



SIJOITTAJA.fi

AKTIIVISET
RAHASTOT



PASSIIVISET
RAHASTOT

SIJOITTAJAN OPAS

AKTIIVISET VS PASSIIVISET RAHASTOT

Onko aktiivisesta varainhoidosta hyötyä sijoittajille?

Miten löydän mahdollisesti lisäarvoa tuovat aktiiviratkaisut?

Sisällys

Johdanto	2
Indeksiteollisuuden kehitys	4
Aktiivisten ja passiivisten rahastojen edut ja haitat	6
Passiiviset rahastot voittavat keskimäärin	9
Osakerahastot	9
Korkorahastot	11
Yhdistelmärahastot	13
Aidosti aktiiviset rahastotkin pärjäävät – joskus	16
Vältä piiloindeksoivia rahastoja	16
Alhaiset peruskustannukset parantavat sijoittajan tuottoja	17
Rahaston tuottohistoria kertoo tulevasta	19
Pienet rahastot voittavat suuret, jos sijoituskohteet ovat epälikvidejä	20
Markkinalaskuissa on helpompi löytää hinnoitteluvirheitä	20
Miten löydän parhaat aktiiviset ja passiiviset rahastot?	22
Parhaat passiiviset rahastot	22
ETF-työkalu	22
Parhaat aktiiviset rahastot	23
Yhteenveto	24
Lähteet	25

Johdanto

Kiista aktiivisesti ja passiivisesti hoidettujen rahastojen paremmuudesta on yksi ikuisuuskysymyksistä pohdittaessa rahastosijoittamista ja laajemminkin aktiivisen varainhoidon järkevyyttä. Aktiivisten rahastojen edustajat pyrkivät tuomaan esille salkunhoitajien taitoja ja onnistumisia korostaen mahdollisuutta markkinoita parempaan tuottoon. Indeksirahastojen edustajat puolestaan korostavat kustannussäästöjen merkitystä ja markkinoiden tehokkuutta. Suomessa keskustelu aihepiiristä on ollut melko vähäistä alan toimintakulttuurin rakentuessa voimakkaasti aktiivisten ja usein tarpeettoman kalliiden rahastojen varaan.

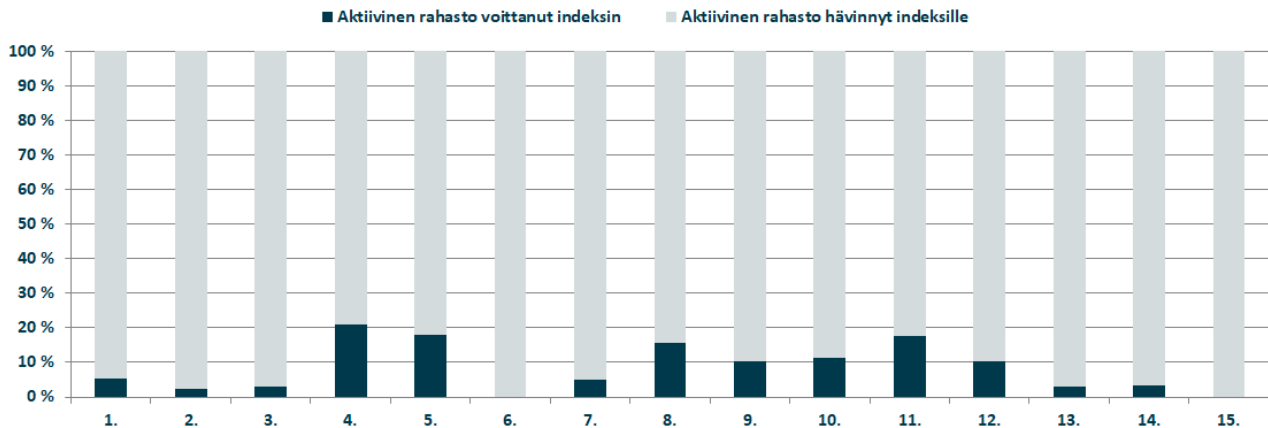
Selvyyden vuoksi käytäköön läpi eroja aktiivisen ja passiivisen salkunhoidon välillä. Aktiivinen salkunhoito lähtee oletuksesta, jonka mukaan markkinoilla esiintyy yli- ja alihinnoiteltuja sijoituskohteita, joita hyödyntämällä salkunhoitaja valitsee rahastonsa sijoituskohteet. Kuten nimestä voidaan päätellä, aktiiviset rahastot tähtäävät salkunhoitajan johdolla kohdistamaan rahaston varat sijoittajille erityistä lisäarvoa tuottaviin kohteisiin. Passiivisten rahastojen varoja ei sen sijaan ohjata aktiivisen sijoituskohteiden analysoinnin ohjaamana vaan valitun indeksin sisällön mukaisesti. Helpoin tapa etsiä passiivisia rahastoja on tutustua Sijoittaja.fi:n [ETF-työkaluun](#), jossa on listattuna laaja kattaus tehokkaimpia ETF-rahastoja. ETF-työkalusta löytyy myös valmiita mallisalkkuja ja listoja, joilla on helppo aloittaa ETF-sijoittaminen.

Puhtaimmillaan ja tyypillisimmillään passiivisten rahastojen taustalla on markkina-arvopainotetut indeksit ja oletus markkinoiden tehokkaasta hinnoittelusta (sijoituskohteet eivät yli- tai alihinnoiteltuja). Tällöin aktiivisella sijoituskohteiden analysoinnilla ja valintaprosessilla ei ole lisäarvoa, koska arvopaperien markkinahinnat kuvastavat niiden oikeaa hintaa.

Pääargumentti aktiivisten rahastojen puolesta on niiden mahdollisuus markkinoiden voittamiseen. Sen sijaan passiiviset rahastot luonnollisesti häviävät aina markkinoille niiden hoitokulujen verran. Kuitenkin verrattaessa passiivisten indeksirahastojen tuottoja aktiivisiin rahastoihin, tulokset ovat synkät aktiivisten rahastojen kannalta: valtaosa aktiivisesti hoidetuista rahastoista on systemaattisesti hävinnyt indeksilleen (ks. Kuva 1). Tulokset toistuvat eri omaisuusluokissa, mikä tarkoittaa aktiivisten rahastojen käytön olevan sijoittajille lähtökohtaisesti kannattamatonta. Aktiivisten rahastojen kauniit myyntipuheet eivät siis useimmissa tapauksissa toteudu, vaan aktiiviset rahastot tuottavat sijoittajilleen negatiivista lisäarvoa kulujen jälkeen.

Passiivisen vertailuindeksin voittaneet aktiiviset rahastot

Vertailuindeksinsä voittaneiden aktiivisten rahastojen prosentuaalinen osuus



Lähteet:

1. Bogle Financial Markets Research Center	345 Rahastoa vs S&P 500, 1970-2000
2. CRSP	355 Rahastoa vs S&P 500, 1970-1999
3. The Journal of Portfolio Management	71 Large-Cap Kasvu-/Kasvu & Tuotto -rahastot vs S&P 500, 2001-2006
4. "A Random Walk Down Wall Street"	Large-Cap osakerahastot vs S&P 500, 1996-2005
5. "A Random Walk Down Wall Street"	Large-Cap osakerahastot vs S&P 500, 1986-2005
6. Hulbert Financial Digest Businessweek	32 Markkinoita ajoittavaa uutiskirjettä vs S&P 500, 1988-1997
7. Standard and Poor's, ifa.com/btp	319 Large-Cap arvorahtoa vs IFA US Large-Cap Value Index, 2001-2006
8. Morningstar, inc, ifa.com/btp	446 Large-Cap arvorahtoa vs IFA Large Value Index, 1992-2007
9. Standard and Poor's, ifa.com/btp	157 Small-Cap arvorahtoa vs IFA US Small-cap Value Index, 2001-2006
10. Morningstar, inc, ifa.com/btp	53 Small-Cap arvorahtoa vs IFA Small-Cap Value Index, 1992-2007
11. Morningstar, inc, ifa.com/btp	45 Kansainvälistä arvorahtoa vs the IFA International Value Index, 1992-2007
12. Standard and Poor's, ifa.com/btp	77 Kehittyvien markkinoiden rahastoa vs IFA Emerging markets Blended Index, 2001-2006
13. Morningstar, inc, ifa.com/btp	128 Maailma-rahastoa vs IFA Index Portfolio 100, 1992-2007
14. "The Little Book of Common Sense Investing"	570 Keskipitkän koron rahastoa vs Vanguard Intermediate Bond Fund, 1996-2006
15. "The Little Book of Common Sense Investing"	194 Pitkän koron rahastoa vs Vanguard Long-Term Muni Bond Fund, 1996-2006

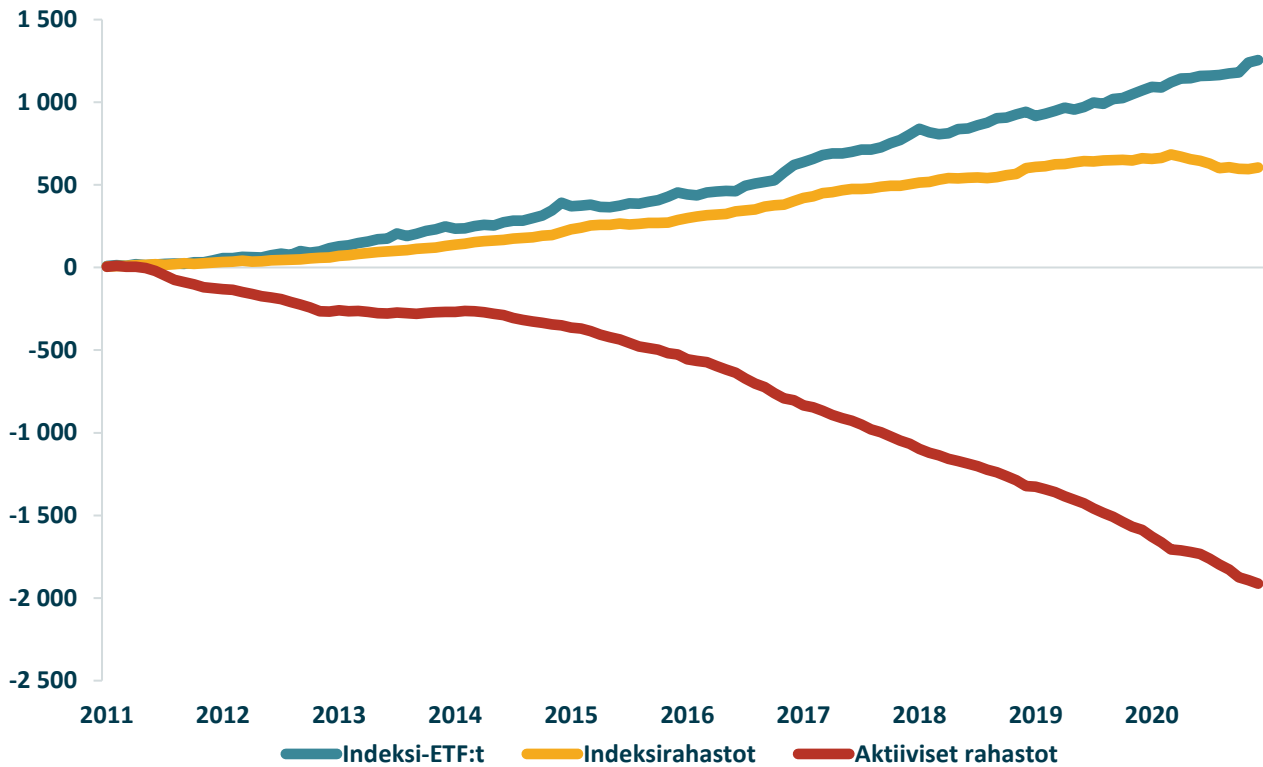
Kuva 1 Vertailuindeksinsä voittaneiden aktiivisten rahastojen prosentuaalinen osuus eri raporttien mukaan

Indeksirahastojen dominoinnista huolimatta aktiivisten rahastojen heikko menestys ei välttämättä ole niin yksiselitteistä, kuin edellä esitettyjen tulosten valossa voisi olettaa. Useista viimeaikaisista tutkimuksista löytyy myös aktiivista rahastosijoittamista tukevia tuloksia. Keskittymällä tietyt tunnuspiirteet toteuttaviin laadukkaisiin rahastoihin, on mahdollista löytää aktiivisia rahastoja, jotka johdonmukaisesti peittoavat vastaavat passiiviset rahastot myös kulujensa jälkeen.

