



Kauppätieteellinen tiedekunta  
Talouden ja yritys juridiikan laitos  
Yritys juridiikka

SIJOITUSRAHASTOJEN TIEDONANTOVELVOLLISUUDEN  
SÄÄNTELY:  
kuluja ja arvonkehityksen ilmoittaminen

Saana Parmanne  
Kandidaatintutkielma  
Kevät 2007

Ohjaaja:  
KTT Pia Hurmelinna-Laukkanen

# SIJOITUSRAHASTOJEN TIEDONANTOVELVOLLISUUDEN

## SÄÄNTELY:

### kulujen ja arvonkehityksen ilmoittaminen

## Sisällys

<b>LYHENTEET .....</b>	<b>3</b>
<b>1. JOHDANTO .....</b>	<b>4</b>
1.1. Sijoitusrahastoista aiheutuvat kulut ja rahastoyhtiön tiedonantovelvollisuus .....	5
1.2. Tarkastelun rajaus.....	5
1.3. Tutkimuksen rakenne.....	6
1.4. Aineisto .....	6
<b>2. SIJOITUSRAHASTOTOIMINTA .....</b>	<b>7</b>
2.1. Tapahtunut kehitys.....	7
2.2. Sijoitusrahastojen ominaisuuksia .....	8
2.3. Tiedonantovelvollisuus.....	10
2.4. Asiakkaalle koituvat kulut .....	11
2.5. Tulevaisuuden näkymiä .....	12
<b>3. RAHASTOYHTIÖIDEN TIEDONANTOVELVOLLISUUTTA SÄÄNTELEVÄT LAIT</b> <b>.....</b>	<b>14</b>
3.1. Sijoitusrahastolaki.....	16
3.2. Arvopaperimarkkinalaki.....	20
3.3. Kuluttajansuojalaki.....	20
<b>4. MUU TIEDONANTOVELVOLLISUUDEN SÄÄNTELYNORMISTO.....</b>	<b>22</b>
<b>4.1. Valtionvarainministeriön asetukset.....</b>	<b>22</b>
4.1.1. Asetus rahastoesitteestä ja yksinkertaistetusta rahastoesitteestä.....	22
4.1.2. Sijoitusrahaston toimintakertomusta ja puolivuotiskatsausta koskeva asetys .....	26
<b>4.2. Rahoitustarkastuksen määräykset, suositukset ja tulkinnat.....</b>	<b>27</b>

<b>4.3. Elinkeinoelämän itsesääntely .....</b>	<b>30</b>
<b>4.4. Sijoitusrahastojen markkinoinnissa noudatettu käytäntö .....</b>	<b>32</b>
<b>4.5. Euroopan yhteisön direktiivien ja suositusten kansallinen implementointi .....</b>	<b>33</b>
<b>5. RIITOJEN RATKAISU.....</b>	<b>36</b>
<b>5.1. Arvopaperilautakunnan suositukset .....</b>	<b>36</b>
<b>5.2. Markkinaoikeus ja hovioikeus.....</b>	<b>37</b>
<b>6. JOHTOPÄÄTÖKSET .....</b>	<b>38</b>
<b>LÄHTEET .....</b>	<b>44</b>

## LYHENTEET

AML	Arvopaperimarkkinalaki 26.5.1989/495
APL	Arvopaperilautakunta
HE	Hallituksen esitys
KSL	Kuluttajansuojalaki 20.1.1978/38
MiFID	Markets in Financial Instruments Directive, rahoitusvälineiden markkinointia koskeva direktiivi 2004/39/EY
RATA	Rahoitustarkastus
RataL	Laki Rahoitustarkastuksesta 27.6.2003/587
SRL	Sijoitusrahastolaki 29.1.1999/48
VMA	Valtiovarainministeriön asetus

# 1. JOHDANTO

Rahoitusta tarvitsevat yritykset ja yhteisöt saavat markkinoilta halukkailta sijoittajilta pääomaa. Eräs väline pääoman kanavoimiseksi sijoittajilta rahoitusta tarvitseville ovat sijoitusrahastot. Ne ottavat vastaan varoja asiakkailtaan ja sijoittavat rahat markkinoille rahaston säännöissä vahvistettujen toimintaperiaatteiden mukaisesti. Rahastojen toiminnan sääntelyä varten on säädetty sijoitusrahastolaki, jonka noudattamista valvoo Rahoitustarkastus.

Rahastosijoittaja saa pienellekin summalle tehokkaan hajautuksen, sillä sijoitusrahastossa hän pääsee välillisesti monen pörssiyhtiön omistajaksi samanaikaisesti. Sijoittajan ei myöskään tarvitse itse seurata markkinoita aktiivisesti, sillä rahastoyhtiön salkunhoitaja tekee kaupankäyntiä koskevat päätökset sijoittajan puolesta. Sijoittajan on helppo muuttaa rahastossa olevat varansa käteiseksi. Sijoitusrahastosuuksia ostetaan ja myydään päivän arvoon. Sijoittaja ei joudu maksamaan rahaston kaupankäynnin mahdollisesta myyntivoitosta veroa, vaan maksaa luovutusvoittoveron vasta rahasto-osuudesta luopuessaan. Sijoitusrahastot ovat tulleet suosituiksi vaihtoehtoiksi perinteisille pankkitalletuksille erityisesti Euroopassa, Yhdysvalloissa ja Japanissa.

Sijoitusrahastotoiminnasta aiheutuu rahastoyhtiölle kuluja, jotka tulevat rahasto-osuuden omistajien maksettaviksi. Palkkioihin ja maksuihin liittyvien eturistiriitojen ehkäisemiseksi rahastoyhtiöillä on tiedonantovelvollisuuksia sijoitusrahastojen kulu-  
jen esittämisestä. Erityisen ongelmallisina on pidetty sellaisia kuluja, jotka maksetaan suoraan rahaston pääomasta (Turtiainen 2004, s. 127-128). Tämän tutkielman tarkoituksena on selvittää sijoitusrahastojen kuluja ja arvonkehitystä koskevan sääntelyn kehittymistä, laajuutta, toimivuutta, nykyisiä ongelmakohtia ja kehittämistarpeita.

### **1.1. Sijoitusrahastoista aiheutuvat kulut ja rahastoyhtiön tiedonantovelvollisuus**

Rahastoyhtiö perii sijoittajalta rahasto-osuuden oston ja myynnin yhteydessä osto- ja myyntipalkkion. Lisäksi sijoittajan maksettavaksi tulee sijoitusrahaston hallinnointipalkkio ja säilytyspalkkio, jotka vähennetään päivittäin rahaston arvosta. Sijoitetusta pääomasta vähennetään rahaston kaupankäyntikulut ja mahdolliset valuutanvaihtokulut. Jotkut rahastot veloittavat asiakkailtaan myös tuottosidonnaisia palkkioita. Rahastot joutuvat julkistamaan kulunsa ja arvonkehityksensä. Lisäksi rahastoyhtiöt ovat tilinpäätöksissään velvollisia ilmoittamaan niitä valvovalle Rahoitustarkastukselle keskeisiä tunnuslukuja toiminnastaan.

Rahoituksen kansainvälistyminen ja kilpailun lisääntyminen ovat korostaneet pääomamarkkinoiden tehokkuuden tarvetta. Rahoitushuollon kannalta on tärkeää, että sijoittajat luottavat pääomamarkkinoiden toimintaan. Taloustiedon saatavuus on tiedotusvälineissä ja Internetissä kasvanut. Sijoitusrahastojen monet ominaisuudet ovat suurelle yleisölle vaikeasti hahmotettavia. Sijoittajansuoja on yksi keino pyrittäessä hyvin toimiviin arvopaperimarkkinoihin. Säännökset rahastoyhtiöiden velvollisuudesta noudattaa hyvää arvopaperitapaa sekä niille säädetyt tiedonanto- ja selonottovelvollisuudet sijoitusrahastojen markkinoinnissa ovat osa sijoittajansuojaa. Lainsäädäntöä kehittämällä voidaan ylläpitää luottamusta ja vahvistaa arvopaperimarkkinoiden tehokkuutta.

### **1.2. Tarkastelun rajaus**

Sijoitustuotteiden markkinoinnissa keskeistä on tuotetta koskevien tietojen antaminen. Tässä tutkielmassa tarkastellaan, mitä lainsäädäntöä ja muuta normistoa on maassamme olemassa säänneltäessä kulujen ja arvonkehityksen tiedonantovelvollisuutta sijoitusrahastojen markkinoinnissa. Lisäksi selvitetään, mitkä normit soveltuvat sijoitusrahastojen markkinoinnin sääntelyyn eri tilanteissa. Tutkielmassa tarkastellaan, mihin seikkoihin tulee kiinnittää huomiota arvioitaessa sijoitusrahastojen markkinoinnin lainmukaisuutta. Tarkastelussa keskitytään rahastoyhtiöiden tiedonantovelvollisuuteen yleisölle. Tutkielmassa ei tarkastella sijoitusrahastojen markkinointia

ammattimaisille sijoittajille eikä sopimusperusteisen yksilöllisen omaisuudenhoidon tarjoamista. Myös kiinteistörahastoja ja erikoissijoitusrahastoja koskevat muista sijoitusrahastoista poikkeavat tiedonantovelvoitteet on rajattu tämän tutkielman ulkopuolelle. Tutkielmassa ei käsitellä tiedonantovelvollisuutta koskevan normiston rikkomisen rikosoikeudellista seuraamusjärjestelmää.

### **1.3. Tutkimuksen rakenne**

Arvopaperioikeudellista sääntelyä voidaan norminmuodostuksen perustella pitää neliportaisena (esim. Hoppu 2004, s. 99-102). Korkeimpana hierarkiassa ovat *lain tasoiset normit*. Seuraava taso normihierarkiassa ovat *viranomaisten antamat määräykset, ohjeet ja kannanotot*. Kolmantena tasona normihierarkiassa voidaan pitää *elinkeinoelämän itsesääntelyä*. Neljäs sääntelyn taso ovat *yksittäisten toimijoiden arvopaperimarkkinoilla noudattamat käytännöt*. Tässä tutkielmassa noudatetaan norminmuodostuksen neliportaista luokittelua tarkasteltaessa rahastoyhtiöiden tiedonantovelvollisuutta sijoitusrahastojen kuluista ja arvonkehityksestä. Lisäksi tutkielmassa selvitetään Euroopan yhteisön direktiivien ja suositusten implementointia kansalliseen norminantoon.

### **1.4. Aineisto**

Tutkielman tarkastelunäkökulma on oikeusdogmaattinen. Aineistona on käytetty sijoitusrahastotoimintaa koskevia lakeja ja asetuksia, viranomaisen antamina kannanotoina Rahoitustarkastuksen standardeja ja elinkeinoelämän itsesääntelyaineistona Suomen Sijoitusrahastoyhdistys ry:n suosituksia. Normipohjan tulkintaa on tarkasteltu Arvopaperilautakunnan ratkaisusuositusten perusteella. Tutkielmaa varten on käyty läpi Arvopaperilautakunnan antamat sijoitusrahaston markkinointia ja sijoitusrahastotoimintaa koskevat ratkaisusuositukset vuosilta 2002 – 2005. Työssä on myös selvitetty, ovatko markkinaoikeus tai hovioikeus antaneet sijoitusrahastojen markkinointia koskevia päätöksiä. Lisäksi tutkielman aineistona on käytetty lakien esitöitä sekä oikeudellista ja taloustieteellistä kirjallisuutta.

## 2. SIJOITUSRAHASTOTOIMINTA

Pääomamarkkinat ovat kansainvälistyneet ja monipuolistuneet. Osakemarkkinoiden seuranta vaatii aikaa ja sijoituspäätösten teko edellyttää asiantuntemusta. Monet haluavat turvautua ulkopuolisten salkunhoitajien apuun eli varainhoitoyritysten palveluihin. Ne voidaan luokitella yksilölliseen varainhoitoon ja kollektiiviseen varainhoitoon. Yksilöllisessä varainhoidossa voidaan ottaa huomioon asiakkaan erityistarpeet esimerkiksi sijoitusstrategiassa ja verosuunnittelussa. Yksilöllisen varainhoidon asiakkuus edellyttää yleensä huomattavan suurta varallisuutta. Sijoitusrahastotoiminta on kollektiivista varainhoitoa. Sijoitusrahaston osuuden omistajaksi pääsee pienelläkin summalla. Sijoitusrahastotoiminta on hyvin kustannustehokasta, koska yhden osakesalkun kautta on mahdollista hoitaa valtava määrä asiakkaita (Lindström 2005, s. 211-212).

Sijoitusrahastolaissa (48/1999, SRL) sijoitusrahastotoiminnalla tarkoitetaan varojen hankkimista yleisöltä yhteistä sijoittamista varten ja näiden varojen sijoittamista pääasiallisesti rahoitusvälineisiin sekä sijoitusrahaston hallintoa (SRL 1:2.1 § 1-k). Sijoitusrahastolla tarkoitetaan sijoitusrahastotoiminnassa hankittuja ja sijoitettuja varoja sekä niistä johtuvia velvoitteita (SRL 1:2.1 § 2-k).

### 2.1. *Tapahtunut kehitys*

Sijoitusrahastot kehitettiin Yhdysvalloissa nykymuotoonsa 1920-luvulla. Rahastoista on vähitellen tullut merkittävä toimija arvopaperimarkkinoilla. Vuonna 2004 sijoitusrahastojen hallussa oli yhdysvaltalaisista osakkeista 24,9 % (Bogle 2005). Suomeen perustettiin ennen nykyisiä sijoitusrahastoja joitakin pörssissä noteerattuja sijoitusyhtiöitä, jotka sijoittivat osakepääomaansa lähinnä muiden yhtiöiden pörssiosakkeisiin. Ensimmäinen suomalainen julkisesti noteerattu sijoitusyhtiö oli Medical Investment Trust Oy (MIT), joka aloitti toimintansa vuonna 1984 (Puttonen ja Kivisaari 1997, s. 134). Ennen sijoitusrahastotoiminnan aloittamista sijoitusyhtiöt tarjosivat sijoittajille mahdollisuuden hankkia ammattilaisten hoitaman hajautetun salkun pienelläkin pääomalla.



Sijoitusrahastotoiminnan Suomessa mahdollistava ensimmäinen sijoitusrahastolaki (480/1987) tuli voimaan syyskuun 1987 alusta ja ensimmäiset rahastoyhtiöt perustettiin. Poliittisen vastustuksen seurauksena sijoitusrahastolaki säädettiin Suomessa eurooppalaisittain myöhään, vasta vuonna 1987 (Harju ja Syyrilä 2001, s. 1-2). Esimerkiksi Ruotsissa vastaava laki oli tullut voimaan 12 vuotta aikaisemmin (Lindström 2005, s. 213).

Osakemarkkinoiden heikko kehitys hidasti aluksi rahastosijoittamisen yleistymistä. Sen jälkeen kasvu on ollut nopeaa. Vuoden 1999 alussa Suomeen rekisteröidyissä sijoitusrahastoissa oli pääomaa yhteensä noin 5 miljardia euroa. Vuoden 2006 lopussa niiden pääoma oli kasvanut yli 60 miljardiin euroon (Suomen Sijoitusrahastoyhdistys ry 2007). Lisäksi maassamme toimii markkinointiluvan Suomessa saaneita ulkomailla rekisteröityjä rahastoja. Vuoden 2006 lopussa Suomessa toimi kaikkiaan 1 100 sijoitusrahastoa, joiden yhteenlaskettu pääoma oli yli 250 miljardia euroa (Suomen Sijoitusrahastoyhdistys ry 2007). Pääomasta suurin osa (72,2 %) oli osakerahastoissa. Rahastosijoittamisen yleistymisestä huolimatta suomalaisten osallistumisen sijoitusmarkkinoille rahastojen kautta on kansainvälisessä vertailussa vähäistä (Saario 2000, s. 254 - 255).

