakkaat, eli ne, jotka tuovat varojaan markkinoiden käytettäväksi. Ylläolevan kuvion perusteella voidaan sanoa, että kotitaloudet ovat suurin sijoittajaryhmä sijoitusrahastomarkkinoilla 20 prosentin osuudellaan. Jos mukaan lasketaan kotitalouksien sijoitussidonnaiset vakuutukset, nousee osuus 38 prosenttiin. Seuraavaksi eniten rahaa markkinoille virtaa ulkomailta. Yhteisöjen osalta suurin osa varoista tulee rahoituslaitoksilta (11 prosenttia) ja muilta instituutioilta, 9 prosenttia. Työeläkelaitoksien osuus on kenties yllättävänkin pieni, vain 7 prosenttia. (Kuvio2.) Vaikka kotitaloudet ovat suurin sijoittajaryhmä Suomen rahastomarkkinoilla, on vain noin 17 prosentilla kotitalouksista rahastosijoituksia. Tätä lukua voidaan pitää alhaisena verrattuna esimerkiksi suurimpaan osaan vertailumaista. (Finanssialan Keskusliitto 2012g, 3.)

Palvelun tarjoajien markkinaosuuksista näkyy yksi erittäin vahva piirre. Suomi on kovin pankkikeskeinen ja suurimmiksi rahastoyhtiöiksi onkin kasvanut finanssikonsernien rahastoyhtiöt. Selvänä markkinajohtajana Suomen sijoitusrahastomarkkinoilla on Nordea Rahastoyhtiö, jonka markkinaosuus on lähes 27 prosenttia. Toisella sijalla melkein 20 prosentin osuudellaan on OP-Rahastoyhtiö ja kolmantena Danke Invest Rahastoyhtiö. Suurimmat ei-finanssikonserni-toimijat ovat SEB rahastoyhtiö ja Evli

Rahastoyhtiö. Yhteensä kymmenestä listalle päässeestä rahastoyhtiöstä neljä ei kuulu Suomessa toimivaan finanssikonserniin. SEB Rahastoyhtiö on siinä mielessä pieni väliinputoaja, että sen emoyhtiö on tosiasiaa yksi Pohjoismaiden johtavista finanssikonserneista, mutta Suomessa heidän painopisteenään ovat yritys- ja instituutioasiakkaat sekä varainhoito. Näin ollen kolme listatuista on puhtaasti keskittynyt sijoitustoimintaan. (Kuvio3.)



Kuvio 3. Suomen rahastoyhtiöiden markkinaosuudet helmikuussa 2012 (Finanssivalvonta 2012)

Suomessa ei ole ainakaan laajemmalla skaalalla sijoitusrahastojen välittäjiä tai vaihtoehtoisesti niiden kilpailuttajia. Ainoana välikätenä itse asiakkaan ja sijoitusrahaston välissä saattavat olla pankkien sijoitusneuvojat tai muut omaisuuden hoidon ammattilaiset. Tämä onkin omiaan selittämään sijoitusrahastomarkkinoiden pankkikeskeisyyttä: apua sijoittamiseen haetaan pankilta, jossa asiakkaalla on jo valmiiksi palkkatili sekä asuntolaina, koska tämä tunnetaan ja koetaan luotettavaksi. Kun näiden pankkien työntekijöiltä kysytään sijoituskohteista, on heille aivan luonnollista tarjota oman finanssikonserninsa toisen yhtiön tuotteita, ja kenties tästä koituukin asiakkaalle jotakin etua, esimerkiksi bonuspisteitä. Suurta roolia markkinoilla eivät ole myöskään saaneet niin kutsutut rahastotorit, jotka tarjoavat useamman rahastoyhtiön tuotteita. Tunnetuin Suomen markkinoilla toimiva rahastotori on kenties Nordnet Ab, joka tosin tarjoaa myös muita säästö- ja sijoitustuotteita.

### 3.3 Lainsäädäntö ja UCITS-direktiivi

Suomen sijoitusrahastoja sääntelee sijoitusrahastolaki. Tavallisia sijoitusrahastoja koskevat säännökset perustuvat Euroopan komission UCITS-direktiiveihin, joiden tarkoituksena on harmonisoida sijoitusrahastojen lainsäädäntöä ja luokittelua Euroopassa. UCITS-rahastojen ulkopuolelle jäävät erikoissijoitusrahastot, joita sen sijaan säädellään kansallisesti sovittavilla säännöksillä tai lakipykälillä. Suomen sijoitusrahastolaki tuli voimaan 1. Helmikuuta 1999 ja sitä on siitä lähtien uudistettu useampaan otteeseen vastaamaan Euroopan Komission direktiivejä.

UCITS-direktiivi on yleisnimitys Euroopan Unionin sen jäsenvaltioille luomista yhteisistä sijoitusrahastoalan säännöistä, jotka annetaan Euroopan parlamentin ja neuvoston luomissa direktiiveissä. Ensimmäinen UCITS-direktiivi esiteltiin vuonna 1985 (85/611/EEC), ja sen tarkoituksena oli luoda yhteiset säännöt avoimille sijoitusrahastoille. Tavoitteena oli parantaa rahasto-osuuksien myyntiä myös kotivaltion ulkopuolella. Vuosien saatossa direktiiveihin on tehty muutoksia joista uusin on UCITS IV-direktiivi (2009/65/EC), joka korvasi vanhan, vuonna 2001 käyttöön otetun, UCITS III-direktiivin (2001/107/EC ja 2001/108/EC). (Wikipedia 2012.) Uutuuksia UCITS IV-direktiivissä edeltäjänsä verrattuna olivat muun muassa sijoittajille jaettavan informaation yhdenmukaistaminen ja rahastojen vertailun helpottaminen uuden avaintietoesitteen avulla, UCITS-rahastojen rajan yli tapahtuvien yhteensulautumisten mahdollistaminen, kohde-syöttörahastorakenteiden mahdollistaminen sekä rahastoyhtiöpassin ilmaantumisen helpottamaan rahastojen kansainvälistä tarjontaa Euroopassa (Finanssivalvonta 2011). UCITS IV-direktiivi annettiin 13.7.2009 ja se on osoitettu kaikille jäsenvaltioille. Siinä on yhteensä 14 lukua, jotka on jaoteltu jaksoihin. Artiklassa 116 ilmoitetaan, että jäsenvaltioiden on sovellettava direktiivin säädöksiä 1 päivästä heinäkuuta 2011. (2009/65/EY.)

Lainsäädännön kenties yksi merkityksellisimmistä kohdista on hajauttamisen sääntely, jota säädellään direktiivin seitsemännessä luvussa. Sijoitusrahastojen perimmäinen tarkoitushan on tuoda sijoittajien saataville tuote, joka omaa pienemmän riskin hajauttamisen ansiosta. Näin ollen hajauttamista säädelläänkin monin eri rajoituksin. UCITS-direktiiviin pohjautuen sijoitusrahastolaki sanoo, että arvopapereiden ja muiden rahoit-

tusvälineiden ohella rahaston varoja voidaan sijoittaa kotimaisiin ja ulkomaisiin rahamarkkinavälineisiin. Pääpaino rahastojen sijoituksissa tulee olla julkisen kaupankäynnin kohteena olevissa kohteissa, sillä enintään 10 prosenttia rahaston pääomasta saa olla eilistatuissa arvopapereissa tai rahoitusinstrumenteissa. Maksimimäärä, minkä rahasto voi sijoittaa yhteen arvopaperiin tai rahamarkkinavälineeseen samalta liikkeeseenlaskijalta, on 10 prosenttia. Rahastolla ei myöskään saa olla hallussaan yli 10 prosenttia yhden yrityksen pääomasta tai osakkeiden tuomasta äänivallasta. Jotta rahastot eivät sijoittaisi liian suuria summia saman liikkeeseenlaskijan eri kohteisiin, on määrätty, että enintään viiden prosentin osuuksia rahaston pääomasta saa olla yhteensä enintään 40 prosenttia rahaston pääomasta, mutta tätä rajoitusta ei sovelleta talletuksiin. Jos kohteena ovat julkisyhteisöjen liikkeeseen laskemat arvopaperit, ovat rajoitukset löysemmät, sillä näitä kohteita pidetään yleisesti vähäriskisempinä kuin muita kohteita. Näin ollen, jos takaa-jana on Suomen valtio, muu valtio tai laissa mainittu julkisyhteisö, saa saman liikkeeseenlaskijan arvopapereihin tai rahamarkkinavälineisiin sijoittaa enimmillään 35 prosenttia rahaston varoista. Jos sijoituskohteena on luottolaitoksen talletus, saa varoja sijoittaa yhteen talletukseen enintään 20 prosenttia. Johdannaissopimuksilla voidaan pyrkiä suojaamaan rahaston sijoitusten arvoa, ja näiden käyttö on tavallisillekin rahastoille sallittua. Vakioimattomista johdannaisista koitua vastapuoliriski yhdestä luottolaitoksesta ei kuitenkaan saa olla enempää kuin 10 prosenttia rahaston varoista ja vasta-puolen ollessa jokin muu taho kuin luottolaitos, viisi prosenttia rahaston varoista. Kä-teistä sen sijaan saa olla enintään 25 prosenttia varoista. Finanssivalvonta voi antaa lu-van erikoissijoitusrahaston perustamiseen, joihin yllä mainitut hajautussäännökset eivät päde. Näiden täytyy noudattaa omissa rahastosäännöissään mainittuja hajautussääntöjä. (Pörssisäätiö 2012, 27-28.)

### **3.4 Verotus**

Käytännössä sijoittaja voi saada sijoitusrahastosta tuottoa kahdella tavalla. Jos omistaa tuotto-osuuksia, rahasto maksaa osuudenomistajalle vuosittain tuotto-osuuden, eli sen määrän minkä verran rahaston arvo on kasvanut vuoden aikana, josta on tietenkin vä-hennetty kulut. Toinen tapa saada tuottoa rahastosta on yksinkertaisesti myydä rahasto-osuus pois, jolloin rahastoyhtiö maksaa lunastajalle sijoitusrahaston osuuden summan sen hetkisen markkina-arvon mukaan vähennettynä kuluilla. (Puttonen & Repo, 32.)

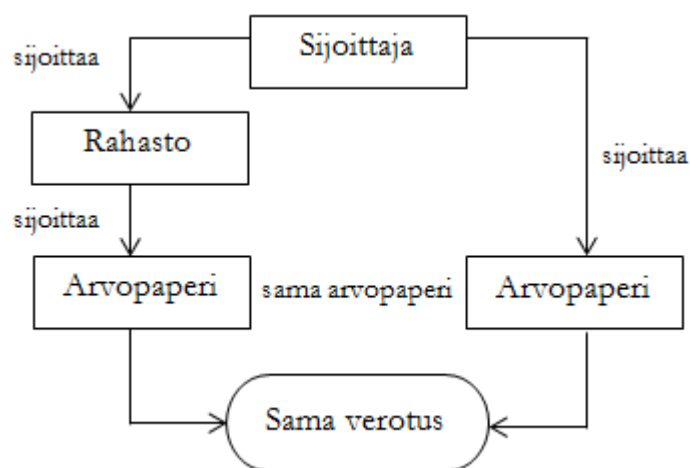
Jos rahasto-osuuden arvo on myyntihetkellä suurempi kuin osuuden ostohetkellä (tai suurempi kuin hankintameno-olettama), saadaan myyntivoittoa, jota kutsutaan myös luovutusvoitoksi. (Verohallinto 2012a.)

Sekä tuotto-osuudesta saatava tulo että mahdollinen lunastusvoitto ovat veronalaista pääomatuloa. Näistä siis peritään pääomaveroa, joka oli vuonna 2011 vielä 28 prosenttia. Vuodesta 2012 alkaen pääomatulojen verotus muuttui progressiiviseksi. Alle 50 000 euron pääomatulossa veroprosentti on 30 ja yli 50 000 euron pääomatuloista vero on 32 prosenttia. Myyjän ei itse tarvitse huolehtia verojen maksusta, sillä rahastoyhtiö pitää rahasto-osuuden myyntivoitosta veron ennakonpidätyksenä. Myyjän ei tarvitse myöskään tehdä kotimaisten rahasto-osuuksien tuotto-osuuksista tai luovutusvoitoista erillistä ilmoitusta verottajalle, sillä myös tämä on rahastoyhtiön vastuulla ainakin suurimmassa osassa tapauksia. (Verohallinto 2012a.) Sen sijaan ulkomaisten sijoitusrahastojen tuotto ja rahasto-osuuden pääoma on aina ilmoitettava verottajalle (Verohallinto 2012b). Rahastojen yhtenä etuna pidetään sitä, että ne eivät ole verovelvollisia. Niiden tekemä arvopaperikauppa on näin ollen verovapaata, veroa ei makseta myyntivoitoista tai korkotuloista ei jouduta maksamaan lähdeveroa. Itse arvopaperikauppaa käyvää sijoittajaan nähden tämä on erittäin suuri etu. (Pörssisäätiö 2012, 6.)

Sijoitusrahastojen verollinen luovutusvoitto lasketaan joko aidon ostohinnan perusteella jos se on tiedossa, tai vaihtoehtoisesti hankintameno-olettaman mukaan. Verottaja valitsee automaattisesti myyjän kannalta suotuisamman vaihtoehdon. Hankintameno-olettaman mukaan laskettu hankintameno on vähintään 10 vuotta omistetuissa rahasto-osuuksissa 40 prosenttia lunastushinnasta tai alle 10 vuotta omistetuissa rahasto-osuuksissa 20 prosenttia lunastushinnasta. Jos sijoittaja päättää lunastaa vain osan samassa rahastossa olevista osuuksista, käytetään niin sanottua FiFo (First-In-First-Out)-menetelmää. Tämä tarkoittaa sitä, että ensin hankitut rahasto-osuudet katsotaan myös ensimmäisinä lunastetuiksi. (Verohallinto 2012a.) Ennen lopullisen luovutusvoiton laskemista saa myyjä vähentää rahastojen hankinnasta ja ylläpidosta koituneita kuluja, kuten merkintä- ja lunastuskulut sekä esimerkiksi välityspalkkiot ja toimitusmaksut. Hankintameno-olettamaa käytettäessä ei myyjä saa vähentää todellista ostohintaa ja kuluja. (Verohallinto 2012a)

Joskus käy niin, että sijoitusrahasto on realisoitava arvosta riippumatta. Yleensä sijoittaja toki pyrkii myymään rahasto-osuutensa kun hän on voitolla, mutta aina tämä ei ole mahdollista. Jos siis hankintahinta on korkeampi kuin luovutushinta, tehdään luovutustappiota. Syntynyttä luovutustappiota voi kuitenkin hyödyntää sekä samana vuotena että viitenä lunastusta seuraavana vuotena verotuksessa. Tappion saa tänä aikana vähentää syntyneistä luovutusvoitoista mikä näin ollen pienentää maksettavaa veroa. (Pörssisäätiö 2012, 23.)

Sijoittajan lisäksi myös rahasto voi joissakin maissa olla verovelvollinen, vaikka nykyään läpinäkyvyyden periaatteen noudattaminen on johtanut rahastojen verotuksen poistamiseen ja verotuksen kohdistumiseen suoraan sijoittajaan. Läpinäkyvällä verotuksella pyritään neutraaliuteen, eli verotus ei saisi vaikuttaa siihen mihin tuotteeseen sijoittaja haluaa sijoittaa. Rahastosijoittamisen verotuksen pitäisi siis vastata suoran sijoittamisen verotusta. Täydellä läpinäkyvyydellä pitäisi siis päästä tilanteeseen, jossa voidaan eliminoida kaksinkertainen verotus, joka ilmaantuu rahaston sijoittumisesta sijoittajan ja kohdesijoitusten väliin. (Viitala 2005, 50-51; Kuvio 4.)



Kuvio 4. Läpinäkyvyyden periaate (KPMG AG 2011)

Suomessa rahastoja ei pidetä lainsäädännössä oikeushenkilöinä, mutta sen sijaan verotuksessa sitä pidetään yhtiönä. Rahastoa siis kohdellaan erillisenä verotettavana kokonaisuutena, jolla on omat tulot ja varat. Kuitenkin tuloverolaki vapauttaa rahaston tuloveroista ja varallisuusverolaki varallisuusverosta. Tämä tarkoittaaakin sitä, että rahaston tulot sisältäen pääoman luovutusvoitot, osingot, korkotulot ja muut tulot, eivät ole ve-



rotettavaa tuloa. Tällä perusteella Suomi pyrkii noudattamaan niin kutsuttua läpinäkyvyyden periaatetta ja neutraaliutta verokäsittelyssä, vaikkakaan se ei suorita tätä täysin puhtaasti. Syitä tähän ovat esimerkiksi se, että sijoitusrahastolaki ei vaadi, että rahasto jakaa tuotot osuudenomistajille vuosittain, eli pääoma voi kasvaa kasvurahastoissa ilman veroseuraamuksia. Toisena asiana on se, että tuotonjaossa tuoton kohteet eivät säilytä persoonaansa, vaan kaikki jaettava tulo muutetaan voitto-osuudeksi. (Viitala 2005, 59-61.) Tällä viitataan siihen, että monissa muissa maissa rahaston sijoittajalle jakamat tuotot erotellaan myyntivoitoiksi ja tuottotuloiksi siinä vaiheessa kun sijoittaja vastaanottaa tuottoa rahastosta.

## 4 Tutkimuksen toteutus

Tämän opinnäytetyön empiirisen osan tarkoituksena on tuottaa toimeksiantajalle, Finanssialan Keskusliitolle, materiaalia, jota se voi hyödyntää pohtiessaan Suomen sijoitusrahastomarkkinoiden kehittämistä. Seuraavassa luvussa käydään läpi opinnäytetyön tekemisessä käytettyjä menetelmiä ja kuvataan sekä vertailumaita että toimeksiantajaa.

### 4.1 Aineiston tuottaminen ja tutkimusmenetelmät

Opinnäytetyön pohjana oli Finanssialan Keskusliiton toive saada tietoa muiden Euroopan maiden sijoitusmarkkinoista ja siitä miten ne vertautuvat Suomen sijoitusrahastomarkkinoihin. Lähdin työstämään tätä pidemmälle ja halusin tuottaa materiaalia, jossa muiden maiden sijoitusrahastomarkkinoiden piirteitä tarkastelemalla etsin kehitysehdotuksia Suomen sijoitusrahastomarkkinoille. Opinnäytetyön pohjana on Efaman julkaissu vuosittainen katsaus Euroopan sijoitusrahastomarkkinoista. Tämä katsaus antaa kattavat tiedot eri maiden sijoitusrahastomarkkinoiden volyymeistä sekä ajankohtaisista asioista, mutta se myös jättää katsauksen ulkopuolelle monia asioita, kuten lainsäädännön, verotuksen sekä erikoissijoitusrahastojen eri tuotteet. Se siis tuottaa lukuja, mutta ei kaikissa tapauksissa anna selitystä sille numeroiden takana.

Opinnäytetyö suoritetaan kartoittavana tutkimuksena. Kartoittava tutkimus sopii tutkimustyyliseksi esimerkiksi silloin, kun pyritään löytämään uusia näkökulmia asioihin. Tutkimuskysymyksenä onkin esimerkiksi ”Mitkä ovat keskeiset teemat, mallit ja luokat?”-tyylinen kysymys. Yleensä kartoittavaa tutkimusta tehdään kvalitatiivisen tutkimuksen menetelmillä, kuten myös tässä opinnäytetyössä. Tämä johtuu lähinnä siitä, että tutkittavana materiaalina on laaja, kirjallinen materiaali, jonka avulla pyritään pääsemään tutkimuksen tavoitteisiin. (Hirsjärvi 1997, 136.) Tutkimuksen tyypin lisäksi on valittava tutkimusstrategia, joista tyypillisimpiä ovat kokeellinen, survey- ja tapaustutkimukset. Näistä olen katsonut tapaustutkimuksen kuvaavan parhaiten opinnäytetyöni tarkoitusta. Tapaustutkimusta käytetään lähinnä niissä tapauksissa, kun kerätään yksityiskohtaista ja intensiivistä tietoa yksittäisestä tapauksesta tai pienestä joukosta tapauksia. Aineiston keruumenetelmänä on usein havainnointi, haastattelut ja dokumenttien tutkiminen. Tapaustutkimuksen yleisin tavoite on kuvailla tiettyjä ilmiöitä. (Hirsjärvi 1997, 130.)