Indeksiteollisuuden kehitys

Aktiivisista rahastoista virtaa ulos rahaa, osa varoista on päätynyt indeksirahastoihin ja ETF:iin

Kumulatiiviset kassavirrat osakerahastoihin, indeksirahastoihin ja ETF:iin, miljardia dollaria.
Kuukausittain, 2011–2020.



Lähde: 2021 Investment Company Fact Book

Kuva 2 Kumulatiiviset kassavirrat osakerahastoihin, indeksirahastoihin ja ETF:iin.

Huolimatta siitä, että passiiviset rahastot tuottavat kulujen jälkeen keskimäärin paremmin kuin aktiiviset verrokkinsa, aktiivisia rahastoja löytyy markkinoilta edelleen huomattavasti enemmän. Indeksirahastot ovat kuitenkin viime vuosina kasvattaneet osuuttaan, ja kehitys näyttäisi edelleen jatkuvan (Kuva 2). Lisäksi aktiivisten rahastojen (sijoitusvarallisuudella painotetut) hallinnointikustannukset (Kuva 13) ovat tulleet merkittävästi alas parantaen aktiivisten rahastojen kilpailukykyä suhteessa passiivisiin indeksirahastoihin nähden. Tämä on jäänyt Suomessa kuitenkin erittäin vähälle huomiolle riippumattoman sijoitusneuvontakulttuurin puuttuessa maastamme käytännössä kokonaan.

Indeksiteollisuuden kehittyessä sijoittajan ei enää tarvitse tehdä valintaansa pelkästään *markkina-arvopainotettuun* indeksiin sidotun passiivisen rahaston ja vastaavaan markkinaan sidotun aktiivisen rahaston välillä. Tällä vuosituhannella indeksiteollisuuden kehitys on ollut globaalien investointipankkien ja johtavan akateemisen sijoitustutkimuksen saralla nopeaa ja sijoittajien ulottuville ovat tulleet [fundamentti- ja strategiaindeksit](#), jotka toteuttavat kurinalaisesti tiettyä hyväksi todettua sijoitusfilosofiaa. Näihin indekseihin sidotut ETF-rahastot antavat puolestaan sijoittajille helpon ja kustannustehokkaan tavan päästä käsiksi alan kehityksen eturintamaan. Sijoittaja.fi:ssä on käsitelty aihepiiriä laajemmin ja tuotu konkreettisia, parhaaksi havaittuja vaihtoehtoja helposti sijoittajien ulottuville. Sijoittaja.fi:n fundamentti- ja strategiaindekseihin liittyvällä tietotaidolla sijoittajalla on [mahdollisuus parantaa entisestään tuottoja](#), joita perinteiset markkina-arvopainotteiset indeksit tarjoavat. Lisäksi Sijoittaja.fi:n [ETF-työkalun](#) avulla sijoittaja voi etsiä suuresta joukosta maailmalla listattuja ETF-rahastoja juuri häntä eniten kiinnostavia vaihtoehtoja. Tässä paperissa keskitymme kuitenkin pelkästään perinteisten indeksien ja aktiivirahastojen väliseen vertailuun, jotta voimme muodostaa kattavan yleiskuvan rahastosijoittamisesta.



Mikä on indeksi ja miten siihen voi sijoittaa?

Kuluttajahintaindeksi, elinkustannusindeksi, osakeindeksi... Indeksi on tuttu sana, mutta mitä se tarkoittaa? Indeksi kuvastaa hyödyke- tai arvopaperijoukon hintamuutosta, ja siihen ei voi suoraan sijoittaa.

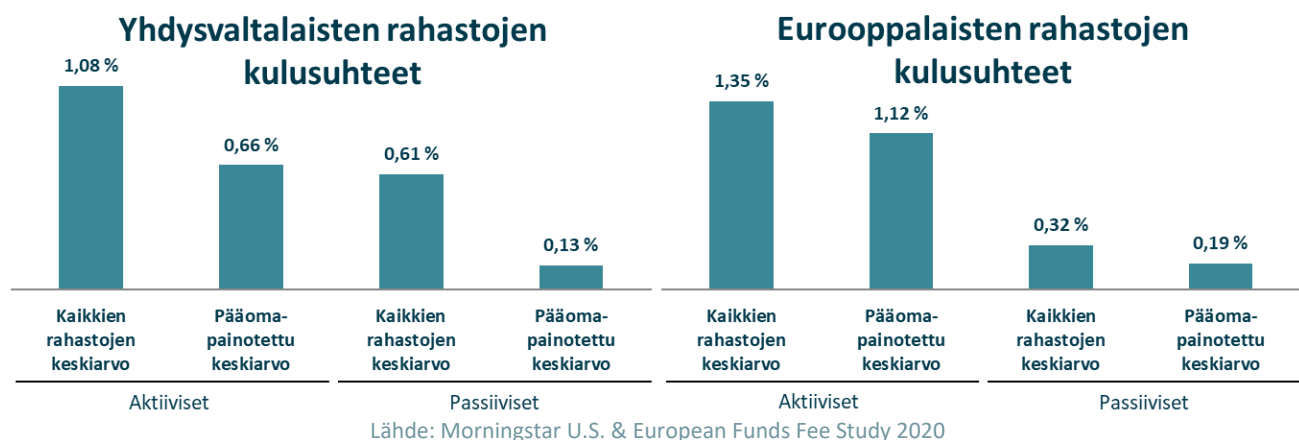
Indeksirahastot ja ETF:t eli pörssilistatut indeksirahastot sijoittavat indeksin mukaisiin arvopapereihin. ETF-rahastot ovat kaikkein kustannustehokkain tapa sijoittaa rahastoihin.

Lue lisää: <http://www.sijoittaja.fi/36431/mika-on-indeksi-ja-miten-siihen-voi-sijoittaa/>

Aktiivisten ja passiivisten rahastojen edut ja haitat

Aktiivisten rahastojen eduiksi voidaan lukea *potentiaali markkinoiden voittamiseen* ja *mahdollisuus suojaukseen* markkinoiden laskua vastaan. Pätevällä salkunhoidolla voidaan siis potentiaalisesti hyödyntää markkinoiden tehottomuuksia ja siten voittaa markkinat. Tähän ei luonnollisesti indeksirahastoilla ole mahdollisuutta niiden seuratessa markkinaliikkeitä alla olevan indeksin mukaisesti. Kuvatut aktiivisen salkunhoidon potentiaaliset hyödyt ovat riippuvaisia salkunhoidon kyvykkyydestä löytää oikeat sijoituskohteet laajasta joukosta vaihtoehtoja ottamatta liian tuntuja riskejä koko rahaston näkökulmasta. Toteutuneiden tulosten valossa tämä ei kuitenkaan ole onnistunut useimmilta aktiivisilta salkunhoitajilta.

Aktiivinen rahaston hallinnointi johtaa luonnollisesti *kasvaneisiin kuluihin*, josta päästäänkin passiivisten rahastojen keskeisiin hyötyihin. Aktiivisten rahastojen kuluista ja niiden kehityksestä löytyy myös hyvin paljon tehtyjä tutkimuksia. Muun muassa kuuluisan rahoitusalan tutkijan Kenneth Frenchin (2008) havaintojen mukaan keskiverto amerikkalainen rahastosijoittaja joutuu maksamaan vuosittain 0,67 % enemmän aktiivisesta salkunhoidosta passiiviseen verrattuna, kun palkkiot painotetaan markkina-arvoin. Vastaavaan suuruusluokkaan on päädytty myös Morningstarin laskelmissa, joissa esimerkiksi eurooppalaisten aktiivisten rahastojen varallisuusmäärillä painotetut juoksevat kustannukset olivat 1,12 %, kun vastaava kulu passiivisissa rahastoissa oli 0,19 % (Kuva 3). Tämä tarkoittaa yksinkertaisesti sanottuna sitä, että aktiivisella salkunhoidolla on ensin katettava edellä mainittu kustannusero, jotta sen avulla päästäisiin edes samaan lopputulokseen passiiviseen rahastoon verrattuna.



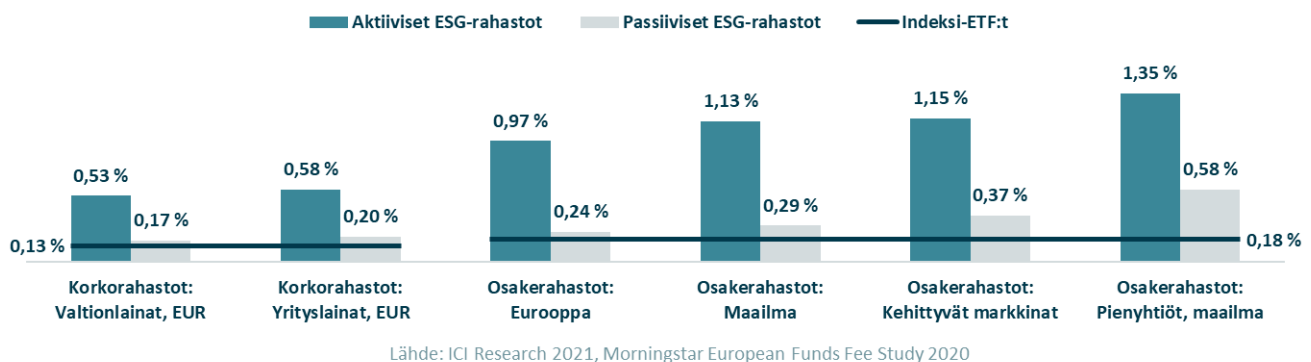
Kuva 3 Aktiivisten ja passiivisten rahastojen kulusuhteet

Suomalaisen sijoittajan on hyvä tässä kohtaa huomata, että esimerkiksi suomalaisissa aktiivirahastoissa kustannusero passiivisten hyväksi on reilusti suurempi kuin maailman tehokkaimmilla sijoitusmarkkinoilla Yhdysvalloissa ja suurissa Euroopan maissa. Tämä kasvattaa aktiivisten rahastojen takamatkaa merkittävästi, ja vaikka absoluuttinen prosenttiosuus saattaa kuulostaa pieneltä, sen osuus suhteutettuna odotettuun tuottoon on varsin merkittävä. Jos oletetaan esimerkiksi osakemarkkinoiden tuotto-odotukseksi tyypillinen 8 % vuodessa, niin *Suomessa yleisesti käytössä oleva 1,5–2 %:n hallinnointipalkkio vastaa 18,75–25 %:n osuutta markkinoiden tuotosta* ottamatta vielä edes huomioon muita hallinnointipalkkion ulkopuolisia

kustannuksia kuten rahaston kaupankäyntikuluja. Vastaavasti *ETF-rahaston tyypillinen vuotuinen hallinnointikustannus 0,2–0,3 % edustaa ainoastaan 2,5–3,75 %:ia markkinoiden tuotosta. **Suomennettuna tämä tarkoittaa siis sitä, että aktiivisen salkunhoitajan on kyettävä päihittämään markkinat karkeasti noin 20 %:lla ollakseen tasoissa kustannustehokkaan passiivisen ETF:n kanssa.***