## **2.2. Sijoitusrahastojen ominaisuuksia**

Sijoitusrahastojen toimintaa ovat kuvanneet muun muassa Puttonen ja Kivisaari (1998, s. 72-74) ja Suomen Sijoitusrahastoyhdistys ry (Suomen Sijoitusrahastoyhdistys ry). Sijoitusrahastoa hoitava rahastoyhtiö kerää yksityishenkilöiden ja yhteisöjen varoja yhteen ja sijoittaa ne useisiin eri arvopapereihin, jotka muodostavat sijoitusrahaston. Sijoitusrahasto jakaantuu keskenään yhtä suuriin rahasto-osuuksiin, jotka tuottavat yhtäläiset oikeudet rahastossa olevaan omaisuuteen. Rahastoyhtiö ei omista sijoitusrahastoja, vaan rahastoyhtiö hoitaa sijoitusrahastoa rahaston säännöissä ja rahastoesitteessä määritetyn sijoituspolitiikan mukaisesti. Sijoitusrahaston omistavat siihen sijoittaneet henkilöt, yhteisöt ja säätiöt. Rahastoyhtiöllä voi olla hoidossaan monta eri rahastoa. Jokaisella rahastolla on nimetty salkunhoitaja, joka vastaa oman rahastonsa päivittäisestä sijoitustoiminnasta.

Sijoitusrahastot voidaan luokitella eri tavoilla. Suomalaiset sijoitusrahastot ovat toimintaperiaatteiltaan osake-, korko-, yhdistelmä-, vipu tai erikoissijoitusrahastoja (esim. Saario 2000, s. 260 - 267). Osakerahastojen tavoitteena on mahdollisimman suuri arvonnousu, joka voi tapahtua osakkeiden aktiivisella kaupankäynnillä ja johdannaisilla suojautumisella. Korkorahastot sijoittavat varansa pääosin pitkäaikaisiin yli vuoden joukkovelkakirjalainoihin tai alle vuoden korkoinstrumentteihin. Yhdistelmärahastot sijoittavat sekä osakkeisiin että korkoa tuottaviin kohteisiin ja vaihtavat painopistettä markkinatilanteen mukaan. Vipurahastot käyttävät johdannaisia salkunhoidon tehostamisessa tavoitellen keskimääräistä osakerahastoa suurempaa tuottoa hyväksyen suuremman riskitason. Voitonjaon perusteella rahastot voidaan luokitella tuottorahastoihin ja kasvurahastoihin. Tuottorahastot jakavat voittoa vuosittain. Kasvurahastot eivät jaa voittoa, vaan osakerahaston yhtiöiden maksamat osingot kasvattavat rahasto-osuuden arvoa. Sijoitusrahastojen luokittelua ovat kuvanneet esimerkiksi Puttonen ja Kivisaari (1997, s. 42).

Kun sijoitusten arvo jaetaan liikkeessä olevien rahasto-osuuksien määrällä, saadaan yhden osuuden arvo. Useimmat rahastoyhtiöt julkistavat hallinnoimiensa sijoitusrahastojen osuuksien arvon ja sen muutoksen päivittäin. Rahasto-osuuksien hintojen kehitystä voi seurata esimerkiksi lehtien taloussivuilta tai Internetistä.

Rahasto-osuudet voi tarvittaessa muuttaa nopeasti käteiseksi. Rahastolta ei peritä veroa myyntivoitosta kuten yksityishenkilöltä. Sijoitusrahasto on tuloverotuksessa verovapaa yhteisö. Rahaston tuotto on osuudenomistajalle veronalaista silloin, kun rahasto jakaa tuottoa voitto-osuutena osuudenomistajalle. Kun rahasto lunastaa rahasto-osuuden sen omistajalta, luovutusvoitto on veronalaista tuloa.

Sijoitusrahasto mahdollistaa pienenkin summan tehokkaan hajautuksen, joka vähentää sijoitukseen kohdistuvaa riskiä. Markkinariskiä, joka liittyy pörssin yleiskehitykseen, sijoitusrahasto ei kuitenkaan poista. Markkinariskiä voi vähentää hajauttamalla varoja eri toimialoille ja maantieteellisille alueille sijoittaviin rahastoihin.

Sijoitusrahaston osakkeet ovat rahastoyhtiön hallinnoimia, joten rahasto-osuuksien omistajat eivät voi käyttää osakkeisiin liittyvää äänioikeutta. Osuudenomistajilla on mahdollisuus vaikuttaa rahastoyhtiön hallituksen kautta siihen, miten äänioikeutta

käytetään. Rahastoyhtiön hallitukseen valitaan osuudenomistajien edustajat, joiden tehtävänä on valvoa osuudenomistajien etuja (esim. Puttonen ja Kivisaari 1997, s. 30).

### **2.3. Tiedonantovelvollisuus**

Rahastoyhtiön sijoitusrahastoa koskeva tiedonantovelvollisuus sisältää tiedonantovelvollisuuden rahasto-osuuksien markkinoinnin eli liikkeellelaskun yhteydessä sekä säännöllisen tiedonantovelvollisuuden (Turtiainen 2004, s. 113). Sijoitusrahastotoimintaa valvova viranomainen, Rahoitustarkastus (RATA), myöntää hakemuksesta rahastoyhtiön toimiluvan (SRL 2:5 §). Rahastoyhtiö on jatkuvasti velvollinen raportoimaan toiminnastaan RATA:lle. Perustiedot sijoitusrahastosta saa sen rahastoesitteestä. Lisäksi rahastoyhtiöt tiedottavat säännöllisesti toiminnastaan vuosikertomusten ja puolivuotiskatsausten avulla.

Arvopaperimarkkinoita valvovan Rahoitustarkastuksen viranomaistoiminta aiheuttaa sijoitusrahastojen osuuksia ostaneille kuluja. Vuonna 2006 RATA:n kulut olivat 17,2 miljoonaa euroa (Rahoitustarkastus 2007a). RATA:n toiminta katetaan valvonta- ja toimenpidemaksuilla, jotka maksavat valvottavat ja arvopapereiden liikkeellelaskijat. Rahoitusyhtiöiden asiakkaat, esimerkiksi sijoitusrahasto-osuuksien ostajat, maksavat välillisesti yhtiöiden valvonta- ja toimenpidemaksut. Vastaavia välillisiä kuluja rahastosijoittajille aiheuttavat myös Suomen Sijoitusrahastoyhdistys ja Arvopaperilautakunta.

Suomalaisten sijoitusrahastoyhtiöiden yhteistyö-, edunvalvonta- ja itsesääntelyorganisaationa toimii Suomen Sijoitusrahastoyhdistys ry. Sen jäsenenä on 23 suomalaista sijoitusrahastoyhtiötä, jotka hallinnoivat yhteensä yli 500 rahastoa (Suomen Sijoitusrahastoyhdistys ry). Yhdistyksen tarkoituksena on avoimuudella ja asiakkaiden sijoituspäätöksiä tukevalla informaatiolla sekä raportoinnilla ylläpitää ja vahvistaa sijoittajien luottamusta sekä rahastoyhtiöiden toiminnan laatua (Suomen Sijoitusrahastoyhdistys ry 2005a). Yhdistys antaa jäsenilleen sijoitusrahastotoimintaa koskevia suosituksia, ohjeita ja sitovia sääntöjä. Yhdistyksen tehtävänä on myös tuottaa tietoa

rahastosäästämistä sekä eri rahastoista yksittäisille sijoittajille sekä valvoa rahastosäästäjien etuja.

Arvopaperilautakunta (APL) on riita-asioissa maksuton neuvonantaja kaikille e-ammattimaisille sijoittajille, jotka ovat palveluja tarjoavien pankkien, sijoituspalveluyri-tysten tai rahastoyhtiöiden asiakkaita. APL:n toiminta perustuu Arvopaperivälittäjien yhdistyksen, Kuluttajaviraston, Osakesäästäjien Keskusliiton, Rahoitustarkastuksen, Suomen Pankkiyhdistyksen ja Suomen Sijoitusrahastoyhdistyksen väliseen sopi-mukseen. Lautakunta toimii pankkialan asiakasneuvontatoimiston yhteydessä, ja sii-nä on jäsenet RATAsta ja Pankkiyhdistyksestä, kaksi jäsentä Osakesäästäjien Kes-kusliitosta sekä yksi yhteinen jäsen Arvopaperivälittäjien yhdistyksestä ja Sijoitusra-hastoyhdistyksestä. APL neuvoo, ohjaa ja etsii ratkaisuja asioissa, jotka koskevat muun muassa arvopaperimarkkinalainsäädäntöä ja siihen liittyvien viranomaismää-räysten sisältöä ja hyvää arvopaperikauppatapaa. APL on esittänyt ratkaisusuosituk-sia esimerkiksi hyvään arvopaperimarkkinatapaan, sijoituspalvelun tarjoamiseen ja sijoitusrahastotoimintaan liittyvissä riita-asioissa. Ratkaisut ovat suosituksia, jotka eivät sido mahdollisessa tuomioistuinprosessissa. Pyynnöstä lautakunta antaa har-kintansa mukaan tuomioistuimelle asiantuntijalausuntoja. (Arvopaperilautakunta 2005a)

Rahastoyhtiön tiedonantovelvollisuus yleisölle markkinoitavista rahastoista, ja piensi-joittajien suuri määrä, aiheuttaa sekin sijoittajalle välillisiä kuluja. Institutionaalisille sijoittajille suunnatuissa rahastoissa kulut ovat pienempiä (Geranio ja Zanotti 2005).

#### **2.4. Asiakkaalle koituvat kulut**

Sijoitusrahasto-osuuden omistajalle aiheutuu kuluja osuuden hankinnasta, siitä luo-pumisesta sekä mahdollisesti myös rahasto-osuuden säilyttämisestä. Useimmat ra-hastot perivät palkkion rahasto-osuuksien merkinnästä. Merkintäpalkkio on kotimai-sissa rahastoissa keskimäärin 1 % osuuden arvosta. Korkorahastoissa merkintäpalk-kio on pienempi osakerahastoissa. Lunastuksen (myynnin) yhteydessä rahasto-osuuden arvosta voidaan vähentää palkkio, joka kotimaisissa rahastoissa on enin-tään 1 %.

Rahastoyhtiö veloittaa sijoitusrahastolta vuosittain hallinnointi- ja säilytyspalkkion, joka määritellään prosentteina rahaston arvosta ja vaihtelee osake- ja yhdistelmärahastoissa 0,6 prosentista noin 3 prosenttiin. Korkorahastojen hallinnointi- ja säilytyspalkkiot ovat noin 0,5 - 0,6 %. Hallinnointi- ja säilytyspalkkio sisältyy päivittäin julkaistuu osuuden arvoon, eikä sitä veloiteta erikseen osuudenomistajilta. Rahastoyhtiö perii hallinnointi- ja säilytyspalkkion sijoitusrahaston tuotoista riippumatta. Joissakin rahastoissa on lisäksi käytössä tuottosidonnainen palkkio. Sijoittajien tietämys rahastojen kustannuksista ja riskeistä on yleisesti vähäistä (Alexander ym. 1998). Lisätietoja sijoitusrahastoista on esitetty esimerkiksi Sijoitusrahasto-oppaassa (Pörssisäätiö 2004).

Sijoitusrahastojen suosio on kasvanut maailmanlaajuisesti. Kysyntä on vaikuttanut sijoituspalveluiden hinnoitteluun. Yhdysvaltojen 25 suurimman rahastoyhtiön vuonna 1945 perimät kiinteät palkkiot olivat keskimäärin 0,76 % sijoitetusta pääomasta. Vuonna 2004 vastaava kustannusosuus oli 1,56 % (Bogle 2005). Asiakkailta perittävät kustannukset ovat kasvaneet siitä huolimatta, että sijoitusrahastojen koon suurentumisesta on seurannut skaalaetuja ja tietotekniikan käyttö (Marttila 1999, s. 21) on tehostanut toimintaa.

## ***2.5. Tulevaisuuden näkymiä***

Useimmat sijoitusrahastot kertovat vertailuindeksin, johon niiden tuottoa voidaan verrata. Sijoitusrahastojen arvonkehitys on yleensä niiden vertailuindeksiä pienempi, mikä johtuu sijoitusrahastojen tuottoa pienentävistä hallinnointipalkkioista. Tämä on luonut markkinat indeksirahastoille, jotka jäljittelevät mahdollisimman tarkasti vertailuindeksiänsä. Yhdysvalloissa vuodesta 2000 lähtien yli kolmasosa osakerahastoihin sijoitetuista varoista on ohjautunut indeksirahastoihin (Bogle 2005). Kaupankäyntikulujen minimoimiseksi kauppaa käydään vain siinä tapauksessa, että indeksin koostumukseen tulee muutoksia. Mekaanisen rakenteensa takia indeksirahasto on helpohoitoinen, mikä mahdollistaa pienemmät hallinnointipalkkiot kuin aktiivisesti hoide- tuissa rahastoissa. Suurissa amerikkalaisissa indeksirahastoissa vuotuinen hallinnointipalkkio voi olla alle 0,2 % (Lindström 2005, s. 217 – 221).

Indeksirahastoidea on kehitetty edelleen pörssinoteeratuissa sijoitusrahastoissa (ETF, Exchange Traded Funds), joiden osuuksilla käydään pörssissä kauppaa samalla tavalla kuin osakkeilla. Pörssinoteerattujen indeksiosuusrahastojen vuotuiset hallinnointipalkkiot ovat yleensä pienempiä kuin tavanomaisten sijoitusrahastojen. Indeksiosuussijoittaja ei myöskään joudu maksamaan tavanomaisten rahastojen perimiä merkintä- ja lunastuspalkkioita. Niiden sijasta hän maksaa välityspalkkion, arvosuustilin mahdollisen hoitopalkkion ja ulkomaisia indeksiosuuksia ostaessaan valuuttakaupan kulut (esim. Ranta-aho 2007).

Sijoitusrahastotoiminnan kehittyminen ja kansainvälistyminen ovat aiheuttaneet suuria muutoksia sijoitusrahastojen tiedonantovelvollisuuden sääntelyyn. Uusien sijoitus tuotteiden ja Euroopan yhteisön direktiivien ja suositusten implementoinnin seurauksena kansallista normistoa on jouduttu usein muuttamaan. Sijoitusrahastojen tiedonantovelvollisuuden kansalliset sääntelynormit ovat hajallaan eri lähteissä. Sijoitusmarkkinoilla tapahtuneiden muutosten seurauksena viimeisin sijoitusrahastolainsäädäntöä käsittelevä yleisteos (Harju ja Syyrilä 2001) on suureksi osaksi vanhentunut. Sijoitusrahastotoimintaa käsittelevää sääntelyä ja tietoa siitä tarvitaan sijoittajan suojaksi. Sijoitusrahastotoiminta on laajaa sellaisissa maissa, missä toimintaa on voimakkaasti säännelty laeilla ja muilla säädöksillä, ja missä sijoittajien oikeuksia on suojeltu (Khorana ym. 2005). Sijoitusrahastotoiminnan sääntely lisää yleisön luottamusta sijoitustoimintaan ja on siten paitsi kuluttajien, myös rahastoyhtiöiden edun mukaista.