Tämän perusteella pääosa opinnäytetyön tuloksista tuotetaan etsimällä täsmällisempää informaatiota internetin laajoista ja hajanaisista lähteistä sekä näiden lähteiden kääntämisestä suomenkielille. Materiaalia on etsitty vertailussa mukana olevien maiden sijoitusrahastoalan järjestöjen sivuilta, suurimpien toimijoiden sivuilta, maiden lainsäätäjien ja muiden viranomaisten sivuilta, sekä myös kansainvälisiltä tahoilta, kuten esimerkiksi KPMG-yhtiöltä. Kun tarpeeksi kattava materiaali saatiin koostettua kustakin aihealueesta, tutkittiin markkinoilta mahdollisesti löytyviä eroja verrattuna Suomeen, ja pohdittiin olisiko näistä hyötyä myös Suomen markkinoilla ja miksi? Tutkimuskohteet on valittu Finanssialan Keskusliiton toiveiden mukaisesti ja ne koskevat verotusta, lainsäädäntöä, markkinarakennetta ja sen osapuolia sekä rahastotuotteita. Näiden tutkimusalueiden voidaan ajatella olevan sijoittajan ja rahastomarkkinoiden toiminnan kannalta keskeisiä tekijöitä ja myös tärkeitä tutkimuskohteita.

## 4.2 Vertailumaat

Työn suurimpana rajauksena on opinnäytetyön empiirisen tutkimuksen kohteeksi päätyvät ja poisjätettävät maat. Alun perin Finanssialan Keskusliiton toive oli tarkastella Euroopan eri sijoitusrahastomarkkinoita laajalla skaalalla, mutta näin toteutettuna työ olisi ollut opinnäytetyöksi aivan liian laaja. Ongelmana oli kuitenkin se, kuinka monta maata työhön otettaisiin mukaan. Liian pienen tutkimusalueen valitseminen ei välttämättä tuottaisi Finanssialan Keskusliitolle tarpeeksi kattavaa tietoa eri markkinoista, vaikkakin tutkittavien aihealueiden määrä olisi laajempi. Toisaalta liian suuren tutkimusjoukon valitseminen voi johtaa vain pintapuoliseen tutkimukseen. Päädyin opinnäytetyössäni valitsemaan Suomen lisäksi viidestä maasta koostuvan vertailujoukon, sillä tämän kokoisessa ryhmässä esiintyy jonkun verran vaihtelua markkinarakenteissa, mutta tutkittavien maiden määrä ei ole opinnäytetyölle ylivoimainen ja maiden sijoitusrahastomarkkinat ovat tutkittavissa tarpeellisella tarkkuudella.

Toisena maihin liittyvänä pohdintana on mukaan otettavien maiden valinta ja siinä käytettävät perusteet. Koska opinnäytetyöni tarkoituksena on tuottaa aidosti Finanssialan Keskusliittoa hyödyttävää materiaalia, päätin keskittyä maihin, jotka muistuttavat yhteiskuntarakenteeltaan Suomea. Tätä perustelen sillä, että maista löydettävät mahdolliset erot paremmin selitettävissä ja parannusehdotukset ovat helpommin implementoi-

tavissa Suomeen, koska maat ovat esimerkiksi yhteiskuntarakenteiltaan ja yleiseltä hyvinvoinniltaan samalla tasolla. Näillä perusteilla päädyin valitsemaan tutkimuskohteiksi Ruotsin, Norjan, Tanskan, Saksan ja Sveitsin. Pohjoismaiden valitseminen tutkimusryhmään oli hyvin ennalta arvattavaa, jonka vuoksi haettiin hieman erilaista markkinatuntumaa ja näkökulmaa Keski-Euroopan suurilta sijoitusrahastomarkkinoilta Saksasta ja Sveitsistä. Näistäkin toki Saksaa voitaneen pitää suhteellisen arvattavana valintana, mutta Sveitsi tuo hieman erilaisuutta heidän pankkimarkkinoiden historian ja statuksen kautta.

Taulukko 2. Suomen ja muiden vertailumaiden rahastojen nettopääomat suhteutettuna BKT:hen (Efama 2011a, 103, 110, 128, 192, 236, 244)

	Asukasluku, miljoonaa	BKT, mrd. €	Nettopääomat, mrd. €	Nettopääomat suhteessa BKT
Suomi	5,38	180,3	61,5	0,34
Ruotsi	9,4	364	166,1	0,46
Norja	4,9	320	63,8	0,20
Tanska	5,5	234,3	135,9	0,58
Saksa	81,5	2499	1125,3	0,45
Sveitsi	7,8	397	259,7	0,66

Yllä olevassa taulukossa pyritään suhteuttamaan maiden sijoitusrahastomarkkinoiden kokoa. Tämän päätin tehdä vertaamalla rahastomarkkinoiden kokoa bruttokansantuotteeseen. Bruttokansantuote on kenties yksi käytetyimmistä maan suorituskyvyn mittareista ja se kertoo maan kokonaistuotannosta. Verrattaessa sijoitusrahastomarkkinoiden nettopääomia maan bruttokansantuotteeseen, huomataan, että Sveitsin rahastomarkkinat ovat yllättäen suurimmat. Toiselle sijalle sijoittuu Tanska ja kolmanneksi Ruotsi. Suomi on listalla toiseksi viimeisenä takanaan vain Norja. (Taulukko2.) Tämä listaus kertoo osaltaan, että Suomen sijoitusrahastomarkkinoissa on potentiaalia parempaan.

### 4.3 Finanssialan Keskusliitto

Tämän opinnäytetyön toimeksiantajana on Finanssialan Keskusliitto, joka on suomalaisten finanssialan toimijoiden toimialajärjestö. Heidän tavoitteenaan on luoda ja pitää yllä hyvää toimintaympäristöä, toimivia finanssimarkkinoita ja tehokkaita maksujenvälitysjärjestelmiä liiton jäsenyhtiöille. (Finanssialan Keskusliitto 2012b.) Perustehtäväkseen FK ilmoittaa sellaisen toimintaympäristön rakentamisen sen jäsenyrityksille, jossa ne voivat terveellä liiketoiminnallaan lisätä suomalaista hyvinvointia. Tahtotilana on olla yhtenäinen ja tehokkain edunvalvoja finanssialalle. (Finanssialan Keskusliitto 2012c.)

Finanssiosaamisen teemasivuilla Finanssialan Keskusliitto ilmoittaa, että kansalaisten finanssiosaamisen kehittämistä tarvitaan. Tavoitteena onkin tukea ja lisätä taloudenhallintaa koskevaa tietämystä yhteistyöllä muiden toimijoiden ja poliittisten tahojen kanssa. (Finanssialan Keskusliitto 2012d.) Näiden lausuntojen perusteella voitaisiin olettaa, että Suomen kansalaisten osaamisen ja tietojen kartuttaminen rahastosijoittamisessa olisi yksi Finanssialan Keskusliiton ja sen jäsenyritysten tehtävistä. Viime vuosina liitto on kuitenkin keskittynyt pääasiallisesti nuorten taloustietojen ja -taitojen kehittämiseen.

Liittona Finanssialan Keskusliitto on suhteellisen nuori. Se perustettiin vuonna 2007 kun Pankkiyhdistys, Vakuutusyhtiöiden Keskusliitto, Rahoitusyhtiöiden Yhdistys ja Finanssityöntekijät liitettiin yhteen ja samaan liittoon. Sijoitusrahastoalaan edunvalvontaliitto, Sijoitusrahastoyhdistys, liittyi Finanssialan Keskusliittoon vasta syksyllä 2009. Sijoitusrahastojen osalta Finanssialan Keskusliitto kuuluu eurooppalaiseen edunvalvonnan kattojärjestöön Efama:an (European Fund and Asset Management Association). (Finanssialan Keskusliitto 2012b.) Finanssialan Keskusliitolla on 25 rahastoyhtiötä jäsenenä, yhteensä jäseniä liitolla on 439 (Finanssialan Keskusliitto 2012e).

## 5 Vertailumaiden rahastomarkkinoiden ominaispiirteet

Vertailumaiden ominaispiirteitä kuvaillaan usean eri alakappaleen kautta. Jokainen näistä kappaleista pyrkii vastamaan aihealueensa alakysymykseen, jotka listattiin johdannossa. Poikkeuksen tästä tekee edunvalvontajärjestöjen roolista kertova kappale, sillä tämä nousi osaksi opinnäytetyötä vasta tutkimuksen edetessä ja näin ollen sille ei ollut tutkimussuunnitelmassa omaa alakysymystä. Seuraavassa luvussa tämän luvun tietojen perusteella ominaispiirteistä muodostetaan yhteenvetoa ja pohditaan kehitysmahdollisuuksia Suomen markkinoille.

### 5.1 Edunvalvontajärjestöt sijoitusrahastomarkkinoiden kehittäjinä

Finanssialan Keskusliiton perustehtävänä on rakentaa sen jäsenille toimintaympäristöä, jossa ne voivat terveellä liiketoiminnallaan lisätä suomalaista hyvinvointia. Vertailumaiden liittojen perustehtävät ja tavoitteet ovat yksityiskohtaisempia, kuten alla selviää:

An important mission for the Swedish Investment Fund Association is to help strengthen the confidence in investments in mutual funds and for the investment funds industry (Fondbolagens Förening 2012a).

The Norwegian Fund and Asset Management Association works to promote a healthy development of the Norwegian Fund and Asset Management industry. Key activities include:

- Promoting knowledge of and interest in mutual fund investments in the Norwegian savings and pensions market (VFF Verdipapirfondenes forening 2012a).

The aim of the Federation of Danish Investment Associations is to:

- Contribute to attractive products by ensuring a good infrastructure as well as accessible, relevant and comparable information (IFR Investerings Forenings Rådet 2011).

The main task of BVI is to promote the idea of investment funds and to safeguard the interests of its members. This includes:

- Informing its members and the general public (BVI 2012a).

SFA, the guiding principles:

- promotes the standing of the industry and helps maintain and bolster trust in collective investment schemes (SFA, Swiss Fund Association 2012a).

Edellä luetellut ovat otteita jokaisen maan sijoitusrahastomarkkinoita edustavien järjestöjen sivuilta löytyvistä toimintaperiaatteista ja kuvastavat heidän suhtautumistaan tiedonjakamiseen ja yleisöön sekä omaa rooliaan markkinoiden kehittäjänä. Huomattavinta on Suomen Finanssialan Keskusliiton erilainen suhtautuminen liiton tehtäviin. He ilmaisevat tehtävänsä hyvin yleisellä tasolla kun taas vertailun muissa maissa tavoitteita kuvataan hyvin yksityiskohtaisesti. Tämä johtunee lähinnä siitä, että koko finanssialaa edustavana tahona, Finanssialan Keskusliiton toimintaperiaatteena ei ole yhden yksittäisen toimialan markkinoiminen. Huomionarvoiseksi asiaksi nouseekin muiden maiden finanssialan järjestöjen toimintamuodot. Suomessa on finanssialaa kokonaisuudessaan edustava järjestö, ja yksittäisistä liitoista finanssialalla on luovuttu. Sijoitusrahastoyhdistys liittyi Finanssialan Keskusliittoon vuonna 2009. Muissa vertailun maissa sen sijaan finanssialalla on edelleen käytössä hajautunut liittomalli. Vertailun viidessä Euroopan maassa on jokaisessa oma järjestönsä rahastomarkkinoiden edistämiseen ja edunvalvontaan. Näillä järjestöillä onkin vahva rooli sijoitusrahastomarkkinoiden kehittäjänä ja niiden suosion edistäjänä. Tämän perusteella voidaankin pohtia, onko Suomen järjestelmä liian laaja, jotta myös meillä voitaisiin keskittyä rahastomarkkinoiden kehittämisen ja kasvun parantamiseen.

Erääksi tärkeäksi teemaksi vertailumaiden edunvalvontajärjestöjä ja niiden perustehtäviä tutkittaessa nousi tiedon jakelu ja sijoitusrahastomarkkinoiden suosion edistäminen varsinkin kuluttajille. Pääsääntöisesti kaikissa tutkimuskohteissa järjestöt olivat aktiivisia sijoitusrahastomarkkinoiden kehittäjiä ja pitivät yhtenä päätehtävänäään rahastosäästämisen tietouden ja taitojen lisäämistä. Yksi suurimmista panostuksista kuluttajien tietotaidon kasvattamiseen olivat rahastosäästämiseen keskittyvät infosivustot. Ruotsissa Fondbolagen Förening ja sen jäsenyritykset ovat luoneet yhteistyössä kuluttajille tarkoitettua Fondkollen.se - sivuston, jonka päätarkoituksena on vastata kysymykseen kuinka? Sivusto on luotu hyvin kattavaksi tietopaketti ja se tarjoaa tietoa erilaisissa muodoissa. Sivustolla on tarjolla esimerkiksi blogi alan ammattilaiselta, työkaluja kulujen ja tuoton vertailuun eri säästösommilla, apua rahaston valintaan, muita vinkkejä ja videoita. Si-

vustolta on myös mahdollista ladata älypuhelinsovellus, jolla voi seurata rahastojen pärjäämistä. Sivuilta on saatavilla tietoa rahastosäästämistä joko Suomen Sijoitusrahastopasta muistuttavasta kirjasesta tai helpommin lähestyttävässä muodossa erillisiltä sivuilta. (Fondbolagens Förening 2012b.) Samantyyppinen sivusto on myös norjalaisten rahastosijoittamisesta kiinnostuneiden henkilöiden saatavilla. Sivusto [altomfond.no](http://altomfond.no) on yksinkertaistettu versio Ruotsin [Fondkollen.se](http://Fondkollen.se) sivustosta. Sivustolla on perustiedot rahastosäästämistä, ajankohtaisista asioista sekä apuvälineitä oikean rahaston valitsemiseen. Tämän lisäksi sivustolla on informaatiota koskien sitä, mistä rahasto-osuuksia voidaan hankkia. (VFF Verdipapirfondenes forening 2012b.)

Saksassa tietoa rahastosäästämistä sen sijaan voi saada Saksan rahastoalan järjestön BVI:n ja sen jäsenliittojen internet-sivustolta, jonka slogan on *Investmentfonds. Nur Für Alle*. Sivusto antaa kattavat tiedot sijoitusrahastosäästämistä sekä jakaa myös yleistä finanssitietoutta, mahdollistaa kysymisen ammattilaisilta ja muiden esittämien kysymyksien ja niiden vastauksien katsomisen. Sivusto on luotu hyvin aktivoivaksi ja ”trendikkääksi”, tiedon etsijälle hyvin helpoksi paikaksi. BVI hyödyntää markkinoinnissaan myös tämän hetken suosittuja sosiaalisen median palveluja, Facebookia, Twitteriä sekä YouTubea. (BVI Bundesverband Investment and Asset Management 2012b.)

Sveitsin sijoitusrahastomarkkinoiden kattojärjestö SFA loi vuonna 2010 kokonaisen kampanjan, jolla haluttiin edistää yleisön tietoisuutta rahastosijoittamisesta sekä kasvat-  
taa asiakkaiden luottamusta rahastosijoittamiseen. Kampanja oli laaja, ja se koostui parhaaseen aikaan esitettävistä TV-mainoksista, mainoksista internet-sivuilla sekä [myfund.ch](http://myfund.ch)-sivustosta. Se on samankaltainen tiedonvälityssivusto kuin Ruotsissa, Norjassa ja Saksassa, joskin hieman suppeampi, keskittyen lähinnä vain rahastosijoittamisen etujen esiintuomiseen sekä rahastosijoittamisen yleisten faktojen kertomiseen. (Efama 2011a, 251-252; Swiss Fund Data 2012.) Tanskan liitto sen sijaan ei ole luonut muiden maiden tapaisia internet-sivuja rahastosijoittajille ja kuluttajille. Sen sijaan järjestön omilta sivuilta on saatavilla laajasti tietoa rahastosijoittamisesta, eri tuotteista ja niiden riskeistä sekä kuluista, turvallisuudesta ja tuotoista. (Investerings Forenings Rådet 2012a.)



Jotta esimerkiksi suomalaisia kotitalouksia saataisiin aktivoitua entistä enemmän rahastosäästämiseen, tulisi heidän tiedon janolleen olla sopiva lähde. Suomalaisen säästäjän voidaan kuvitella olevan hyvin tarkka päätöksissään, ja heille rahastoyhtiöiden ja pankkien jakama tieto voi tuntua puolueelliselta ja myyvältä. Toisena vaihtoehtona tiedonsaantiin ovat Pörssisäätiön Sijoitusrahasto-opas ja Sijoitustutkimuksen internet-sivu, jossa julkaistaan rahastoraportti. Rahastoraportti ei kuitenkaan jaa tietoa itse rahastosi-joittamisesta tai neuvoja oikean rahaston valintaan, vaan sen sijaan keskittyy markkinoiden viimeaikaisten tapahtumien kuvaamiseen ja rahastojen menestymisen mittaamiseen. Pörssisäätiön Sijoitusrahasto-opas sen sijaan on pätevä väline rahastosijoittamisesta kiinnostuneelle, mutta on staattisuudessaan hieman vanhanaikainen. Opas julkaistaan vain kerran vuodessa, se on hyvin faktapohjainen ja joillekin kenties pituutensa takia raskas luettava. Se ei myöskään jaa asiakkaiden kaipaamaa ajankohtaista informaatiota tai neuvoja vallitsevassa markkinatilanteessa. Suomen sijoitusrahastomarkkinat kaipaavatkin vertailumaiden mallien mukaisesti kuluttajaa aktivoivaa ja laajaa tietosivustoa.

## 5.2 Rahastoyhtiöt ja markkinoiden keskittyneisyys

- Tutkimuskysymys: Keitä ovat suurimmat rahastoyhtiöt, minkälaisia toimintamuotoja niillä on ja kuinka keskittyneitä markkinat ovat suurimpien toimijoiden kesken?

Tutkimuskysymyksessä tarkastellaan markkinoiden keskittyneisyyttä, mutta ennen vertailun aloittamista on järkevää tarkastella kriteereitä, joilla markkinoiden keskittyneisyyttä voidaan arvioida. Tässä tutkimuksessa markkinoiden keskittyneisyydessä tarkastellaan kahta osa-aluetta: suurimpien toimijoiden osuutta markkinoista, sekä viiden suurimman toimijan ulkopuolelle jäävää markkinaosuutta. Markkinoiden voidaan ajatella olevan keskittyneet jos suurimmat toimijat vievät huomattavan osuuden markkinoista ja/tai viiden suurimman toimijan ulkopuolelle jäävä markkinaosuus on pienehkö. Rahastomarkkinoiden keskittyneisyyttä ja markkinaosapuolia tarkastelemalla voidaan myös saada viitteitä rahastojen jakelukanavista. Jos suurimmat markkinatoimijat ovat pääsääntöisesti finanssikonsernien rahastoyhtiöitä, on hyvin todennäköistä, että kuluttajat suosivat lähinnä oman pankkinsa tarjoamia rahastotuotteita. Vertailun parantami-

seksi mukaan on otettu myös Suomen rahastomarkkinoiden rahastoyhtiöiden markkinaosuudet samalta ajanjaksolta, jotka tosin eivät suuresti eroa luvussa kolme esitetyistä lukemista. Suurimpana erona on se, että nykyään kuudennella sijalla markkinaosuudessa oleva Evli oli vuonna 2010 viides. (Liite 1.)