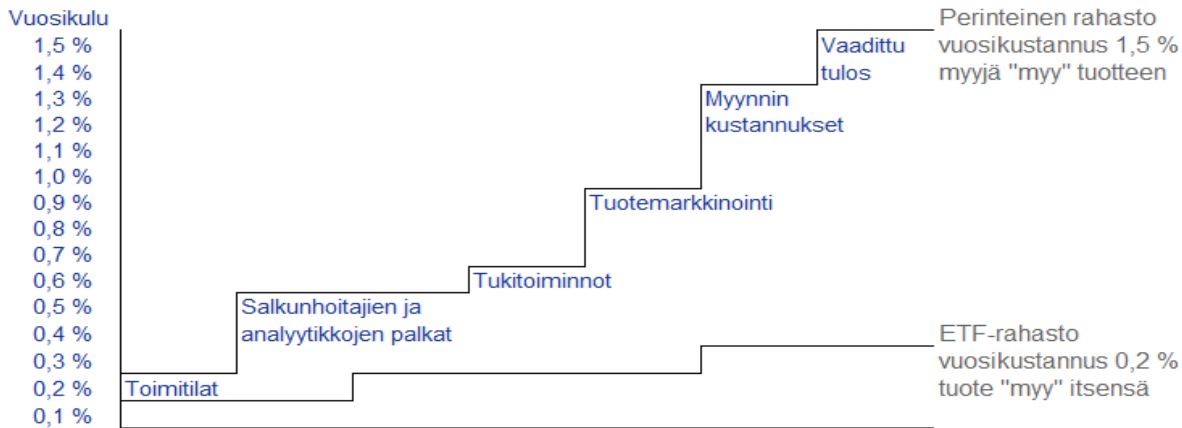
Koska passiivisen rahaston sijoituskohteita ei erikseen analysoida ja rahaston koostumus säilyy suhteellisen vakaana, pysyvät myös rahaston kaupankäyntikustannukset ja kaupankäynnistä aiheutuvat veroseuraukset maltillisina. Tämän vuoksi passiiviset rahastot ovat kokonaiskuluiltaan aktiivisia rahastoja merkittävästi halvempia. Lisäksi passiiviset rahastot, kuten valtaosa ETF:stä, ovat suurten globaalien investointipankkien rakentamia tuotteita. Merkittävien skaalaetujensa ansiosta globaalit investointipankit pystyvät tuottamaan rahastoja sijoittajille edulliseen hintaan. Suuret investointipankit käyvät jatkuvasti keskenään erittäin kovaa kilpailua niin kustannuksista kuin uusista innovaatioista, mikä sataa suoraan sijoittajien laariin. Passiivisten rahastojen kulusuhteissa on kuitenkin merkittäviä eroja. Edullisimpia indeksirahastoja myydään ”sisäänheittotuotteena” 0,00 % kuluilla. Yksittäisiä poikkeuksia lukuun ottamatta perinteiset indeksirahastot ovat tyypillisesti kalliimpia kuin pörssiin listatut indeksirahastot eli ETF:t. Kuvasta 4 nähdään, että passiiviset rahastot ovat yleisesti ottaen aktiivisia rahastoja halvempia, ja ETF-rahastot ovat passiivisista rahastoista edullisimpia.

Pääomapainotettu keskimääräinen kulusuhde omaisuusluokittain



Kuva 4 Keskimääräiset kulusuhteet omaisuusluokittain

Aktiivisesti hallinnoiduilla rahastoilla kustannuskuorma kasvaa helposti suureksi, vaikka laskelmasta poistettaisiin kokonaan liiketoiminnalta vaadittavan katteen osuus. Usein hallinnointikustannuksiin on sisällytetty katetta niin paljon, että osa hallinnointikustannuksista voidaan palauttaa esimerkiksi jakeluverkostolle, omille myyjille tai ”parhaassa tapauksessa” suurille sijoittajille, jotka eivät suostuisi muutoin kohtuuttoman suuria kustannuksia maksamaan. Seuraava kuvaaja havainnollistaa konkreettisesti tätä.



Kuva 5 Mistä aktiivisten ja passiivisten rahastojen kulut muodostuvat?

Kun verrataan aktiivisten rahastojen ja passiivisten indeksirahastojen tuottoja toisiinsa, tutkimusten tulokset osoittavat yllättäväinkin systemaattisesti passiivisten rahastojen menestyneen aktiivisia vastikkeitaan paremmin. Käymme aiheeseen liittyviä tuloksia ja tutkimuspapereita läpi tarkemmin raportin seuraavassa luvussa, jossa tarkastellaan muun muassa aktiivisten rahastojen menestystä eri omaisuusluokissa ja eri maanosissa. Olennaisesti matalampien kulojen ja parempien tuottojen lisäksi passiiviset rahastot loistavat niiden *hajautuksen* asteella. Hajautus alentaa yksittäisen sijoituskohteen arvonheiluntaan liittyvää riskiä eli niin sanottua epäsystemaattista riskiä. Lisäksi aiemmin mainittujen fundamentti- ja strategiaindeksien kehitys on tuonut sijoittajille lukuisan määrän indeksi- ja ETF-rahastoja, joissa esimerkiksi riskienhallintaa on tehostettu entisestään verrattuna perinteisiin markkina-arvopainotettuihin indekseihin. [Markkina-arvopainotteisten indeksien ongelmia](#) on käyty tarkemmin läpi Sijoittaja.fi:n puolella.



Miksi passiiviset ratkaisut ovat halpoja?

Passiivisilla sijoitusrahastoilla ei ole varsinaista salkunhoitajaa, jolle täytyy maksaa yksittäisten osakkeiden tai markkinoiden analysoinnista. Lisäksi passiivisten sijoitusratkaisuiden kaupankäyntikustannukset ovat matalampia, joten kokonaiskustannukset pysyvät aktiivisia rahastoja pienempinä. ETF-rahastot ovat kaikista halvimpia passiivisia rahastoja.

Lue lisää: www.sijoittaja.fi/etf-sijoittaminen/mika-on-etf

Passiiviset rahastot voittavat keskimäärin

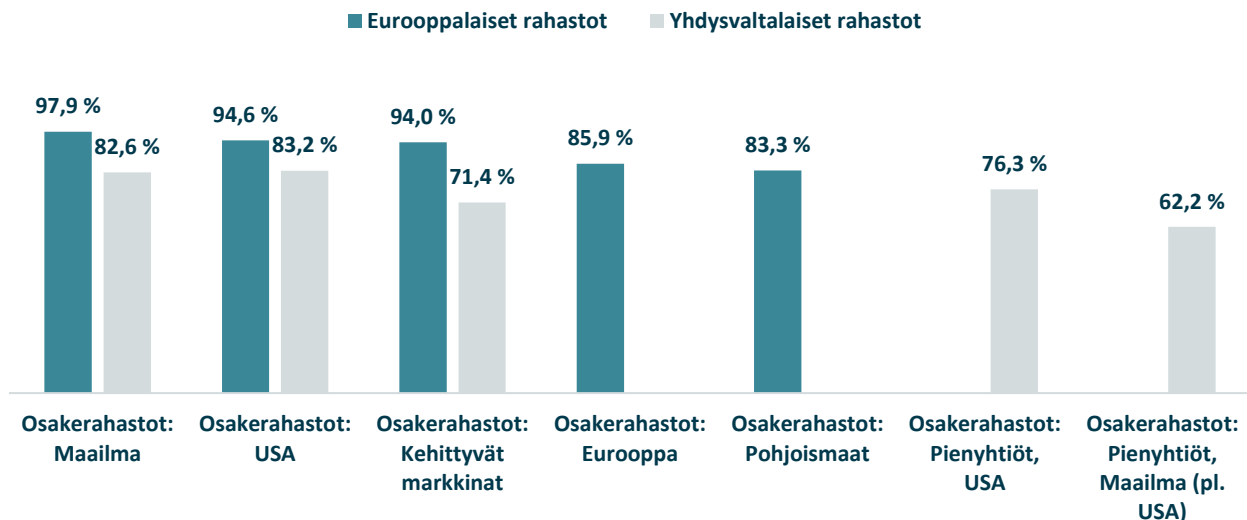
Osakerahastot

Kun tarkastellaan aktiivisten ja passiivisten osakerahastojen keskimääräisiä tuottoja, tulokset puoltavat passiivista osakerahastosijoittamista. Huolimatta aktiivisten rahastojen suuremmasta markkinaosuudesta, ne ovat onnistuneet peittoamaan vastaavat passiiviset markkinaindeksit vain harvakseltaan. Kun katsotaan esimerkiksi vertailuindeksilleen hävinneiden aktiivisten osakerahastojen osuutta viimeisen kymmenen vuoden aikana, ovat tulokset varsin synkät; yleisesti ottaen alle viidesosa aktiivisista osakerahastoista on onnistunut voittamaan vertailuindeksinsä (kuva 6).

Perinteisesti pienyhtiöiden ja kehittyvien markkinoiden uskotaan toimivan suuria markkinoita tehottomammin, jolloin aktiivinen salkunhoito tuottaa todennäköisemmin lisäarvoa sijoittajalle. Tulokset näyttäisivät jossain määrin tukevan oletusta, sillä pienyhtiöiden ja kehittyvien markkinoiden tulokset ovat aavistuksen paremmat kuin USA:n tai Euroopan suuryhtiöihin sijoittavien rahastojen. Hallinnointikulujensa jälkeen keskimääräinen aktiivinen rahasto on kuitenkin hävinnyt vertailuindeksilleen jokaisessa kategoriassa. Toisaalta eurooppalaiset rahastot ovat saaneet kehittyvillä markkinoilla aktiivisella salkunhoidolla kotimarkkinaakin heikommät tulokset. Syitä ilmiöön lienee monia, mutta mahdollisesti rahastojen korkeammat hallinnointikulut ja heikon likviditeetin aiheuttamat korkeat kaupankäyntikulut syövät pois salkunhoitajien mahdollisen kyvykkyyden tuomat tuotot.

Vertailuindeksilleen hävinneet aktiiviset osakerahastot

Vertailuindeksilleen hävinneiden aktiivisten osakerahastojen prosentuaalinen osuus, 2011-2020



Lähde: SPIVA Europe & U.S. Scorecards Year-End 2020

Kuva 6 Vertailuindeksilleen hävinneiden aktiivisten osakerahastojen prosentuaalinen osuus

Yllä olevassa kuvaajassa (kuva 6) on esitetty Standard & Poor'sin ylläpitämä vertailu, jossa aktiivisia osakerahastoja vertaillaan vuosittain mahdollisimman läheisiin vertailuindekseihin edeltävän kymmenen vuoden ajanjaksolla. Myös useat akateemisen maailman pidempien aikasarjojen tutkimustulokset tukevat passiivisten osakerahastojen paremmuutta historiallisten tuottojen näkökulmasta. Muun muassa Fama & French (2010) havaitsevat Yhdysvaltalaisten aktiivisten osakerahastojen keskimäärin häviävän vertailuindeksilleen. Petäjistö (2013) vahvistaa havainnon: Tutkimuksen tulosten mukaan aktiiviset rahastot häviävät indeksirahastoille keskimäärin 0,41 prosenttiyksikköä vuositasolla.

Cremers, Ferreira, Matos ja Starks (2011) tutkivat aktiivisten rahastojen menestystä kansainvälisillä markkinoilla. Tutkimuksen mukaan 46,7 prosenttia aktiivista kansainvälistä rahastoista voittaa vertailuindeksinsä vuosituoilla mitattuna. Verrattaessa riskikorjattuja tuottoja putoaa vastaava luku 36,2 prosenttiin, mikä osoittaa aktiivisten osakerahastojen ottaneen enemmän riskiä passiivisiin vastikkeisiinsa verrattuna.

Kansainvälisessä ympäristössä tulokset eivät kuitenkaan tue yksiselitteisesti passiivista sijoittamista. Tietyissä olosuhteissa aktiivinen sijoittaminen saattaa synnyttää lisäarvoa. Esimerkiksi Dyckin, Linsin ja Pomorskin (2011) mukaan aktiiviset ja valistuneet institutionaaliset sijoittajat (*ei siis aktiivisten rahastojen salkunhoitajat*) pystyvät kyselytutkimusten perusteella voittamaan passiiviset vertailuindeksinsä erityisesti kehittyvillä markkinoilla. Suuret ammattimaiset eläkesijoittajat, joiden aktiivisen varainhoidon kustannus oli tingitty alas, ja joilla oli hyvät resurssit epätehokkailla markkinoilla toimimiseen, pystyivät voittamaan passiivisen sijoitustyylin jopa 2,5 prosentilla vuosittain kehittyvillä markkinoilla. Myös aidosti aktiiviset osakepoimintaa harjoittavat rahastot ovat Petäjistön (2013) mukaan keskimäärin voittaneet vertailuindeksinsä, tarkemmin tästä seuraavassa luvussa.