### **3. RAHASTOYHTIÖIDEN TIEDONANTOVELVOLLISUUTTA SÄÄNTELEVÄT LAIT**

Sijoitusrahastomarkkinoilla rahastoyhtiöiden tiedonantovelvollisuus on tärkeää sijoittajan suojan kannalta. Informaatio lisää luottamusta sijoitusmarkkinoita kohtaan: mitä avoimempia ja läpinäkyvämpiä sijoitusrahastot ovat, sitä houkuttelevammiksi sijoittajat ne kokevat. Tiedonsaantivelvollisuus auttaa ehkäisemään intressiriitoja edistämällä sekä sijoitusrahaston sisäistä valvontaa että ulkoista eli markkinaperusteista valvontaa. (Turtiainen 2004, s. 111)

Sijoitusrahastojen markkinointia ja tiedonantovelvollisuutta sääntelee sijoitusrahastolaki (1999/48, SRL), arvopaperimarkkinalaki (495/1989, AML) ja kuluttajansuojalaki (38/1978, KSL) niihin tehtyine muutoksineen. Sijoitusrahastolaki on sijoitusrahasto-toimintaa sääntelevä erityislaki. Kuluttajansuojalaki ja arvopaperimarkkinalaki ovat yleislakeja, joita sovelletaan siltä osin kuin sijoitusrahastolaissa ei ole erityissäännöksiä. Kulloinkin sovellettavaksi tuleva laki riippuu markkinoinnin kohderyhmästä.

Sijoitusrahastolaki sääntelee rahastoyhtiöiden hallitsemaa erillistä varallisuusmassaa eli sijoitusrahastoa, eikä esimerkiksi vaihtuvapääomaista sijoitusosakeyhtiötä (Harju 2007). Sijoitusrahastolakia sovelletaan rahastoyhtiön ja säilytisyhteisön toimintaan sekä sijoitusrahasto-osuuksien markkinoimiseen yleisölle (SRL 1.1 §). Lakia ei sovelleta osuuksien markkinoimiseen, jos niitä markkinoidaan ainoastaan ammattimaisille sijoittajille (SRL 1.2 §). Piensijoittajan oikeusaseman suojaaminen on SRL:n peruslähtökohta. Sijoittajan suojaamiseksi on pyritty säätelemään sijoitustoimintaa siten, että se olisi luotettavaa ja turvallista ja että rahasto-osuuden omistajille sekä sellaisiksi aikoville tarjottaisiin riittävät ja oikeat tiedot sijoituspäätöksen tekemistä varten (Turtiainen 2004, s. 2).

Sijoitusrahasto-osuudet täyttävät arvopaperimarkkinalain arvopaperin käsitteen (Hoppu 2004, s. 108). Arvopaperimarkkinalakia sovelletaan esimerkiksi todisteeseen, joka annetaan rahasto-osuudesta tai siihen rinnastettavasta yhteissijoitusyrityksen osuudesta (AML 1:2.1 § 5-k). Arvopaperimarkkinalakia sovelletaan sijoitusrahasto-osuuksien markkinointiin vain silloin, kun osuuksia markkinoidaan ainoastaan am-

mattimaisille sijoittajille. Ammattimaisia sijoittajia ovat AML 1:4 §:n mukaiset yhtiöt, yhteisöt sekä sellaiset muut sijoittajat, jotka ovat kirjallisesti ilmoittaneet arvopaperivälittäjälle olevansa ammattitaitonsa ja sijoituskokemuksensa perusteella ammattimaisia sijoittajia. AML 1:1 §:ssä säädetään, että silloin, kun arvopapereita markkinoidaan yleisölle, eikä siis ammattimaisille sijoittajille, sovelletaan sijoitusrahastolakia.

Kuluttajansuojalaki koskee kulutushyödykkeiden tarjontaa, myyntiä ja muuta markkinointia elinkeinonharjoittajalta kuluttajalle (KSL 1:1.1 §). Alkuperäinen laki vuodelta 1978 ei koskenut arvopapereita eikä muita sijoitustuotteita. Vuonna 1994 voimaantulleella lailla kuluttajansuojalain muuttamisesta (16/1994) saatettiin kuluttajansuojalaki koskemaan myös arvopapereita ja muita sijoitustuotteita. Sijoitusrahasto-osuuksien tarjonnassa ja markkinoinnissa voidaan soveltaa kuluttajansuojalakia silloin, kun kohderyhmänä ovat kuluttajat.

Sekä KSL (2:1 §) että AML (2:1 §) kieltävät käyttämästä markkinoinnissa *hyvän tavan vastaista* tai *sopimatonta* menettelyä. Vaikka vastaavaa yleislauseketta ei sijoitusrahastolaissa ole, on hyvän tavan vastaisen tai sopimattoman menettelyn käyttö kiellettyä sijoitusrahastojen markkinoinnissa kohderyhmästä riippuen joko KSL:n tai AML:n nojalla.

Valvontaviranomaisena on KSL:n perusteella kuluttaja-asiamies ja AML:n perusteella RATA, joilla siis on arvopaperien markkinointia koskevissa asioissa rinnakkainen toimivalta. Markkinoinnin kieltoa koskevat asiat käsitellään sekä KSL:n että AML:n mukaan markkinaoikeudessa. KSL:n muutoksen esitöissä (HE 360/92) on todettu, että ”rinnakkainen toimivalta antaa kyseisille viranomaisille mahdollisuuden sopia keskinäisestä tehtävänjaosta kummankin yleistä toimenkuvaa vastaavalla tavalla ottaen huomioon muun muassa sen, mikä henkilöpiiri kulloinkin on markkinoinnin pääasiallinen kohderyhmä”.

KSL:n tarkoituksena on suojata kuluttajaa, kun taas AML:lla suojataan arvopaperimarkkinoiden yleistä puolueettomuutta ja tehokkuutta. SRL turvaa rahastosijoittajan asemaa ja siten pyrkii lisäämään luottamusta pääomamarkkinoihin. Kuluttajan suojaamista voidaan sikäli pitää lainsäädännössä ensiarvoisena, että markkinaoikeuden lisäksi myös kuluttaja-asiamies voi KSL:n nojalla itse määrätä KSL:n rikkomisesta



markkinointikiellon. Rahoitustarkastuksella ei ole vastaavaa oikeutta markkinakiellon määräämiseen, vaan RATAn on vietävä asia markkinaoikeuden ratkaistavaksi (AML 7 luku 2 §, SRL 22 luku 150 §). Täten siis markkinointikiellon määrääjä ja asian vireilepano-oikeus markkinaoikeudessa vaihtelee sen mukaan, mitä lakia kyseisessä asiassa sovelletaan.

### **3.1. Sijoitusrahastolaki**

Sijoitusrahastolain (480/1987) säätämisen jälkeen teknologinen kehitys, rahoitusvälineiden ja -palveluiden monipuolistuminen sekä kansainvälistyminen ovat muuttaneet markkinointikeinojen valikoimaa ja toimintaympäristöä rahoitusmarkkinoilla. Muutosten seurauksena myös sijoitusrahastoja sääntelevää normistoa on jouduttu usein muuttamaan. Laki sijoitusrahastolain muuttamisesta (834/1991) mahdollisti rahasto-osuuksien liittämisen arvo-osuusjärjestelmään, jolloin osuustodistuksia ei enää tarvinnut antaa. Euroopan talousalue -sopimuksen edellyttämät lukuisat muutokset tehtiin elokuussa 1993 annetulla lailla (748/1993). Toinen suuri uudistus tehtiin heinäkuussa 1996 annetulla lailla (583/1996), jolloin sijoitusrahastoja koskevaa kansallista lainsäädäntöä harmonisoitiin toimintaa sääntelevien Euroopan yhteisön direktiivien mukaiseksi.

Lisäksi sijoitusrahastolakiin (480/1987) tehtiin pienempiä muutoksia koskien säilytyspankkia (500/1989 ja 1287/1990), ulkomaalaisomistusta (1687/1991 ja 1622/1992), tilintarkastusta (943/1994), rangaistussäännöksiä (603/1995 ja 578/1998) ja rahastoyhtiön toimilupaa (951/1996).

Lukuisten osittaisuudistusten jälkeen sijoitusrahastolaista oli tullut hajanainen ja vaikeaselkoinen. Lisäksi sijoitusrahastotoiminnan nopea kehitys ja yhteisen valuutan tuoma uusi kilpailuasetelma aiheuttivat tarvetta sääntelyn kokonaisuudistukseen. Tämä tehtiin antamalla tammikuussa 1999 uusi sijoitusrahastolaki (48/1999, SRL), joka tuli voimaan 1 päivänä helmikuuta 1999.

Sijoitusrahastolaissa (48/1999) säädetään esimerkiksi rahastoyhtiön (4 luku) ja säilytisyhteisön (5 luku) toiminnasta ja tehtävistä, sijoitusrahaston säännöistä (7 luku), rahasto-osuuden arvonmäärityksestä (8 luku), erikoissijoitusrahaston sijoitustoimin-

nasta (12 luku), rahasto-osuuksien markkinoimisesta ja rahastoyhtiön tiedonantovelvollisuudesta (13 luku), sijoitusrahaston sulautumisesta (16 luku), sijoitusrahaston jakautumisesta (17 luku) sekä sijoittajan tunnistamisesta (21 luku). Uuden sijoitusrahastolain voimaantulon seurauksena toisiin sijoitusrahastoihin sijoittavien rahasto-osuusrahastojen perustaminen tuli mahdolliseksi (SRL § 72 ja § 87).

Myös uutta sijoitusrahastolakia (48/1999) on toimintaympäristön muutosten seurauksena jouduttu muuttamaan. Suurin lainmuutos tehtiin huhtikuussa annetulla lailla (224/2004), jolla pantiin kansallisesti täytäntöön sijoitusrahastodirektiivin (85/611/ETY) muutokset (2001/107/EY ja 2001/108/EY). Muutoksella sijoitusrahastolakiin sisällytettiin säännöksiä rahastoyhtiöiden kansainvälisestä toiminnasta, yksinkertaistetusta rahastoesitteestä, sijoitustoiminnan laajentamisesta, indeksirahastoista, riskien hajauttamisesta ja lisäksi täsmennettiin Rahoitustarkastuksen toimivaltaa.

Merkintä- ja lunastuspalkkioiden veloittamisesta on säädetty laissa sijoitusrahastolain muutoksesta (224/2004). Jos rahasto sijoittaa saman rahastoyhtiön hallinnoimiin toisiin sijoitusrahastoihin, merkintä- tai lunastuspalkkiota ei saa veloittaa (72 §). Säädöksellä turvataan sijoittajan oikeuksia estämällä rahastoyhtiöltä merkintä- ja lunastuspalkkioiden periminen mahdollisesta tarpeettomasta kaupankäynnistä hallinnoimien sijoitusrahastojen tai saman yhtiöryhmän sijoitusrahastojen välillä.

Pienemmät sijoitusrahastolain muutokset ovat olleet osittain teknisiä ja koskeneet muun muassa lainaus- ja takaisinostosopimuksia (1522/2001), tietojen luovuttamista (47/2002), varautumista poikkeusoloihin (483/2003), sijoitusrahaston lakkauttamista (599/2003), eurooppayhtiötä (755/2004), sisäpiirirekisteriä (298/2005), eurooppayhtiön toimintaa (648/2006) ja rahastoyhtiön tilinpäätöstä (134/2007).

Sijoitusrahaston osuuksien markkinoinnista ja rahastoyhtiön tiedonantovelvollisuudesta säädetään SRL:n 13 luvussa. Sen 92.2 §:n mukaan rahastoyhtiön on annettava *olennaiset ja riittävät tiedot* sijoitusrahaston ominaisuuksista, jotta sijoittajat voivat *luotettavasti arvioida kyseistä sijoitusrahastoa*. Rahastoesitteeseen on liitettävä sijoitusrahaston säännöt.

Sijoitusrahastolain 13:93 §:ssä on säädökset yksinkertaistetusta rahastoesitteestä. Kuten rahastoesitteessä (SRL 13:92 §), myös yksinkertaistetussa rahastoesitteessä on oltava *olennaiset ja riittävät tiedot* sijoitusrahaston ominaisuuksista, jotta sijoittajat voivat *luotettavasti arvioida kyseistä sijoitusrahastoa*. Rahastoesitteestä poiketen yksinkertaistetun rahastoesitteen (93 §) sisältämistä olennaisista ja riittävistä tiedoista mainitaan erikseen *kulurakenne*. Toisin kuin rahastoesitteen (92 §), yksinkertaistetun rahastoesitteen ei tarvitse sisältää sijoitusrahaston sääntöjä.

Rahastoesitteen ja yksinkertaistetun rahastoesitteen lisäksi rahastoyhtiön on julkistettava hallinnoimastaan sijoitusrahastosta puolivuotiskatsaus ja vuosikertomus. Puolivuotiskatsauksesta säädetään SRL 94 §:ssä. Puolivuotiskatsaukseen ei tarvitse sisällyttää sijoitusrahaston kuluja koskevia tietoja.

Sijoitusrahaston vuosikertomuksen julkistamisesta säädetään SRL 96 §:ssä. Vuosikertomuksessa on oltava *olennaiset ja riittävät tiedot* sijoittajan arviointia varten. Valtiovarainministeriö on helmikuussa 2007 antanut asetuksen rahastoyhtiön tilinpäätöksestä ja toimintakertomuksesta sekä sijoitusrahaston tilinpäätöksestä, toimintakertomuksesta ja puolivuotiskatsauksesta (VMA 151/2007). Siinä säädetään puolivuotiskatsauksen ja toimintakertomuksen eli vuosikertomuksen sisällöstä ja esittämistavasta.

Rahastoyhtiö on velvollinen tarjoamaan, pitämään saatavilla ja toimittamaan asiakkaalle veloituksetta sijoitusrahastoa koskevaa edellä esitettyä informaatiota. SRL 97.1 §:n mukaan rahastoyhtiön on tarjottava asiakkaalle veloituksetta sijoitusrahaston yksinkertaistettu rahastoesite ennen rahasto-osuuden merkintää. Kuten jäljempänä todetaan, oleellinen tieto sijoitusrahaston kulurakenteesta on esitetty yksinkertaistetussa rahastoesitteessä. Vuosikertomus ja puolivuotiskatsaus sisältävät vuoden 2006 raporteista alkaen lisäksi sellaisia sijoitusrahaston kulurakenteeseen liittyviä yksityiskohtaisia tunnuslukuja (Suomen Sijoitusrahastoyhdistys ry 2005a), joita ei tarvitse esittää rahastoesitteessä eikä yksinkertaistetussa rahastoesitteessä. Yksinkertaistetussa rahastoesitteessä on mainittava paikka, missä viimeisin vuosikertomus ja puolivuotiskatsaus ovat yleisesti saatavilla, ja ne on pyynnöstä veloituksetta toimittava asiakkaille.