Ruotsissa on suuri määrä ulkomaisia rahastoja, joten markkinaosuuksia täytyy tarkastella sekä kotimaisten ja ulkomaisten rahastojen kannalta. Suurimmat toimijat ovat samat, mutta heille koituvat markkinaosuudet vaihtelevat. Kotimaisten rahastojen osalta rahastomarkkinat ovat Pohjoismaista hajautuneimmat. Suurin toimija Swedbank Robur vie markkinoista 28 prosentin osuuden ja tämän jälkeen toiseksi suurimmalla SEB:illä on 14 prosentin osuus. Ruotsin markkinoiden neljä suurinta toimijaa ovat kaikki suuria finanssikonserneja ja näiden yhteinen kotimaisten rahastojen markkinaosuus jopa 60 prosenttia. Samalla viiden suurimman toimijan ulkopuolelle jää vain 35 prosenttia markkinoista. (Liite 2.) Ruotsin Fondbolagen Förening – liitolla on yhteensä 40 jäsenyrittäjä ja Ruotsissa on 546 kotimaista rahastoa (Fondbolagens Förening 2012c; Efama 2011a, 239). Markkinoilla on siis paljon pieniä toimijoita, joille koitua osuus markkinoista on suurehko. Kun tarkasteluun otetaan mukaan myös ulkomaalaiset rahastot, muuttuvat markkinat hieman hajautuneemmiksi. Muut rahastoyhtiöt vievät markkinoista 36 prosenttia ja suurimman toimijan Swedbankin osuus putoaa 24 prosenttiin. (Liite 3.) Ulkomaalaisia rahastoja oli Ruotsissa vuonna 2010 rekisteröitynä erittäin paljon, 4 538 kappaletta (Efama 2011a, 239). Ruotsin markkinoilla olevista rahastoyhtiöiden toimintamuodoista ei löydy tutkimuksellisesti mitenkään yllättäviä malleja ja ne noudattavat hyvin samankaltaisia malleja kuin Suomessakin. Suurimmat markkinaosuudet menevät suurten finanssikonsernien rahastoyhtiöille, eli yhtiöille, joilla on muutakin pankki- ja vakuutustoimintaa. Länsförsäkringar eroaa muista olemalla ainoa asiakasomisteinen finanssiryhmittymä ja monissa listauksissa kuudentena markkinaosuudessa oleva Skandia sen sijaan olemalla suurin konsernin päätöksenteosta riippumaton toimija. Suomeen verrattuna Ruotsin markkinat ovat sekä kotimaisten että ulkomaalaisten rahastojen kannalta hajautuneemmat. Ruotsissa on myös enemmän ulkomaalaisia rahastoja, jotka luultavasti vievät merkittävän osan muut ryhmän markkinaosuudesta ja näin ollen markkinat muodostuvat entistäkin hajautuneemmiksi.

Norjassa kaksi suurinta toimijaa, SKAGEN ja DnB, saavat molemmat yli 20 prosentin markkinaosuudet ja neljällä suurimmalla toimijalla on yhteensä 65 prosenttia markkinaosuuksista hallussaan. Samaan aikaan viiden suurimman toimijan ulkopuolelle jää 27 prosenttia markkinaosuuksista. (Liite 4.) Tämän perusteella Norjan markkinoita voidaan pitää keskittyneinä. Suurimmat toimijat vievät suurehkon osuuden markkinoista ja samalla muille toimijoille menee yli neljäsosa markkinaosuuksista, erona on kuitenkin esimerkiksi Ruotsiin verrattuna se, että toimijoita on markkinoilla huomattavasti vähemmän. Rahastoja markkinoilla on 500 ja rekisteröityneitä VFF:n jäseniä vain 20. (VFF Verdipapirfondenes forening 2012c; Efama 2011a, 193). Noin viidelletoista toimijalle koituu siis suurehko osuus markkinoista. Pelkästään markkinaosuuksia tarkasteltaessa Norjan markkinat ovat itse asiassa hyvin samankaltaiset Suomen kanssa, mutta toimijoita on vähemmän. Norjan suurimpien toimijoiden yritysmallit eivät poikkea kovinkaan suuresti siitä, mitä Suomessa esiintyy. Suurimpana erona on kenties se, että pohjoismaalaisista finanssikonserneista Nordea on suurin ja sekin vasta viidennellä sijalla markkinaosuuksissa. Edellä olevien neljän suurimman toimijan rakenteissa on hieman vaihtelua sillä DnB ja StoreBrand ovat suurehkoja norjalaisia finanssikonserneja, mutta muista maista poiketen suurin toimija SKAGEN on täysin rahastoihin keskittynyt yhtiö, jonka omistajina ovat edelleen sen perustajat ja avainhenkilöt. Mielenkiintoinen erikoisuus Norjan markkinoilla on siis se, että sijoittajat ovat valinneet suurissa määrin rahastoja muulta toimijalta kuin omalta pankiltaan ja näin ollen muilta markkinoilta löydettävissä oleva korrelaatio pankkien ja rahastoyhtiöiden suosion välillä ei täysin päde.

Pohjoismaiden kenties keskittyneimmät rahastomarkkinat löytyvät Tanskasta, mikä on erikoista, koska maan rahastomarkkinat ovat maan kokoon nähden suhteellisen suuret. Lähes 50 prosenttia markkinoista menee kahdelle suurimmalle toimijalle, Nykredit Portfolje Administrationille ja Danske Investille. Viiden suurimman toimijan ulkopuolelle jää markkinoista 20 prosenttia. (Liite 5.) Esimerkiksi Suomeen verrattuna markkinat ovat lukujen perusteella paljon keskittyneemmät. Tanskan rahastomarkkinoilla on 831 rahastoa ja toimijoita on 32 (Investerings Forenings Rådet 2012b; Efama 2011a, 104), ja tämän perusteella 20 prosentin markkinaosuudessa on huomattava määrä pieniä toimijoita pienillä markkinaosuuksilla. Suomeen verrattuna markkinoilla on myös enemmän finanssikonsernien rahastoyhtiöitä, sillä suurimmalla osalla toimijoista on

konsernin kautta toimintaa myös pankkimarkkinoilla. Suurimpana, ei-konserniin-kuuluvana toimijana on neljänneksi suurin BankInvest, joka on pienten ja keskisuurten pankkien perustama rahastoyhtiö, ja näin myös sillä on omat yhteytensä pankkimarkkinoille. Suurimpien toimijoiden parista ei ole siis löydettävissä tavallisuudesta poikkeavia toimintamalleja.

Pohjoismaiden osalta yhteenvetona voitaneen sanoa, että markkinat ovat suhteellisen keskittyneet, joskin Ruotsi poikkeaa hieman linjasta hajautuneemmilla ja kansainvälisemmällä markkinoillaan. Suomi on markkinoiden keskittyneisyydessä Pohjoismaiden keskikastia Tanskan ollessa selkeästi Pohjoismaista keskittynein. Pohjoismaista ei myöskään ole löydettävissä poikkeavia rahastoyhtiöiden toimintamalleja Suomeen verrattuna ja suurimmat eroavaisuudet markkinoilla muodostuvatkin lähinnä siitä, kuuluvatko rahastot suureen finanssikonserniin vai eivät. Keski-Euroopan maista sen sijaan voitaneen odottaa hieman erilaisuutta ainakin toimintamallien osalta.

Saksan suurimmalla toimijalla Allianz Global Investors Groupilla on hallussaan pohjoismaalaisessa mittakaavassa suhteellisen vaatimaton markkinaosuus, vain 15 prosenttia. Toiseksi suurimman toimijan Universal Investment Groupin markkinaosuus jää jopa alle 10 prosentin. Viiden suurimman toimijan markkinaosuuksien ulkopuolelle jää yli puolet markkinoista, mikä kertoo rahastomarkkinoiden selvästä hajautuneisuudesta. (Liite 6.) Kotimaisia rahastoja markkinoilta löytyy paljon, yhteensä 5 923 kappaletta ja rekisteröityneitä rahastoyhtiöitäkin 83, mikä on paljon enemmän kuin Pohjoismaissa. (BVI Bundesverband Investment and Asset Management 2012c; Efama 2011a, 131). Saksan sijoitusrahastomarkkinoiden koko näyttää vaikuttavan myös markkinoiden keskittyneisyyteen, sillä suurimpien toimijoiden ulkopuolelle jäävä markkinaosuus on huomattava ja on sitä myös jakamassa suuri määrä pieniä toimijoita. Kuten Ruotsissa, myös Saksassa on useita ulkomaalaisia rahastoja, jotka vaikuttavat markkinaosuuksiin. Erona kuitenkin Saksaan verrattuna on se, että ulkomaalaiset rahastot mukaan luettuna markkinat muuttavat keskittyneemmiksi ja viiden suurimman toimijan ulkopuolelle jää vain 42 prosenttia markkinoista. (Liite 7.) Tämä kertonee siitä, että Saksan suurimmat rahastoyhtiöt toimivat kansainvälisesti, ja niiden hoidossa on paljon rahastoja, joiden kotipaikkana on muu kuin Saksa, esimerkiksi Euroopan suurin rahastomaa Luxemburg. Myös Saksassa suurimpien toimijoiden joukossa on useita finanssikonserneja, kuten

suurin Allianz ja kolmantena oleva DWS, joka on osa Deutsche Bank Groupia. Joukosta löytyy kuitenkin muitakin malleja, kuten esimerkiksi Universal Investment Group, joka on yksityisten pankkien muodostama tytäryhtiö.

Sveitsin rahastoyhtiöiden parista voisi olettaa löytävänsä hieman eriäviä toimijamuotoja, kuin pelkästään finanssikonsernirakenteita. Tämä johtuu ensinnäkin heidän rahastoyhtiölle mahdollistettujen toimintamuotojen laajuudesta sekä maan statuksesta ”pankkien maana”. Keski-Euroopan maista Sveitsi näyttäisi olevan se keskittyneempi, sillä siellä kahden suurimman toimijan, UBS:n ja Credit Suisse’n, yhteenlaskettu markkinaosuus on noin 39 prosenttia. Toisaalta viiden suurimman toimijan jälkeen markkinoille jää 42 prosenttia jaettavaksi. (Liite 8.) Markkinat ovat siis keskittyneet kahden suurimman toimijan kannalta, mutta toisaalta muille jäävä markkinaosuus on huomattava ja näin ollen markkinat ovat hajautuneemmat kuin esimerkiksi Pohjoismaissa. Sveitsin edunvalvontajärjestön alaisia toimijoita markkinoilla on 178, mikä kertoo todella suuresta määrästä pieniä toimijoita edellä mainitussa 42 prosentissa markkinaosuuksista (Swiss Funds Association SFA 2012b, 5). Samankaltainen kaksinaisuus ilmenee myös rahastomarkkinoiden toimijarakenteissa. Kaksi suurinta toimijaa ovat kansainvälisiä finanssikonserneja, neljännellä ja viidennellä sijalla olevat sen sijaan liittyvät valtio-omisteisiin kantonaalisiin pankkeihin. Toisaalta Sveitsille ominainen piirre näyttäisi olevan malli, joka käytössä Pictetillä sekä kuudenneksi suurimmalla toimijalla Lombard & Odienilla. Nämä yritykset ovat yhtiömiesten omistuksessa, ja he ovat myös henkilökohtaisesti vastuussa liiketoimintansa varoista ja veloista (Pictet & Cie Private Bankers 2012). Tämän tyyppisiä omistajamalleja voisi kuvitella olevan enemmänkin Sveitsin pienempien rahastotoimijoiden parissa, joka voisi myös selittää suhteellisen suurta SFA:n alaisten toimijoiden määrää.

Yhteenvetona markkinoista voitaneen todeta, että Suomen, Norjan ja Tanskan markkinat ovat vertailumaista selkeästi keskittyneimmät kun taas Ruotsi on selvästi keskieurooppalaisempi markkinarakenteeltaan. Jokaisessa maassa on muutamia suuria toimijoita, jotka saavat huomattavia markkinaosuuksia ja veden jakajaksi näyttäisikin keskittyneisyyttä kuvattaessa muodostuvan se, kuinka suuren osan markkinoista suurimmat toimijat vievät. Keskittyneimmissä maissa näiden toimijoiden markkinaosuudet lähentelevät ja joskus ylittävät 50 prosenttia. Sen sijaan hajautuneilla markkinoilla muiden toi-

mijoiden osuus lähentelee 50 prosenttia markkinoista. Suurimpia toimijoita tarkasteltaessa on hyvin huomattavaa, että lähestulkoon kaikilla suurimmilla toimijoilla on konsernirakenteensa perusteella toimintaa myös muussa finanssitoiminnassa ja puhtaasti rahastoihin keskittyvät toimijat ovat harvassa. Niillä, jotka ei ole tytäryhtiön kautta toimintaa esimerkiksi pankkimarkkinoilla, ovat nekin usein pankkien yhdessä perustamia rahastoyhtiöitä. Huomattavin pelkkään rahastotoimintaan keskittyvä toimija on norjalainen SKAGEN. Markkinoiden suurimpien rahastoyhtiöiden toimintamallit eivät kuitenkaan anna kokonaiskuvaa niistä toimintamalleista, jotka lainsäädäntö maassa sallii. Monet pienemmät toimijat voivat valita erikoisempia toimintamuotoja.

### 5.3 Rahastojen toimintamuodot

Tutkimuskysymys: Mitä toimintamuotoja rahastoilla on?

Rahastoyhtiöillä on valta valita rahastolle lain sallima toimintamuoto. Suomessa on totuttu suhteellisen yksinkertaisiin rahastojen toimintamuotoon, sillä meillä suurin osa rahastoista toimii normaalilla sijoitusrahastomallilla. Tämän lisäksi Suomessa voi perustaa rahastojen rahastoita sekä uudistetun UCITS-direktiivin mukaisia master-feeder-rahastorakenteita, mutta nämä ovat suhteellisen pienessä roolissa. Suljettuja hedge-rahastoitakaan ei Suomessa saa perustaa, joskin niiden avoimuutta voidaan rajoittaa erikoissijoitusrahastonimikkeellä. (KPMG Oy 2012.) Hieman tuntemattomampi rahastomuoto Suomessa on pääomarahasto. Nämä ovat usein suunnattu institutionaalisille sijoittajille, joilla on suuremmat pääomat ja korkeampi riskitoleranssi. Pääomarahastot sijoittavat pääasiallisesti pörssilistaamattomiin yhtiöihin ja se muodostetaan usein kommandiittiyhtiöpohjaiseksi. (Pörssisäätiö 2012, 5,36) Pääomarahastossa on useita institutionaalisia sijoittajia ja he toimivat kommandiittiyhtiön äänettöminä yhtiömiehinä. Hallinnointiyhtiö sen sijaan on vastuunalainen yhtiömies. Pääomarahastot eivät kuulu sijoitusrahastolain piiriin vaan ne pohjautuvat yleensä sopimuksiin. (HE 64/2005.)

Muualla Euroopassa on kuitenkin olemassa laajempi valikoima eri toimintamuotoja rahastojen valittavaksi. Ruotsissa on käytössä suhteellisen samankaltaiset toimintamallit kuin Suomessakin, mutta Norjassa suljetut rahastot ovat sallittuja (KPMG AB 2012a;

KPMG Law Advokatfirma DA 2012a). Tanskassa käytetään avoimien UCITS-rahastojen toimintamalleina tiliperusteisuutta sekä sertifikaattiperusteisuutta. Tiliperusteisia rahastoja muodostetaan usein institutionaalisten sijoittajien käyttöön. Sertifikaattiperusteiset rahastot sen sijaan sisältävät sekä tuotto- että kasvurahastoja ja nämä rahastot julkaisevat sertifikaatteja, eli suomalaisittain osuuksia, sijoittajille. (KPMG 2012a.) Saksassa UCITS-rahastot ovat avoimia sijoitusrahastoja, jonka pääoman voi omistaa joko rahastoyhtiö osuudenomistajien puolesta tai osuudenomistajat osuudenomistajina. Saksassa voidaan myös perustaa sijoitusosakeyhtiöitä, joiden pitää olla osakeyhtiö muotoisia. Nämä julkaisevat ääniosakkeita ja ”hiljaisia” osakkeita. Ääniosakkeita pitää hallussaan sijoitusosakeyhtiön johto ja he myöntävät äänioikeuksia yhtiökokouksessa. Jos yhtiö perustetaan institutionaaliseksi osakeyhtiöksi, saavat osakkeet olla vain institutionaalisten sijoittajien hallussa. (KPMG AG 2012a.)

Sveitsissä rahastot jaotellaan hieman eri tavalla kuin muissa edellä mainituissa maissa. Laki määrittelee rahastot avoimiin sijoitusrahastoihin, eli sopimusperusteisiin rahastoihin sekä sijoitusyhtiöihin, joilla on vaihtuvat pääoma (SICAV-rahastot), ja suljettuihin sijoitusrahastoihin, eli yhteissijoitusten kommandiittiyhtiöön tai sijoitusyhtiöön, jolla on kiinteä pääoma (SICAF-rahastot). Rahastoja voidaan suunnata sekä tavallisille sijoittajille että ”päteville” sijoittajille. (KPMG AG/SA 2012a.) Päteväksi sijoittajaksi Sveitsissä luokitellaan kaikki valvotut rahoitusvälittäjät, institutionaaliset sijoittajat, joilla on ammattimainen treasury-yksikkö, yksityiset sijoittajat, joilla on vähintään kahden miljoonan Sveitsin frangin rahoitusvarat tai joilla on harkinnanvarainen varainhoitosopimus valvotun rahoitusvälittäjien kanssa (PricewaterhouseCoopers 2010). Päteville sijoittajille tarkoitetun sijoitusrahaston valvontaviranomainen voi antaa poiketa tietyistä sijoitusrahastolain säännöksistä, näin ollen niitä voitaneen kutsua erikoissijoitusrahastoiksi. Sopimusperusteiset rahastot perustuvat rahastosopimukseen, jossa rahastoyhtiö sitoutuu sijoittajiin niiden omistamien osuustyyppien ja -määrän mukaan sekä sitoutuu hoitamaan rahaston pääomia rahastosopimuksen mukaan. Vaihtuvapääomainen sijoitusyhtiö (SICAV) sen sijaan on yritys, jonka pääomaa ja osuuksien määrää ei ole määritelty etukäteen, pääoma on jaettu yhtiö- ja sijoittajaosuuksiin, jonka velvollisuuksiin vain yhtiön varat ovat sidottuja ja minkä ainoa tehtävä on yhteissijoittaminen. Suljetuissa sijoitusrahastoissa yhteissijoittamisen tulee olla kommandiittiyhtiön ainoana tehtävänä. Ainakin yhden yhtiömiehen tulee olla vastuunalainen yhtiömies, joka kantaa suurimman osan

vastuusta kun taas muut yhtiömiehet voivat olla äänettömiä, jotka ovat vastuussa vain sijoittamallaan panoksella. Vastuunalaisten yhtiömiehien täytyy olla osakeyhtiö ja äänettömien sen sijaan vähintäänkin ”päteviä” sijoittajia. Kiinteäpääomaisen sijoitusyhtiön (SICAF) sen sijaan pitää olla osakeyhtiö, jonka ainoa tehtävä on yhteissijoittaminen, jonka osakkeenomistajien ei tarvitse olla päteviä sijoittajia ja mikä ei ole listattuna Sveitsin Pörssissä. (KPMG AG/SA 2012a.)

Sateenvarjorahastojen rooli vaihtelee suuresti tutkimuksen eri maiden kesken ja näyttäisi siltä, että jako niiden sallimisen suhteen tehdään Pohjoismaiden ja Keski-Euroopan välillä. Sateenvarjorahasto on monitasoinen rahastorakenne, jossa sateenvarjorahastolla voi olla muutamia tai kymmeniä alarahastoja tai osastoja. Sateenvarjorahasto mahdollistaa siis saman välineen sisälle useita eri tuotteita ja sijoituspolitiikoita. Näin ollen sateenvarjorahastoon sijoittavalla on mahdollisuus sen sisällä vaihtaa eri alarahastosta toiseen helposti ja kustannustehokkaasti. Jokaisella alarahastolla on kuitenkin omat tuionsa, velkansa ja tappionsa. (Viitala, T. 2005, 24-25.) Ruotsissa sekä Norjassa sateenvarjorahastot eivät ole sallittuja. Saksassa ja Sveitsissä ja Tanskassa ne sen sijaan ovat sallittuja (EFAMA, 2011b, 20-22).

#### 5.4 Tuotteet

Tutkimuskysymys: Minkälaisia tuotteita löytyy muista vertailumaista, etenkin erikoissijoitusrahastomarkkinoilta?

Suomen osalta erikoissijoitusrahastoista on puhuttu jo kappaleessa kolme, mutta lyhyesti todettakoon, että Suomessa suuri osa erikoissijoitusrahastoista kategorisoidaan tavallisten luokkien mukaan, eli osake-, korko- ja yhdistelmärahastoihin. Vain pieni osa erikoissijoitusrahastoista kuuluu vaihtoehtoiset sijoitusrahastot luokkaan. Kuten monissa muissa Pohjoismaissa, Suomessakin erikoissijoitusrahastojen sijoitusrajoituksista todetaan, että niiden täytyy noudattaa riskien hajauttamisen periaatetta.