Kun verrataan aktiivisten ja passiivisten osakerahastojen tuottoeroa vertailuindeksiin, käy ilmi yleisesti aktiivisen rahastosijoittamisen aggressiivisempi luonne tuoreissa tilastoissa. Vaikuttaisi, että yhä useampi osakerahasto pyrkii toimimaan hieman vertailuindeksiään korkeammalla riskillä voittaakseen normaaliolosuhteissa nousevilla markkinoilla vertailuindeksinsä. Alla olevassa kuvaajassa näkyvät tulokset ovat USA:n markkinoilta Large-Cap rahastoista. Niistä nähdään selvästi, miten aktiivisten rahastojen tuotot ovat heilahdelleet vertailuindeksin tuottoihin verrattuna. Aktiiviset rahastot ovat heilahdelleet -9,4 ja +7,4 prosentin vuotuisten tuottoerojen välillä kun taas vastaavien passiivisten rahastojen tuotot ovat liikkuneet maltillisesti -0,7 ja -0,3 prosentin välillä. Aktiivisten rahastojen tuottoero selittyy vain osaltaan korkeammilla hoitokuluilla salkunhoitajien aktiivisten sijoituspäätösten selittäessä joinain vuosina valtaosan tuottoerosta. Sijoittaja.fi [ETF-työkalun](#) avulla sijoittaja löytää helposti markkinoiden tehokkaimmat ETF-rahastot haluttuun kohdemarkkinaan. Tämä voi tuoda sijoittajalle 0,1–0,4 % vuotuiset lisä säästöt verrattuna keskimääräisen passiivirahaston käyttöön.



Kuva 7 Aktiivisten ja passiivisten osakerahastojen tuottoerot suhteessa vertailuindeksiin

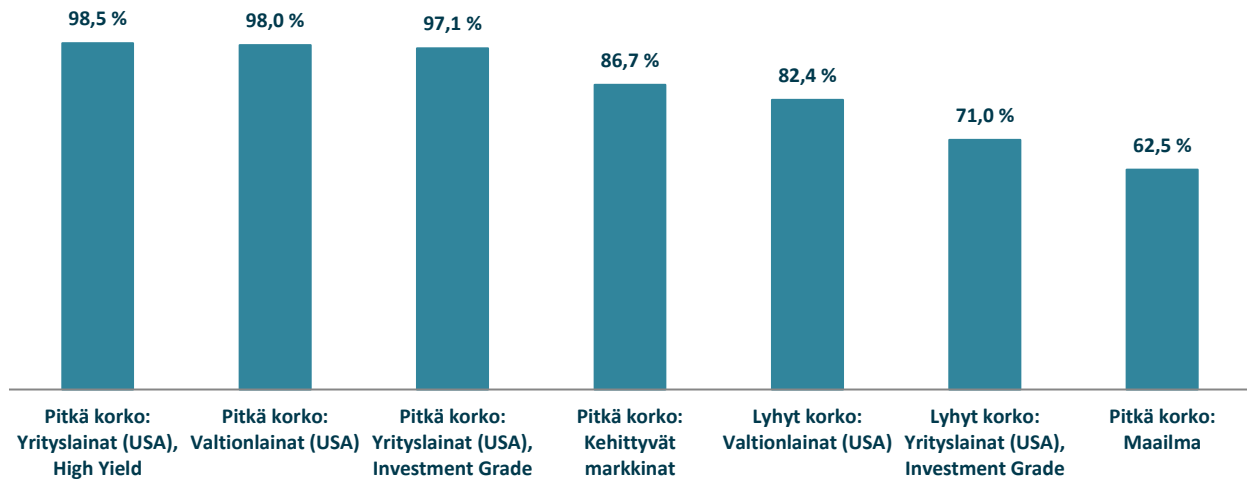
Pähkinänkuoressa sanottakoon, että tulokset tukevat hyvin vahvasti passiivisia rahastoja. Muutamat poikkeavat tulokset antavat kuitenkin sijaa mahdollisuudelle, että suotuisissa olosuhteissa aktiivisella salkunhoidolla voidaan päästä markkinatuottoja parempaan tulokseen.

Korkorahastot

Korkorahastojen tapauksessa tulokset aktiivisen ja passiivisen salkunhoidon välillä eivät eroa oleellisesti osakerahastoista; passiiviset korkorahastot ovat tuottaneet keskimäärin aktiivisia vastikkeitaan paremmin. Vuosien 2006–2020 aikana lyhyen koron rahastoja lukuun ottamatta USA:n aktiiviset korkorahastot ovat tuottaneet erityisen heikosti vastaaviin markkinaindekseihinsä nähden häviöprosentin ollessa useassa korkorahastotyyppissä yli 90 prosentin luokkaa. Kansainväliset ja lyhyen koron aktiiviset korkorahastot sen sijaan ovat voittaneet vertailuindeksinsä useammin, joskin suurin osa aktiivisista korkorahastoista on myös näissä kategorioissa hävinnyt passiivisille vastineilleen (kuva 8).

Vertailuindeksilleen hävinneet aktiiviset korkorahastot

Vertailuindeksilleen hävinneiden aktiivisten korkorahastojen prosentuaalinen osuus, 2006–2020.



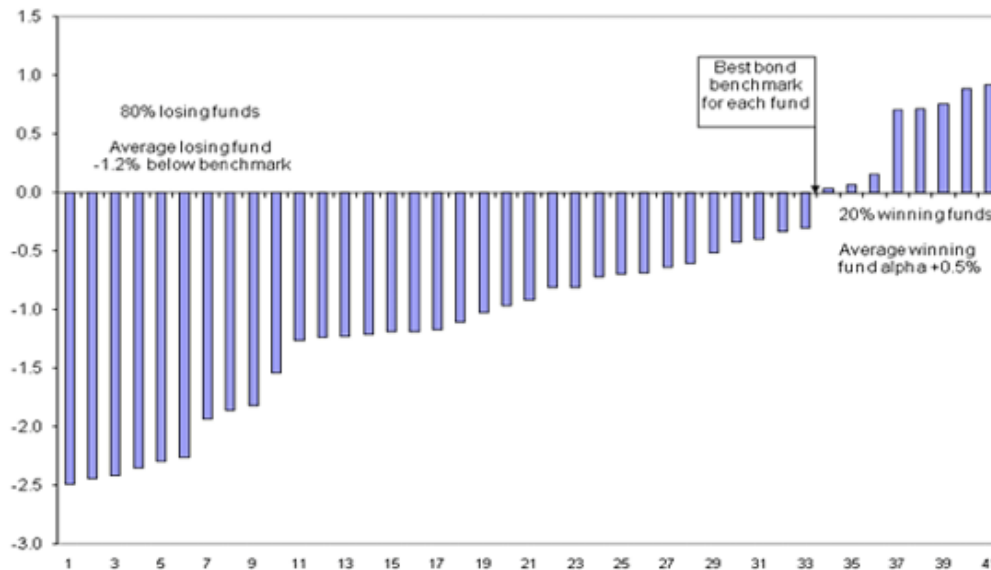
Lähde: SPIVA U.S. Scorecard Year-End 2020

Kuva 8 Vertailuindeksilleen hävinneiden aktiivisten korkorahastojen prosentuaalinen osuus

Kuten yllä olevasta kuvasta 8 nähdään, historiallisesti tarkasteltuna suurin osa aktiivisista korkorahastoista on hävinnyt indeksilleen. Useat akateemiset tutkimukset vahvistavat tämän havainnon (esim. Blake ym. 1993 ja Detzler 1999). Vastapainona näille tuloksille mainittakoon Huijin ja Derwallin (2008) tutkimus, jossa he havaitsivat kaikkein suurinta ylituottoa eli niin sanottua alfaa tuottaneiden korkorahastojen tuottavan hieman markkinaindeksiä parempia tuottoja myös jatkossa. Kuitenkin suurin osa aktiivisista korkorahastoista tuottaa riskikorjattuna indeksiiän heikommin, eivätkä nämä mahdolliset pienet ylituotot ole käytännössä keskivertosijoittajan hyödynnettävissä. Yhteenvetona he toteavat passiivisten korkorahastojen olevan useimmille sijoittajille aktiivisia korkorahastoja järkevämpi ja kustannustehokkaampi vaihtoehto.

Myös Ferrin (Wiley 2010) löydökset kuvaavat hyvin passiivisten korkorahastojen paremmuutta. Kuten alla olevasta kuvasta 9 selviää, noin 80 prosenttia aktiivisista korkorahastoista on hävinnyt passiivisille vastikkeilleen. Hävinneiden aktiivisten korkorahastojen vuosittaiset tuottoerot vertailuindeksiin nähden ovat keskimäärin 1,2 prosenttia, ja markkinat voittaneiden aktiivisten korkorahastojen riskikorjattu vuosituotto on keskimäärin puoli prosenttia.

Aktiivisten korkorahastojen tuottoerot vastaaviin vertailuindekseihin



Lähde: The Power of Passive Investing, Wiley 2010
via <https://portfoliosolutions.com/latest-learnings/blog/why-active-funds-bomb>

Kuva 9 Aktiivisten korkorahastojen tuottoerot suhteessa vastaaviin vertailuindekseihin

Kaiken kaikkiaan aktiiviset velkakirjoihin kohdistuvat rahastot ovat siis pärjänneet heikommin kuin osakemarkkinarahastot. Osasyynä ilmiöön voidaan ajatella olevan muun muassa omaisuusluokkien tuottojen luonteen eroavaisuus toisistaan. Omaisuusluokkien erilaisen luonteen seurauksena korkorahastojen tuotot vaihtelevat luonnollisesti kapeammalla välillä osakerahastoihin verrattuna. Tämän johdosta salkunhoitajan on vaikeampaa löytää erityisen kannattavia sijoituskohteita korkosijoitusten joukosta, jolloin passiiviset rahastot osoittautuvat todennäköisemmin kannattavammaksi sijoituskohteeksi – etenkin alempien kulujen ansiosta.

Yhdistelmärahastot

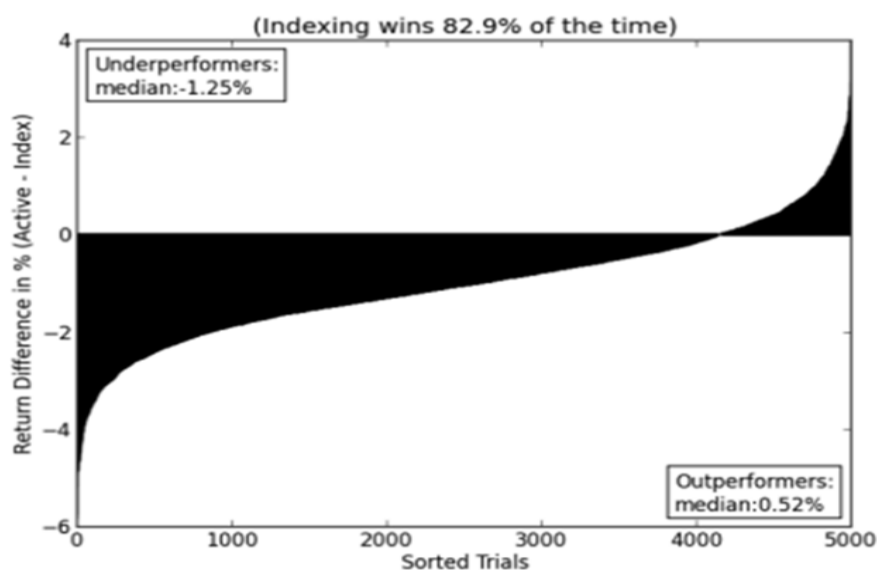
Yhdistelmärahastot ovat rahastosijoittamistyyppinä ylivoimaisesti vähiten tutkittu aihealue. Tämä johtunee erilaisten rahastoyhdistelmien käytännössä loputtomasta määrästä ja vaikeammasta vertailtavuudesta. Sijoittajan kannalta aihe on kuitenkin erittäin mielenkiintoinen, koska yhdistelmärahastoissa mukaan tulee selkeästi myös allokaatiokomponentti herättäen kysymyksen ammattilaisten kyvystä tuottaa lisäarvoa allokaatiovalinnoilla. Lisäksi usein varainhoitajien asiakkaille rakentamat salkut koostuvat useista eri rahastoista ja omaisuusluokista, jolloin passiivisen ja aktiivisen salkun kokonaisuuden arvioiminen on hyvin relevantti kysymys tuottojen ja kulujen näkökulmasta.