Sijoitusrahastolaissa on säädökset sijoitusrahaston perustamisesta (SRL 23 §), sulautumisesta (SRL 16 luku) ja lakkauttamisesta (SRL 119 §). Rahastoyhtiö voisi pyrkiä esittämään hallinnoimiensa sijoitusrahastojen arvonkehityksen mahdollisimman hyvänä lakkauttamisten ja perustamisten sekä sulautumisten avulla. Periaatteessa on mahdollista, että rahastoyhtiö voisi laskusuhdanteen jälkeen lakkauttaa hallinnoimansa sijoitusrahaston ja perustaa sen uudelleen toisella nimellä. Tällöin rahaston aikaisempi tuottohistoria pyyhkiytyisi pois. Sijoitusrahastojen nimien vaihtaminen on yleistä sellaisten ajanjaksojen jälkeen, jolloin rahastojen tuotot ovat olleet heikkoja (Ciccotello ja Walsh 2001). Nimen muutoksen jälkeen sijoitusrahasto voi markkinoinnissaan käyttää sellaista tuottohistoriaa, jossa ei ole mukana aikaisempaa vähäisten tuottojen kautta.

Vastaavasti rahastoyhtiö voisi sulauttaa hallinnoimansa huonosti menestyneen rahastoyhtiön hyvin menestyneeseen. Sulautuminen ei vaikuta sen rahaston tuottohistoriaan, johon huonosti menestynyt rahasto sulautetaan (Bogle 2005). SRL:ssa ei ole säädöksiä, joilla sijoitusrahaston tuottohistorian manipulointi lakkauttamisten ja perustamisten tai sulautumisten avulla estettäisiin. SRL:ssa ei myöskään ole säädöksiä sijoitusrahaston mahdollisesti käyttämästä vertailuindeksistä eikä sen tietojen esittämistä.

Pääomamarkkinat ovat kansainvälistyneet ja yhteissijoitusyrityksen toimilupa on voimassa kaikissa Euroopan yhteisön jäsenvaltioissa (sijoitusrahastodirektiivin 85/611/ETY 4 art. 1-k). SRL:n 20 luvussa säädetään rahastoyhtiön toiminnasta muualla kuin Suomessa ja yhteissijoitusyrityksen toiminnasta Suomessa. Sijoitusrahaston rahasto-osuuksia saadaan markkinoida yhden toimiluvan periaatteen mukaisesti Euroopan talousalueeseen kuuluvissa valtioissa, mikäli sijoitusrahasto täyttää sijoitusrahastodirektiivin edellytykset (SRL 20:127.1 §). SRL:ssa ei ole käytettävän kielen lisäksi erityissäädöksiä ulkomaisen yhteissijoitusyrityksen rahastoesitteessä, yksinkertaistetussa rahastoesitteessä, vuosikertomuksessa ja puolivuosisikatsauksessa esitettävistä tiedoista, koska Euroopan talousalueeseen kuuluvassa valtiossa toimiluvan saaneen yhteissijoitusyrityksen julkistettaviksi veloitettujen tietojen tulee olla sijoitusrahastodirektiivin säädösten mukaisia.

### **3.2. Arvopaperimarkkinalaki**

Helsingin pörssin toiminnassa oli 1980-luvulla paljon epäkohtia. Pörssiin listautui paljon liikeidealtaan epämääräisiä yrityksiä, joiden olemassaolo oli lyhytaikaista, mutta jotka aiheuttivat suuria tappioita sijoittajille. Vuonna 1989 voimaan tullut arvopaperimarkkinalaki korjasi pahimpia puutteita. (Lindström 2005, s. 29)

Arvopaperimarkkinalaki koskee arvopaperien saattamista yleiseen liikkeeseen, yleiseen liikkeeseen saatettujen arvopaperien vaihdantaa ja selvitystoimintaa sekä julkista kaupankäyntiä arvopapereilla (AML 1:1 §). Arvopaperimarkkinalaissa säädetään muun muassa arvopaperien markkinoinnista, liikkeellelaskusta ja tiedonantovelvollisuudesta (2 luku) sekä arvopaperikaupasta ja sijoituspalvelun tarjoamisesta (4 luku).

Arvopaperin markkinointia koskeva yleissäännös on AML 2:1 §:ssä:

Arvopapereita ei saa markkinoida eikä hankkia elinkeinotoiminnassa antamalla totuudenvastaisia tai harhaanjohtavia tietoja taikka käyttämällä hyvän tavan vastaista tai muuten sopimatonta menettelyä.

Arvopaperimarkkinalakia on muutettu lailla arvopaperimarkkinalain muuttamisesta (152/2007). Siinä annetaan täydentäviä säännöksiä arvopaperien markkinoinnista, liikkeeseenlaskusta ja tiedonantovelvollisuudesta, muun muassa osavuositarkastuksesta. Lain (152/2007) 2 luvun 10 b §:n mukaan mainittu tiedonantovelvollisuus sekä velvollisuus julkistaa vuosikooste ei koske julkisen kaupankäynnin kohteena olevaa sijoitusrahastoa, vaan sijoitusrahastoja koskevasta tiedonantovelvollisuudesta säädetään sijoitusrahastolaissa.

### **3.3. Kuluttajansuojalaki**

Kuluttajansuojalaki (38/1978) tuli voimaan syyskuussa 1978. Sitä ei kuitenkaan sovellettu arvopapereihin eikä muihin sijoitustuotteisiin. Arvopaperit jätettiin kuluttajansuojalain soveltamisalan ulkopuolelle sillä perusteella, että niitä ei voida pitää tavaroina eikä palveluksina. Kuluttajansuojalain soveltamisalasäännökset osoittautuivat kuitenkin ongelmallisiksi. Kuluttajansuojalain muuttamisen esitöissä (HE 360/92) lain soveltamiseen otettiin kantaa: ”Kuluttajansuojaviranomaisten toimivallan ei tule riippua siitä, onko tietty markkinoilla tarjottava hyödyke tai etuus luokiteltavissa tavaraksi tai palvelukseksi”. Esityksessä todettiin myös: ”Ei ole perusteltua jättää tiettyjä yksityishenkilöille tarjottavia hyödykkeitä kokonaan kuluttajansuojalain ulkopuolelle sillä

perusteella, että kysymyksessä ei ole kulutukseen tarjottava hyödyke vaan sijoituskohde”. Laki kuluttajansuojalain muuttamisesta (16/1994) tuli voimaan heinäkuussa 1994. Lailla muutettiin kuluttajansuojalain soveltamisalaa siten, että kuluttajansuojalaki saatettiin koskemaan myös arvopapereita ja muita sijoitustuotteita.

KSL sääntelee muun muassa rahoitusvälineiden ja –palveluiden markkinointia. Lain 2 luvussa on yleiset markkinointia koskevat säännökset (KSL 2:1 §):

Markkinoinnissa ei saa käyttää hyvän tavan vastaista tai muutoin kuluttajien kannalta sopimatonta menettelyä.

Markkinointia, joka ei sisällä kuluttajien terveyden tai taloudellisen turvallisuuden kannalta tarpeellisia tietoja, on aina pidettävä sopimattomana.

KSL 2:2 §:ssä säädetään tietojen antamisesta markkinoinnissa:

Markkinoinnissa ei saa antaa totuudenvastaisia tai harhaanjohtavia tietoja.

KSL:n 6 a luvussa on lisäksi rahoituspalvelujen ja rahoitusvälineiden etämyyntiä koskevat säännökset. Kuluttajansuojalaissa etämyynnillä tarkoitetaan rahoituspalvelun tarjoamista esimerkiksi puhelimen tai tietoverkon avulla (KSL 6 a:4 §). Luvussa säädetään etämyynnistä esimerkiksi silloin, kun elinkeinonharjoittaja tarjoaa kuluttajalle rahasto-osuuksia tai muita arvopapereita, joihin sovelletaan arvopaperimarkkinalakia. Kuluttajansuojalain 6 a luvun 7 §:n mukaan rahoituspalvelusta on annettava muun muassa ainakin seuraavat ennakkotiedot:

Kuluttajalta perittävien maksujen, korvausten ja muiden kulujen yhteismäärä, mukaan lukien verot tai, jos täsmällistä määrää ei voida ilmoittaa, kulujen määräytymisperusteet.

## **4. MUU TIEDONANTOVELVOLLISUUDEN SÄÄNTELYNORMISTO**

Arvopaperimarkkinat ja sijoitustuotteet muuttuvat ja monipuolistuvat nopeasti. Sijoitusrahastolaissa ei ole yksityiskohtaisia säädöksiä rahastoyhtiön kuluja ja tuottoja koskevasta tiedonantovelvollisuudesta sijoitusrahastojen markkinoinnissa. Rahastoyhtiöiden yksityiskohtaisemmista tiedonantovelvoitteista sijoitusrahastojen kuluista ja tuotoista on säädetty lakia alemman tasoisilla normeilla, jotka ovat tarvittaessa muutettavissa lakinormeja nopeammin ja kustannustehokkaammin.

### **4.1. Valtionvarainministeriön asetukset**

Valtionvarainministeriö on asetuksillaan säännellyt rahastoesitteessä, toimintakertomuksessa ja puolivuotiskatsauksessa esitettäviä tietoja. Asetuksilla on täsmennetty sijoitusrahaston julkaiseman rahastoesitteen ja yksinkertaisen rahastoesitteen sisältöä sekä sitä, miten esitteissä olevat tiedot tulee esittää. Rahastoesitteen tiedot on kerrottava sijoittajille selkeästi ja ymmärrettävästi. Ilmoitettaviin tietoihin kuuluvat muun muassa sijoitusrahaston kulut.

#### **4.1.1. Asetus rahastoesitteestä ja yksinkertaistetusta rahastoesitteestä**

Rahastoesitettä koskevan vuoden 2000 asetuksen (VMA 782/2000) mukaan sijoitusrahaston kuluista oli osto- ja myyntipalkkion (2 § 6-k) lisäksi esitettävä ”toiminnasta sijoitusrahastolle säännöllisesti aiheutuvat kulut ja niiden määräytymisperuste” (VMA 782/2000 2 § 4-k). Esimerkiksi kaupankäyntikuluja voidaan pitää sijoitusrahastolle säännöllisesti aiheutuviin kuluihin kuulumattomina.

Valtiovarainministeriö on huhtikuussa 2004 antanut asetuksen rahastoesitteestä ja yksinkertaistetusta rahastoesitteestä (VMA 233/2004). Asetus koskee SRL 92 §:ssä tarkoitetun rahastoesitteen ja 93 §:ssä tarkoitetun yksinkertaistetun rahastoesitteen vähimmäisisältöä ja tietojen esittämistapaa (VMA 233/2004 1:1 §).

VMA 1:2.1:ssä säädetään esitteessä annettavien tietojen esittämistavasta:

Esitteet on päivättävä sekä selkeästi otsikoitava rahastoesitteeksi tai yksinkertaistetuksi rahastoesitteeksi erotuksena muista esitteistä. Esitteissä kerrottaviksi vaaditut tiedot on kerrottava selkeästi ja ymmärrettävästi ottaen huomioon kyseisen sijoitusrahaston tyyppillinen sijoittajakohderyhmä. Esitteet on pyydettäessä voitava toimittaa paperimuotoisena.

Edellä olevassa säädöksessä otetaan kantaa Internetin käyttöön sijoitusrahastojen markkinoinnissa. Rahastoesite voidaan asettaa yleisön saataville myös sähköisessä muodossa.

Yksinkertaistetussa rahastoesitteessä on asetuksen mukaan kerrottava lyhyesti sijoituksista, muun muassa on esitettävä varoitus sijoituksen arvon mahdollisesta pienemisestä (VMA 233/2004 2:2 § 5-k):

aiempi tuottokehitys ja siihen liittyvä varoitus, että sijoitusrahastoon tehdyn sijoituksen arvo voi nousta tai laskea ja että sijoittaja voi sijoituksensa lunastuttaessaan saada takaisin vähemmän kuin hän siihen alunperin sijoitti (2:2 §:n kohta 2).

Asetuksessa ei erikseen säädetä sitä, miten sijoitusrahaston arvonkehitys on ilmoitettava.

Sijoitusrahastojen kiertonopeus (Turnover Rate) eli arvopapereiden vaihtuvuus rahastojen sijoitussalkuissa on yleisesti kasvanut. Kun yhdysvaltalaisten osakerahastojen kiertonopeus vuosina 1945 - 1975 oli alle 40 % vuodessa, oli vuosien 1980 – 1995 vastaava luku 60 – 96 % ja vuosien 2000 – 2004 kiertonopeus 108 – 112 % (Bogle 2005). Yli 100 %:n kiertonopeus merkitsee sitä, että rahasto pitää osakkeita sijoitussalkussaan keskimäärin alle vuoden. Suuri kiertonopeus kasvattaa sijoittajan maksettavaksi tulevia kaupankäyntikuluja. Rahastoyhtiö voisi edestakaisella tarpeetomalla osakekaupalla periaatteessa hankkia samaan konserniin kuuluvalla välittäjälle lisätuloa rahastosijoittajien kustannuksella.

VMA 233/2004 2:3 §:ssä säädetään sijoitusrahastoon sijoittamista koskevista yksinkertaistetun rahastoesitteen kulujen esittämisestä:

Yksinkertaistetussa rahastoesitteessä on kerrottava lyhyesti sijoitusrahaston:

- 1) osuudenomistajille tarpeellinen lyhyt kuvaus sijoitusrahastoon ja osuudenomistajaan sovellettavasta verotuksesta;
- 2) rahasto-osuuden merkinnästä ja sen lunastamisesta rahasto-osuudenomistajalle aiheutuvat kulut ja niiden määräytymisperuste;



3) toiminnasta aiheutuvat muut mahdolliset kulut tai niiden määräytymisperuste jaoteltuina sijoitusrahaston ja sen osuudenomistajan maksettaviin kuluihin;

4) rahasto-osuuksien liikkeeseenlasku- ja lunastusaika, -paikka ja -tapa;

5) rahasto-osuuksien tuotonmaksuaika, -paikka ja -tapa; sekä

6) rahasto-osuuden arvon julkistamisajankohta, -paikka ja -tapa.

Edellä 1 momentin 3 kohdassa tarkoitetuissa tiedoissa on tuotava esiin ainakin sijoitusrahaston vuosittainen kulujen kokonaissuhde ja sijoitussalkun kiertoisuus sekä selvitys niiden laskentatavasta.

VMA 233/2004 2:3.1 2-k:ssa säädetään osto- ja myyntipalkkion esittämisestä. Kohdassa 3 mainittuja kuluja ei eritellä, vaan säädös sisältää toiminnasta aiheutuvat *muut mahdolliset kulut*. Tällaisina kuluina voidaan pitää esimerkiksi sijoitusrahaston kaupankäyntikuluja.

VMA 233/2004 2:3.2 §:ssä on säädös sijoitusrahaston vuosittaisen kulujen kokonaissuhteen eli TER-luvun (Total Expense Ratio) ja sijoitussalkun kiertoisuuden esittämisestä. TER-luvun ja sijoitussalkun kiertoisuuden sisällyttäminen yksinkertaistettuun rahastoesitteeseen vastaa EU:n komission suositusta (Euroopan yhteisöjen neuvosto 2004) sijoitusrahaston tunnuslukujen esittämisestä.

Yksinkertaistetussa rahastoesitteessä on VMA 233/2004:n mukaan lisäksi kerrottava muun muassa sijoitusrahastosta tehdyn rahastoesitteen sekä sen sääntöjen, vuosikertomuksen, puolivuotiskatsauksen ja erikoissijoitusrahastosta neljännesvuosikatsauksen saatavuus maksutta ennen rahasto-osuuden merkintää ja sen jälkeen sekä niiden saatavillapitopaikka sekä rahastoyhtiötä ja sijoitusrahastoa valvova viranomaisen (VMA 233/2004 2:4 §).