Suuremmasta markkinakoosta huolimatta ruotsalaisissa non-UCITS-rahastoissa on vain 3,6 miljardia euroa pääomaa (Efama 2011a, 236). Ruotsin ennalta ajatellen alhaiseen non-UCITS-rahastojen määrään vaikuttaa luultavasti se, että maassa on suuri määrä



ulkomaalaisia rahastoja. Kuten Suomen Rahastoraportissa, myös Ruotsissa erikoissijoitusrahastot ilmoitetaan siinä kategoriassa, johon ne kuuluvat, jos se on vain määriteltävissä. Ne rahastot, jotka eivät kuulu mihinkään yllä mainittuun luokkaan sijoitetaan luokkaan muut. Muut luokkaan kuuluvia rahastoja on tällä hetkellä 10 prosenttia Ruotsin kokonaismarkkinoista (Statistiska centralbyrån 2012). Ruotsissa näitä ovat yleisesti hedge-rahastot sekä esimerkiksi takuurahastot. Takuurahastot ovat Ruotsin versio suomalaisista pääomaturvatuista rahastoista. Takuurahastoissa sijoittajalle turvataan tietty minimituotto ja sijoituskohteina ovat korot ja osakkeet. Näiden painotuksia muutetaan markkinatilanteen mukaan, jotta vähintäänkin minimituotto saadaan turvattua. (Dagens Industri 2010). Ruotsin Finanssitarkastuksen listauksesta selviää, että muita erikoissijoitusrahastotyyppisiä ovat raaka-aineisiin, kuten kultaan, sijoittavat rahastot (Finansinspektionen 2012). Norjassa sallittiin erikoissijoitusrahastot vasta vuonna 2010, joten tästä maasta ei ole saatavana tietoa erikoissijoitusrahastojen tuotevalikoimasta.

Tanskassa sen sijaan erikoissijoitusrahastoja on saatavilla, ja yksi suosituimmista muodoista on sielläkin hedge-rahastot, jotka noudattavat samaa kaavaa kuin muissa Pohjoismaissa. Tanskan edunvalvontajärjestön mukaan erikoissijoitusrahastobrändin alla voidaan nykyään tarjota tuotteita, jotka sopivat paremmin Tanskan rahoitusmarkkinoiden perinteisiin. Näitä ovat esimerkiksi kiinnitystodistusrahastot, indeksirahastot, takuurahastot sekä rahamarkkinarahastot ja rahastojen rahastot. Huomattavaa tässä vaiheessa on se, että rahamarkkinarahastot luokitellaan erikoissijoitusrahastoihin eikä tavallisiin UCITS-rahastoihin kuten Suomessa. (Investerings Forenings Rådet 2012c.) Kiinnitystodistukset ovat nimenomaan Tanskan markkinoille ominainen tuote ja ne ovat tanskalaisten säästäjien suosimia sijoituskohteita. Tanskan kiinnitystodistusmarkkinat ovat omintakeiset ja yhdet maailman vanhimmista. Tanskassa jokaisesta asuntolainasta muodostetaan velkakirja, jonka perusteella jokainen kiinteistönomistaja voi itse päättää miten maksaa lainansa takaisin, sillä hän voi joko maksaa normaaleja lainanlyhennyksiä tai vaihtoehtoisesti ostaa markkinahintaisia velkakirjoja. Velallisen riskin kantaa kiinnitetodistuksen julkaisija ja sen vakuutena toimii kiinteistö. Kiinnelainarahastot sijoittavatkin kiinnitetodistuksiin, joita tanskalaiset rahoituslaitokset julkaisevat. (SEB Pank 2012.)

Saksassa non-UCITS-rahastot kuuluvat usein vain institutionaalisten sijoittajien valikoimaan. Ne voivat sijoittaa UCITS-direktiivin mukaisiin varoihin, tai sijoittajien luvalla ne voivat poiketa joistakin UCITS-rahastojen säännöistä. Non-UCITS-rahastoja on Saksassa useita eri lajeja sisältäen myös erikoissijoitusrahastot, joille menee suuri osa markkinoista ja joita kutsutaan nimellä Spezialfonds. Nämä rahastot ovat vain institutionaalisten sijoittajien, eli esimerkiksi eläkeyhtiöiden, vakuutusyhtiöiden ja kirkkojen käyttöön. Erikoissijoitusrahastoja luodaan ja niiden ehdot muodostetaan institutionaalisen sijoittajan toiveiden mukaisesti ja näin ollen niissä on suuri määrä eri sijoitusraken- teita. Minimisijoitus on yleensä 10 miljoonaa euroa ja rahasto sijoittaa varojaan sen mu- kaan, mitä pyydetään, joskin lain antamia rajoituksia on noudatettava. Erikoissijoitusra- hastolla voi olla vain yksi sijoittaja, tai heitä voi olla useampia, määrää ei ole rajoitettu. (ICFB 2012.) Tämä Saksan malli on hyvin erilainen ja osaltaan selittää myös erikoissi- joitusrahastojen suurta osuutta Saksan rahastomarkkinoilla. Institutionaaliset sijoittajat käyttävät lähes ainoastaan erikoissijoitusrahastoja, koska niitä luodaan heidän tarpeiden mukaan. Näin ollen erikoissijoitusrahastojen osalta ei ole myöskään saatavissa tarkem- pia tietoja esimerkiksi sijoituskohteista ja -allokaatioista. Saksan ja esimerkiksi Suomen erona on huomattava erikoissijoitusrahaston määrittely. Suomessa erikoissijoitusrahastona pidetään mitä tahansa UCITS-direktiivin sääntöjen ulkopuolelle jäävää rahastoa, kun taas Saksassa tällä tarkoitetaan nimenomaan edellä kuvattua, institutionaalisille si- joittajille tarkoitettua rahastoa. Saksassa sen sijaan non-UCITS-termin alle jää myös muita rahastoja.

Saksassa suurehkoja markkinaosuuksia ottavat kiinteistörahastot, joita voidaan tarjota sekä laajalle yleisölle että erikoissijoitusrahastona. Institutionaalisille tarkoitettuja rahastoja kutsutaan avoimiksi kiinteistörahastoiksi, Immobilien-Spezialfonds, ja ne saavat sijoittaa kaikenlaisiin kiinteistöihin ympäri maailmaa, mutta riskien hajauttamisen periaatetta on noudatettava. Sijoitusyhtiöt muodostavat nykyään yhä suuremmassa määrin räätälöityjä kiinteistörahastoja yksittäisille institutionaalisille sijoittajille tai pienil- le sijoittajaryhmille, aivan kuten tavallisissa erikoissijoitusrahastoissakin. (BVI 2012d.) Lainsäädäntö antaa kiinteistörahastoille joitakin sijoitusrajoituksia. Ne saavat sijoittaa enintään 49 prosenttia pääomastaan muihin kohteisiin kuin kiinteistöihin ja yhden kiin- teistön arvo ei saa ylittää 15 prosenttia rahaston kokonaispääomasta ostohetkellä. Yli 10 prosenttia rahaston pääomasta ottavia yksittäisiä kiinteistöjä saa olla rahastossa enintään

50 prosenttia sen kokonaispääomasta. Valuuttariski kiinteistörahastoissa saa olla enintään 30 prosenttia rahaston kokonaispääomasta. (KPMG AG 2012a.)

Eräs non-UCITS-rahastoihin kuuluva tuote Saksassa ovat hedge-rahastot, joita voi olla sekä yksittäisinä että hedge-rahastojen rahastona. Yksittäisiä käytetään lähinnä vipuvaikutukseen ja lyhyeksi myyntiin ja näitä ei saa julkisesti tarjota yksityishenkilöille. Hedge-rahastojen rahasto saa sijoittaa esimerkiksi saksalaisiin hedge-rahastoihin ja niitä ei sen sijaan saa käyttää vipuvaikutuksen aikaan saamiseksi tai lyhyeksi myyntiin. Suomessa tuntemattomampia sijoitusrahastotyyppisiä ovat Saksan markkinoilla esiintyvät infrastruktuurirahastot sekä sekarahastot. Sekalaiset rahastot ovat Saksassa joustavimpia non-UCITS-rahastoja, sillä ne saavat sijoittaa UCITS-direktiivin mukaisiin kohteisiin sekä myös yksityiseen pääomaan ja arvometalleihin. Yksi sekalaisrahastojen alalaji on mikrorahoitusrahastot, jotka sijoittavat pääasiallisesti lainasaamisiin mikrorahoituslaitoksilta. Sekalaisissa rahastoissa enintään 30 prosenttia pääomasta saa olla sijoitettuna muihin sekarahastoihin sekä yksittäishedge-rahastoihin tai niiden ulkomaalaisissa vastineisiin. Ei-listatuissa arvopapereissa saa olla maksimissaan 20 prosenttia rahaston pääomasta ja yhden arvopaperin osuus saa olla enintään 5 prosenttia pääomasta. Mikrorahoitusrahastot voivat sijoittaa enintään 75 prosenttia pääomasta lainoihin, joiden saajana on mikrorahoituslaitos ja maksimissaan 10 prosenttia lainoihin samalta mikrorahoituslaitokselta. (KPMG AG 2012a.)

Saksassa suljettuja rahastoja perustetaan yleensä tietyille sijoitusprojekteille, joiden realisoiminen voi tuottaa suuria tuloja, mutta jotka myös sisältävät suuren riskin. Suljettujen rahastojen parista löytyy esimerkiksi meri- ja lentorahtirahastoja sekä infrastruktuurirahastoja. Meri- ja lentorahtirahastot sijoittavat varojaan erilaisten rahtien vaatiman kaluston rakentamiseen sekä niiden operoimiseen, ja etenkin merirahtirahastot ovat yksi laajimmalle levinneistä suljetuista rahastotyypeistä. Rahastojen ja sijoittajan tuotto määräytyy rahdin liikevaihdosta sekä voitosta. Lentorahtirahastoissa myös leasingmallit ovat yleisiä, eli rahaston tuotot muodostuvat leasingmaksuista, joita lentoyhtiö maksaa rahastolle. Infrastruktuurirahastoissa pääomaa sijoitetaan merkittäviin tie-, vesi-, sähkö-, kaasu-, satama- ja lentokenttäprojekteihin, esimerkiksi sijoittamalla alalla toimiviin yrityksiin tai vaihtoehtoisesti itse projekteihin. (ICFB 2012.) Saksan lainsäädännössä todetaan, että infrastruktuurirahastot sijoittavat julkisten ja yksityisten tahojen yhteistyö-

hankkeisiin, eli Public Private Partnership – mallin kohteisiin (KPMG AG 2012a). PPP-mallista käytetään Suomessa myös nimitystä elinkaarimalli ja siinä yksityinen taho rahoittaa suuria, julkisia projekteja ja näin ollen elinkeinoelämä saadaan mukaan infrastruktuurin parantamiseen. Infrastruktuurirahastojen pitää sijoittaa vähintään 10 prosenttia niiden pääomasta rahamarkkinainstrumentteihin, talletuksiin tai rahasto-osuuksiin rahastoissa, jotka sijoittavat vain rahamarkkinainstrumentteihin ja talletuksiin. Enintään 20 prosenttia nettopääomasta saa olla EU- tai EEA-alueen pörsseissä noteeratuissa arvopapereissa. 30 prosenttia pääomasta saa olla sijoitettuna omaisuuteen, joka palvelee julkisten velvollisuuksien täyttymistä. Sijoitusten PPP:hin pitää olla 60 ja 80 prosentin välillä pääomasta ja yksittäisen PPP:n osuus pääomasta ei saa ylittää 10 prosenttia kokonaispääomasta. (KPMG AG 2012a.)

Sveitsin lainsäädäntö jaottelee avoimet sijoitusrahastot kolmeen luokkaan niiden sijoituskohteen mukaisesti. Arvopaperirahastot sijoittavat UCITS-direktiivin mukaisiin kohteisiin. Kiinteistörahastot sijoittavat pääomiaan kiinteistöihin riskien hajauttamisen periaatteen mukaisesti. Sijoituksissa otetaan huomioon kiinteistön käyttötarkoitus ja tyyppi, ikä, rakennusmateriaali sekä sijainti. Kiinteistörahastojen on sallittua sijoittaa asuinrakennuksiin, merkittäviin liikerakennuksiin, sekä liike- että asuinkäytössä oleviin rakennuksiin, asuntoyhtiöihin, rakennusmaihin sisältäen purkukohteet, sekä vuokratiloihin. Lisäksi ne saavat sijoittaa muun muassa osuuksiin toisissa kiinteistörahastoissa sekä ulkomaalaisiin kiinteistöarvopapereihin. Kiinteistörahastojen pitää hajauttaa sijoituksiinsa ainakin kymmeneen kiinteistöön ja yhden kiinteistön markkina-arvo ei saa ylittää 25 prosenttia rahaston pääomasta. (KPMG AG/SA 2012a.)

Kolmannen luokan muodostavat muut rahastot perinteisiin ja vaihtoehtoisin sijoituksiin, jotka kattavat käytännössä kaikki muut rahastot kuin arvopaperi- ja kiinteistörahastot. Perinteiset sijoitusrahastot ovat riskiprofiililtaan perinteisiä ja vastaavasti vaihtoehtoiset rahastot muistuttavat riskiprofiililtaan vaihtoehtoisia sijoituksia. Riskiprofiiliin vaikuttavat esimerkiksi sijoittamisen ehdot, sijoittamistekniikat sekä sijoitusrajoitukset, vaihtoehtoisissa nämä voivat tarkoittaa esimerkiksi lyhyeksi myyntiä ja rahasto-osuuksien lainaamista. Muut rahastot saavat sijoittaa tuotteisiin, joilla ei välttämättä ole yhtä hyvät jälkimarkkinat kuin esimerkiksi arvopaperirahastojen sijoituskohteilla. Niillä voi olla voimakkaita hinnanvaihteluita, vähemmän riskienhajauttamista tai niiden arvo

voi olla vaikeaa arvioida. Tuotteina voivat olla arvopaperit, arvometallit, kiinteistö, hyödykkeet, johdannaiset sekä osuudet muissa sijoitusrahastoissa. Näiden lisäksi Sveitsin valvontaviranomainen voi sallia sijoituksia myös muihin kohteisiin, kuten hyödykkeisiin. Sijoitusrajoituksia vaihtoehtoisilla sijoitusrahastoilla ei ole. (KPMG AG/SA 2012a.)

Tuotetyyppejä tarkasteltaessa kokonaisuutena on huomionarvoista se, että ne kuvaavat suhteellisen hyvin markkinoiden yleistä rakennetta, rahastomarkkinoiden kokoa sekä myös maan yleistä rahoitusjärjestelmää. Tämä pohjautuu esimerkiksi siihen, että Norjan rahastomarkkinat ovat pienimmät vertailumaista, ja heillä ei ennen vuotta 2010 esimerkiksi ole lainkaan erikoissijoitusrahastoja käytössään ”edistyneempään” sijoittamiseen. Tanskassa sen sijaan markkinoiden yleinen asuntolainakäytäntö on tuonut myös maalle ominaisia kiinnitystodistusrahastoja markkinoille. Saksa sen sijaan on vertailumaiden rahastomarkkinoista pääomiltaan suurin, ja sieltä on myös löydettävissä laajaa tuotekirjoa ja erikoisuutena nimenomaan institutionaalisten omaan makuun räätälöityjä erikoissijoitusrahastoja. Tähän toki voi osaltaan vaikuttaa myös se, että Saksan kansantalous on muita suurempia ja institutionaalisia sijoittajia on enemmän kuin muissa maissa ja näin ollen on hyvin loogista, että heille on omat tuotteensa. Suomi ja Ruotsi sen sijaan jatkavat hyvin varmallalla ja kenties hieman yllätyksettömällä linjalla, jossa tarjotaan lähinnä perustuotteita ja erikoissijoitusrahastot ovat pienemmässä roolissa. Suurimmassa osassa tapauksia erikoissijoitusrahastot luokitellaan osake-, korko- ja yhdistelmärahastoiksi, eli nämä lähinnä poikkeavat UCITS-direktiivistä vain sijoitusrajoitusten osalta.

## 5.5 Verotus

Tutkimuskysymys: Mitkä ovat rahastomarkkinoita koskevat verotuskäytännöt vertailumaissa sekä sijoittajan että rahaston kannalta?

Sijoitusrahastomarkkinoihin vaikuttavaa verotusta voidaan tarkastella usealta eri kantilta, esimerkiksi rahaston, kotimaisen ja ulkomaisen sijoittajan näkökannoilta. Oman lisänsä markkinoille tuovat rahasto- ja säilytysyhtiöitä koskevat verosäännökset. Koska opinnäytetyössä tutkittavien kohteiden määrä on rajallinen, on verotuksessa keskitytty

vain rahastojen verotukseen sekä kotimaisten osuudenomistajien verotukseen kotimaisissa rahastoissa.

### 5.5.1 Rahastojen verotus

Monissa Euroopan maissa rahastosijoittamisen verotusta pyritään suorittamaan läpinäkyvyyden periaatteen mukaisesti. Erot maiden verotuksessa sekä siinä kuinka hyvin ne ovat implementoineet läpinäkyvyyden periaatteen verotukseensa, vaihtelevat suuresti. Kuten kolmannessa luvussa todettiin, Suomessa läpinäkyvyyden periaatetta noudatetaan suhteellisen hyvin, ja rahastot eivät ole verovelvollisia. Ruotsissa on käytössä monilta osin hyvin samankaltainen käytäntö rahastojen verotuksessa kuin Suomessakin, rahastot eivät ole lainsäädännössä oikeushenkilöitä, mutta verotuksessa ovat. Kuluvan vuoden alusta rahastot ovat olleet vapautettuja tuloverosta ja verovelvollisuus on näin siirretty sijoittajille läpinäkyvyysperiaatteen mukaisesti. (KPMG AB 2012b.)

Norjassa sen sijaan noudatetaan hieman erilaista verokäytäntöä. Siellä rahasto on erillinen verotettava yhtiö, joka on siis normaalin yhtiön tuloverotuksen kohde 28 prosentin verokannan mukaisesti. Poikkeuksia kuitenkin löytyy. Osakerahastoille myyntivoitot ovat yleensä verovapaita. Vapautus verosta koskee myös osinkoja, jotka vastaanotetaan EEA-alueella sijaitsevilta yrityksiltä. Näistä osingoista kuitenkin 3 prosenttia on verollista tuloa, joten osingot ovat käytännössä vain 97 prosenttisesti verovapaita. Muut tulot, kuten korkotulot ja myyntivoitot joukkovelkakirjarahastoista ovat verotettavaa tuloa. Joukkovelkakirjarahastoille myyntivoitot joukkovelkakirjalainoista ja muista joukkovelkakirjarahastoista ovat verotettavaa tuloa, josta tappiot ovat vähennettävissä. Myös muut korot ovat verotettavaa tuloa. (KPMG Law Advokatfirma DA 2012b.)

Tanskassa sijoitusrahastot jaotellaan tiliperusteisiin ja sertifikaattiperusteisiin rahastoihin, joilla on eroa myös verotuksessa. Tiliperusteiset rahastot ovat itsessään vapautettuja verosta ja sen jäseniä verotetaan kuten suorasta sijoituksesta ja läpinäkyvyyden periaatteen mukaisesti. Sertifikaattiperusteisissa rahastoissa verotus määräytyy sen mukaan onko rahasto tuotto- vai kasvurahasto. Tuottorahastot ovat usein verovapaita, jos ne noudattavat muutamia sääntöjä esimerkiksi minimijako-osuudesta. Tuottorahastoille pakollinen minimijako-osuus voidaan laskea kahdella tavalla. Yleensä se muodostuu

koroista ja osingoista, myyntivoitoista joukkovelkakirjalainoista sekä osuuksien ja osakkeiden myynnistä saatavista luovutusvoitoista. Toinen tapa minimijako-osuuden muodostamiseen on sen laskeminen vuoden alun ja lopun pääoman arvojen erotuksena. Minimijako-osuus on käytännössä vain laskennallinen eikä sen jakamiseen osuuden omistajille ole erityistä pakkoa. Kasvurahastojen verokäsittely noudattaa samaa linjaa kuin sijoitusyhtiöilläkin. Sijoitusyhtiöt ovat periaatteessa verovapaita, mutta tanskalaisista osingoista otetaan 15 prosentin ennakonpidätys kun se maksetaan tanskalaiselle sijoitusyhtiölle. Ne voivat myös valita itseään kohdeltavan verotuksellisesti kuin tuottorahastoa. (KPMG 2012b.) Saksassa rahastojen verotusta säädellään myös läpinäkyvyysperiaatteen mukaisesti. Rahastoja koskevat jotkin verosäännökset, mutta pääasiallisesti rahastot ovat verovapaita eivätkä joudu maksamaan tuloveroa myöskään pääoman luovutusvoitoista. Sijoittaja on siis ainoana verotuksen kohteena. (KPMG AG 2012b.)