Ferri ja Benke (2013) ovat selvittäneet samankaltaista kysymystä tutkimalla, miten aktiivisten rahastojen yhdistelmät ovat pärjänneet yhdistelmälle passiivisia rahastoja vuosien 1997–2012 välisenä aikana. Päällimmäiset löydökset he tiivistävät kolmeen kohtaan:

1. Indeksirahastoilla on suurempi todennäköisyys voittaa aktiiviset verrokkinsa, kun niistä on muodostettu sijoitusportfolio.
2. Indeksirahastojen voiton todennäköisyys kasvaa, kun sijoitusperiodia venytetään 5–15 vuoteen.
3. Indeksirahastoista muodostetun portfolion voiton todennäköisyys kasvaa, kun aktiivisesti hallinnoitujen rahastojen lukumäärää kasvatetaan salkussa.

Aktiivisten rahastojen tuottoero passiiviseen yhdistelmärahastoon

1997-2012

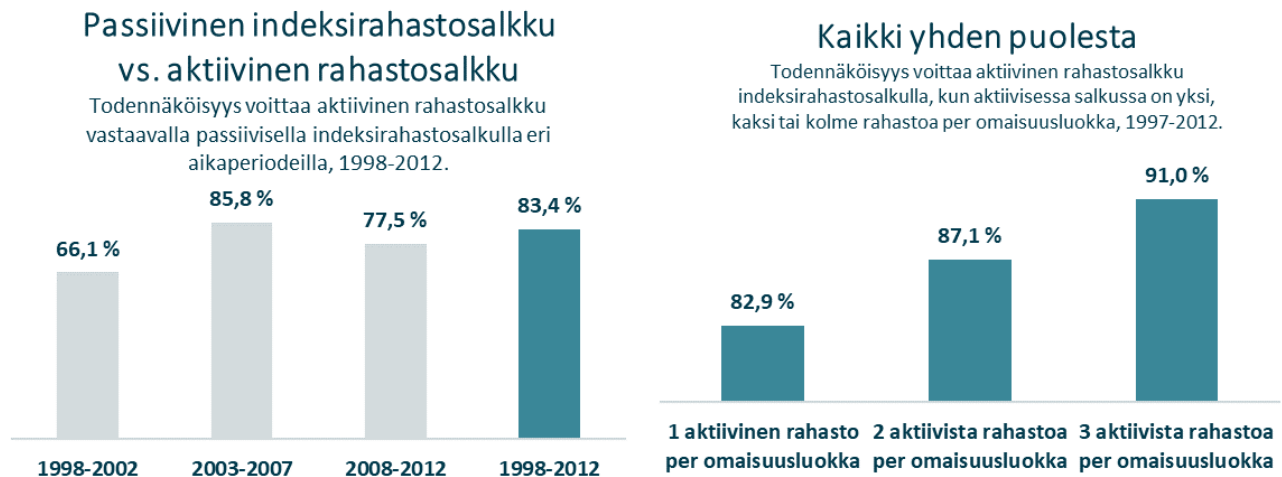


Lähde: Ferri & Benke 2013

Kuva 10 Aktiivisten yhdistelmärahastojen tuottoero suhteessa passiivisiin yhdistelmärahastoihin

Oheinen kuvio (kuva 10) havainnollistaa aktiivisten yhdistelmärahastojen tuottoja indeksirahastoportfolioon verrattuna, kun salkut sisältävät 60 % osakkeita ja 40 % korkosijoituksia. Jälleen kerran tulokset puhuvat passiivisten rahastojen puolesta niiden voittaessa noin 83 prosentissa tapauksista aktiivisen vertailurahastonsa 16 vuoden tarkasteluajan jaksolla. Keskimääräiseksi tuottoeroksi muodostuu noin 1,77 prosenttia vuodessa passiivisen rahastosalkun eduksi, mikä on erittäin merkittävä ero varsinkin pitkällä aikavälillä. Rahastosalkun hajauttaminen useampaan omaisuusluokkaan kasvattaa passiivisen rahastosalkun etumatkaa entisestään. Tämä on erittäin tärkeä huomio, koska usein laajasti hajautetut sijoitussalkut sisältävät niin kotimaisia kuin ulkomaisia osake- ja korkosijoituksia sekä vaihtoehtoisia sijoituskohteita.

Sijoitusperiodin pituudella on myös suuri merkitys passiivisten ja aktiivisten rahastosalkkujen voittosuhteisiin. Kasvatettaessa sijoitusperiodin pituutta tulokset passiivisten rahastoyhdistelmien paremmuudesta korostuvat entisestään. Ferrin ja Benken (2013) mukaan testattu huonoin passiivisten rahastoyhdistelmien tuottoeriodi osuu vuosien 1998–2002 väliselle ajalle, jolloin passiiviset rahastot voittivat ”ainoastaan” 66,1 % testatuista tapauksista. Pitkittämällä aikaperiodia 15 vuoteen passiivisten ratkaisuiden voiton todennäköisyys nousee 83,4 prosenttiin (kuva 11, vasen puoli). Koska passiivisten rahastojen voiton todennäköisyys lyhyemmilläkin sijoitusperiodeilla vaikuttaa olevan erittäin suuri, ei pitemmän aikavälin yhä suurempi passiivisten yhdistelmärahastojen voiton todennäköisyys yllätä.



Kuva 11 Passiivisten indeksirahastosalkkujen menestys suhteessa aktiivisiin yhdistelmärahastoihin

Ferri ja Benke (2013) (kuva 11, oikealla) kokeilivat myös aktiivisten rahastojen lukumäärän lisäystä omaisuusluokittain. Toisin sanottuna aktiivinen rahastosalkku on muodostettu kolmesta omaisuusluokasta, mutta aktiivisten rahastojen määrää on kasvatettu omaisuusluokkien sisällä. Kuten oheisesta erilaisten aktiivisten rahastosalkkujen häviöprosenttikuvasta voidaan nähdä, aktiivisen rahastosalkun omaisuusluokittainen hajautuksen kasvattaminen on onnistunut vain heikentämään tuloksia: aktiivisten yhdistelmärahastojen häviöprosentiksi muodostuu noin 83, 87 ja 91 prosenttia valittaessa aktiiviseen yhdistelmärahastoon vastaavasti yksi, kaksi tai kolme rahastoa per omaisuusluokka. Omaisuusluokkien sisäisellä hajautuksellakaan ei siis näyttäisi olevan toivottua vaikutusta aktiivisten rahastojen tuottoon, joten sijoitussalkkujen muodostaminen usean eri aktiivisen rahaston perustalle ei vaikuta houkuttavalta tarjoukselta.

Kaiken kaikkiaan tulokset yhdistelmärahastoista puhuvat jälleen osake- ja korkorahastojen tapaan passiivisen salkunhoidon puolesta. Allokaatiopäätösten osalta tutkimustulokset ovat vaihtelevia. Aktiivinen salkunhoito antaa yksittäisissä tutkimuksissa lievää suojaa laskumarkkinoilta (esim. Comer, Larrymore & Rodriguez 2009), mutta yleisesti ottaen salkunhoitajilla ei vaikuta olevan kykyä vertailuindeksiin päihittäviin allokaatiopäätöksiin.

Aidosti aktiiviset rahastotkin pärjäävät – joskus

Keskimäärin aktiiviset rahastot vaikuttaisivat häviävän indeksilleen. Voiko aktiivisella rahastosijoittamisella siis koskaan voittaa indeksiä muutoin kuin tuurilla? Lyhyt vastaus kysymykseen vaikuttaisi olevan kyllä, mutta tällaisia rahastoja on vaikea löytää ja tunnistaa etukäteen. Useimmiten sijoittajan kannattaa keskittää sijoituksensa passiivisiin indeksirahastoihin, joista halvimmat ja tehokkaimmat löytää yksinkertaisesti Sijoittaja.fi:n [rahastoartikkeleista](#) ja [ETF-työkalusta](#).

Siinä missä passiiviset indeksirahastot saavuttavat indeksinsä tuoton kuluilla vähennettynä, kaikkien aktiivisten rahastojen (tai aktiivisten sijoittajien) saamat ylituotot ovat nollasummapeliä ja kulujen jälkeen miinussummapeliä. Jos yksi rahasto onnistuu voittamaan indeksin tuoton, toinen häviää vastaavan summan indeksille siten, että keskimäärin aktiiviset rahastot saavuttavat indeksin tuoton vähennettynä kaupankäynti- ja hallinnointikuluilla. Tämä on selkeästi nähtävissä aiemmin esitellyistä tilastoista. Mikäli sijoittaja kuitenkin haluaa yrittää voittaa markkinat, kannattaa hänen keskittyä tietyt kriteerit täyttäviin aidosti aktiivisiin ja laadukkaisiin rahastoratkaisuihin.

Vältä piiloindeksoivia rahastoja

Aktiivisen salkunhoidon tuottopotentiaali perustuu siihen, että taitava salkunhoitaja toteuttaa omaa näkemystään markkinoilla. Jos aktiivisen rahaston salkunhoitaja ei edes yritä käyttää omaa näkemystään, mutta rahastoa markkinoidaan aktiivisena, on sijoittaja tullut huijatuksi. Tämä on ikävä kyllä arkipäiväistä todellisuutta rahoituselämässä, johon mikään viranomaistaho ei puutu. Erittäin suuri osa niin sanotuista aktiivisista rahastoista on piiloindeksoivia rahastoja, joiden sijoitukset mukailevat käytännössä indeksiä, ja ainoastaan niiden kulurakenne ja hallinnointipalkkiot ovat aktiivisen rahaston mukaisia. Aktiivisia rahastoja myydään niiden potentiaalilla voittaa markkinat, mutta piiloindeksoitu rahasto häviää automaattisesti markkinoille kulujensa verran vuosittain.