Rahastoesitteessä on esitettävä yksinkertaistetun rahastoesitteen sisältämien tietojen lisäksi seuraavat tiedot (VMA 233/2004 3:1 §):

1) sijoitusrahaston vuosikertomuksen, puolivuotiskatsauksen ja erikoissijoitusrahastosta myös neljännesvuosikatsauksen saatavillapitopaikka;

2) sijoitusrahaston tilinpäätösajankohta;

3) sijoitusrahaston varojen arvostamista koskevat säännöt;

4) se, että rahasto-osuus oikeuttaa rahasto-osuuksien määrän suhteessa jakautuvaan osuuteen sijoitusrahaston varoista ottaen huomioon rahasto-osuussarjojen ja -lajien suhteelliset arvot;

- 5) tiedot rahasto-osuudenomistajien kokouksesta sekä äänivallan käyttöoikeudesta rahasto-osuudenomistajien kokouksessa;
- 6) tiedot säännellyistä markkinapaikoista, joissa rahasto-osuudet ovat julkisen kaupankäynnin kohteena;
- 7) tilanteet, joissa rahasto-osuuksien takaisinosto ja lunastus voidaan keskeyttää;
- 8) rahasto-osuuksien merkintä- ja lunastushinnan määräytymismenetelmä ja -aikaväli;
- 9) se, missä ja milloin rahasto-osuuden merkintä- ja lunastushinnat julkistetaan; sekä
- 10) sijoitusrahaston omistajaohjauksen tavoitteet.

Jos sijoitusrahaston varoista voidaan sen sääntöjen mukaan sijoittaa yhteensä enemmän kuin yksi kymmenesosa toisten sijoitusrahastojen tai yhteissijoitusyritysten osuuksiin, rahastoesitteessä on tuotava erityisesti esiin sijoitusrahaston ja niiden sijoitusrahastojen tai yhteissijoitusyritysten, joihin sijoitusrahasto sijoittaa, hoidosta maksettavien hallinnointipalkkioiden enimmäismäärä.

Edellä olevan VMA 233/2004 3:1 §:n viimeisen momentin säädöksellä on turvattu sijoittajan tiedonsaantioikeuksia ja vähennetty siten rahastoyhtiön mahdollisuutta rahastojen omistusten ketjuttamiseen ja hoidosta maksettavien hallinnointipalkkioiden kasvattamiseen. Säädos koskee niitä rahastoja, jotka voivat sijoittaa yli 10 % varoistaan toisten sijoitusrahastojen osuuksiin. Rahastoihin sijoittavan rahaston *hallinnointipalkkioiden enimmäismäärän* esittäminen on uusi sijoittajansuojaa vahvistava säädos verrattuna aikaisempaan valtiovarainministeriön asetukseen rahastoesitteestä (VMA 782/2000).

Edellä rahastoesitteestä todetut tiedot (VMA 233/2004 3:1 § 1) voidaan yksinkertaistetussa rahastoesitteessä ja rahastoesitteen 8 kohdassa tarkoitettuja tietoja lukuun ottamatta jättää mainitsematta rahastoesitteessä, jos ne sisältyvät sijoitusrahaston rahastoesitteeseen liitettyihin sääntöihin (233/2004, 3:4 §). Sijoitusrahaston sääntöjen liittämistä rahastoesitteeseen on säädetty sijoitusrahastolaissa (SRL 92.1 §).

Uusi VMA 233/2004 merkitsee sijoitusrahaston kulujen ilmoittamisvelvollisuuden täsmentymistä aikaisempaan (VMA 782/2000) verrattuna. Toiminnasta sijoitusrahastolle säännöllisesti aiheutuvien kulujen ja niiden määräytymisperusteen (VMA 782/2000) sijaan on VMA 233/2004:n perusteella julkistettava merkintä- ja lunastuspalkkiot, muut mahdolliset kulut, TER-luku ja sijoitussalkun kiertonopeus.

VMA 233/2004 ei velvoita rahastoyhtiötä julkistamaan hallinnoimansa sijoitusrahaston kaupankäyntikuluja. Asetuksessa ei myöskään ole säädöksiä sijoitusrahaston mahdollisesti käyttämästä vertailuindeksistä eikä sen tietojen esittämistavasta yksinkertaistetussa rahastoesitteessä ja rahastoesitteessä.

#### **4.1.2. Sijoitusrahaston toimintakertomusta ja puolivuotiskatsausta koskeva asetus**

SRL 94 ja 96 §:n mukaan valtiovarainministeriön asetuksella säädetään tarkemmin puolivuotiskatsauksen ja vuosikertomuksen sisällöstä ja siitä, miten tiedot esitetään. Valtiovarainministeriö on helmikuussa 2007 antanut asetuksen rahastoyhtiön tilinpäätöksestä ja toimintakertomuksesta sekä sijoitusrahaston tilinpäätöksestä, toimintakertomuksesta ja puolivuotiskatsauksesta (VMA 151/2007), jolla kumottiin edellinen vastaava asetus (515/2004). Asetuksen VMA 151/2007 säädetään, että toimintakertomuksessa on edellisen tilinpäätöksen sekä tilintarkastuskertomuksen ohella esitettävä muun muassa ainakin (VMA 151/2007 12 § 6-k):

selvitys rahastoyhtiölle ja säilytysyhteisölle maksettujen palkkioiden jakautumisesta rahaston varojen hoidosta ja säilytyksestä aiheutuneisiin palkkioihin sekä rahaston sijoituskohteena olleiden sijoitusrahastojen ja yhteissijoitusyritysten vastaaviin kuluihin, mikäli rahasto voi sääntöjensä mukaan sijoittaa varojaan toisten sijoitusrahastojen tai yhteissijoitusyritysten osuuksiin.

Vastaava selvitys maksettujen palkkioiden jakautumisesta ja sijoituskohteena olleiden sijoitusrahastojen kuluista on esitettävä myös puolivuotiskatsauksessa (VMA 151/2007 13 §). Asetuksessa ei ole esitetty tarkempaa erittelyä esitettävistä kuluista tai niiden laskentatavoista. VMA 151/2007:ssä ei säädetä sijoitusrahaston mahdollisesti käyttämästä vertailuindeksistä eikä sen tietojen esittämistavasta toimintakertomuksessa ja puolivuotiskatsauksessa.

Sijoitusrahaston toimintakertomusta ja puolivuotiskatsausta koskeva asetus (VMA 151/2007) ei sisällä yhtä yksityiskohtaisia säädöksiä sijoitusrahaston kulujen esittämisestä kuin valtiovarainministeriön asetus rahastoesitteestä ja yksinkertaistetusta rahastoesitteestä (VMA 233/2004). Sijoitusrahaston kuluja koskevan tarkan informaation keskittämisen yksinkertaistettuun rahastoesitteeseen, eikä toimintakertomukseen tai puolivuotiskatsaukseen, voidaan katsoa tukevan sijoittajansuojaa, sillä rahastoyhtiön on tarjottava asiakkaalle veloituksetta sijoitusrahaston yksinkertaistettu

rahastoesite ennen rahasto-osuuden merkintää (SRL 97 §), kun sen sijaan muusta informaatiosta riittää, että se pidetään yleisesti saatavilla rahastoesitteessä ja yksinkertaistetussa rahastoesitteessä mainitussa paikassa ja pyynnöstä toimitetaan veloituksetta rahasto-osuuden omistajille ja muille asiakkaille.

## **4.2. Rahoitustarkastuksen määräykset, suositukset ja tulkinnat**

Rahoitustarkastus (RATA) toimii Suomen Pankin yhteydessä, mutta on itsenäinen viranomaisena. Rahoitustarkastus perustettiin vuonna 1993. Sen edeltäjänä toimi 1922–1993 Pankkitarkastusvirasto. Rahoitustarkastuksen toimintaa sääntelee laki Rahoitustarkastuksesta (587/2003, RataL). RATA:n toiminnan tavoitteena on rahoitusmarkkinoiden vakaus ja luottamuksen säilyminen rahoitusmarkkinoiden toimintaan. Tavoitteen saavuttamiseksi RATA valvoo sen valvottaviksi säädettyjen ja muiden toimintaa rahoitusmarkkinoilla. RATAlla on valtuudet sekä ennakkoliseen että jälkikäteiseen valvontaan (Karjalainen ym. 2005 s. 382). Valvottavia ovat esimerkiksi SRL:ssä tarkoitetut rahastoyhtiöt ja säilytysyhteisöt (RataL 5 § 4-k). RATA vahvistaa rahastoyhtiön hakemuksesta sijoitusrahaston säännöt ja niiden muutokset (SRL 43 §). RATA valvoo sijoitusrahastolain noudattamista, rahastoyhtiön ja sijoitusrahaston toimintaa sekä rahasto-osuuksien markkinointia (SRL 4 §). Tehtävänsä toteuttamiseksi RATA muun muassa antaa lain soveltamisen kannalta tarpeellisia määräyksiä, tekee aloitteita rahoitusmarkkinoilla tarvittavasta lainsäädännöstä, edistää hyvien menettelytapojen noudattamista ja edistää rahoitusmarkkinoiden toimintaa koskevan tietoaineiston saatavuutta (RataL 4 §). Sijoitusrahastotoiminnassa on tärkeää, että viranomaisen päätöksellä toimintaan voidaan puuttua nopeasti, koska vääränlaiset menettelytavat sijoitustuotteiden markkinoinnissa voivat lyhyessä ajassa aiheuttaa sijoittajille suuria tappioita. RATAlla on laajat tarkastus- ja tiedonsaantioikeudet (RataL 15 §) ja oikeus rajoittaa sijoituspalvelujen tarjoamista (RataL 23 §). Säännösten laiminlyönnistä Rahoitustarkastus voi antaa julkisen huomautuksen, julkisen varoituksen, määrätä rikemaksun, seuraamusmaksun tai uhkasakon (RataL 4 luku).

Rahoitustarkastuksen normiohjauksen keskeisenä välineenä toimii määräyskokoelma, joka koostuu standardeista. Ne ovat sitovien määräysten ja suositusluonteisten ohjeitten kokonaisuuksia. Sitovien normien anto perustuu Rahoitustarkastukselle laissa (RataL 4 §) annettuun määräysenantovaltuutukseen. RATA antaa suositus-

luonteista ohjeistusta silloin, kun se katsoo, että ohjeistuksen antaminen on tarpeen luottamuksen säilyttämiseksi rahoitusmarkkinoiden toimintaan sekä rahoitusmarkkinoiden vakauden ylläpitämiseksi eikä asiaa ole säännelty lainsäädännössä (Rahoitustarkastus 2007b).

Sijoitusrahastojen markkinointia säännellään Rahoitustarkastuksen 22.8.2006 antamalla Menettelytavat-aihealueeseen kuuluvalla standardilla (2.2) Rahoituspalvelujen ja rahoitusvälineiden markkinointi (Rahoitustarkastus 2006), joka on voimassa 1.10.2006 lukien toistaiseksi. Standardin tarkoitamiin valvottaviin kuuluvat esimerkiksi rahastoyhtiöt (standardin 2.2 luvun 1 kohta 1). Standardia ei sovelleta arvopapereiden tai sijoituspalvelujen markkinointiin ammattimaisille tai kokeneille sijoittajille (luvun 1 kohta 5). Standardin tavoitteena on muun muassa edesauttaa sitä, että jatkuvasti muuttuvassa toimintaympäristössä rahoituspalvelun markkinoija edistää asiakkaille tarjottavan markkinointi-informaation laatua ja asiallisten markkinointitapojen kehittymistä (luvun 2 kohta 3).

RATAN standardin 2.2 luvussa 5 on esitetty markkinoinnin keskeisiä periaatteita. Luvun 5 kohdan 8 (suositus) mukaan:

(8) Rahoituspalvelujen ja -välineiden markkinoinnissa on toimittava hyvän tavan mukaisesti. Hyvä tapa ylläpitää ja edistää rahoitusmarkkinoita kohtaan tunnettua luottamusta, avoimuutta, puolueettomuutta ja eri markkinaosapuolten tasa-arvoisuutta.

Standardin 2.2 luvun 5 kohdan 9 (suositus) mukaan hyvä tapa markkinoinnissa tarkoittaa muun muassa, että markkinoija

pyrkii varmistamaan markkinointimateriaalin asiallisuuden ja sen, että tarjottu tieto on selkeää, ymmärrettävää ja tasapuolista.

Standardin 2.2 luvun 5 kohdan 11 mukaan markkinointia on kaikkalainen myynnin edistäminen. Markkinoinnin kohteena voivat olla esimerkiksi rahasto-osuudet (kohta 12). Markkinoinnissa tulee keskittyä rahoituspalvelun tai -välineen kannalta olennaisiin seikkoihin (kohta 20, suositus). Olennaista vaikutusta asiakkaan tai sijoittajan päätöksentekoon saattaa standardin mukaan olla muun muassa (luvun 5 kohta 21) rahoituspalvelun tai -välineen tuotto-odotuksilla ja niiden laskentaperusteilla sekä asiakkaalta perittävillä kuluilla ja niiden laskentaperusteilla.

Rahoitustarkastuksen standardin 2.2 luvun 5 kohdassa 22 (suositus) säädetään muun muassa, että markkinoilla ei saa luoda mielikuvien avulla tai muutoin perusteettomia tuotto-odotuksia. Kohdissa 31 ja 32 säädetään harhaanjohtavasta tiedosta:

(31) Harhaanjohtava tieto voi itsessään olla totuudenmukainen, mutta se voi esimerkiksi puutteellisuutensa, esittämistapansa tai –muotonsa takia antaa vastaanottajalle virheellisen käsityksen.

(32) Tiedon totuudenvastaisuutta arvioidaan objektiivisesti. Tiedon harhaanjohtavuutta puolestaan arvioidaan markkinoinnin kohteena olevan henkilön näkökulmasta.

Standardin 2.2 luvun 5 kohdissa 41 - 42 (suosituksia) säännellään vertailuja:

(41) Jos rahoituspalvelujen ja -välineiden markkinoinnissa käytetään vertailuja, esim. vertailua osakekurssien kehitystä kuvaavaan indeksiin, tulee vertailukohteen pääsääntöisesti olla yleisesti tunnettu sekä pääosiltaan vertailukelpoinen markkinoitavan tuotteen tai palvelun kanssa. Jos vertailukohde ja vertailun kannalta olennaiset seikat eivät ole yleisesti tunnettuja, markkinoinnissa tulee selvittää, mistä vertailukohde koostuu.

(42) Vertailuun käytettävän ajanjakson tulee myös olla riittävän pitkä, vähintään vuosi. Ajanjakso voi olla ilmaistu joko kalenterivuosina (-vuotena) tai vuosina (vuotena) nykyhetkestä taaksepäin. Prosentuaalisessa vertailussa tulee selkeyden vuoksi käyttää tasavuotuisia vuotuisen tuoton laskemisessa.

Sijoitusrahastojen arvonkehityksen kuvaamisen yhteydessä käytetään yleisesti vertailuindeksejä. Tarkastellussa standardin 2.2 kohdassa 41 todetaan, että indeksin tulee olla *pääosiltaan vertailukelpoinen* markkinoitavan sijoitusrahaston kanssa. Rahoitustarkastus ei standardissaan 2.2 ota kantaa siihen, pitäisikö vertailuindeksin kehitys jossain tapauksessa esittää eripituiselta ajanjaksolta kuin sijoitusrahaston arvonkehitys.