Sveitsissä sijoitusrahastojen verotus riippuu niiden yhtiörakenteesta. Sopimusperusteisessä rahastossa, SICAV-rahastoissa sekä kommandiittiyhtiö-perusteisessä rahastossa noudatetaan läpinäkyvyyden periaatetta eivätkä ne näin ollen ole yhtiön tuloverotuksen kohteina ja verovelvollisuus kohdistuu sijoittajaan. Kommandiittiyhtiössä vastuunalaisen yhtiömiehen tulee olla Sveitsissä rekisteröity osakeyhtiö, joka on omalta osaltaan yrityksen tuloverotuksen alainen. SICAF-rahastoissa läpinäkyvyyden periaate ei päde, sillä niitä pidetään osakeyhtiöinä eli ne ovat normaalin yhtiön tuloverotuksen kohteita. Kiinteistörahastoilla, joilla on hallussaan sveitsiläistä kiinteistöomaisuutta, ovat verovelvollisia siitä osuudesta, joka muodostuu näistä kiinteistöistä ja verokanta vaihtelee 12 ja 20 prosentin välillä. (KPMG AG/SA 2012b.)

### **5.5.2 Sijoittajien verotus**

Kuten jo aiemmin kerrottua, sekä rahastojen jakamia tuottoja että pääoman luovutusvoittoja verotetaan Suomessa 30 prosentin verokannan mukaisesti. 50 000 euroa ylittävästä osuudesta veroprosentti on 32. Yrityksiä verotetaan vastaavasti 24,50 prosentin verokannalla.

Ruotsissa sijoittajan verotus mutkistuu hieman. Maassa on ensinnäkin käytössä niin kutsuttu rahastovero. Uusien sääntöjen mukaisesti sijoittajan pitää raportoida omista-

miensa rahasto-osuuksien arvo vuoden ensimmäisenä päivänä, josta laskettava arvioitu tulo on 0,40 prosenttia. Tästä arvioidusta tulosta sijoittajaa verotetaan 30 prosentin verokannan mukaisesti, jos hän on yksityishenkilö ja 26,30 prosentin mukaisesti, jos sijoittaja on yritys. Tämän lisäksi maksetaan veroa rahaston jakamasta tuotosta. Yksityishenkilöä verotetaan 30 prosentin verokannan mukaisesti rahaston jakamista tuotoista riippumatta siitä, maksetaanko nämä rahaston vastaanottamista osingoista vai myyntivoitoista, jotka rahasto on realisoinut. Yrityksillä vastaava prosentti on 26,30. Osuuksia lunastettaessa maksetaan luovutusvoitoista veroa edellä mainittujen verokantojen mukaisesti. (KPMG AB 2012b.)

Norjassa osuudenomistaja on verovelvollinen osakerahaston jakamasta tuotosta, ei rahastoon kasvamaan jätetystä tuotosta, sekä tietenkin lunastusvoiton tuomasta tuotosta. Yrityksillä osakerahaston jakamat tuotot eivät ole verotettavaa tuloa 3 prosentin osuutta lukuun ottamatta, mutta tuotonjako joukkovelkakirjarahastoista on täysin verotettavaa tuloa 28 prosentin verokannan mukaisesti. Yksityishenkilöillä osakerahastojen jakamat tuotot ovat verotettavaa tuloa 28 prosentin verokannan mukaisesti siitä osuudesta, joka ylittää suojausvähennyksen. Yksityishenkilöillä joukkovelkakirjarahastoista saatavia tuottoja verotetaan 28 prosentin mukaan, mutta suojausvähennystä ei ole. Yrityksillä osakerahastoista saatava lunastusvoitto ei ole verotettavaa tuloa, mutta sen sijaan joukkovelkakirjarahastoista saatava voitto on, 28 prosentin verokannalla. Yksityishenkilöillä pätevät samat säännöt sekä osake- että joukkovelkakirjalainarahastoissa kuin mitä selitettiin rahaston jakaman tuoton verotuksessa. (KPMG Law Advokatfirma DA 2012b.) Norjassa käytössä oleva suojausvähennys vastaa suuruudeltaan suunnilleen vaihtoehdoisen, riskittömän sijoituksen tuottoa. Näin ollen riskittömän sijoituksen tuoton suuruinen osa sijoitusrahaston tuotosta on verovapaata. Suojausvähennys lasketaan kahden muuttujan avulla: suojattavalla perusosalla sekä suojakorolla. Suojattava perusosa on osuuden hankintahinta vähennettynä hankintaan liittyvillä kuluilla. Lisäksi siihen voidaan lisätä aikaisempien vuosien käyttämättömät suojausvähennykset. Suojakorkon sijaan on keskimääräinen valtion kolmen kuukauden velkasitoumuksen korko, jonka Norjan Verohallinto laskee ja ilmoittaa vuosittain. Suojausvähennys lasketaan jokaiselle osuudelle erikseen ja on osuuskohtainen, eli yhden osuuden käyttämättömät suojausvähennystä ei saa hyödyntää toisessa osuudessa. (DNB Bank ASA 2012.)



Tanskassa myös sijoittajan verotuskohtelu riippuu rahaston tyypistä, eli onko se tili- vai sertifikaattiperusteinen rahasto. Tiliperusteisessa rahastossa osallistuvat yksilöt ja yritykset ovat verotettavia niiden osuudesta vuosittaisesta tuotosta. Osallistujan luopuessa osuuksistaan häntä verotetaan realisoitumattomista voitoista, joista ei ole vielä suoritettu veroa. Tuottorahastoissa osuudenomistajaa verotetaan suoraan hänen osuudestaan rahaston tulosta riippumatta siitä onko rahaston verotus-kappaleessa mainittu minimijako-osuus jaettu pois vai pidetty rahastossa. Minimijako-osuus lisätään osuudenomistajan hankintahintaan siinä tapauksessa kun sitä ei jaeta osuudenomistajille. Tuottojen osalta kaikki tuotto esimerkiksi osingoista, koroista, sekä joukkovelkakirjojen markkina-arvon vaihtelusta ja tuotot joukkovelkakirjojen lunastusvoitoista ovat täysin verotettavia yrityksille. Yksityishenkilöille sijoitustulona pidetään tuottoja koroista, johdannais-ten markkina-arvon vaihtelusta sekä tuottoja joukkovelkakirjojen lunastusvoitoista ja näitä verotetaan 45,50 prosentin verokannan mukaisesti, joka on lähivuosina laskemassa 42 prosenttiin. Osaketulona pidetään tuottoja, jotka perustuvat osinkoihin tai osakkeiden luovutusvoittoihin, ja näiden verokanta vaihtelee 27 ja 42 prosentin välillä, riippuen yksityishenkilön vuosittaisesta osaketulosta. Osuuksien lunastuksesta mahdollisesti koituva lunastusvoitto on yrityksille täysin verotettavaa tuloa. Yksityishenkilöiden saamaa lunastusvoittoa osakerahastoista verotetaan 27-42 prosentin verokannan mukaisesti. Joukkovelkakirjarahastoista saatu lunastusvoitto on yksityishenkilöillä sijoitustuloa, jota verotetaan 45,50/42 prosentin verokannan mukaisesti. Sijoitusyhtiöiden ja kasvurahastojen jakamia tuottoja verotetaan yksityishenkilön sijoitustulona edellä mainittujen verokantojen mukaisesti. Yrityksellä kaikki osingot sisällytetään niiden verotettavaan tuloon. Pääoman luovutusvoitoista yksityishenkilöitä verotetaan jälleen pääomatulona 45,5/42 verokannan mukaisesti ja yrityksiä 25 prosentin verokannan mukaisesti. (KPMG 2012b.)

Saksassa pyritään noudattamaan melko tiukkaa linjaa läpinäkyvyyseriaatteen käytössä ja sijoittajia kannustetaan sijoittamaan läpinäkyvyyden periaatetta noudattaviin rahastoihin, muutoin häneen kohdistuu rankaisevaa verotusta. Tullakseen läpinäkyväksi rahastoksi, pitää rahaston noudattaa tiettyjä vaatimuksia niiden tulon muodostamisessa käytettävissä laskelmissa sekä näiden julkistamisessa. Läpinäkyviin rahastoihin sijoittavan suurimpana hyötynä on se, että hän saa samat verovapaudet kuin suoraan kohteisiin sijoittava. Tulon muodostumista varten rahaston tulot eri arvopapereista on luoki-

teltava, koska näistä muodostuvia tuloja ja myyntivoittoja käsitellään samoin kuin suorista sijoituksista, eli eri tuloille voi olla omat verokäytännöt. Läpinäkyvyyden statuksen lisäksi rahasto voi halutessaan laskea osakevoiton ja väliaikaisen voiton, jotka hyödyttävät sijoittajia. (KPMG AG 2011.)

Kuten monissa muissa maissa, Saksassakin sijoittajien saamien tuottojen verotus riippuu siitä muodostuuko tuotto rahaston vastaanottamista osingoista, korkotuloista yms. vai sen saamista myyntivoitoista. Tuottoa, joka muodostuu sijoittajalle koroista, muista tuloista sekä realisoiduista voitoista joukkovelkakirjoista ovat sekä yksityisille että institutionaalisille sijoittajille täysin verotettavaa tuloa. Yksityisellä sijoittajalla verokanta on 25 prosenttia, jonka lisäksi vähennetään solidaarisuusmaksu sekä kirkkovero, yrityksillä käytössä on yhtiön normaali tuloverokanta. Osingoista ja myyntivoitoista saatava tuotto ovat molemmat täysin verotettavia yksityiselle sijoittajalle edellä mainitun verokannan mukaisesti. Institutionaalisella sijoittajalla verokohtelu riippuu siitä, laskeeko rahasto osakevoiton. Jos laskee, on näistä saatava tuotto osittain verovapaata, 40 prosenttia osakkuuksissa ja 95 prosenttisesti yhtiöille. Osuuksien lunastuksesta saatavaa myyntivoitto sen sijaan on yksityisille sijoittajille täysin verotettavaa tuloa. Institutionaalisille sijoittajille osakevoiton laskemisella saadaan 95 prosenttia osasta myyntivoitoista verovapaiksi, loput ovat verotettavaa tuloa. (KPMG AG 2011.)

Osakevoitto on institutionaalisille sijoittajille tarkoitettu malli, jonka laskeminen on vapaaehtoista. Se sisältää kaikki muutokset rahaston nettopääoman arvossa, jotka muodostuvat osakeinstrumenteista (esimerkiksi osingot). Osakevoitto julkaistaan prosentiosuutena lunastushinnasta. Jos rahasto laskee osakevoiton, saa institutionaalinen sijoittaja siitä rahallista hyötyä, sillä rahasto-osuutta myydessä osakeinstrumenttien myyntivoitoista koostuva markkina-arvon nousu on 95 prosenttisesti verovapaata. Yksityisiä sijoittajia koskee väliaikaisen voiton malli (interim profit). Se määrittelee sen osuuden rahasto-osuuden arvosta, joka muodostuu korkotuloista ja joka on verotettavaa yksityisille sijoittajille osuutta myydessä. Sen laskeminen perustuu kaikkiin korko- ja koron kaltaisiin tuloihin, joita sijoittaja ei ole vielä vastaanottanut. Väliaikaisen voiton voi vähentää negatiivisena tulona hankittaessa rahasto-osuuksia, ja tätä kutsutaan maksetuksi väliaikaiseksi voitoksi (Paid IP). Jotta maksettu väliaikainen voitto voidaan lukea negatiiviseksi tuloksi, pitää rahaston laskea tulontasaus. Tämä lasketaan, koska rahas-

tossa olevien osuuksien määrä vaihtelee rahaston tilivuoden arvopäivien välillä ja näin ollen tulo rahaston tasolla ei muutu osuuksien perusteella. Tulontasaus lasketaan erikseen kaikille tileille (tavallinen tulo, kulut, myyntivoitot ja -tappiot) sekä myös jokaiselle arvopäivälle rahaston tilivuoden lopun ja tulonjakopäivän välillä. (KPMG AG 2011.)

Sveitsissä tuottoperusteisiin sopimusperusteisiin rahastoihin, SICAV-rahastoihin ja kommandiittiyhtiöperusteisiin rahastoihin (eli rahastojen, joiden täytyy jakaa vähintään 70 % niiden tulosta vuosittain) sijoittavaa sveitsiläistä sijoittajaa, joka pitää pääomia yksityissijoittamistarkoituksessa, verotetaan vuosittaisesta tuottotulosta, mutta ei tuotosta, joka perustuu myyntivoittoihin (jos ne on jaettu eri kupongilla). Se osa tulosta, joka pidetään rahastossa, tulee olemaan laskennallinen, eli sitä verotetaan tulona vain silloin kun se jaetaan sijoittajalle. Kasvuperusteisissa sopimuspohjaisissa rahastoissa, SICAV:eissa ja kommandiittiyhtiöissä (eli rahastoissa, jotka täysin pidättävät tulot) koko vastaanotettu tulo (pois lukien saadut luovutusvoitot) ovat verotettavaa tuloa osuudenomistajalle sen kertymishetkellä. Luovutusvoitto osuuksia lunastettaessa on vapautettu tuloverosta, jos sijoittaja pitää sijoituksia yksityistarkoitukseen. Sveitsiläistä osakkeenomistajaa SICAF-rahastossa verotetaan vain osingon jaosta. Se osuus voitosta, jonka SICAF pitää hallussaan on laskennallinen, eli verotetaan vain kun se jaetaan sijoittajalle. Luovutusvoittoja kohdellaan kuten edellä. Tuottoa (välittämättä siitä sisältäkö se tuloa tai myyntivoittoa) rahastosta kohdellaan tulona sveitsiläisten yritysten ja liiketoimintaa harjoittavien yksityishenkilöiden käsissä ja sitä verotetaan kuten mitä tahansa muutakin tuloa normaaleilla tuloveroasteilla. (KPMG AG/SA 2012b.)

Vertailumaiden verotuksellisten aspektien tarkasteleminen vahvisti ennakko-odotuksia, jokaisessa maassa on täysin omanlaisensa verotuskäytäntö, joka pohjautuu maan rahoitusmarkkinoiden rakenteeseen ja perinteisiin. Suurimmat erot löytyvät sijoittajan verokohtelusta, mutta muutamia eroja on huomattavissa myös rahastojen verotuksesta. Norjassa rahastot ovat läpinäkyvyysperiaatteen vastaisesti edelleen osittain verovelvollisia, ja Ruotsissakin tämä poistettiin vasta kuluvan vuoden alusta. Suomea ja hankintameno-olettamaa lukuun ottamatta vertailun mailla on sijoittajien verotuksessa jokaiselle maille ominaisia piirteitä. Ruotsissa on käytössä uusi rahastovero, joka käytännössä johtaa rahastosijoittamisen verotaakan kasvamiseen ja osittain myös tuottojen kaksinkertaiseen verotukseen. Rahastovero on suuresti kritisoitu ja sen menestymistä Ruotsissa

on mielenkiintoista seurata tulevaisuudessa. Norjassa sen sijaan yksityisille sijoittajille on käytössä oma suojausvähennys, joka koskee rahastosijoittamisen lisäksi myös suoraa osakesijoittamista. Yrityksille sen sijaan osakerahastoista saatavat tulot ovat suurelta osin täysin verovapaita. Tanskassa on muutamiaakin erityispiirteitä, joista ensimmäisenä mainittakoon minimijako-osuus tuottorahastoille. Toisena erityispiirteenä on tulojen jakaminen sijoitus- ja osaketuloihin, joita verotetaan erilaisilla verokannoilla. Tämän voidaan osaltaan ajatella juontuvan Tanskan erikoisista asuntolainamarkkinoista. Saksassa sen sijaan on käytössä hankalasti ymmärrettävissä oleva väliaikaisen voiton malli. Sveitsin verosäännökset ovat kenties kaikista erilaisimmat, ja ne vaihtelevat sen mukaan minkälainen rahasto on kyseessä. Kasvurahastoihin kertynyt tulo on verotettavaa tuloa sijoittajalle sen kertymishetkellä ja yksityistarkoitukseen hankittujen osuuksien luovutusvoitot ovat verovapaita. Yrityksien saamia tuloja ja luovutusvoittoja sen sijaan verotetaan normaalina yrityksen tulona. Veroprosentteja tarkastaessa Tanska vaikuttaa kalteimmalta maalta, sillä sijoitustuloja yksityishenkilöillä verotetaan 45,5/42 prosentin verokannalla ja osaketuloakin 27-42 prosentilla. Saksassa sen sijaan vaikuttaisi olevan alhaisin vero yksityisille sijoittajille, 25 prosenttia. Suomi, Ruotsi ja Norja käyttävät verotuksessa suhteellisen samanlaisia, 30 prosentin ympäristössä liikkuvia verokantoja joskin Suomi on näitä ainoa, jolla on progressiivisuutta verotuksessaan. Sveitsillä verokantoja ei ole ilmoitettu, sillä sijoitustuloja tarkastellaan normaalin tulon yhteydessä.

## 6 Päätelmät

Opinnäytetyön tavoitteena oli tuottaa Finanssialan Keskusliitolle tietoa eri Euroopan maiden sijoitusrahastomarkkinoiden rakenteista sekä saadun tiedon perusteella etsiä mahdollisia kehitysideoita Suomen markkinoille. Opinnäytetyö oli osa Finanssialan Keskusliiton ja HAAGA-HELIA ammattikorkeakoulun Kansainväliset finanssimarkkinat teemaryhmää, jonka tavoitteena oli luoda kuva suomalaisen finanssimarkkinan ominaispiirteistä sekä miten ne eroavat muista maista. Tutkittavat kohteet päätettiin yhteistyössä Finanssialan Keskusliiton kanssa ja ne edustavat markkinoiden toiminnan ja kehittämisen kannalta tärkeitä osatekijöitä; verotusta, toimijoita, tuotteita sekä edunvalvontajärjestöjen roolia markkinoilla. Suomen markkinoiden ominaispiirteitä on kuvattu teoriaosassa kolmannessa luvussa. Muiden maiden ominaispiirteitä on kuvattu viidennessä luvussa ja näin ollen Tulosten yhteenveto - alaluvussa muodostetaan lähinnä vertailua Suomen ja muiden vertailumaiden eroista. Seuraavassa alaluvussa sen sijaan pohditaan kehitysehdotuksia Suomen markkinoille kartoituksen perusteelta.

### 6.1 Tulosten yhteenveto

Kartoitus Euroopan maiden rahastomarkkinoiden rakenteista ja toiminnasta vahvisti niitä tutkimuksen tekijän ennakko-oletuksia, joiden mukaan Suomen rahastomarkkinat ovat suhteellisen yksinkertaiset. Erityisen selvää tämä yksinkertaisuus on verotuksen rakenteessa, sillä esimerkiksi Saksassa rahastosijoittamisen verotus on viety muita maita haastavammalle tasolle ja läpinäkyvyyden periaatteen noudattaminen vaikuttaisi olevan maassa erityisen tärkeää. Suomen markkinoita ei myöskään voida pitää yhtä erikoistuneina kuin esimerkiksi Saksan markkinoita, missä erikoissijoitusrahastoista on luotu erityisen houkutteleva tuote institutionaalisille sijoittajille. Suomen rahastomarkkinoiden tuoterakenteet ovat tavallisempia ja erikoissijoitusrahastotkin useimmissa tapauksissa sijoittavat normaaleihin, UCITS-direktiivin mukaisiin kohteisiin. Suomen markkinoiden rakenne voi heijastaa sitä, että ne ovat kovin nuoret ja rahastot eivät ole täysin löytäneet tietään sijoittajien ja säästäjien portfolioihin. Monissa muissa maissa rahastojen tarinat yltyvät vähintäänkin 1950-luvulle, ellei jopa kauemmaksi. Näillä markkinoilla rahastot ovat selvästi suuremmassa roolissa sijoitustuotteina. Lainsäädännöllisesti Suomi mukailee Euroopan valtavirtaa, eli Suomen sijoitusrahastolaki on muokattu vas-

taamaan Euroopan Unionin UCITS-direktiiviä. Kehittyneemmät markkinat omaava Saksa on sisällyttänyt lainsäädäntöönsä laajemmin omaa kansallista sääntelyä, esimerkiksi erilaisista tuoterakenteista. Huomattavaa Suomen markkinoissa on myös Finanssialan Keskusliiton erilainen rooli markkinoiden edistäjänä verrattuna muihin tutkimuksen maihin.