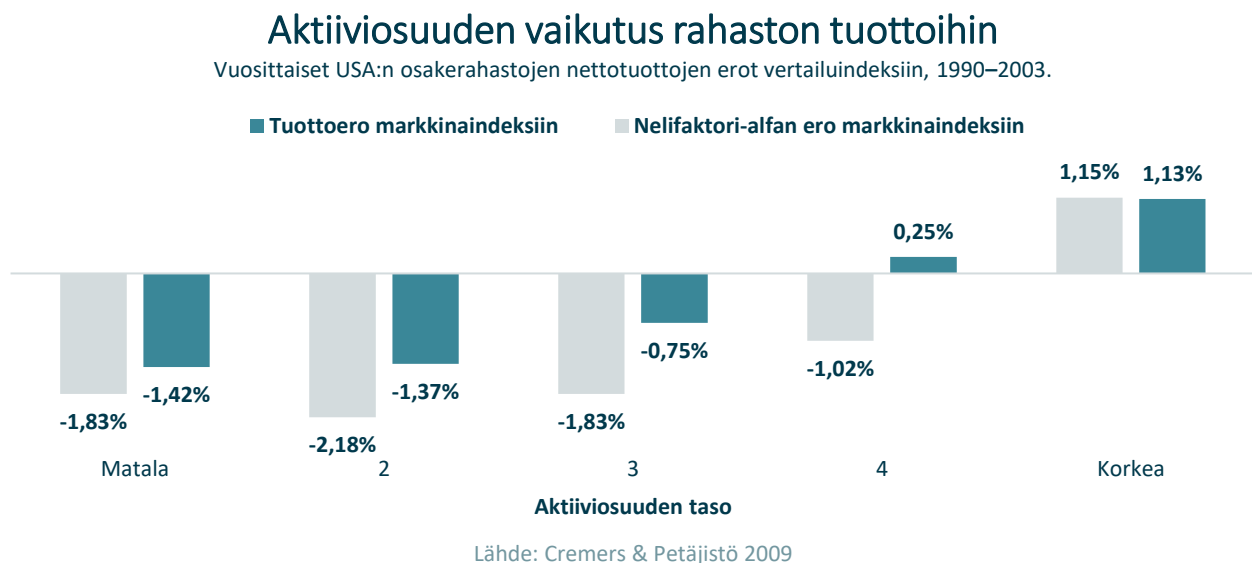
Ensimmäinen askel laadukkaan aktiivisen rahaston löytämiseen ja passiivisten indeksirahastojen voittamiseen on *vertailuindeksistä poikkeaminen*. Vertailuindeksistä poikkeaminen yksinään ei takaa rahaston menestystä tai laatua, mutta se antaa mahdollisuuden vertailuindeksin voittamiseen. Perinteinen ratkaisu rahastojen aktiivisuuden vertailussa on käyttää rahaston ja vertailuindeksin tuottoeron keskihajontaa eli [tracking error](#) -lukua. Jos luku on alhainen, eli rahaston arvonnäkökulmat ovat samansuuruisia ja -suuntaisia kuin vertailuindeksillä, on syytä epäillä rahaston koostumuksen muistuttavan indeksinsä. Jos kyseessä on matalakustannuksinen indeksirahasto, tämä on tietysti positiivinen asia, mutta aktiivisen rahaston ollessa kyseessä herää epäily piiloindeksoinnista. Tracking error -luku kuvastaa kuitenkin heikosti rahaston aktiivisuutta, jos rahasto esimerkiksi tekee aktiivista osakepöimintää hajauttaen samalla laajasti. Tällöin tracking error on alhainen, vaikka rahaston sisältö poikkeaa merkittävästi indeksin sisällöstä.

Ongelman ratkaisemiseksi Cremers ja Petäjästö (2009) ovat kehittäneet tracking error -luvun rinnalle rahastojen aktiivisuuden mittaamiseen [aktiivisuus](#)-tunnusluvun (Active Share). Luku kertoo, miten suuri

osuus rahaston salkusta eroaa vertailuindeksiin sisällöstä. Aktiivisuus 100 % tarkoittaa, ettei salkussa ei ole lainkaan rahaston vertailuindeksiin kuuluvia omistuksia. Aktiivisuus 0 % kertoo, että salkun ja käytetyn vertailuindeksiin sisältö on täysin sama.

Riippumaton sijoitustutkimusyhtiö Morningstar on tutkinut osakerahastojen aktiivisuutta [Euroopan](#) lisäksi ainakin [Suomessa](#), [Ruotsissa](#) ja [Tanskassa](#). Kaappi-indeksoijiksi tutkimuksessa katsotaan rahastot, joiden aktiivisuus alittaa 60 prosenttia. Euroopan tasolla noin joka viides aktiivisista osakerahastoista seuraa todellisuudessa indeksiä. Suomalaiset rahastot ovat piiloindeksoinnissa aivan omalla tasollaan, sillä yli 80 prosenttia suuriin suomalaisyhtiöihin sijoittavista ”aktiivisista” rahastoista on todellisuudessa piiloindeksoivia. Alhainen aktiivisuuden taso on hyvin nähtävillä myös suomalaisten rahastojen heikoissa tuotoissa Sijoittaja.fi:n tekemässä [Suomen parhaat rahastot -rahastovertailussa](#), sillä vain harva suuriin suomalaisyhtiöihin sijoittava aktiivinen rahasto päihitti vertailussa indeksiä.

Cremersin ja Petäjästön mukaan *korkean aktiivisuuden rahastot voittavat vertailuindeksinsä* kulujen jälkeen keskimäärin 1,13 prosentilla vuosittain (riskikorjattu tuottoero 1,15 prosenttia). Vastaavasti *matalimman aktiivisuuden rahastot häviävät vertailuindeksilleen* kulujen jälkeen keskimäärin 1,42 prosenttia vuosittain (riskikorjattu tuottoero -1,83 prosenttia). Alla olevassa kuvaajassa on esitetty puhdas vuotuinen tuottoero vertailukohtaan sekä ns. riskifaktoreilla puhdistettu tuottoero.



Kuva 12 Aktiivisuuden vaikutus aktiivisten rahastojen tuottoihin

Alhaiset peruskustannukset parantavat sijoittajan tuottoja

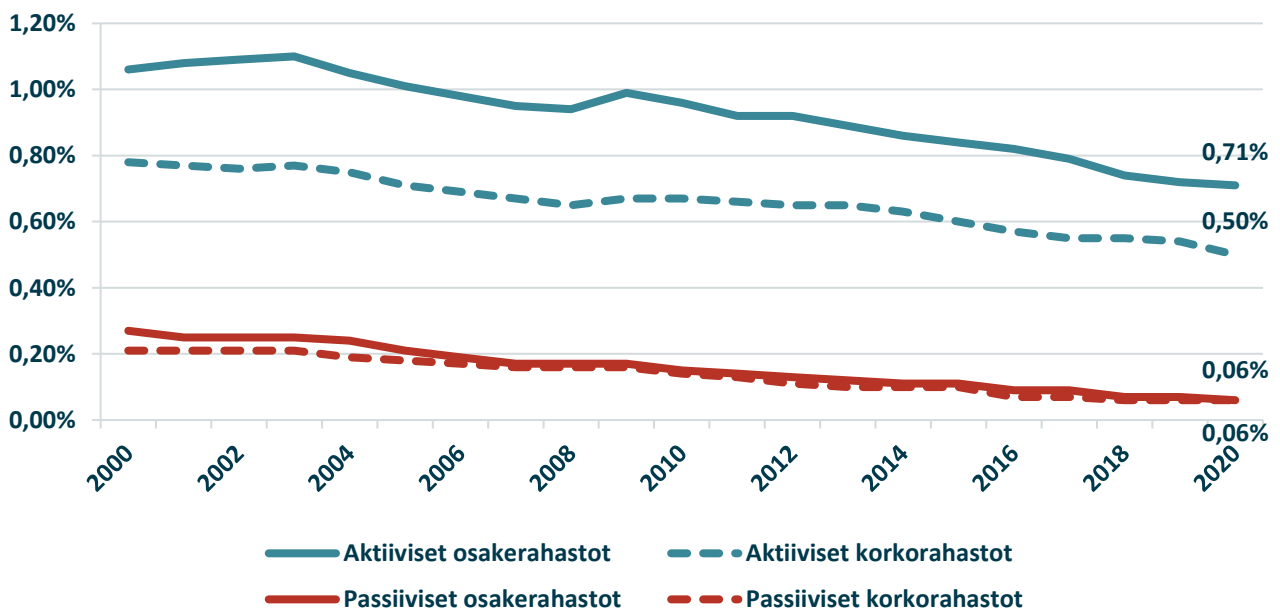
Toinen askel korkeatuottoisten aktiivisten rahastojen löytämiseen ei ole korkea hinta vaan *rahaston alhainen kulurakenne*. Rahastomarkkinoilla kalliit kustannukset eivät toimi laadun takeena, vaan kalliit hallinnointipalkkiot rahastoissa heikentävät suoraan sijoittajan saamia tuottoja. Tästä syystä me

Sijoittaja.fi:ssä puhumme voimakkaasti kustannussäästöjen puolesta, ja kehotamme sijoittajia suosimaan alhaisen kustannustason tuotteita kuten indeksi- ja ETF-rahastoja.

Aktiiviset rahastot kykenevät harvoin kuromaan kalliimmat kulunsa umpeen taitavalla salkunhoidolla. Mikäli sijoittaja kuitenkin päättää sijoittaa aktiivisiin rahastoihin, kannattaa rahastojen kulurakenne pitää edelleen yhtenä tärkeimmistä valintakriteereistä. Esimerkiksi Morningstarin (Kinnef 2010) raportista nähdään, miten edullisimmat aktiiviset rahastot voittavat kalliimmat aktiiviset rahastot jokaisessa rahastokategoriassa, jokaisella tutkimusajanjaksolla ja myös riskikorjatusti. Tämän vuoksi aktiivisen salkunhoidon kustannusten tulisi perustua aitoon lisäarvoon, ei korkeisiin kiinteisiin kustannuksiin.

Rahastojen kokonaiskulut ovat laskeneet viime vuosina indeksirahastojen yleistyessä

Aktiivisten rahastojen ja indeksirahastojen kulusuhteet prosentteina, 2000–2020.



Lähde: 2021 Investment Company Fact Book

Kuva 13 Rahastojen kokonaiskulut ovat laskeneet viime vuosina indeksirahastojen yleistyessä

Rahastosijoittajan onneksi rahastojen kustannukset ovat laskeneet viime vuosina kovaa vauhtia indeksirahastojen suosion kasvun ja rahastotalojen välisen kovan kilpailun vuoksi (kuva 13). Rahaston kustannuksia arvioidessaan sijoittajan kannattaa kuitenkin olla tarkkana, sillä usein rahastojen kustannuksia piilotellaan myös muualle kuin pelkkään hallinnointipalkkioon. Esimerkiksi rahasto voi maksaa oman konsernin pankkiiriliikkeelle huomattavan korkeita palkkioita, mitä nykyisin yritetään tosin yhä kattavammalla lainsäädännöllä ehkäistä (ns. best execution policy). Rahastoon saatetaan myös ”kaataa” epälikvidejä tuotteita tai pahimmillaan ns. ”täyden valtakirjan salkunhoidon” puolella tapahtuvia virhekauppoja, jotta omaisuudenhoitoyhtiö voisi välttyä virhekauppojen vuoksi syntyneiltä suorilta tappioilta. Omaisuudenhoitaja voi myös saada palkkionpalautuksia kaupankäynnistään tai tuloja osakelainauksesta, mikä saattaa ohjautua kokonaan muualle kuin asiakkaan hyväksi, vaikka se hänelle kuuluisi. Onneksi kulttuuri ja lainsäädäntö ovat

viime vuosina kehittyneet sijoittajan kannalta parempaan suuntaan, mutta edelleen markkinoilla nähdään kirjavia toimintatapoja.

Mikäli salkunhoitaja kykenee omalla toiminnallaan synnyttämään lisäarvoa, on perusteltua palkita hänet. Usein on kuitenkin vaikea tietää, onko menestys syntynyt lisäarvoa synnyttävän toiminnan vai puhtaasti sattuman vuoksi. Kuinka salkunhoitajan onnistumista tulisi sitten mitata? Vaihtoehtoja tuottopohjaisille palkkiomalleille on kehitetty lukuisia, mutta käytännössä kunnollisia lisäarvopohjaisia palkkiomalleja on harvassa, koska kustannustehokkaan indeksisijoittamisen voittaminen on valtaosalle salkunhoitajista ylivoimainen tehtävä – siksi on helpompi keskittyä puolustamaan korkeita kiinteitä palkkioita. Myös tietoinen riskinotto parempien tuottopalkkioiden toivossa täytyy erottaa aidon lisäarvon synnyttämisestä. Jokainen salkunhoitaja osaa tarvittaessa kasvattaa riskiä, mikä onnistuessaan voi johtaa hyviin tuottopalkkioihin ja epäonnistuessaan huonoon lopputulokseen asiakkaalle. Tästä syystä menestyksen arviointi tulisi sitoa riskiin ja edelleen siihen, mikä on ollut salkunhoitajan itsensä tuottamaa lisäarvoa.

Salkunhoitajan tuomaa lisäarvoa täytyy mitata suhteessa sijoitustoiminnan tavoitteisiin ja aitoon vertailukohtaan. Onko esimerkiksi osakerahaston tehtävänä ottaa allokaationäkemystä ja vaihdella käteisen osuutta, vai koskeeko annettu mandaatti ja tuottotavoite puhtaasti relevantin osakeindeksin voittamista osakepoiminnalla? Käytännössä aidon lisäarvon mittaaminen on usein melko haastavaa, mutta kehittyneillä tuoton ja riskin mittaamistyökaluilla arviointi on jo huomattavasti helpompaa. (Lisätietoja SJOITTAJA-ryhmän tarjoamasta palvelusta sijoitussalkun ja varainhoitajien arviointiin instituutio- ja ammattisijoittajille suunnatulta [SijoittajaPRO](#) -sivuiltamme.)