Standardissa 2.2 säännellään historiallisen arvonkehityksen esittämistä (kohdat 47-49 suosituksia). Historiallisen arvonkehityksen esittämistä sääntelee myös edellä mainittuun valtiovarainministeriön asetukseen rahastoesitteestä ja yksinkertaistetusta rahastoesitteestä (233/2004 2:2 §:n 2 kohta) perustuva standardin 2.2 luvun 5 kohta 50 (sitova):

(50) Yksinkertaistetussa rahastoesitteessä on kerrottava lyhyesti sijoitusrahaston aiempi tuottokehitys ja siihen liittyvä varoitus, että sijoitusrahastoon tehdyn sijoituksen arvo voi nousta tai laskea ja että sijoittaja voi sijoituksensa lunastaessaan saada takaisin vähemmän kuin hän siihen alun perin sijoitti.

Standardien lisäksi Rahoitustarkastus esittää suosituksia tulkitsemalla säädöksiä. RATAn tulkinta yksinkertaistetuissa rahastoesitteissä esitettävistä tiedoista ja niiden esittämistavasta (Rahoitustarkastus 2005) käsittelee muun muassa sijoitusrahastojen tunnuslukujen laskentaa. Tulkinnassaan rahoitustarkastus viittaa asetukseen (VMA

233/2004) ja komission suositukseen (Euroopan yhteisöjen neuvosto 2004) tunnuslukujen laskenta- ja esittämistavasta. Rahoitustarkastus esittää tulkinnassaan seuraavan:

VMA:n 2 luvun 3 §:n 1 momentin 3 kohdan ja 2 momentin mukaan sijoitusrahaston vuotuinen kulujen kokonaissuhde eli TER-luku (Total Expense Ratio) ja sijoitusrahaston salkun kiertonopeus sekä selvitys niiden laskentatavasta olisi tuotava esiin yksinkertaistetussa rahastoesitteessä.

Rahoitustarkastus suosittelee, että TER-luku sekä sijoitussalkun kiertonopeus laskettaisiin komission suosituksessa esitetyn mukaisesti. Näiden sijoitusrahaston kuluja kuvaavien tunnuslukujen sisältö ja laskentakaavan pääperiaatteet olisi myös selitettävä, jotta sijoittaja tietää, mitä kuluja lukuja laskettaessa on huomioitu. Yksinkertaistetussa rahastoesitteessä olisi esitettävä laskentakaava tai vaihtoehtoisesti viitattava, että laskentakaava kokonaisuudessaan on saatavissa rahastoyhtiöstä tai sijoitusrahaston internetsivuilta. Lukujen yhteydessä olisi lisäksi viitattava, että kyseisen sijoitusrahaston aiemmat tunnusluvut ovat saatavilla rahastoyhtiöstä tai sijoitusrahaston internetsivuilta.

Rahoitustarkastuksen tulkinnassaan viittaamassa komission suosituksessa (Euroopan yhteisöjen neuvosto 2004) on liitteenä 1 luettelo TER-lukua laskettaessa huomioon otettavista ja pois jätettävistä kustannuksista ja liitteenä 2 sijoitussalkun kiertonopeuden laskentakaava. Rahoitustarkastus ei tulkinnassaan esitä suositusta sijoitusrahaston kaupankäyntikulujen julkistamisesta.

### **4.3. Elinkeinoelämän itsesääntely**

Suomalaisten sijoitusrahastojen itsesääntelyorganisaationa toimiva Suomen Sijoitusrahastoyhdistys ry on yhteistyössä Rahoitustarkastuksen kanssa laatinut sijoitusrahastojen eräiden tunnuslukujen raportoinnista suosituksen, jonka yhdistyksen hallitus hyväksyi 13.11.2001. Suosituksen tunnuslukujen laskentaa tarkistettiin 14.3.2005 vastaamaan EU:n komission 27.4.2004 antamaa suositusta yksinkertaistetun rahastoesitteen sisällöstä (Euroopan yhteisöjen neuvosto 2004). Lisäksi yhdistys täydensi suositusta ns. Sharpen mittarilla ja kaupankäyntikulujen raportoinnilla. Sijoitusrahastoyhdistys suosittelee (Suomen Sijoitusrahastoyhdistys ry 2005a), että sijoitusrahaston vuosikertomuksen ja puolivuotiskatsauksen yhteydessä raportoidaan seuraavat tunnusluvut:

- Standardipoikkeama. Mittaa sijoituksen tuoton heilahtelua, sen keskihajontaa.
- Tracking Error. Indeksipoikkeama, mittaa sitä, kuinka tarkasti sijoituksen tuotto seuraa vertailuindeksin tuottoa.
- Sharpen mittari. Mittaa tuottoa sen riskiin suhteutettuna.
- Salkun kiertonopeus. Rahaston arvopapereiden vaihtuvuus, raportoidaan juoksevana 12 kuukauden lukuna. Esimerkiksi kiertonopeus 100 % tarkoittaa, että rahaston arvopaperit ovat vuositasolla vaihtuneet keskimäärin kerran. Negatiivinen kiertonopeus

tarkoittaa, että salkunhoitajan käymän arvopaperikaupan kokonaisvolyymi on ollut pienempi kuin merkintöjen ja lunastusten.

- TER (Total Expense Ratio). Kertoo hallinnointipalkkion, säilytyspalkkion ja pankkikulujen osuuden prosentteina rahaston nettovaroista.
- Rahaston kaupankäyntikulut. Rahaston pääomasta veloittavat kaupankäyntiin liittyvät arvopaperinvälittäjille maksettavat palkkiot sekä valuutanvaihtokulut. Ilmoitetaan prosenttilukuna edeltävän 12 kuukauden jakson korkeimmasta pääomasta.
- Rahastoyhtiön lähipiiriin kuuluvalla sijoituspalveluyritykselle maksetut välityspalkkiot. Samaan konsolidointiryhmään kuuluvalla sijoituspalveluyritykselle tai luottolaitokselle maksettujen välityspalkkioiden prosenttiosuus rahaston maksamista välityspalkkioista.

Suosituksessa on esitetty tunnuslukujen laskentakaavat, joita on pitänyt soveltaa ja uudet tunnusluvut ilmoittaa vuoden 2006 raporteista alkaen. Suosituksen mukaan muun muassa rahaston kaupankäyntikulut raportoidaan säännöllisesti. Tätä on pidetty tarpeellisena, sillä suurin osa sijoitusrahastoista on pankki- tai pankkiiriliikesidonnaisia. Samaan konserniin yleensä kuuluu arvopaperinvälitystoimintaa harjoittava sisaryhtiö. Kytkös saattaa johtaa tarpeettoman aktiiviseen kaupankäyntiin, josta koi-  
tuu ylimääräisiä kustannuksia rahasto-osuuden omistajalle. Tosin valtaosa rahastoista kilpailuttaa ja käyttää toiminnassaan myös muita kuin samaan konserniin kuuluvia arvopaperinvälittäjiä (Puttonen ja Kivisaari 1997, s. 40). Sijoitusrahastoyhdistyksen suositus täsmentää oleellisesti komission suositusta (Euroopan yhteisöjen neuvosto 2004) ja Rahoitustarkastuksen tulkintaa (Rahoitustarkastus 2005) sijoitusrahastojen tunnuslukujen laskemisessa.

Kaupankäyntikulut ilmoitetaan prosenttilukuna edeltävän 12 kuukauden jakson *korkeimmasta* pääomasta. Kaupankäyntikulujen esittämistapa poikkeaa siten TER-luvusta, joka komission suosituksen mukaan (Euroopan yhteisöjen neuvosto 2004) lasketaan jakamalla kaikki sijoitusrahaston toiminnasta aiheutuneet kulut ajanjakson *keskimääräisillä* nettovaroilla. Myös kaupankäyntikulut olisi mahdollista ilmoittaa ajanjakson suurimman pääoman sijaan prosenttilukuna edeltävän 12 kuukauden jakson *keskimääräisestä* pääomasta. Suosituksen mukainen kaupankäyntikulujen ilmoittaminen johtaa pienempään prosenttilukuun kuin keskimääräisen pääoman käyttö kaupankäyntikulujen vertailussa.

Suomen Sijoitusrahastoyhdistys ry julkaisee keräämänsä informaation perusteella kuukausittain rahastoraportin (Suomen Sijoitusrahastoyhdistys ry 2007) rahastojen tuotoista ja riskeistä. Yhdistys on myös laatinut jäsenilleen muun muassa sijoitusra-



haston mallisäännöt (Suomen Sijoitusrahastoyhdistys ry 2004) ja vuonna 2006 voimaan astuneen johdon ja henkilökunnan kaupankäyntiohjeen (Suomen Sijoitusrahastoyhdistys ry 2005b).

#### **4.4. Sijoitusrahastojen markkinoinnissa noudatettu käytäntö**

Rahastoyhtiöt käyttävät sijoitusrahaston arvonkehityksen kuvaamisessa yleisesti vertailuindeksejä. Osakekurssien kehitystä kuvaavat indeksit voidaan jakaa hintaindeksiin ja tuottoindeksiin. Hintaindeksin laskennassa ei huomioida irronneita osinkoja. Hintaindeksin kehityksessä eivät siten näy sijoittajan saamat osinkotuotot.

Sijoitusrahaston vertailuindeksiä koskeva normiohjaus on vähäistä. Vertailuindeksin käyttöä sijoitusrahaston tuoton kuvaamisessa voidaan arvioida KSL:n ja AML:n yleislausekkeiden sekä RATAn normiohjauksen nojalla.

KSL 2:1 §:n mukaan markkinoinnissa ei saa käyttää *hyvän tavan vastaista* tai muutoin kuluttajien kannalta sopimatonta menettelyä. Markkinointia, joka ei sisällä kuluttajien terveyden tai *taloudellisen turvallisuuden kannalta tarpeellisia tietoja*, on aina *pidettävä sopimattomana*. KSL 2:2 §:n mukaan markkinoinnissa ei saa antaa totuudenvastaisia tai *harhaanjohtavia tietoja*.

AML 2:1 §:n mukaan arvopapereita ei saa markkinoida eikä hankkia elinkeinotoiminnassa antamalla totuudenvastaisia tai *harhaanjohtavia tietoja* taikka käyttämällä hyvän tavan vastaista tai muuten sopimatonta menettelyä.

SRL:ssa ei ole säädöksiä vertailuindeksistä. Valtiovarainministeriön asetuksessa rahastoesitteestä ja yksinkertaistetusta rahastoesitteestä (VMA 233/2004) ei säädetä vertailuindeksistä, ei myöskään toimintakertomusta ja puolivuotiskatsausta koskevassa valtiovarainministeriön asetuksessa (VMA 151/2007). Rahoitustarkastuksen standardin 2.2 luvun 5 kohdassa 41 todetaan, että käytettävän vertailuindeksin tulee olla *pääosiltaan vertailukelpoinen* sijoitusrahaston kanssa.

Vertailuindeksin arvonkehityksen voittamista voidaan käyttää sijoitusrahaston markkinoinnissa osoituksena kyseisen rahaston hyvästä tuottokyvystä. Jos kasvurahaston tuottoa verrataan hintaindeksiin, rahasto voittaa indeksinsä rahaston osakkeiden osinkojen verran. Viime vuosikymmeninä esimerkiksi Helsingin pörssissä osakkeiden keskimääräinen osinkotuotto on ollut 4 – 5 % vuodessa (Saario 2000, s. 90). Suomeen rekisteröityjen kasvurahastojen vertailuindekseinä käytetään sekä hintaindeksejä että tuottoindeksejä (esim. Nordea Rahastot 2006). Tuottoindeksin laskennassa tuottoindeksin arvoon lisätään maksetut osingot, joten tuottoindeksi kuvaa hintaindeksiä paremmin sijoittajan saamaa kokonaistuottoa. Se, onko hintaindeksi *pääosiltaan vertailukelpoinen* kasvurahaston kanssa, on kyseenalasta.

#### **4.5. Euroopan yhteisön direktiivien ja suositusten kansallinen implementointi**

Euroopan yhteisö sääntelee ja harmonisoi sijoitusrahastojen toimintaa sijoitusrahastodirektiivillä, 85/611 EY (Euroopan yhteisöjen neuvosto 1985). Direktiivissään neuvosto katsoo, että yhteistä sijoitustoimintaa harjoittavia yrityksiä koskevassa jäsenvaltioiden lainsäädännössä on huomattavia jäsenvaltioiden välisiä eroja, jotka vääristävät näiden yritysten välisen kilpailun edellytyksiä eivätkä anna tasavertaista suojaa osuudenhaltijoille. Direktiiviä sovelletaan niihin arvopapereihin kohdistuvaa yhteistä sijoitustoimintaa harjoittaviin yrityksiin, eli yhteissijoitusyrityksiin, joiden tarkoituksena on yleisöltä hankittujen varojen yhteinen sijoittaminen hajautetusti arvopapereihin ja/tai muuhun helposti rahaksi muutettavaan rahoitusomaisuuteen. Yhteissijoitusyrityksiä ovat sekä sijoitusyhtiöt että sijoitusrahastot (1 artikla). Direktiiviä ei sovelleta sellaisiin yhteissijoitusyrityksiin, jotka eivät markkinoi osuuksiaan yleisölle, eikä myöskään suljettuihin yhteissijoitusyrityksiin (2 artikla). Yhteissijoitusyrityksen salikunhoito on rahastoyhtiön tehtävänä. Rahastotoiminnan aloittaminen edellyttää kotijäsenvaltion toimivaltaisten viranomaisten etukäteen myöntämää virallista toimilupaa. Rahastoyhtiölle direktiivin mukaisesti myönnetty toimilupa on voimassa kaikissa jäsenvaltioissa (5 artikla).

Sijoitusrahastodirektiivissä (85/611/EY) säädetään muun muassa rahastoyhtiöiden velvoitteista (III jakso) ja osuudenhaltijoille annettavia tietoja koskevista velvoitteista

(VI jakso). Tiedonantovelvoitteeseen kuuluvat esimerkiksi tarjousesitteen ja määräaikaiskatsauksien julkistaminen (artiklat 27 - 33). Pääomamarkkinoiden muutosten seurauksena sijoitusrahastodirektiiviä on vuosien 1988 – 2005 aikana muutettu seitsemän kertaa. Muutetun artiklan 26 momenteissa kohdissa 1 ja 3 säädetään tarjousesitteestä. Artiklassa 32 säädetään tarjousesitteen ja muiden tietojen toimittamisesta viranomaisille. Sijoituspalveludirektiivin liitteessä 1 olevassa C luettelossa säädetään, että yksinkertaistetun tarjousesitteen tulee muun muassa sisältää sijoituksia koskevana tietona:

- sijoitusrahaston tai sijoitusyhtiön aiempi tuloskehitys (soveltuvin osin) sekä varoitus, että tämä ei osoita tulevaa kehitystä — nämä tiedot voidaan joko sisällyttää tarjousesitteeseen tai liittää siihen,

yksinkertaistetun tarjousesitteen sisältämänä taloudellisena tietona:

- osto- ja myyntipalkkiot,
- muut mahdolliset kulut ja maksut jaoteltuina niihin, jotka maksaa osuudenhaltija, ja niihin, jotka maksetaan sijoitusrahaston tai sijoitusyhtiön varoista,

ja lisätietona:

- maininta siitä, että varsinainen tarjousesite, toimintakertomus ja puolivuotiskatsaus ovat pyynnöstä saatavina maksutta ennen sopimuksen tekoa ja sen jälkeen.