Muissa Pohjoismaissa rakenteet vaihtelevat. Tulosten perusteella Ruotsi vaikuttaa olevan hieman kansainvälisempi ja kehittyneempi versio Suomesta, jossa erityisesti kotitaloudet suosivat sijoitusrahastoja joko suorilla sijoituksilla tai eläkesäästämisen kautta. Tämä näkyy Ruotsin ja Suomen markkinoiden samankaltaisena tuotevalikoimana, mikä on sinänsä yllättävää Ruotsin markkinoiden ollessa huomattavasti pääomiltaan suuremmat kuin Suomessa. Kansainvälisyyttä Ruotsin markkinoille tuo suuri määrä maassa toimivia ulkomaalaisia sijoitusrahastoja, joiden tarjoamista tuotteista ei ole tarkempaa tietoa saatavilla. Markkinoilla olevien ulkomaalaisten rahastojen määrään Ruotsissa vaikutti vielä vuonna 2010 se, että tuolloin rahastot olivat vielä verotuksen alaisia ja monet aivan tavallisetkin rahastot pitivät kotipaikkaansa muualla, esimerkiksi Suomessa, välttyäkseen verotukselta. Norja sen sijaan vaikuttaa Suomeen verrattuna vertailumaista vähiten kehittyneeltä, mikä ilmenee lähinnä markkinoiden hyvin yksinkertaisena tuoterakenteena (erikoissijoitusrahastot ja hedge-rahastot sallittiin vasta vuonna 2010) ja rahastomarkkinoiden koon pienuutena verrattuna maan bruttokansantuotteeseen. Vaikka esimerkiksi norjalaisilla kotitalouksilla on suuremmat määrät sijoitettavaa varallisuutta kuin suomalaisilla kotitalouksilla, suosivat he kuitenkin suuremmassa määrin talletuksia (Finanssialan Keskusliitto 2012g, 5.) Maassa on myös ainoana vertailunmaista jäljellä rahastoyhtiöiden verovelvollisuutta. Norjalaiset näyttävät muista maista poiketen suosivan täysin rahastoihin keskittyvää palveluntarjoajaa, sillä markkinoiden suurin toimija SKAGEN keskittyy puhtaasti vain rahastotoimintaan.

Tanska on kokonsa puolesta Suomeen parhaiten verrattavissa oleva maa, sillä sen asukasluku ja bruttokansan tuote ovat vertailun maista Suomea lähimpänä, mutta rahastomarkkinat ovat kuitenkin selkeästi suuremmat kuin Suomessa. Tanska on mielenkiintoinen sekoitus pohjoismaalaisuutta ja saksalaisuutta. Sen verotusrakenne eroaa suuresti Suomen mallista ja muistuttaa enemmän keskieurooppalaisempaa rakennetta esimerkiksi erikseen laskettavan minimituotto-osuuden kautta sekä laajemman tuotevaliko-

man kautta. Tanskan lainsäädännössä on erikseen hyväksytty maan markkinoille ominaisia tuotteita, kuten kiinnitystodistusrahastot, hieman samaan tapaan kuin esimerkiksi Saksassa. Pohjoismaalaisuutta sen sijaan edustaa Tanskan rahastomarkkinoiden keskittyneisyys suurten toimijoiden ympärille, sillä maa omaa Suomeakin keskittyneemmät rahastomarkkinat.

Vertailtavista Keski-Euroopan maista Saksaa kuvastaa Suomeen verrattuna parhaiten sen koko ja Sveitsiä sen sijaan erilaisuus. Saksa on vertailumaista selkeästi kehittynein, mikä ilmenee markkinaosuuksien rakenteessa, verotusmallissa sekä tuotevalikoimassa. Saksan rahastomarkkinoita tarkastelemalla voitaneen todeta, että suuri kansantalouden sekä sijoitusrahastomarkkinoiden koko tuo myös kehittyneemmät rahastomarkkinat. Kehittyneemmät markkinat tarkoittavat Saksan tapauksessa myös kehittyneempää ja tiukempaa verojärjestelmää, jossa rangaistuksien uhalla myös sijoittajalle laitetaan vastuuta oikean tuotteen valinnasta. Vapaaehtoisesti tehtävillä laskelmilla sen sijaan voidaan vähentää sijoittajan verotaakkaa. Sveitsin erilaisuus juontanee maan pitkstä pankkihistoriasta. Maan rahastoyhtiöiden toimintamuodot ja verotuksen piirteet eroavat suuresti muista maista. Sveitsin lainsäädäntö sallii laajemman valikoiman toimintamalleja kuin mitä Suomessa on saatavilla, joiden voidaan ajatella olevan erityisesti pienien markkinatoimijoiden suosiossa. Verotus on selkeää, mutta sijoittajille ei ole määritetty erillisiä verokantoja toisin kuin kaikissa muissa vertailun maissa, vaan sijoittamisesta saatuja tuloja verotetaan henkilökohtaisen verotuksen mukaisesti. Tuotevalikoimaa ei ole laajennettu samalle skaalalle kuin Saksassa, joskin lainsäädäntö sallii myös vaihtoehtoisia sijoituksia ilman suurempia sijoitusrajoituksia. Huomattavaa sekä Sveitsin, että Norjan lainsäädännöissä on se, että molemmat maat ovat päättäneet noudattaa UCITS-direktiiviä vaikka ovatkin Euroopan Unionin ulkopuolisia maita. Sveitsin kohdalla tähän on erityisesti syynä se, että suuri osa heidän asiakaskunnastaan tulee Euroopan Unionin jäsenvaltioista ja näin ollen kaipaavat UCITS-säänneltyjä tuotteita.

Tutkimuksen perusteella voidaan myös todeta, että rahastomarkkinoita koskeva verotus vaihtelee suuresti maittain, mitä myös ennakkoon oletettiin. Vertailumaiden verotuksessa näyttäisi tutkimuksen perusteella olevan enemmän eroavaisuuksia kuin yhtäläisyyksiä sekä verokantojen suuruudessa että verotuksen rakenteessa. Vertailumaista korkein sijoittajiin kohdistuva verokanta on Tanskassa, ja alhaisin Saksassa.

Yllä mainittujen tulosten perusteella voidaan muodostaa markkinoiden rakenteista jonkinlaisia pohdintoja. Ensinnäkin Saksan markkinarakenteen perusteella näyttäisi siltä, että suuret markkinat ovat myös kehittyneemmät. Markkinoiden luotettavuuden ja sääntelyn ollessa korkealla tasolla löytyy markkinoille myös asiakkaita. Asiakasmäärien kasvaessa, kasvaa myös halu uudentyyppisiin ja räätälöidympiin tuotteisiin. Suuri koko tuo myös hajautuneemmat markkinat, sillä erikoisemmat tuotteet tuovat markkinoille pieniä, juuri tiettyä markkinasegmenttiä tavoittelevia toimijoita. Tämän lisäksi verotuksen suuruudella ei pelkkien lukujen valossa näyttäisi olevan suurta vaikutusta sijoittajien päätöksen tekoon, sillä Tanskassa rahastot ovat korkeista veroista huolimatta erittäin suosittuja. Asiaa ei kuitenkaan voi yksinkertaistaa oletuksen tasolle, sillä sijoittajien käytökseen vaikuttavat myös muut seikat kuin verotus. Markkinoiden hajautuneisuus ja niillä olevien toimijoiden määrä näyttäisi tutkimuksen perusteella myös kuvastavan markkinoiden kokoa, sillä suurimmat markkinat ovat myös hajautuneimmat. Poikkeuksen tästä muodostaa Tanska, jonka markkinat ovat Euroopan mittakaavalla suhteellisen suuret, mutta jonka markkinoiden keskittyneisyys on kuitenkin vertailumaiden suurinta.

## **6.2 Suomen sijoitusrahastomarkkinoiden kehittäminen tulevaisuudessa**

Ennen kuin lähdetään pohtimaan mahdollisia kehitysehdotuksia Suomen sijoitusrahastomarkkinoille, kannattanee ensin pohtia mitä niiltä haetaan. Suomen rahastomarkkinat ovat omalta osaltaan jo hyvin luotettavat ja hyvin toimivat. Tätä edesauttaa asianmukainen lainsäädäntö sekä pätevä valvonta. Sen sijaan Suomen sijoitusrahastomarkkinat ovat eurooppalaisella tasolla suhteellisen nuoret ja pienet, esimerkiksi Ruotsissa rahastot ovat vakiinnuttaneet paikkansa kotitalouksien suosittuna säästökohteena, toisin kuin esimerkiksi Suomessa. Näin ollen kehitysehdotukset pohjautuvat kahteen osaluueeseen: rahastosijoittamisen suosion parantamiseen ja markkinoiden yhdenmukaistamiseen muun Euroopan kanssa. Yhdenmukaistaminen ei ole vielä täysin ajankohtainen asia, mutta tulevaisuudessa rahastomarkkinoiden integraation voidaan ajatella laajenevan entisestään, esimerkiksi verotuksen kautta. Ulkopuolelle ei kannata jättää myöskään sitä tosiasiaa, että kansainvälinen kilpailu on kovaa ja luomalla esimerkiksi houkuttelevia tuotteita, voidaan markkinoita muokata entistäkin mielenkiintoisammaksi sijoituskohteeksi myös ulkomaalaisille sijoittajille.



Eräänä rahastomarkkinoiden suosiota parantavana keskeisenä tekijänä on se, mitä kuluttajat hakevat säästö- ja sijoituskohteiltaan, sillä tässä kohderyhmässä on paljon kasvupotentiaalia. Tätä kuvataan Finanssialan Keskusliiton julkaisemassa Säästäminen, luotonkäyttö ja maksutavat - tutkimuksessa. Tutkimuksen perusteella säästö- ja sijoituskriteerit ovat tärkeysjärjestyksessä turvallisuus, sijoituskohteen riskittömyys, vaivattomuus, rahaksi muuttamisen helppous ja tuotto (Finanssialan Keskusliitto 2012f, 18). Hyvin monet edellä mainituista kriteereistä koskevat myös rahastosäästämistä. Turvallisuus ja riskittömyys ovat kenties ne osa-alueet, joiden parantamisessa rahastoilla on vielä tekemistä. Toisaalta rahastosijoittamista voidaan pitää monia muita sijoituskohteita vähäriskisempänä sen tuoman riskien hajautuksen takia ja turvallisuutta voidaan korostaa oikeilla rahastovalinnoilla. Kuitenkin suomalaisten halukkuus rahastosijoittamiseen on laskusuunnassa, ja vain 8 prosenttia kotitalouksista suunnittelee sijoittavansa rahastoihin lähitulevaisuudessa (Finanssialan Keskusliitto 2012f, 16).

Ruotsissa kuluttajien aktivoiminen rahastosäästämiseen on onnistunut äärimmäisen hyvin, sillä maassa 76 prosentilla kansalaisista on rahastosijoituksia, kun ulkopuolelle jätetään rahastoeläkkeet (Fondbolagens Förening 2012d). Samaan aikaan Suomessa rahastoja on noin 17 prosentilla kansalaisista. Verrattaessa Suomea Ruotsiin, on Suomen rahastomarkkinoiden eräänä miinuspuolena kenties se, että ne ovat hyvin nuoret ja suhteellisen nopeasti rakennetut. Ruotsissa rahastoja ruvettiin tarjoamaan kuluttajille hyvin paljon aikaisemmassa vaiheessa ja ne ovat vuosien saatossa vakiinnuttaneet osansa ruotsalaisten sijoituskohteena. Ruotsissa rahastojen historia yltää 1950-luvulle. Jo 1970-luvulla oli suurimmalla osalla ruotsalaisista pankeista rahastoja tuotevalikoimissaan. Edistääkseen ruotsalaisten säästämistä tuotiin markkinoille verorahastoja, joiden jakama tuotto oli viitenä ensimmäisenä vuotena verovapaata ja jokaisesta säästetystä kruunusta 30 prosenttia oli vähennyskelpoinen tuloverotuksessa. 1980-luvulla luotiin rahastotyyppi *allemansfonder*, joka vastasi suurelta osin verorahastoa. Vähennysoikeus poistettiin, mutta tulot olivat verovapaita riippumatta säästämisajasta. 1990-luvulla rahastojen tuomia voittoja ryhdyttiin vihdoinkin verottamaan, mutta ruotsalaiset jatkoivat säästämistä rahastoihin, joista he olivat saaneet hyviä kokemuksia sekä tuottoja. (Fondbolagen Förening 2009, 10-11.) Suomessa tämänkaltainen vaihe rahastomarkkinoiden kehityksestä on jäänyt täysin pois. Suomessa rahastot luotiin saman tien sijoitustuotteeksi ja arvopaperikaupan helpommaksi vaihtoehdoksi. Sanoisinkin, että osittain tä-

män perusteella rahastot eivät ole löytäneet tietään jokaisen suomalaisen säästökohdeeksi kuten Ruotsissa, jossa kansalaisia on käytännössä opetettu rahastosijoittamiseen. Taaksepäin tuskin on menemistä, sillä se, että Suomeen tuotaisiin allemansfondien kaltaisia verovapautettuja tuotteita, olisi vastoin verotuksen läpinäkyvyyden periaatetta.

Koska edellä mainitut allemansfondien tapaiset kannustavat rahastorakenteet ovat menneisyyttä, pitäisi rahastojen roolia helppoina, vaivattomina, ja joissain tapauksissa vähäriskisinä säästö- ja sijoituskohteina pyrkiä parantamaan ensisijaisesti lisäämällä suomalaisten tietoutta rahastosijoittamisesta. Tällä hetkellä Suomen markkinoilla ei ole yhteistä, rahastomarkkinoiden imagoa ja suosiota kasvattavaa tekijää. Täysin tätä tehtävää ei voida laittaa Finanssialan Keskusliiton harteille, vaikkakin muiden maiden mallien mukaisesti olisi kannattavaa, jos Suomenkin markkinoilta löytyisi aktiivinen markkinoiden kehittäjä, joka ajaisi voimakkaammin rahastomarkkinoiden tietoutta ja suosiota. Tärkeää olisikin, että markkinoiden kasvua ja tunnettavuutta lähdetäisiin ajamaan joko yhteistyössä Finanssialan Keskusliiton ja sen rahastoalan jäsenyritysten tai toisen markkinatoimijan, kuten Pörssisäätiön avustuksella, samaan tapaan kuin muissa vertailun maissa. Näkemäni perusteella suomalaiset pankit ja rahastoyhtiöt ovat omilla sivuillaan luoneet hyviä malleja kuluttajille rahastosäästämisen aloittamiseksi ja oikean tuotteen löytämiseksi. Suomi vaikuttaisi kuitenkin olevan ainoa maa, jossa kuluttajille suunnattua objektiivista tietoa ei ole laajasti saatavissa puolueettomalta taholta. Eräs tärkeä ominaispiirre esimerkiksi Ruotsin edunvalvontajärjestön materiaaleissa onkin se, että niissä painotetaan tiedon olevan puhtaasti faktaa, ei myyntiä. Norjassa sen sijaan altomfond-sivustolla todetaan, että tietouden kasvattaminen tuo lisää kuluttajia rahastosäästäjiksi vain sen takia, että rahastojen edun muihin säästö- ja sijoituskohteisiin verrattuna ovat niin suuret. Askel oikeaan suuntaan olisi, että rahastosijoittamisesta kiinnostuneille muodostettaisiin oma, riippumaton ja objektiivinen sivusto, joka olisi ”puolueettoman” lähteen, kuten Finanssialan Keskusliiton tai Pörssisäätiön, ylläpitämä. Sivuston tekeminen yhteistyössä alan yritysten kanssa toisi sille kattavuutta ja uusia näkemyksiä. Mukana oleville yrityksille sivusto toisi näkyvyyttä sekä potentiaalisesti uusia asiakkaita.

Rahastojen imagoa pitäisi saada muunnettua osittain säästämistuotteeksi. Tällä hetkellä monet varmasti kuvittelevat niiden olevan enemmän sijoitustuotteita, vaikka todellisuudessa tuotteita löytyy sekä säästämiseen että sijoittamiseen. Tätä kuvastaa esimerkik-

si se, että suunnilleen yhtä suuri osa suomalaisista harkitsee sijoittamista rahastoihin ja suoraan osakkeisiin, vaikka tuotteiden riskisyydessä on eroja. Toki rahastoista löytyy riskisyydeltään korkeitakin tuotteita, mutta esimerkiksi pääomaturvatussa rahastossa rahasto-osuudelle määritellään takuuarvo, jonka sijoittaja tulee saamaan markkinatilanteesta huolimatta (Taloussanomat 2007). Tätä imagon muutosta pystyttäisiin varmasti muuttamaan lisääntyneen tiedon avulla.

Kuluttajille tarjottavaa informaatiota voidaan parantaa myös yksinkertaisilla ja pienillä teoilla. Ruotsin Morningstar lanseerasi vuoden 2012 toukokuussa uuden kulujen arviointia helpottavan tunnusluvun kuluttajille, Norman-summan, joka on nimetty Ruotsin finanssimarkkinoista vastaavan ministerin Peter Normanin mukaan. Tunnusluku pohjautuu asiantuntijoiden ja poliitikkojen toiveille, että rahastosijoittamisen pitkänaikavälin kuluista pitäisi saada luotua parempi käsitys. Nyt lanseerattu tunnusluku antaa arviota kuluista, jotka muodostuvat 10 vuoden aikana, jos sijoittaja sijoittaa 1000 kruunua kuussa sijoitusrahastoihin. Arvio perustuu rahastoyhtiön raportoimiin kuluihin viimeiseltä viideltä vuodelta sekä varovaiseen oletukseen rahastojen tulevaisuuden tuloista, joka on jokaisessa rahastotyyppissä sama. (Morningstar Sverige 2012.) Ideanahan uusi tunnusluku on hyvä, ja se kertoo siitä, kuinka pienillä asioilla markkinoita voidaan kehittää. Juuri tämänkaltaisia aloitteita kaivattaisiin myös Suomessa.

Suomen markkinoilla kannattaisi harkita myös rahastojen jakelukanavien kehittämistä, joista eräänä esimerkkinä ovat rahastotorit. Jonkin verran näitä jo löytyy Suomesta, esimerkiksi Nordnetin ylläpitämänä, mutta yleisesti rahastotorien tarjonta on pientä. Yksi tärkeimmistä sijoittamisen ja säästämisen osatekijöistä on suomalaisten mielestä kuitenkin turvallisuus, ja Nordnetin kaltainen yksittäinen toimija ei välttämättä tuo samankaltaista turvallisuuden tunnetta, kuin oman pankki. Rahastotorien tarjonta on Ruotsissa hyvin laajaa ja voisi olla oletettavissa, että tämä suuntaus tulisi Suomeenkin suuremmalla voimalla. Ruotsissa suurin rahastotori on Fondmarknaden.se, joka tarjoaa markkinoiden kaikkia rahastoja. Se on täysin itsenäinen markkinatoimija, joka myös tarjoaa asiakkailleen riippumatonta neuvontaa rahastosijoittamiseen. Rahastotori on tarjolla hieman yllättävältä taholta, sillä Ruotsin osakesäästäjien valtakunnallinen liitto on luonut oman rahastotorinsa. Myös markkinoiden suurimmalla rahastoyhtiöllä Swedbank Roburilla on oma rahastotorinsa, jonka kautta se tarjoaa myös muiden toi-

mijoiden rahastoja. Suomessa suurimmat toimijat Nordea ja OP keskittyvät tällä hetkellä vain omien rahastoyhtiöittensä tuotteiden tarjoamiseen ja toki valikoimat ovat suhteellisen kattavat. Nordealla on tietenkin etunaan se, että se voi tarjota myös pohjoismaalaisten tytäryhtiöiden rahastoja kun taas OP:lla on puhtaasti vain omia, suomalaisia rahastoja valikoimissaan. Olisiko siis täysin poissuljettua, että rahastojen tarjoamista tehtäisiin yhteistyössä esimerkiksi suurten ja pienten toimijoiden kanssa tai vaihtoehtoisesti, että suuret toimijat loisivat omia rahastorejaan? Rahastotorin etuna kuluttajalle on se, että hänellä on suurempi valikoima rahastoja saatavilla ja verrattavissa, kaikki hankittavissa samasta paikasta. Etenkin aktiivisemmille rahastosijoittajille tämä on helpottava väline ja ilman rahastotorin palveluita jää asiakas helposti oman pankkinsa asiakkaaksi. Etuja koituu myös rahastojen tarjoajille ja esimerkiksi pienemmille toimijoille rahastotori voi tuoda lisää asiakkaita paremman näkyvyyden kannalta.