Rahaston tuottohistoria kertoo tulevasta

Vaikka historia ei ole tae tulevaisuudesta, rahaston historiallinen menestys kertoo kuitenkin osaltaan salkunhoitajan kyvystä löytää parhaan tuottopotentialin sijoituskohteita ja markkinoiden tekemiä hinnoitteluvirheitä. Historiallista menestystä arvioitaessa on tärkeä ymmärtää, ovatko rahaston tuotot syntyneet korkeammasta riskistä tai sattumasta, vai onko tuottojen takana systemaattista näyttöä salkunhoitajan aidosti tuomasta lisäarvosta.

Kolmas askel löytää niin sanotusti parempia aktiivisia rahastoja on keskittyä *menneisyydessä riskikorjattuna parhaiten tuottaneisiin rahastoihin*. Harlow ja Brown (2006) havaitsivat rahastojen historiallisen alfan erotteluvan onnistuneesti rahastot paremmuusjärjestykseen tulevan tuoton suhteen. Erottelun seurauksena todennäköisyys markkinat voittavan aktiivisen rahaston löytämiseen havaittiin kasvavan 60 prosenttiin. Parhaan ja huonoimman rahastoluokan riskikorjattu vuosittainen tuottoero oli keskimäärin 3 %-yksikköä. Huij ja Derwall (2008) havaitsivat myös korkorahastojen historiallisen alfan selittävän tulevia tuottoja, mikä viittaa aiemman menestyksen olevan tehokas signaali tulevasta menestyksestä myös korkorahastojen tapauksessa.

Pienet rahastot voittavat suuret, jos sijoituskohteet ovat epälikvidejä

Neljäs askel etsittäessä laadukkaita aktiivisia rahastoja on löytää *tehokas rahastorakenne halutun sijoitusstrategian toteuttamiseen*. Hyvänä esimerkkinä ylituottoja tuovasta sijoitusstrategiasta, joka vaatii erityisen huomion kiinnittämistä rahaston tehokkuuteen, on pieniin ja epälikvideihin yhtiöihin sijoittava strategia. Usein kaikkein suurimmat hinnoittelun epätehokkuudet osakemarkkinoilla on löydettävissä pienistä ja epälikvideistä yhtiöistä, joilta puuttuu analytikkoseuranta, eivätkä suuret instituutiosijoittajat ole niitä vielä löytäneet tai eivät mahdollisesti edes kykene sijoittamaan niihin omien sääntöjensä ja osakkeiden heikon likviditeetin vuoksi.

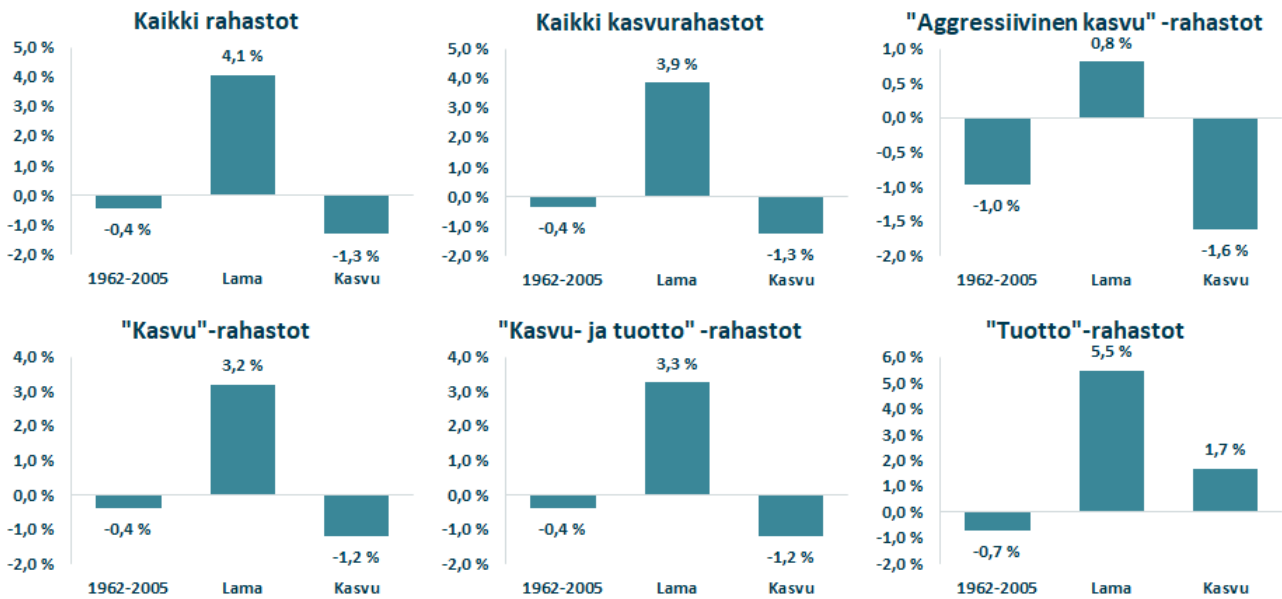
Melko laajasti tunnettu havainto on, että rahaston koon kasvu heikentää sen tuottoja (esim. Chen, Hong, Huang & Kubik 2004). Yanin (2008) tutkimuksen mukaan tämä pätee kuitenkin ainoastaan alhaisen likviditeetin osakkeisiin sijoittaviin rahastoihin. Alhaisen likviditeetin osakkeisiin sijoittavien rahastojen tuotot heikkenevät hallinnoitavien varojen kasvaessa, koska rahaston kaupankäyntikulut kasvavat kaupankäyntierien koon kasvaessa, ja koska rahasto joutuu hajauttamaan sijoituksiaan laajemmalle myös tehokkaammin hinnoiteltuihin ja heikommin tuottaviin kohteisiin. Rahaston koon kasvu kuitenkin ei heikennä rahaston tuottoja, mikäli rahasto sijoittaa korkeamman likviditeetin osakkeisiin.

Markkinalaskuissa on helpompi löytää hinnoitteluvirheitä

Viides lähestymiskulma on *suotuisan markkinatilanteen etsiminen*. Muun muassa Kosowskin (2006) tutkimuksesta voidaan nähdä aktiivisten rahastojen olleen erityisen hyödyllisiä taloudellisesti vaikeina aikoina vuosina 1962–2005 (kuva 14). Tulokset viittaavat keskimääräisen salkunhoitajan pystyvän hyödyntämään avautuvat tilaisuudet voimakkaasti heiluvilla markkinoilla. Kosowskin tulosten mukaan aktiivisten rahastojen potentiaali suojata markkinaheilahteluja vastaan toteutuu erityisesti lama-aikoina.

Aktiivisten rahastojen alfa ("ylituotto") nousu- ja laskusuhdanteissa

Tulokset Yhdysvaltojen rahastomarkkinoilta, 1962 - 2005



Huom. Kasvurahastot ovat osakepainotteisia rahastoja, ja tuotto-rahastot korkopainotteisia rahastoja. Lähde: Kosowski (2006).

Kuva 14 Aktiivisten rahastojen menestyminen erilaisissa markkinaolosuhteissa

Erityisen hyvin markkinalaskuista näyttäisivät selviävän sellaiset aktiiviset rahastot, jotka sijoittavat alhaisen likviditeetin osakkeisiin. Idzorekin, Xiongin ja Ibbotsonin (2012) havaintojen mukaan korkean likviditeetin osakkeet laskevat markkinalaskuissa jyrkemmin kuin matalan likviditeetin osakkeet. Alhaisen likviditeetin osakkeita omistavat rahastot ovat tyypillisesti pitkäjänteisiä omistajia, jotka käyvät kauppaa harvakseltaan. Korkean likviditeetin osakkeita omistavilla rahastoilla on puolestaan taipumuksena käydä enemmän kauppaa osakkeillaan, mikä johtaa laskevilla markkinoilla korkean likviditeetin osakkeiden ja niitä omistavien rahastojen suurempaan laskuun.

Yhteenvetona aktiivisuus, hallinnointikustannukset, aiempi menestys, rahaston koko ja markkinatilanne ovat muutamia sellaisia keskeisiä asioita, joita aktiivisen rahastosijoittajan kannattaa huomioida. Sijoittaja.fi:n artikkelissa "[Näin valitut aktiivisen salkunhoitajan](#)" nostetaan esille lisäksi hyvin perusteltu sijoitusstrategia, salkunhoitajan omat sijoitukset rahastoon ja salkunhoitajan henkilökohtaiset ominaisuudet. Parhailla aktiivisilla rahastoilla on useita tunnusmerkkejä, ja käyttämällä laajaa kriteeristöä voidaan löytää kaikkein parhaat aktiiviset rahastot suuresta rahastoavaruudesta. Esimerkiksi Cremersin ja Petäjästön (2009) tutkimuksessa kooltaan pienet, historiallisesti hyvin menestyneet ja korkean aktiivisuuden omaavat rahastot voittivat vertailuindeksinsä 6,5 prosentilla vuosittain kulujensa jälkeen.

Miten löydän parhaat aktiiviset ja passiiviset rahastot?

Parhaat passiiviset rahastot

Valtaosa tutkimuksista tukee passiivista sijoittamista. Keskimäärin aktiiviset rahastot vaikuttaisivat häviävän vertailuindeksilleen, ja laadukkaan aktiivisen rahaston etsiminen on kuin etsisi neulaa heinäsuovasta. Vaikka tällaisen rahaston onnistuisikin löytämään, se harvoin riittää tuomaan riittävää hajautusta salkkuun. Salkun ydin kannattaa rakentaa mahdollisimman edullisilla rahastoilla ja kansainvälisesti hajauttaen.

Useimmiten sijoittajan kannattaa siis suosia passiivisia ja kustannustehokkaita indeksirahastoja. Halvimmat ja tehokkaimmat indeksirahastot ovat pörssilistattuja ETF-rahastoja, joita voi ostaa oman pankin tai edullisen arvopaperivälittäjän kautta. Sijoittaja.fi:n [välittäjävertailutyökalu](#) auttaa löytämään edullisimman välittäjävaihtoehdon osakekaupankäyntiin ja ETF-rahastosäästämiseen. Lue Sijoittaja.fi:stä artikkelimme [Miten teen ensimmäisen ETF-sijoitukseni?](#)

Löydät parhaat passiiviset rahastot helpoiten [Sijoittaja.fi:n](#) työkalujen avulla.

ETF-työkalu



[ETF-työkalu](#)

Kehittämämme [ETF-työkalu](#) auttaa sijoittajaa ETF-rahastojen vertailussa ja valinnassa. Ilman työkalua hyvien ETF:ien löytäminen on hankalaa. Työkalusta löytyy valmiita mallisalkkuja sekä ETF-listoja teemoittain. Kaikki salkkujen ja listojen ETF:t on valittu siten, että ne ovat kategoriansa tehokkaimpia.

ETF-työkalumme avulla sijoitussalkun rakentaminen ja sijoitusideoiden löytäminen on helppoa. Työkalu soveltuu erinomaisesti sekä vasta-alkajille että kokeneille sijoittajille.

Lisätietoja ETF-työkalusta löydät [täältä](#).

Parhaat aktiiviset rahastot

Valistunut sijoittaja voi halutessaan rakentaa salkkunsä käyttäen instituutioidenkin suosimaa niin sanottua *ydin-satelliitti -mallia*. Tällöin salkun ytimen muodostavat kustannustehokkaat passiiviset indeksirahastot, jotka on tarkoitettu pitkäaikaisiksi sijoituksiksi, joilla ei käydä aktiivisesti kauppaa. Satelliittisijoitukset puolestaan voivat olla esimerkiksi suoria osakepaimintoja tai aktiivisia rahastoja. Ne mahdollistavat valistuneelle sijoittajalle näkemyksen ottamisen, ja tuovat mahdollisuuden markkinoiden voittamiseen. Laadukkaita ja aidosti aktiivisia rahastoja voidaan käyttää tuomaan "lisämaustetta" ja mahdollisia ylituottoja salkkuun.