Edellä esitetty sijoituspalveludirektiivin varoitus siitä, että sijoitusrahaston aiempi tuloskehitys ei osoita tulevaa kehitystä, on implementoitu kansalliseen sääntelyyn edellä käsitellyllä valtiovarainministeriön asetuksella (VMA 233/2004 2:2 § 5-k).

Sijoitusrahastodirektiivin (85/611/ETY) lisäksi sijoituspalveluyritysten toimintaa säännellään sijoituspalveludirektiivillä 93/22/ETY (Euroopan yhteisöjen neuvosto 1993). Sen nojalla Euroopan yhteisö vapautti edelleen sellaisten sijoituspalveluyritysten pääsyä jäsenvaltioiden arvopaperipörssiin ja rahoitusvälinemarkkinoille, joilla on lupa tarjota kyseisiä palveluita kotijäsenvaltiossaan. Ottaakseen huomioon sijoituspalveluiden tarjonnassa ja pääomamarkkinoilla tapahtuneen kehityksen Euroopan yhteisö kumosi sijoituspalveludirektiivin antamalla huhtikuussa 2004 rahoitusvälineiden markkinoita koskevan direktiivin (Markets in Financial Instruments Directive, MiFID), 2004/39/EY (Euroopan parlamentti ja neuvosto 2004).

MiFID-direktiivin tavoitteena on sääntelyä yhdenmukaistamalla edistää EU:n sisämarkkinoiden toimintaa, lisätä kilpailua markkinapaikkojen välillä ja kehittää asiakkaansuojaa. Marraskuun 2007 alusta voimaan tuleva direktiivin perusteella annettava

lainsäädäntö tuo muutoksia arvopaperimarkkinoiden sääntelyyn. Direktiiviä sovelletaan sijoituspalveluyrityksiin (1 artikla). Täten direktiivi koskee muun muassa rahastoyhtiöitä. Direktiivi ei kuitenkaan koske sijoitusrahastotoimintaa, sillä direktiiviä ei sovelleta yhteissijoitusyrityksiin (2 artiklan h kohta), joita ovat sijoitusyhtiöt ja sijoitusrahastot. Rahoitusvälineiden markkinoita koskeva direktiivi (2004/39/EY, MiFID) aiheuttaa ainoastaan teknisiä muutoksia sijoitusrahastodirektiiviin (85/611/ETY). Sijoitusrahastotoimintaa säännellään edelleen sijoitusrahastodirektiivillä.

EY:n komissio antoi huhtikuussa 2004 suosituksen sijoitusrahastojen yksinkertaistetun tarjousesitteen sisällöstä (Euroopan yhteisöjen neuvosto 2004). Suositus on ollut valtiovarainministeriön asetuksen ohella pohjana kehitettäessä Rahoitustarkastuksen tulkintaa ja Suomen Sijoitusrahastoyhdistyksen suositusta sijoitusrahastojen kuluja kuvaavien tunnuslukujen laskennasta ja niiden esittämistavasta.

## 5. RIITOJEN RATKAISU

Arvopaperilautakunta antaa pyynnöstä sijoitusrahastotoimintaa koskevia suosituksia. Jos yksimielisyyteen ei päästä, riidat voidaan viedä Markkinaoikeuden ratkaistaviksi.

### **5.1. Arvopaperilautakunnan suositukset**

Arvopaperilautakunta etsii ratkaisuja asioissa, jotka koskevat muun muassa arvopaperimarkkinoiden sääntelyä ja arvopaperimarkkinakauppaa. Vuonna 2005 Arvopaperilautakuntaan tuli yhteydenottoja 288 (Arvopaperilautakunta 2006). Määrä oli yli kaksinkertainen verrattuna vuoteen 2004. Eniten käsiteltiin arvopaperinvälitystä ja sijoitusneuvontaa koskevia riitoja. Vuonna 2005 seitsemän prosenttia kaikista yhteydenotoista koski sijoitusrahastoja. Useimmissa tapauksissa riidan kohteena on ollut lunastuksen, vaihdon tai merkinnän arvon määrittämistä koskeva epäselvyys. Muita yhteydenotto- ja valitusaiheita olivat esimerkiksi yhtiöiden menettelytavat ja palkkioiden verotusperusteiden varmistaminen.

APL:n toimisto neuvoo ja sovittelee. Ensimmäinen yhteydenotto asiakkailta Arvopaperilautakuntaan tuli 80 prosentissa tapauksista puhelimitse. Suurin osa tiedusteluisista ja valituksista myös hoidettiin puhelimitse. Yhteydenotoista 23 prosenttia johti jatkotoimenpiteisiin, jolloin toimistossa perehdyttiin asiakirjoihin, pyydettiin asiakkaalta valtuutus tai lähetettiin lautakunnan aikaisempia ratkaisusuosituksia sekä mahdollisesti neuvoteltiin palveluntarjoajan kanssa. Toimiston kirjalliseen käsittelyyn siirtyneistä jutuista yhdeksän prosenttia siirtyi lautakunnan käsiteltäväksi.

Arvopaperilautakunnan ratkaisukäytäntö on varsin nuorta. Ensimmäiset ratkaisusuositukset on annettu vuonna 2002. Vuosien 2002 - 2005 aikana Arvopaperilautakunta on antanut sijoitusrahaston markkinointiin liittyen kahdeksan ratkaisusuositusta (Arvopaperilautakunta 2005b).

Arvopaperilautakunnan sijoitusrahaston markkinointiin liittyvät ratkaisusuositukset ovat yleensä koskeneet asiakkaan rahasto-osuuksien hankinnan yhteydessä saamia sijoitusneuvoja ja myöhemmin tapahtunutta rahasto-osuuksien arvon pienenemistä

sekä sijoitusyryykseltä vaadittavaa selonottovelvollisuutta. Käsittelemissään sijoitusrahastojen markkinointiin liittyvissä kahdeksassa tapauksessa APL on katsonut, että asiakas itse vastaa sijoitustensa riskeistä ja kurssimuutoksesta. Koska tapauksissa ei ole osoitettu, että pankki tai rahastoyhtiö olisi laiminlyönyt sijoitusneuvontaan liittyvät velvoitteensa, APL ei käsittelemissään tapauksissa ole suosittanut hyvitystä tai vahingonkorvausta asiakkaalle.

## **5.2. Markkinaoikeus ja hovioikeus**

Markkinaoikeus on aloittanut toimintansa 1.3.2002 voimaan tulleen markkinaoikeuslain nojalla (Markkinaoikeuden toiminta). Markkinaoikeuden toimivaltaan kuuluvat muun muassa sijoitusrahastolain nojalla käsiteltävät asiat. Markkinaoikeus voi päätöksellään kieltää sopimattoman menettelyn jatkamisen. Vaadittaessa markkinaoikeus voi myös velvoittaa elinkeinonharjoittajan ryhtymään sopiviin oikaisutoimiin, jos sitä on markkinoinnista aiheutuvien ilmeisten haittojen takia pidettävä tarpeellisena. Kiellon ja oikaisutoimenpiteiden noudattamisen tehosteeksi markkinaoikeus asettaa uhkasakon.

Markkinaoikeus ei ole vuosina 2002 – 2007 antanut sijoitusrahastojen markkinointiin liittyviä päätöksiä, eikä myöskään markkinaoikeuden edeltäjä markkinatuomioistuim sijoitusrahastolain voimassaoloaikana vuodesta 1987 alkaen (Markkinaoikeuden päätöksiä). Myöskään hovioikeus ei ole antanut sijoitusrahastojen markkinointiin liittyviä päätöksiä (Hovioikeuden päätöksiä).

## 6. JOHTOPÄÄTÖKSET

Suomessa on kahden viime vuosikymmenen kuluessa tapahtunut rahoitusmarkkinoiden rakennemuutos, johon on liittynyt sijoitusrahastosäästämisen yleistymisen perinteisten pankkitalletusten rinnalle. Arvopaperimarkkinoiden kehittyminen ja kansainvälistyminen on samana ajanjaksona merkinnyt suurta tarvetta rahoitusmarkkinoiden toiminnan sääntelyyn. Euroopan unionin alueella sijoitusrahastotoiminnan sääntelyä on harmonisoitu sijoitusrahastodirektiivin avulla. Suositus sijoitusrahastojen yksinkertaistetun tarjousesitteen sisällöstä (Euroopan yhteisöjen neuvosto 2004) on ollut merkitykseltään keskeinen täsmennettäessä kansallista normiohjausta (Rahoitustarkastus 2005 ja Suomen Sijoitusrahastoyhdistys ry 2005a) yksinkertaistetussa rahastoesitteessä ilmoitettavista kuluista ja tuotoista. Sijoitusrahastoyhdistyksen suositus raportoitavista tunnusluvuista laskentakaavoineen on oleellinen kansallisen sijoittajansuojan vahvistus.

Ottaen huomioon, että Suomessa on nykyisin satojatuhansia rahastosäästäjiä, Arvopaperilautakunnan käsiteltäväksi tulleiden riitojen määrä on pieni. Tällä perusteella arvioituna Suomen sijoitusrahastotoiminnan sääntely eri normitasoilla on toiminut hyvin.

Arvopaperimarkkinat ovat kehittyneet monella eri lailla normitetuksi oikeudenalaksi. **Lain tasoiset normit** ovat tuoneet pysyvyyttä ja ennustettavuutta sijoitusrahastojen toimintaympäristöön. Toisaalta lakienormien ongelmana on, että olosuhteiden muuttuessa lakien uudistaminen saattaa olla hidasta, mikä voi haitata sijoitusrahastotoimintaa. Haittaa on pyritty ratkaisemaan siten, että lakeihin on sisällytetty yleislausekkeita, joiden tulkinta jätetään alemman asteisten normien varaan. Tällöin normien sisältö voi muuttua lakia muuttamatta, kun alemmalla normitasolla muutetaan lakien tulkintaa. Yleislausekkeissa voidaan muun muassa edellyttää noudatettavaksi *hyvää tapaa* tai kieltää *sopimaton menettely*. Sijoitusrahastotoimintaa säänteleviä keskeisiä lain taseisia normeja ovat arvopaperimarkkinalaki, kuluttajansuojalaki, sijoitusrahastolaki ja valtiovarainministeriön asetus rahastoesitteestä ja yksinkertaistetusta rahastoesitteestä (VMA 233/2004). Silloin, kun rahasto-osuuksia markkinoidaan suurelle yleisölle, sijoitusrahastolaki on keskeinen.

Kuluttajansuojalaki kieltää käyttämästä markkinoinnissa hyvän tavan vastaista tai muutoin kuluttajien kannalta sopimatonta menettelyä ja pitää aina sopimattomana sellaista markkinointia, joka ei sisällä kuluttajien terveyden tai taloudellisen turvallisuuden kannalta tarpeellisia tietoja. Arvopaperimarkkinain perusteella arvopapereita ei saa markkinoida antamalla totuudenvastaisia tai harhaanjohtavia tietoja taikka käyttämällä hyvän tavan vastaista tai muuten sopimatonta menettelyä. Näillä kuluttajansuojalain ja arvopaperimarkkinain säännöksillä ja niiden käytännön tulkinnoilla on sijoitusrahastojen markkinoinnissa keskeinen merkitys. Silloinkin, kun sijoitusrahastolain erityissäännöksiä ei ole käytettävissä, voidaan rahastoyhtiöiden tiedonantovelvollisuutta sijoitusrahastojen markkinoinnissa arvioida kuluttajansuojalain tai arvopaperimarkkinain yleislausekkeiden perusteella.

Rahastosijoittaminen on suuresti yleistynyt kuluneiden kahdenkymmenen vuoden aikana. Sijoituspalveludirektiivin säädösten implementoinnin seurauksena valtiovarainministeriön asetuksen (233/2004) perusteella yksinkertaistetussa rahastoesitteessä on esitettävä varoitus sijoituksen arvon mahdollisesta pienenemisestä (VMA 2:2 § 5-k). Kyseistä varoitusta voidaan pitää osoituksena pyrkimyksestä piensijoittajan suojaamiseen. Vaikka esimerkiksi institutionaalinen sijoittaja voi pitää sijoitusrahasto-osuuksien arvon vaihtelua itsestäänselvyytenä, varoitus on silti ilmeisen tarpeellinen. Arvopaperilautakunnan sijoitusrahastojen markkinointia koskevat ratkaisusuositukset ovat usein koskeneet sijoitusrahasto-osuuksien arvon pienentymistä.

Arvopaperimarkkinoiden toiminnan yhtenä tavoitteena on pyrkiä avoimuuteen ja siten ylläpitää ja lisätä sijoittajien luottamusta. Edellä on todettu, että SRL:ssa ei ole sellaisia säädöksiä, jotka estäisivät arvonkehityksen manipuloimisen nimenvaihdon tai sulautumisen avulla. Nimenvaihto poistaa sijoitusrahaston aikaisemman tuottohistorian. Voisi olla vaikeaa osoittaa, että rahastoyhtiön toimenpiteiden motiivina nimenvaihdon tai sulautumisen yhteydessä on ollut nimenomaan tuottohistorian manipuloiminen. Nimenvaihtoa ja sulautumista rajoittavat säädökset saattaisivat haitata rahastoyhtiöiden ja niiden hallinnoimien sijoitusrahastojen normaalia toimintaa.

Sijoitusrahaston vertailuindeksi on esitettävä samalta ajanjaksolta kuin rahaston tiedot. Jos arvonkehityksestä ja vertailuindeksistä jätetään laskusuhdanteen vaihe pois



nimenvaihdon seurauksena, sijoittaja voi saada puutteellisen käsityksen kyseisen maantieteellisen alueen, toimialan tai vastaavan taloudellisesta pitkän ajan kehityksestä. Eräs mahdollisuus sijoittajan informaation lisäämiseksi voisi olla se, että uudesta sijoitusrahastosta, jonka tuottohistoria on lyhyt, pitäisi yksinkertaistetussa rahastoesitteessä esittää vertailuindeksin historiallinen kehitys pitkältä ajanjaksolta, vaikka sijoitusrahaston arvonkehitys voitaisiinkin esittää vain lyhyeltä kaudelta.

**Viranomaisten antamilla määräyksillä, suosituksilla ja tulkinnolla** täsmennetään lain sisältöä. Rahoitustarkastuksella on lakiin perustuva oikeus normintaan. Rahoitustarkastus ohjaa keskeisellä tavalla rahoitusyhtiöiden tiedonantovelvollisuutta antamiensa standardien nojalla.

Rahoitustarkastuksen standardin 2.2 mukaan markkinoinnilla ei saa luoda *mielikuvien avulla tai muutoin perusteettomia tuotto-odotuksia* (5.3 (22)). Markkinoinnissa ei saa antaa *harhaanjohtavia* tietoja (5.4 (29)). Harhaanjohtava tieto voi olla totuudenmukainen, mutta se voi antaa vastaanottajalle *virheellisen käsityksen* (5.4 (31)). Tiedon *harhaanjohtavuutta arvioidaan markkinoinnin kohteena olevan henkilön näkökulmasta* (5.4 (32)). Vertailuindeksin tulee olla pääosiltaan vertailukelpoinen markkinoitavan tuotteen kanssa (5.7 (41)). *Esittäjän tulee pyrkiä varmistamaan, että mitään vertailun kannalta olennaista tietoa ei jätetä esittämättä* (5.7 (43)).