Suomen rahastomarkkinoiden tuotevalikoiman suuntausta kannattanee myös pohtia. Suomen rahastojen sijoittajaosuuksissa suhteellisen pieni osa menee yrityksille ja institutionaalisille sijoittajille ja onkin aiheellista harkita, onko Suomessa tarpeeksi oikeanlaisia ja haluttuja tuotteita tälle sijoittajaryhmälle. Saksassa erikoissijoitusrahastojen suosio on hyvin laajaa, lähinnä siksi, että niistä on muodostettu institutionaalisille sijoittajille houkuttelevia tuotteita. Erikoissijoitusrahastoja voidaan perustaa vain yhdellekin institutionaaliselle sijoittajalle, ja se voidaan räätälöidä sijoittajan toiveiden mukaisesti. Malli olisi hyvä Suomenkin kannalta, mutta muutamia ongelmia mallin tuomisessa Suomeen on. Saksan lainsäädäntö sallii sijoitusrahastolle vain yhdenkin omistajan, sillä heidän rahastomarkkinoiden lainsäädännössä ei ole määritelty minimimäärää osuudenomistajille. Suomessa sen sijaan on, ja rahastolla täytyy nykyisen lainsäädännön mukaisesti olla vähintään 50 osuudenomistajaa. Tämä ei siis mahdollista Saksan mallin implementoimista Suomeen. Toinen ennemminkin pohdinta on se, onko meillä loppujen lopuksi tarpeeksi kysyntää tämänkaltaiselle mallille. Saksa on kansantaloudellisesti suurempi maa kuin Suomi ja institutionaalisia sijoittajia löytyy laajalta rintamalta, samaa ei voida sanoa Suomesta.

Toinen Saksan markkinoilta löytyvä tuotemalli, joka herätti kiinnostukseni, olivat infrastruktuurirahastot. Näiden rahastomallien tuominen Suomen markkinoille voisi edesauttaa suurten, julkisten projektien toteutumista. Edelleen tämänkin rahastomallin

kohdalla on pohdittava, mahdollistaako nykyinen lainsäädäntö sen. Kyseisellä rahastotyyppillä myös sijoittajakohderyhmä on hieman eri kuin aivan tavallisilla rahastoilla. Tuote olisi korkeariskinen ja sijoittajiksi pitäisikin näin ollen seuloutua vain erittäin kokee- neet ja suuren sijoitettavan varallisuuden omaavat tahot ja jälleen esiin nostettava asia on se, löytyisikö tuotteelle tarpeeksi kysyntää. Kolmantena pohdintana ovat sateenvarjorahastot ja niiden salliminen myös Suomen markkinoille. Tällä hetkellä vertailumaiden joukossa sateenvarjorahastojen rooli on ollut kaksijakoista, sillä esimerkiksi Ruotsi ja Norja eivät ole niitä sallineet kun taas Saksa, Tanska ja Sveitsi sallivat ne. Sateenvarjomallin hyväksyminen ja käyttäminen myös Suomessa mahdollistaisi sijoittajalla mahdollisesti alentuneita kuluja, koska hän voisi kulutehokkaasti ja helposti siirtyä sateenvarjorahaston alarahastosta toiseen.

Euroopan, ja erityisesti EU-maiden, sijoitusrahastomarkkinoiden yhtenäistäminen kannalta verotuksen suuntauksen päättäminen tulevaisuudessa tulee kenties olemaan yksi keskeisimmistä suurista päätöksistä, sillä maiden välillä lainsäädäntöä on jo yhdenmu- kaistettu UCITS-direktiiveillä. Verotusmalleja on yhtä paljon kuin on maailmassa maita ja jokaisen maan rahastosijoittamista koskeva verottaminen perustuu maan omaan ve- rotusrakenteeseen. Tämän vuoksi rahastomarkkinoiden verotusta koskevasta kappaleesta ei muodosteta kehitysehdotuksia. Kuitenkin muutamat verotukselliset rakenteet muilta markkinoilta pistivät silmään. Näitä olivat Ruotsin rahastovero, Norjan suojaus- vähennys, Tanskan mallin mukainen tulojen erottelu sijoitus- ja osaketuloihin sekä Sak- san väliaikaisenvoiton ja osakevoiton malli. Muita markkinoilta löytyviä mielenkiintoisia asioita olivat eri maissa esiintyvät verovapaudet joissakin sijoittajatyypeissä ja sijoitus- kohteissa. Veroprosenteista voidaan aina keskustella, mutta vertailumaiden mittakaaval- la Suomen verotuksen taso on kohtuullinen ja yhdenvertainen kaikille sijoittajille. Nor- jan markkinoilla esiintyvä suojausvähennys voisi olla hyvä lisä myös suomalaisille markkinoille ja sillä voitaisiin helpottaa rahastosijoittamiseen liittyvää kulukammos- ta. Norjassa suojausvähennystä sovelletaan sekä arvopaperi- että rahastosijoittamiseen, joten sen vaikutus verotuksen läpinäkyvyyteen ei ole suuri. Täysin vastakkainen suun- taus on ollut meneillään Ruotsissa, jossa läpinäkyvyyden periaatteen mukaisesti rahasto- jen verottamisesta on luovuttu täysin ja kaikki kulut on siirretty sijoittajille. Tämän pe- rusteella, kattaakseen uupuvia verotuloja, Ruotsissa luotiin vuoden 2012 alusta uusi rahastovero, joka tuo lisää kustannuksia sijoittajille, joskin on todettava, että nämä suh-

teellisen alhaiset kustannukset tuskin tulevat vaikuttamaan rahastosijoittamisen suosi-  
oon. Kuitenkin tulee olemaan mielenkiintoista seurata miten uusi rahastovero pärjää  
Ruotsissa tulevana vuosina. Verotuksen kannalta Suomen tulevaisuuden haasteiksi voi-  
taneen lukea se, ruvetaanko Suomessa entistä enemmän noudattamaan läpinäkyvyy-  
denperiaatetta ja siirtymän enemmänkin keskieuropalaiseen verotusmalliin. Nykyinen  
järjestelmä Suomessa on hyvin yksinkertainen ja sijoittajalle helppo, joten sen muutta-  
mista tulee harkita tarkoin.

Edellä luetellut pohdinnat vaativat kuitenkin tarkempaa jatkoanalysointia ja tuoteuu-  
tuuksien osalta on myös tärkeää kartoittaa markkinoilta löytyvä tarve uusille tuotteille.  
Suomen rahastomarkkinoiden ominaispiirteenä on tasaisuus ja varmuus, jos tarkastelun  
ulkopuolelle jätetään rahastojen arvojen kehittyminen maailmanmarkkinoiden turbu-  
lenssissa. Markkinat kehittyvät itsekseen talouden muutoksien mukana ilman suurem-  
paa kehittävää tahoja. Jotta Suomen markkinat saadaan kehittymään entisestään, vaatii  
se aktiivista rahastomarkkinoiden ja rahastosijoittamisen tietouden kehittämistä, tuote-  
valikoiman ja jakelukanavien laajentamista sekä kaikista tärkeimpänä, rahastomarkki-  
noiden suosion aktiivista eteenpäin viemistä.

### **6.3 Tutkimuksen luotettavuuden arviointi**

Työn uskottavuuden pohdinta on tärkeä osa-alue opinnäytetyötä, etenkin tässä tapauk-  
sessa, kun materiaali on tuotettu toimeksiantajan käyttöön. Tutkimuseettinen neuvot-  
telukunta on luonut joitakin tutkimustyöhön liittyviä normeja, kuten tutkijan rehelli-  
syyt, huolellisuus ja tarkkuus, tutkimuksen vaatimusten mukaisten menetelmien käyttö  
tiedonhankinnassa sekä muiden tutkijoiden tekemän työn huomiointi. Näitä osa-alueita  
koen noudattaneeni opinnäytetyöprosessin aikana hyvin, tämä näkyy esimerkiksi lähde-  
viitteiden ja lähteiden suurena määränä. Tiedonhankinnassa olen pyrkinyt käyttämään  
luotettavia lähteitä, joilla on kansainvälistä tai kansallista statusta ja joiden tarkoituksena  
on ajankohtaisen ja täsmällisen tiedon tarjoaminen. Työn tavoitteena on ollut kirjoittaa  
neutraalia tekstiä, mutta osalla lähteistä voi olla puolueellista näkökantaa. Tämän vuoksi  
lähteinä ei ole käytetty suuressa määrin aikakauslehtiä tai rahastoyhtiöiden omia sivuja,  
joilla voidaan ajatella olevan omaa näkökulmaa taustalla. Sijoitusrahastoala elää jatku-  
vasti ja tämän vuoksi olen pyrkinyt käyttämään mahdollisimman ajankohtaisia lähteitä

ominaispiirteitä kuvattaessa. Hieman vanhempaa materiaalia olen käyttänyt lähinnä yleisten periaatteiden kuvaamiseen, jos uudempaa materiaalia ei ole ollut löydettävissä. Vertailtavuuden parantamiseksi olen pyrkinyt käyttämään lukuja samoilta ajanjaksoilta.

Opinnäytetyön suurimpana luotettavuutta vaarantavana tekijänä on vieraskielinen materiaali. Ainoana yhteisenä kielenä oli englanti, jota yksikään tutkittavista maista ei käyttänyt omana kielenään. Tämä johti siihen, että sekä opinnäytetyöntekijä ja tutkittavat kohteet käyttivät vierasta kieltä, joka lisää entistä enemmän riskiä väärinymmärtämiseen. Tämän lisäksi englanninkielisen materiaalin saatavuudessa oli suuria eroja esimerkiksi eri maiden järjestöjen välillä. Yksi suurimmista haasteista oli erityisesti verotuskappaleen muodostaminen vieraskielisistä materiaaleista, sillä maissa oli monia käytäntöjä, joille suomenkielestä ei löytynyt valmista vastinetta. Lisäksi verotukseen liittyvä materiaali on haastavaa luettavaa ilman taustatietoa maan yleisestä verotusrakenteesta. Kappaleen luotettavuutta huonontavana tekijänä oli myös se, että alkuperäisiä verosäännöksiä ei ollut löydettävissä ja materiaali pohjautuu KPMG-konsernin tekemiin tiivistelmiin ja näin ollen joitakin merkittäviäkin aiheita on voinut jäädä pois. Kokonaisuutena työ antaa kuitenkin yleisellä tasolla ajankohtaista ja pätevää tietoa eri maiden rahastomarkkinoiden ominaispiirteistä.

#### **6.4 Ammatillinen kehittyminen ja opinnäytetyöprosessi**

Nykyään kansainvälisyys on yksi tärkeimmistä teemoista sekä koulussa että työelämässä. Opinnäytetyö oli erinomainen väline rahastosijoittamisen kansainvälisten teemojen ymmärtämiseen ja näkökulmien laajentamiseen. Lisäksi eräänä erittäin hyödyllisenä osa-alueena oli rahastoalan kielitaidon parantuminen, sillä tämä oli opinnoissa jäänyt käytännössä kokonaan pois. Se informaatio ja tieto, jonka olen saanut opinnäytetyöprosessin aikana, on laajoista lähteistä kerättyä ja sitä ei ole koostettuna mihinkään yhtenäiseen lähteeseen. Se on ammatillista tietoa vahvasti syventävää. Tietoperustaa rakentaessa huomasin sellaisenkin yksityiskohdan, että tietyssä vaiheessa yleisistä lähteistä, kuten kirjoista, saatavalle tiedolle tulee loppu. Tämä tulee vielä siinä vaiheessa, kun materiaali on suhteellisen pintapuolista. Kovin syventävää tietoa ei ole edes saatavissa Suomen markkinoista, sillä kaikki saatavilla oleva kirjallisuus kohdistuu lähinnä rahastosijoittamisen perusteisiin yleisellä tasolla. Pidän saamaani tietoa hyvin tärkeänä, jos jossain

vaiheessa päätän hakea työpaikkaa sijoitusrahastomarkkinoilta, sillä se toimii hyvänä pohjana rahastomarkkinoiden käytännön toiminnan ymmärtämiseen, tähän mennessä hän opittu on vain teoriaa. Prosessi on myös opettanut etsimään tietoa laajoista lähteistä sekä arvioimaan lähteiden luotettavuutta.

Monia asioita olisi prosessin aikana varmasti voinut tehdä tehokkaammin ja helpommin. Eräänä suurimpana ongelmana prosessissa oli poukkoilevuus, minulla ei ollut työn tekemiseen tarpeeksi tarkkaa suunnitelmaa. Eräs syy tähän oli varmasti se, että aloittaessani työtä minulla ei ollut tarpeeksi tietoa opinnäytetyöprosessista kokonaisuutena. Osittain tämä näkyi esimerkiksi siinä, että olen vielä prosessin loppuvaiheissakin löytänyt tutkittava asioita koskevaa merkityksellistä informaatiota sekä siinä, että kirjoitusprosessi ei ollut kovinkaan suunnitelmallista, joka on johtanut siihen, että loppuvaiheessa korjattavaa on ollut paljon. Omat ongelmansa työlle myös toi aihealueen laajuus, joka tosin osittain johtui toimeksiantajan asettamista toiveista. Tämä johti osittain esimerkiksi siihen, että työssä käsiteltävä verotus on suhteellisen pintapuolista ja pelkätään tästä olisi voinut tehdä oman opinnäytetyön. Toisaalta työhön valitut aihealueet kuvastavat hyvin markkinoiden keskeisimpiä osa-alueita, joiden ensiluokkainen toiminta on markkinoiden toiminnan ja kehittämisen kannalta erityisen tärkeää ja näiden kuvaamisessa olen käytettävien materiaalien rajoissa onnistunut mielestäni hyvin.

Nyt tehty opinnäytetyö avaa paljon lisäkysymyksiä, joiden perusteelta voisi muodostaa useita jatkotutkimuksia. Tämä tutkimus on sen verran pintapuolinen, että kaikista aihealueista voisi suorittaa uuden, syventävämmän työn. Kaikenkattavaa materiaalia ei ole saatavilla Euroopan tasolla esimerkiksi verotuksesta, sillä tässäkin työssä käytetty Viitalan materiaali alkaa tietojensa pohjalta olla vanhentunutta. Nyt tutkimus keskittyi vain Suomea lähellä olevien maiden rakenteiden kuvaamiseen, ja eräs hyvin mielenkiintoinen ja ajankohtainenkin tutkimuskohde olisi Euroopan velkakriisimaiden sijoitusrahastomarkkinoista suoritettava vertailu.



## Lähteet

Arvopaperi 2011. Sijoitusrahastot järjestykseen uuden avaintietoesitteen avulla. Luettavissa:

<http://www.arvopaperi.fi/uutisarkisto/sijoitusrahastot+jarjestykseen+uuden+avaintietoesitteen+avulla/a629793>. Luettu 7.4.2012. (Vaatii henkilökohtaiset tunnukset.)

BVI Bundesverband Investment and Asset Management 2012a. Organization. Luettavissa:

[http://www.bvi.de/de/englische\\_seiten/introduction\\_and\\_organisation/index.html](http://www.bvi.de/de/englische_seiten/introduction_and_organisation/index.html).  
Luettu: 13.8.2012.

BVI Bundesverband Investment and Asset Management 2012b. Investment funds. Nur für alle.- etusivu. Luettavissa: <http://nur-fuer-alle.de/>. Luettu: 21.8.2012.

BVI Bundesverband Investment and Asset Management 2012c. Introduction and organisation. Luettavissa:

[http://www.bvi.de/de/englische\\_seiten/introduction\\_and\\_organisation/index.html](http://www.bvi.de/de/englische_seiten/introduction_and_organisation/index.html).  
Luettu: 5.9.2012.

BVI Bundesverband Investment and Asset Management 2012d. Open-Ended Real Estate Funds. Luettavissa: [http://www.bvi.de/de/englische\\_seiten/Open-endedRealEstateFunds/General\\_Introduction/index.html](http://www.bvi.de/de/englische_seiten/Open-endedRealEstateFunds/General_Introduction/index.html). Luettu: 27.9.2012.

Dagens Industri 2010. Dyra garantifonder ger lite tillbaka. Luettavissa:

<http://www.di.se/artiklar/2010/4/1/dyra-garantifonder-ger-lite-tillbaka/>. Luettu: 27.9.2012.

DNB Bank ASA 2012. Taxation of shareholders according to Norwegian law. Luettavissa: <https://www.dnb.no/portalfront/nedlast/en/about-us/ir/shareholders-taxation.pdf>. Luettu: 2.9.2012.

2009/65/EY. Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi (EY) N:o 65/2009 siirtokelpoisiin arvopapereihin kohdistuvaa yhteistä sijoitustoimintaa harjoittavia yrityksiä (yhteissijoitusyritykset) koskevien lakien, asetusten ja hallinnollisten määräysten yhteensovittamisesta. Euroopan Unionin virallinen lehti L302/32, 17.11.2011, s. 32-96

EFAMA European Fund and Asset Management Association 2011a. Fact Book: Trends in European Investment Funds.

EFAMA European Fund and Asset Management Association 2011b. Efama's response to IRS Specific Questions. Luettavissa:  
<http://www.efama.org/Publications/Public/FATCA/FATCA%20-%20EFAMA%20Response%20to%20IRS%20Specific%20Questions.pdf>. Luettu: 1.9.2012.

EFAMA European Fund and Asset Management Association 2012. Monthly Factsheet May 2012. Luettavissa:  
<http://www.efama.org/Publications/Statistics/Monthly/Monthly%20Fact%20Sheets/Monthly%20Fact%20Sheet%20May%202012.pdf>. Luettu: 21.8.2012.

Finansinspektionen 2012. Specialfondernas riskmått. Luettavissa:  
[http://www.fi.se/upload/50\\_Marknadsinfo/Fondinnehav/Riskm%C3%A5tt%202012/riskmatt201206.pdf](http://www.fi.se/upload/50_Marknadsinfo/Fondinnehav/Riskm%C3%A5tt%202012/riskmatt201206.pdf). Luettu: 26.9.2012.

Finanssialan Keskusliitto 2012a. Kotitalouksien rahoitusvarat ja –velat, elokuu 2012. Ladattavissa osoitteesta:  
<http://www.fkl.fi/materiaalipankki/esitysaineistot/Sivut/default.aspx>. Luettu 5.8.2012.

Finanssialan Keskusliitto 2012b. Perustietoa Finanssialan Keskusliitosta. Luettavissa:  
[http://www.fkl.fi/tietoa\\_meista/Sivut/default.aspx](http://www.fkl.fi/tietoa_meista/Sivut/default.aspx). Luettu: 30.7.2012.

Finanssialan Keskusliitto 2012c. Perustehtävä ja tahtotila. Luettavissa:  
[http://www.fkl.fi/tietoa\\_meista/perustehtava\\_ja\\_tahtotila/Sivut/default.aspx](http://www.fkl.fi/tietoa_meista/perustehtava_ja_tahtotila/Sivut/default.aspx). Luettu: 30.7.2012.

Finanssialan Keskusliitto 2012d. Finanssiosaamisen kehittämistä tarvitaan. Luettavissa:  
<http://www.fkl.fi/teemasivut/finanssiosaaminen/Sivut/default.aspx>. Luettu:  
30.7.2012.

Finanssialan Keskusliitto 2012e. FK:n jäsenet. Luettavissa:  
[http://www.fkl.fi/tietoa\\_meista/jasenet/Sivut/default.aspx](http://www.fkl.fi/tietoa_meista/jasenet/Sivut/default.aspx). Luettu: 30.7.2012.

Finanssialan Keskusliitto 2012f. Säästäminen, luotonkäyttö ja maksutavat 2012. Luettavissa:  
[http://www.fkl.fi/materiaalipankki/julkaisut/Julkaisut/Saastaminen\\_luotonkaytto\\_ja\\_maksutavat\\_2012.pdf](http://www.fkl.fi/materiaalipankki/julkaisut/Julkaisut/Saastaminen_luotonkaytto_ja_maksutavat_2012.pdf). Luettu: 24.9.2012.