Aktiivisia rahastoja valitessaan sijoittajan kannattaa käyttää suurta varovaisuutta, ja perehtyä tarkoin rahaston taustoihin ja toimintaan ennen lopullisen sijoituspäätöksen tekemistä. Tutkimuskirjallisuuden perusteella muun muassa *aktiivisuus, hallinnointikustannukset, aiempi menestys, rahaston koko ja markkinatilanne* ovat sellaisia keskeisiä asioita, joita aktiivisen rahastosijoittajan kannattaa huomioida. Parhailla aktiivisilla rahastoilla on tyypillisesti useita tunnusmerkkejä, jotka viestivät rahaston toimintakulttuurista ja sijoitustoiminnan laadusta.

Edellä mainittujen ominaisuuksien lisäksi aktiivisen rahaston valinnassa sijoittajan tulee kysyä itseltään ainakin seuraavat kysymykset:

- Noudattaako rahasto perusteltua sijoitusstrategiaa ja -prosessia?
- Vastaako rahasto tarpeisiin, joihin indeksisijoittaminen ei ole järkevää?
- Onko rahaston salkunhoitajalla yhtenevät intressit sijoittajan kanssa?
- Herättävätkö rahaston toimintatavat luottamusta, ja onko sen toiminta läpinäkyvää?

Mikäli näihin kysymyksiin ei osaa vastata tai vastaus kysymyksiin on ei, rahastoon sijoittamista kannattaa harkita vielä uudelleen.

Hämmästyttävän harva rahasto kykenee perustelemaan hyvin sijoitusstrategiansa tai hyödyntää sijoitustoiminnassaan sijoitustutkimuksen tarjoamia löydöksiä. Usein aitoa lisäarvoa tuottavat aktiiviset rahastot toimivat epälikvideillä markkina-alueilla, joilla indeksisijoittaminen ei ole järkevää tai tehokasta. Myös ns. absoluuttisen tuottotavoitteen sijoittamiseen indeksisijoittaminen tarjoaa vähän vaihtoehtoja.

Yksi tärkeimmistä periaatteista kaikessa sijoittamisessa on kuitenkin yhtenevät intressit palveluiden tarjoajan ja sijoittajan kanssa. Sijoitusteollisuuden ala on erittäin innovatiivinen kehittämään erilaisia piilotettuja kulurakenteita sekä hyviä myyntitarinoita. Hyvin helppo ja yksinkertainen vähimmäiskriteeri on se, että sijoittaa ainoastaan siihen, mihin palvelun tarjoajakin uskoo aidosti.

Mitä kalliimmasta tai riskisemmästä ratkaisusta on kysymys, sitä tärkeämpää on painottaa yhteisiä intressejä. Tämä ei tietenkään vielä takaa lisäarvoa sijoittajalle, mutta varmistaa joka tapauksessa palveluntarjoajan uskovan myymäänsä ratkaisuun. Esimerkiksi rahastossa salkunhoitajilla tulisi olla tuntuva osa varallisuudestaan sidottuna hoitamaansa rahastoon, tai vähintäänkin merkittävä osa kompensatiosta tulisi pohjautua rahastolle tuotettuun lisäarvoon.

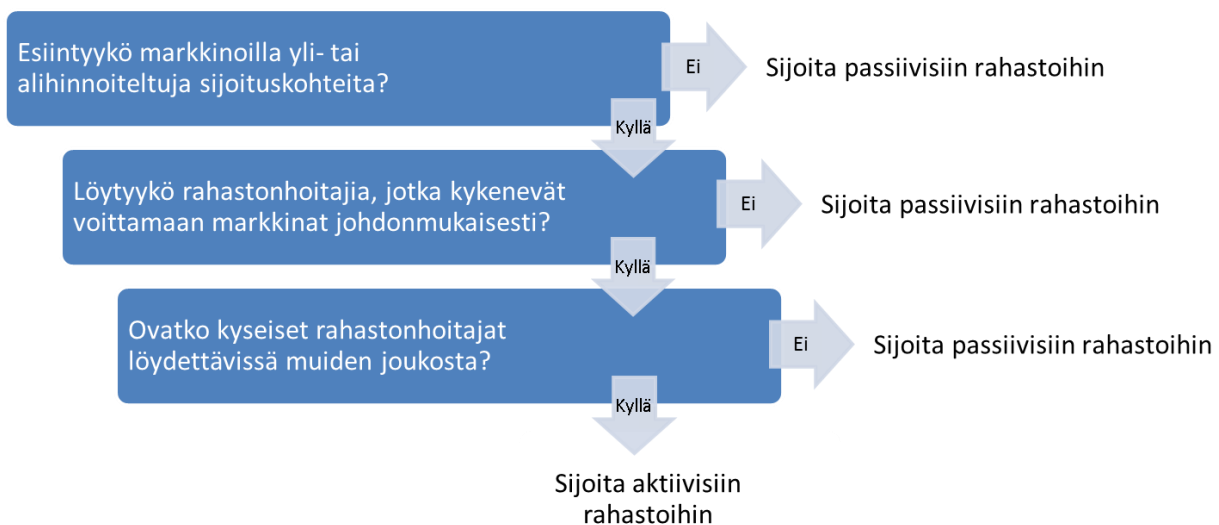
Yhteenveto

Valtaosa tutkimuksista tukee passiivista sijoittamista. Keskimäärin aktiiviset rahastot häviävät vertailuindeksilleen, ja laadukkaan aktiivisen rahaston etsiminen on kuin etsisi neulaa heinäsuovasta. Useimmiten sijoittajan kannattaa keskittää sijoituksensa passiivisiin indeksirahastoihin, joista halvimmat ja tehokkaimmat löytää yksinkertaisesti Sijoittaja.fi:n [ETF-työkalusta](#). Mikäli sijoittaja kuitenkin uskoo, että markkinaindeksiin voittaminen on mahdollista, ja haluaa etsiä tähän sopivia ratkaisuja, kannattaa aloittaa etsiminen [smart beta -strategioita](#) käyttävistä strategia-ETF:stä.

Rahastosijoittajan kannalta piiloindeksioivat rahastot ovat kaikkein huonoin valinta, koska ne perivät kalliit aktiivisen rahaston kustannukset ilman mahdollisuutta voittaa markkinoita. Sijoittajan tulisi valita rahastosalkkuunsa ainoastaan kustannustehokkaita indeksirahastoja ja/tai aidosti aktiivisia rahastoja. Aktiivisia rahastoja valitessaan sijoittajan kannattaa perehtyä tarkoin rahaston taustoihin ja toimintaan ennen lopullisen sijoituspäätöksen tekemistä. Tutkimuskirjallisuuden perusteella muun muassa *aktiivisuus, hallinnointikustannukset, aiempi menestys, rahaston koko ja markkinatilanne* ovat sellaisia keskeisiä asioita, joita aktiivisen rahastosijoittajan kannattaa huomioida. Parhailla aktiivisilla rahastoilla on tyypillisesti useita tunnusmerkkejä, jotka viestivät rahaston toimintakulttuurista ja sijoitustoiminnan laadusta.

Alla oleva Rahastosijoittamisen päätöksentekokaavio toimii hyvänä ohjenuorana rahastovalinnassa:

Rahastosijoittamisen päätöksentekokaavio



Lähde: Guarini (SPDR) 2011

Oheinen kaavio tiivistää keskeiset kysymykset, joita rahastosijoittajan tulisi kysyä itseltään sijoituspäätöstä tehdessään. Jos uskotaan, etteivät markkinat ole täysin tehokkaat, ja voittavien salkunhoitajien löytäminen on mahdollista, aktiivisiin rahastoihin sijoittaminen on perusteltua. Parhaassa tapauksessa valitut aktiiviset rahastot pystyvät voittamaan markkinaindeksit. Jos taas markkinoita voittavia salkunhoitajia ei kyetä löytämään, kannattaa valita kustannustehokas passiivinen rahastovaihtoehto.

Lähteet

[2021 Investment Company Fact Book.](#)

Blake, Christopher R., Edwin J. Elton ja Martin J. Gruber (1993) The performance of bond mutual funds. Journal of business.

Chen J, Hong H, Huang M & Kubik J (2004) Does Fund Size Erode Mutual Fund Performance? The American Economic Review 94 (5).

Comer, G., Larrymore, N., & Rodriguez, J. (2009). Measuring the value of active fund management: The case of hybrid mutual funds. *Managerial Finance*.

Cremers K. J. Martijn, Ferreira Miguel, Matos Pedro & Starks Laura (2011) The Mutual Fund Industry Worldwide: Explicit and Closet Indexing, Fees, and Performance. Working Paper.

Cremers K. J. Martijn & Petäjistö Antti (2009) How Active Is Your Fund Manager? A New Measure That Predicts Performance. Oxford University Press; The Society for Financial Studies.

Detzler, Miranda Lam 1999 The performance of global bond mutual funds. Journal of Banking & Finance 23.8.

Dincer Oguzhan, Gregory-Allen Russell B. & Shawky Hany A. (2010) Are You Smarter Than a CFA'er?. Working Paper.

Dyck Alexander, Lins Karl V. & Pomorski Lukasz (2011) Does Active Management Pay? New International Evidence. Working Paper.

Fama Eugene & French Kenneth R (2010) Luck versus Skill in the Cross-Section of Mutual Fund Returns. The Journal of Finance.

Ferri Richard A. (2010) The Power of Passive Investing: More Wealth with Less Work. Wiley.

[Ferri Richard A. \(2012\) Index Fund Portfolio Reign Superior. Blog post.](#)

Ferri Richard A. & Benke Alex C. (2013) A Case for Index Fund Portfolios. Whitepaper.

French Kenneth R (2008) The Cost of Active Investing. Dartmouth College - Tuck School of Business; National Bureau of Economic Research (NBER).

Guarini Thomas (2011) Passive and Active Management: A Balanced Perspective. SPDR University.

Harlow W. V. & Brown Keith C. (2006) The Right Answer to the Wrong Question: Identifying Superior Active Portfolio Management. Journal of Investment Management.

Huij Joop & Derwall Jeroen (2008) "Hot Hands" in bond funds. Journal of Banking & Finance.

[ICI Research Perspective \(2021\) Trends in the Expenses and Fees of Funds](#)

Idzorek, T. M., Xiong, J. X. & Ibbotson, R. G. (2012). The liquidity style of mutual funds. Financial Analysts Journal

Index Fund Advisors (2008) Who Still Believes Markets Don't Work?

[Kinnel Russell \(2010\) How Expense Ratios & Star Ratings Predict Success. Morningstar.](#)

Kosowski Robert (2006) Do Mutual Funds Perform When It Matters Most to Investors? US Mutual Fund Performance and Risk in Recessions and Expansions. Working Paper.

Morningstar (2020) European Funds Fee Study.

Petäjistö Antti (2013) Active Share and Mutual Fund Performance. NYU Stern School of Business. Working paper.

Rompotis Gerasimos G (2009) Active vs. Passive Management: New Evidence from Exchange Traded Funds. KPMG.

S&P Indices Versus Active Funds, SPIVA, [U.S. Scorecard \(2020\)](#), [Europe Scorecard \(2020\)](#).

Yan, Xuemin (2008). Liquidity, investment style, and the relation between fund size and fund performance. Journal of Financial & Quantitative Analysis.

www.sijoittaja.fi

SIJOITTAJA.fi – OLE OMA SALKUNHOITAJASI

25

ETF-poiminnat
Artikkelit ETF:istä
ETF-työkalu
Suomen parhaat rahastot

Sijoittaja.fi tarjoaa maailman johtavat sijoittajan työkalut ja helpon lähestymistavan sijoitusmarkkinoiden seurantaan. Toimintaamme eivät ohjaa palkkiot eivätkä palkkioiden palautukset, vaan toimimme sijoittajien parhaaksi. Emme tarjoa yksilöllistä sijoitusneuvontaa, emmekä ole Finanssivalvonnan valvoma sijoituspalveluyritys.