Finanssialan Keskusliitto 2012g. Kotitalouksien sijoitusrahastosäästäminen 2012. Luettavissa:  
[http://www.fkl.fi/materiaalipankki/tutkimukset/Dokumentit/Kotitalouksien\\_sijoitusrahastosaaastaminen.pdf](http://www.fkl.fi/materiaalipankki/tutkimukset/Dokumentit/Kotitalouksien_sijoitusrahastosaaastaminen.pdf). Luettu: 24.9.2012.

Finanssivalvonta 2012. Rahastoyhtiöiden markkinaosuudet 2012. Luettavissa:  
[http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Tilastot/Arvopaperimarkkinat/Rahastoyhtioiden\\_markkinaosuudet/Documents/Rahastoyhtioiden\\_markkinaosuudet\\_2012.pdf](http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Tilastot/Arvopaperimarkkinat/Rahastoyhtioiden_markkinaosuudet/Documents/Rahastoyhtioiden_markkinaosuudet_2012.pdf). Luettu  
31.3.2012.

Finanssivalvonta 2011. Uusi sijoitusrahastodirektiivi helpottaa rahastojen vertailtavuutta. Luettavissa:  
([http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Finanssiasiakas/Artikkelit/Pages/03\\_2011.aspx](http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Finanssiasiakas/Artikkelit/Pages/03_2011.aspx)).  
Luettu: 20.7.2012.

Fondbolagens Förening 2012a. Our priority issues. Luettavissa:  
<http://fondbolagen.se/en/About-us/Priority-issues/Funds-as-a-savings-instrument/>.  
Luettu: 13.8.2012.

Fondbolagens Förening 2012b. Om Saiten. Luettavissa: <http://fondkollen.se/>. Luettu 20.8.2012.

Fondbolagens Förening 2012c. Medlemsbolag. Luettavissa: <http://www.fondbolagen.se/sv/Om-oss/Medlemsbolag/>. Luettu: 8.4.2012.

Fondbolagens Förening 2012d. Fakta: 8 av 10 svenskar sparar i fonder. Luettavissa: <http://www.fondbolagen.se/sv/Studier/Studier/Fakta-8-av-10-svenskar-sparar-i-fonder/>. Luettu: 21.10.2012.

Fondbolagen Förening 2009. 30 år studie. Luettavissa: <http://www.fondbolagen.se/sv/Studier/Studier/>. Luettu: 11.9.2012.

HE 64/2005. Hallituksen esitys Eduskunnalle laeiksi tuloverolain 9 §:n ja rajoitetusti verovelvollisen tulon ja varallisuuden verottamisesta annetun lain muuttamisesta.

Hirsjärvi, S., Remes, P. & Sajavaara, P. 1997. Tutki ja kirjoita. Kirjayhtymä Oy. Helsinki.

ICFB Investment Consulting Financial Brokerage GmbH 2012. Special investment funds. Luettavissa: <http://www.icfb.de/en/investment/investment-funds/special-funds.html>. Luettu: 27.9.2012.

Investerings Forenings Rådet 2011. About the Federation of Danish Investment Associations. Luettavissa: <http://www.ifr.dk/aboutifr>. Luettu: 15.8.2012.

Investerings Forenings Rådet 2012a. Investering i forening. Luettavissa: <http://www.ifr.dk/investeringiforening>. Luettu: 26.8.2012.

Investerings Forenings Rådet 2012b. Medlemmerne, Investeringsforeninger. Luettavissa: <http://www.ifr.dk/composite-1157.htm>. Luettu: 4.9.2012.

Investerings Forenings Rådet 2012c. The Investment Fund Industry in Denmark. Luettavissa: <http://www.ifr.dk/composite-247.htm>. Luettu 25.9.2012.

Kivisaari, T. & Puttonen, V. 1997. Sijoittaminen ja sijoitusrahastot Suomessa. KY-Palvelu Oy. Helsinki.

KPMG 2012a. Denmark – Regulation. Luettavissa: <http://www.kpmg.com/Global/en/IssuesAndInsights/ArticlesPublications/funds-and-fund-management-survey/Pages/denmark-regulation.aspx>. Luettu: 17.8.2012.

KPMG 2012b. Denmark – Taxation. Luettavissa: <http://www.kpmg.com/global/en/issuesandinsights/articlespublications/funds-and-fund-management-survey/pages/denmark-taxation.aspx>. Luettu: 17.8.2012.

KPMG Oy Ab 2012a. Finland - Regulation. Luettavissa: <http://www.kpmg.com/Global/en/IssuesAndInsights/ArticlesPublications/funds-and-fund-management-survey/Pages/finland-regulation.aspx>. Luettu: 17.8.2012.

KPMG Oy Ab 2012b. Finland - Taxation. Luettavissa: <http://www.kpmg.com/Global/en/IssuesAndInsights/ArticlesPublications/funds-and-fund-management-survey/Pages/finland-taxation.aspx>. Luettu: 17.8.2012.

KPMG AG 2012a. Germany – Regulation. Luettavissa: <http://www.kpmg.com/Global/en/IssuesAndInsights/ArticlesPublications/funds-and-fund-management-survey/Pages/germany-regulation.aspx>. Luettu: 17.8.2012.

KPMG AG 2012b. Germany – Taxation. Luettavissa: <http://www.kpmg.com/Global/en/IssuesAndInsights/ArticlesPublications/funds-and-fund-management-survey/Pages/germany-taxation.aspx>. Luettu: 17.8.2012.

KPMG AG 2011. Tax Reporting for Investment Funds German & UK Update. Luettavissa: <http://www.kpmg.com/IE/en/Events/FS-Seminar->

Series/Documents/2011/TaxReportingInvestmentFunds-11Nov2011.pdf. Luettu: 30.9.2012.

KPMG Law Advokatfirma DA 2012a. Norway - Regulation. Luettavissa: <http://www.kpmg.com/Global/en/IssuesAndInsights/ArticlesPublications/funds-and-fund-management-survey/Pages/norway-regulation.aspx>. Luettu: 17.8.2012.

KPMG Law Advokatfirma DA 2012b. Norway - Taxation. Luettavissa: <http://www.kpmg.com/Global/en/IssuesAndInsights/ArticlesPublications/funds-and-fund-management-survey/Pages/norway-taxation.aspx>. Luettu: 17.8.2012.

KPMG AB 2012a. Sweden - Regulation. Luettavissa: <http://www.kpmg.com/Global/en/IssuesAndInsights/ArticlesPublications/funds-and-fund-management-survey/Pages/sweden-regulation.aspx>. Luettu: 17.8.2012.

KPMG AB 2012b. Sweden - Taxation. Luettavissa: <http://www.kpmg.com/Global/en/IssuesAndInsights/ArticlesPublications/funds-and-fund-management-survey/Pages/sweden-taxation.aspx>. Luettu: 17.8.2012.

KPMG AG/SA 2012a. Switzerland - Regulation. Luettavissa: <http://www.kpmg.com/Global/en/IssuesAndInsights/ArticlesPublications/funds-and-fund-management-survey/Pages/switzerland-regulation.aspx>. Luettu: 17.8.2012.

KPMG AG/SA 2012b. Switzerland - Taxation. Luettavissa: <http://www.kpmg.com/Global/en/IssuesAndInsights/ArticlesPublications/funds-and-fund-management-survey/Pages/switzerland-taxation.aspx>. Luettu: 17.8.2012.

Morningstar 2012. Suljettu Sijoitusrahasto. Luettavissa: <http://www.morningstar.fi/fi/glossary/default.aspx?articleid=75411&categoryid=487&group=S>. Luettu 7.4.2012.

Morningstar 2007. Kiinteistörahastot hiipivät Suomeen. Luettavissa:  
<http://www.morningstar.fi/fi/news/article.aspx?articleid=49876&categoryid=190>.  
Luettu 7.4.2012.

Morningstar Sverige 2012. Norman-belopp visar 10-årskostnad. Luettavissa:  
<http://www.morningstar.se/Article.aspx?title=norman-belopp-fonder-kostnad-10-ar>.  
Luettu: 30.9.2012.

Pictet & Cie Private Bankers 2012. About Pictet & Cie. Luettavissa:  
<http://www.pictet.com/en/home/about.html>. Luettu: 5.4.2012.

PricewaterhouseCoopers 2010. Switzerland Regulation. Luettavissa:  
<http://www.pwcassetmanagement.com/hfwp/m/regulationTaxation.aspx?uid=50&>.  
Luettu: 30.9.2012.

Puttonen ,V. & Repo, E. 2011. Miten sijoitan rahastoihin. Sanoma Pro.

Pörssisäätiö 2012. Sijoitusrahasto-opas. Luettavissa: <http://www.porssisaatio.fi/wp-content/uploads/2012/07/Sijoitusrahasto-opas.pdf>. Luettu:1.9.2012.

SEB Pank 2012. SEB offering an opportunity to invest in the Danish mortgage bond market. Luettavissa: <http://www.seb.ee/en/news/2012-04-11/seb-offering-opportunity-invest-danish-mortgage-bond-market>. Luettu: 24.9.2012.

Suomen Sijoitustutkimus 2012. Markkinakatsaus 7/2012. Ladattavissa osoitteesta:  
<http://www.sijoitustutkimus.fi/palvelut/instituutiosijoittajille/rahastoraportti/markkinakatsausarkisto/>. Luettu: 10.8.2012.

Suomen Sijoitustutkimus 2011a. Markkinakatsaus 12/2011. Ladattavissa osoitteesta:  
<http://www.sijoitustutkimus.fi/palvelut/instituutiosijoittajille/rahastoraportti/markkinakatsausarkisto/>. Luettu: 11.8.2012.

Suomen Sijoitustutkimus 2011b. Rahastoraportti 12/2011. Luettavissa:  
[http://www.sijoitustutkimus.fi/wp-content/uploads/2012/01/Rahastoraportti\\_201112.pdf](http://www.sijoitustutkimus.fi/wp-content/uploads/2012/01/Rahastoraportti_201112.pdf). Luettu: 3.9.2012.

Statistiska centralbyrån 2012. Investeringsfonder – tillgångar och skulder, 2:a kvartalet 2012. Luettavissa: [http://www.scb.se/Pages/PressRelease\\_\\_\\_\\_338800.aspx](http://www.scb.se/Pages/PressRelease____338800.aspx). Luettu: 26.9.2012.

Swiss Fund Association, SFA 2012a. Portrait. Luettavissa: <https://www.sfa.ch/sfa>.  
Luettu: 13.8.2012.

Swiss Fund Association, SFA 2012b. Annual Report 2011. Luettavissa:  
<https://www.sfa.ch/publications/annual-reports>. Luettu: 24.9.2012.

Swiss Fund Data 2012. Knowledge Base. Luettavissa:  
<http://www.swissfunddata.ch/sfdpub/benefit/index>. Luettu: 23.8.2012.

Taloussanomat 2007. Rahastosijoittaja turvaa pääoman tinkimällä tuotosta. Luettavissa:  
<http://www.taloussanomat.fi/tyo-ja-elama/2007/02/24/rahastosijoittaja-turvaa-paaoman-tinkimalla-tuotosta/20074712/139>. Luettu: 1.10.2012

VFF Verdipapirfondenes forening 2012a. About the Norwegian Fund and Asset Management Association. Luettavissa: <http://www.vff.no/Internett/English/>. Luettu: 15.8.2012.

VFF Verdipapirfondenes forening 2012b. Altomfond.no etusivu. Luettavissa:  
<http://www.altomfond.no/>. Luettu: 20.8.2012.

VFF Verdipapirfondenes forening 2012c. Ordinare medlemmer. Luettavissa:  
[http://www.vff.no/Internett/Om\\_Verdipapirfondenes\\_forening/Medlemmer/Ordinare\\_medlemmer/](http://www.vff.no/Internett/Om_Verdipapirfondenes_forening/Medlemmer/Ordinare_medlemmer/). Luettu: 4.9.2012.



Verohallinto 2012a. Sijoitusrahasto-osuudet. Luettavissa: <http://www.vero.fi/fi-FI/Henkiloasiakkaat/Sijoittaminen/Sijoitusrahastoosuudet%289739%29>. Luettu: 14.4.2012.

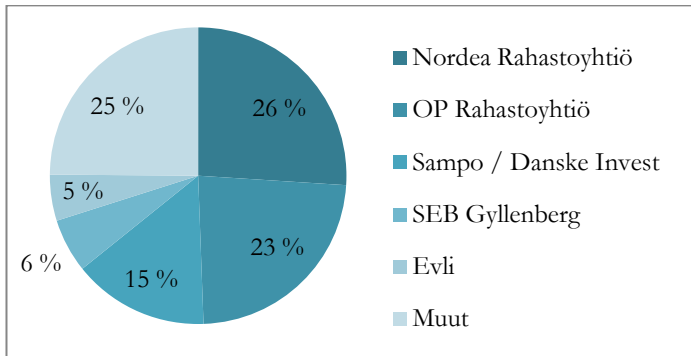
Verohallinto 2012b. Pääomatulot. Luettavissa: [http://www.vero.fi/fi-FI/Syventavat\\_veroohjeet/Henkiloasiakkaan\\_tuloverotus/Paaomatulot/Paaomatulot%2812005%29](http://www.vero.fi/fi-FI/Syventavat_veroohjeet/Henkiloasiakkaan_tuloverotus/Paaomatulot/Paaomatulot%2812005%29). Luettu 15.4.2012.

Viitala, T. 2005. Taxation of Investment Funds in the European Union. Doctoral Series 8. IBFD. Amsterdam.

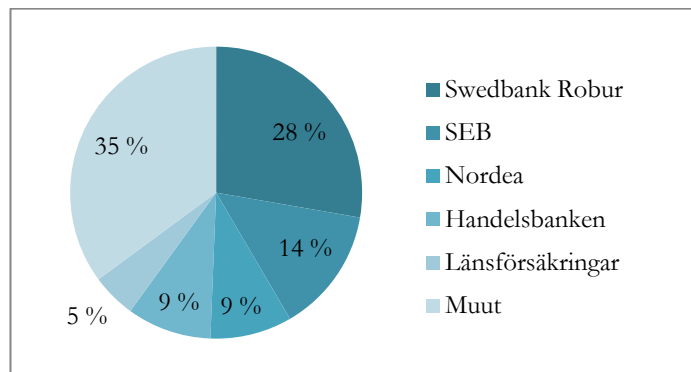
Wikipedia 2012. Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities Directives. Luettavissa: ([http://en.wikipedia.org/wiki/Undertakings\\_for\\_Collective\\_Investment\\_in\\_Transferable\\_Securities\\_Directives](http://en.wikipedia.org/wiki/Undertakings_for_Collective_Investment_in_Transferable_Securities_Directives)). Luettu: 25.7.2012.

## Liitteet

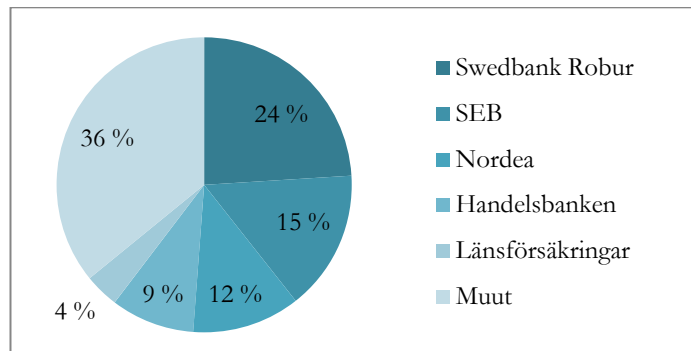
Liite1. Rahastoyhtiöiden markkinaosuudet Suomessa 31.12.2010



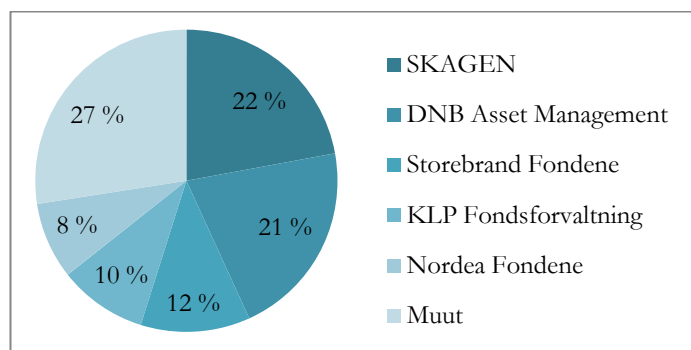
Liite2. Rahastoyhtiöiden markkinaosuudet Ruotsissa 2010, kotimaiset rahastot



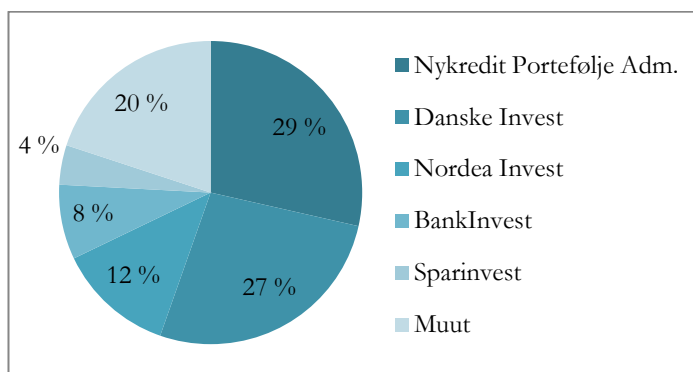
Liite3. Rahastoyhtiöiden markkinaosuudet Ruotsissa 2010, kotimaiset ja ulkomaiset rahastot



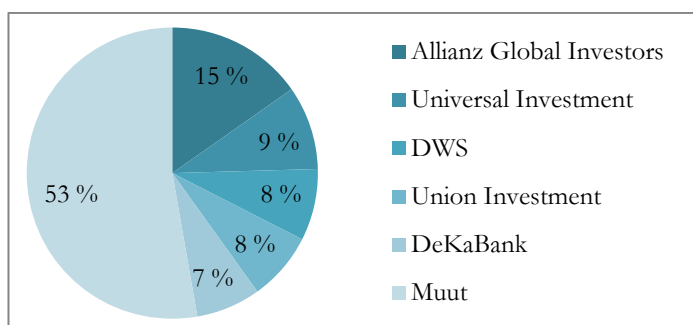
Liite4. Rahastoyhtiöiden markkinaosuudet Norjassa 2010



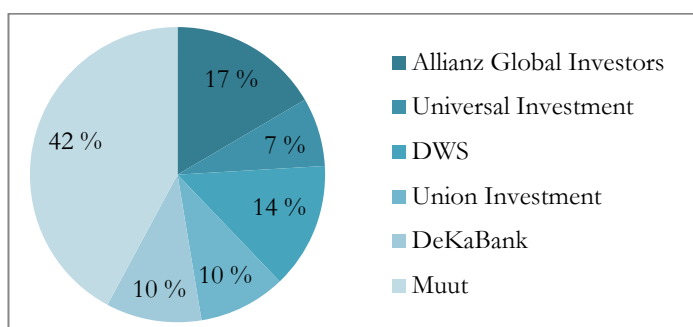
Liite5. Rahastoyhtiöiden markkinaosuudet Tanskassa 2010



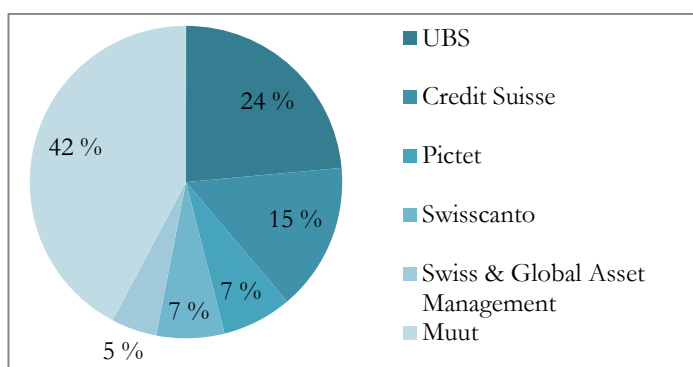
Liite6. Rahastoyhtiöiden markkinaosuudet Saksassa 2010, kotimaiset rahastot



Liite6. Rahastoyhtiöiden markkinaosuudet Saksassa 2010, kotimaiset ja ulkomaiset rahastot



Liite7. Rahastoyhtiöiden markkinaosuudet Sveitsissä maaliskuussa 2011



Liitteiden lähde: EFAMA 2011a, 275-279