Hintaindeksien käyttöä kasvurahastojen vertailuindekseinä on julkisessa keskustelussa pidetty harhaanjohtavana (Karttunen 2004). Hintaindeksistä on vähennetty osakkeiden osingot, jotka ovat mukana kasvurahaston osuuden arvossa. Sijoitusrahastolainsäädännön peruslähtökohtana on pidetty piensijoittajan suojaamista (Harju ja Syyrilä 2001, s. 42). Piensijoittaja ei huomaa vertailuindeksien eroa, josta suuret sijoittajat ovat tietoisia. Rahastosijoittajien taloudellinen tietämys on yleisesti vähäistä (Alexander ym. 1999). Yksityishenkilöiden usein puutteellinen sijoitustoiminnan asiantuntemus on todettu esimerkiksi kuluttajansuojalain muuttamisen esitöissä (HE 360/1992). Rahoitustarkastuksen standardin 2.2 kohdan 41 edellyttämää indeksin vertailukelpoisuutta rahaston kanssa voidaan pitää kyseenalaisena silloin, kun verrataan hintaindeksiä kasvurahastoon.

Sijoittajien luottamuksen ylläpitämiseksi ja siten pääomamarkkinoiden tehokkaan toiminnan turvaamiseksi voitaisiin arvioida uudelleen hintaindeksin vertailukelpoisuutta kasvurahaston kanssa ja harkita normiohjauksen täsmentämistarvetta. Mahdollinen tulkinnan muutos merkitsisi joidenkin sijoitusrahastojen sääntöjen uusimista.

**Elinkeinoelämän itsesääntely** toteutuu sijoitusrahastotoiminnassa Suomen Sijoitusrahastoyhdistyksen suositusten kautta. Yhdistys on yhteistyössä Rahoitustarkastuksen kanssa muun muassa laatinut sijoitusrahastojen tunnuslukujen raportoinnista yksityiskohtaisen suosituksen laskentakaavoineen. Sijoitusrahastoyhdistys on suosituksellaan oleellisesti täsmentänyt komission suositusta ja Rahoitustarkastuksen tulkintaa rahastojen tunnuslukujen laskemisesta. Suosituksen myötä Suomi on Sijoitusrahastoyhdistyksen mukaan asiakkaille tarjottavan informaation määrän ja laadun osalta Euroopan kärkimaita (Suomen Sijoitusrahastoyhdistys ry 2005a). Suositus on poistanut sijoitusrahastojen sääntelyn puutteita ja luonut edellytyksiä sijoittajien arvopaperimarkkinoita kohtaan tuntemaan luottamuksen vahvistumiseen.

Sijoitusrahastoyhdistyksen suosituksen mukaan kaupankäyntikulut ilmoitetaan prosenttilukuna edeltävän 12 kuukauden jakson *korkeimmasta* pääomasta. Suositusta jakson suurimman pääoman käytöstä kaupankäyntikulujen vertailussa voidaan pitää yllättävänä, sillä se tarjoaa ainakin teoriassa mahdollisuuden kaupankäyntikuluja kuvaavan prosenttiluvun manipulointiin. Keinotekoinen hetkellinen sijoitusrahaston pääoman kasvattaminen, vaikkapa rahastoyhtiön kanssa samaan konserniin kuuluvan toisen yhtiön toimesta, pienentäisi suosituksen mukaisesti ilmoitettavaa kaupankäyntikulujen osuutta. Jotkut rahastoyhtiöt ovatkin käyttäneet Sijoitusrahastoyhdistyksen suositusta hyväkseen omassa markkinoinnissaan ilmoittamalla, että rahastoyhtiön kaupankäyntikulut ilmoitetaan Sijoitusrahastoyhdistyksen suosituksesta poiketen prosenttilukuna edeltävän 12 kuukauden jakson keskimääräisestä pääomasta. Kuten edellä on todettu, rahoitushuollon kannalta on tärkeää, että sijoittajat luottavat pääomamarkkinoiden toimintaan. SRL:n 92 § velvoittaa rahastoyhtiötä julkistamaan *olennaiset ja riittävät tiedot* sijoitusrahaston sijoitustoiminnan tavoitteista ja sen muista ominaisuuksista, jotta sijoittajat voivat *luotettavasti arvioida kyseistä sijoitusrahastoa*. Tiedottamista koskevat normit ovat keskeinen sijoittajansuojaa edistävä tekijä. Vaikka kaupankäyntikulujen esittämistavan merkitys on käytännössä pieni, voidaan asialla kuitenkin katsoa olevan periaatteellista merkitystä sijoittajien luotta-

musta rakennettaessa ja siten arvopaperimarkkinoiden ja rahoitushuollon toimivuutta varmistettaessa.

**Yksittäisten toimijoiden arvopaperimarkkinoilla noudattamat käytännöt** saattavat vaihdella eri aikoina. Hyvään sijoitusrahastojen toimintatapaan liittyvät käytännöt ovat pohjana myös lain normien soveltamiselle. Sijoitusrahastoalalla toimivat voivat jossain määrin vaikuttaa lain tulkintaan ja sisältöön sillä perusteella, minkälaisia toimintamalleja he omaksuvat.

Rahastoyhtiöiden toiminta on paitsi normiohjauksen ja Rahoitustarkastuksen valvonnan kohteena, myös samoilla markkinoilla kilpailevien toisten rahoitusyhtiöiden ja kiinnostuneen median tarkasteltavana. Tässä tutkielmassa on selvitetty sijoitusrahastojen vertailuindeksien käyttöä. Käydystä julkisesta keskustelusta huolimatta ei yhtenäiseen käytäntöön ole toistaiseksi päädytty. Edelleenkin osa rahastoista käyttää kasvurahaston vertailussa hintaindeksiä. Rahastoyhtiöiden noudattamana käytäntönä tulisi olla tuottoindeksi kasvurahastojen vertailuindeksinä. Koska yhtenäistä käytäntöä arvopaperimarkkinoilla ei ole muodostunut, sijoittajansuojaa ja sijoittajien luotamusta vahvistava toimintatapa voitaisiin luoda Sijoitusrahastoyhdistyksen suosituksella tai Rahoitustarkastuksen sitovalla norminannolla.

Kansainvälistyminen ja muu **pääomamarkkinoiden muuttuminen aiheuttaa jatkuvaa sääntelyn kehittämistarvetta**. Helmikuussa 2007 Rahoitustarkastus on antanut tulkinnan yhteissijoitusyritysten osuuksien markkinoinnista Suomessa (Rahoitustarkastus 2007c). Yhteissijoitusyrityksellä tarkoitetaan ulkomaista sijoitusrahastoa ja siihen rinnastettavaa yhteistä sijoitustoimintaa harjoittavaa ulkomaista yritystä (SRL 2 § 1 momentti 10 kohta). Rahoitustarkastuksen 22.8.2006 antama standardi (2.2) Rahoituspalveluiden ja rahoitusvälineiden markkinoinnista koskee myös kaikkia yhteissijoitusyrityksiä ja niiden markkinointia Suomessa. Tulkinnassaan Rahoitustarkastus täsmentää määräyksiä ja ohjeita, jotka koskevat muun muassa yhteissijoitusyrityksen markkinoinninaloituseroita ja markkinointilupaa, tiedonantovelvollisuuden alaista materiaalia ja kielivaatimuksia.

Kahdenkymmenen viime vuoden kuluessa sijoitusrahastotoimintaa sääntelevä normisto on jatkuvasti uudistunut. On ilmeistä, että sijoittajan suojaamiseksi säädöksiä

joudutaan myös tulevaisuudessa usein muuttamaan pääomahuollon varmistamiseksi arvopaperimarkkinoiden edelleen kehittyessä ja kansainvälistyessä.

## LÄHTEET

Alexander, G.J., Jones, J.D. & Nigro, P.J. 1998. Mutual fund shareholders: characteristics, investor knowledge, and sources of information. *Financial Services Review* 7(4), pp. 301-316.

Arvopaperilautakunta 2005a. Arvopaperilautakunnan ohjesääntö [verkkodokumentti]. [Viitattu 6.3.2007]. Saatavilla: <http://www.arvopaperilautakunta.fi/index.php?1&id=1>

Arvopaperilautakunta 2005b. Arvopaperilautakunnan ratkaisusuositukset [verkkodokumentti]. [Viitattu 6.3.2007]. Saatavilla: [http://www.arvopaperilautakunta.fi/index.php?2&paaKat=4&\\_Kat=2](http://www.arvopaperilautakunta.fi/index.php?2&paaKat=4&_Kat=2)

Arvopaperilautakunta 2006. Toimintakertomus 2005. 18 s. [verkkodokumentti]. [Viitattu 17.3.2007]. Saatavilla: <http://www.arvopaperilautakunta.fi/docs/toimkert-2005.pdf>

Arvopaperimarkkinalaki 495/1989.

Bogle, J. 2005. The mutual fund industry sixty years later: For better or worse? *Financial Analysts Journal* 61(1), s. 15-24.

Ciccotello, C.S. & Walsh, L.S. 2001. Why does a fund change its name? *The Journal of Investing* 10(3), pp. 76-81.

Euroopan parlamentti ja neuvosto 2004 Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2004/39/EY, annettu 21. huhtikuuta 2004, rahoitusvälineiden markkinoista sekä neuvoston direktiivien 85/611/ETY ja 93/6/ETY ja Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2000/12/EY muuttamisesta ja neuvoston direktiivin 93/22/ETY kumoamisesta. Euroopan unionin virallinen lehti L145/1. 30.4.2004. 44 s.

Euroopan yhteisöjen neuvosto 1985. Neuvoston direktiivi 85/611/ETY, annettu 20 päivänä joulukuuta 1985, arvopapereihin kohdistuvaa yhteistä sijoitustoimintaa harjoittavia yrityksiä (yhteissijoitusyritykset) koskevien lakien, asetusten ja hallinnollisten

määräysten yhteensovittamisesta [verkkodokumentti]. [Viitattu 20.3.2007]. Saatavilla [http://eur-lex.europa.eu/smartapi/cgi/sga\\_doc?smartapi!celexplus!prod!DocNumber&lg=fi&type\\_doc=Directive&an\\_doc=1985&nu\\_doc=611](http://eur-lex.europa.eu/smartapi/cgi/sga_doc?smartapi!celexplus!prod!DocNumber&lg=fi&type_doc=Directive&an_doc=1985&nu_doc=611)

Euroopan yhteisöjen neuvosto 1993. Neuvoston direktiivi 93/22/ETY, annettu 10 päivänä toukokuuta 1993, sijoituspalveluista arvopaperimarkkinoilla [verkkodokumentti]. [Viitattu 27.3.2007]. Saatavilla <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:31993L0022:FI:NOT>

Euroopan yhteisöjen neuvosto 2004. Komission suositus, annettu 27 päivänä huhtikuuta 2004, direktiivin 85/611/ETY liitteessä I olevassa C luettelossa säädetyn yksinkertaistetun tarjousesitteen sisällön tietyistä osista. 2004/384/EY. Euroopan unionin virallinen lehti L144/44. 30.4.2004. 15 s.

Geranio, M. & Zanotti, G. 2005. Can mutual funds characteristics explain fees? *Journal of Multinational Financial Management* 15(4-5), pp. 354-376.

Harju, I. 2007. Sijoitusrahastolaki 20 vuotta – lainsäädännön vaikutus toimialan kasvuun. *Seligson & Co. Neljännesvuosikatsaus 1/2007*, s. 6-8.

Harju, I. & Syyrilä, J. 2001. Sijoitusrahastolainsäädäntö. WSOY. Lakitieto. 458 s.

HE 360/1992. Hallituksen esitys Eduskunnalle laiksi kuluttajansuojalain muuttamisesta ja eräksi siihen liittyviksi laeiksi. *Finlex* [verkkodokumentti]. [Viitattu 5.4.2007]. Saatavilla <http://www.finlex.fi/fi/esitykset/he/1992/19920360>

Hoppu, K. 2004. Sijoitustuotteiden markkinoinnin sääntely. *WSOY Lakitieto*. 400 s.

Hovioikeuden päätöksiä [verkkodokumentti]. [Viitattu 31.5.2007] Saatavilla <http://www.finlex.fi/fi/oikeus/ho/>

Karjalainen, J., Laurila, O. ja Parkkonen, J. 2005. Arvopaperimarkkinalaki. *Talentum*. 459 s.

Karttunen, A. 2004. Indeksikikkailu kukoistaa. Talouselämä 30.3.2004 [verkkodokumentti]. [Viitattu 28.3.2007]. Saatavilla [http://www.talouselama.fi/docview.do?f\\_id=566313](http://www.talouselama.fi/docview.do?f_id=566313)

Khorana, A., Servaes, H. & Tufano, P. 2005. Explaining the size of the mutual fund industry around the world. Journal of Financial Economics 78(1), pp. 145-185.

Kuluttajansuojalaki 38/1978.

Laki Rahoitustarkastuksesta 587/2003

Lindström, K. 2005. Menesty osakesijoittajana. Talentum. 265 s.

Markkinaoikeuden päätöksiä [verkkodokumentti]. [Viitattu 7.4.2007]. Saatavilla [www.finlex.fi/fi/oikeus/mao/](http://www.finlex.fi/fi/oikeus/mao/)

Markkinaoikeuden toiminta [verkkodokumentti]. [Viitattu 3.6.2007]. Saatavilla <http://www.oikeus.fi/markkinaoikeus/15570.htm>

Marttila, J. 1999. Online-sijoittajan käsikirja. Arvopaperi. 184 s.

Nordea Rahastot 2006. Vertailuindeksit [verkkodokumentti]. [Viitattu 28.3.2007]. Saatavilla <http://funds.nordea.com/fin/services/funds/indices.asp?navi=glossary&item=indices> (Päivitetty 2.10.2006.)

Puttonen, V. & Kivisaari, T. 1997. Sijoittaminen ja sijoitusrahastot Suomessa. KY-Palvelu Oy. 217 s.

Puttonen, V. & Kivisaari, T. 1998. Vaurastuminen. WSOY. 234 s.

Pörssisäätiö 2004. Sijoitusrahasto-opas [verkkodokumentti]. [Viitattu 17.3.2007]. Saatavilla <http://www.porssisaatio.fi/default.aspx?path=4;163;203>

Rahoitustarkastus 2005. Rahoitustarkastuksen tulkinta yksinkertaistetuissa rahasto-esitteissä esitettävistä tiedoista ja niiden esittämistavasta. Tulkinta 1/2005.

1.2.2005 [verkkodokumentti]. [Viitattu 29.3.2007]. Saatavilla

[http://www.rahoitustarkastus.fi/Fin/Saantely/Tulkinnat\\_ja\\_kannanotot/2005/1\\_2005.htm](http://www.rahoitustarkastus.fi/Fin/Saantely/Tulkinnat_ja_kannanotot/2005/1_2005.htm)

Rahoitustarkastus 2006. Standardi 2.2. Rahoituspalvelujen ja rahoitusvälineiden markkinointi. 25 s.

Rahoitustarkastus 2007a. Rahoitustarkastuksen toimintakulut 2006 ja budjetti 2007 [verkkodokumentti]. [Viitattu 30.3.2007]. Saatavilla

[http://www.rahoitustarkastus.fi/Fin/Tietoa\\_Ratasta/toimintakulut\\_ja\\_budjetti.htm](http://www.rahoitustarkastus.fi/Fin/Tietoa_Ratasta/toimintakulut_ja_budjetti.htm) (Päivitetty 13.2.2007.)

Rahoitustarkastus 2007b. Uudistuksia Rahoitustarkastuksen määräyskokoelmaan.

Valvottavatiedote 12/2007 - 13.3.2007 [verkkodokumentti]. [Viitattu 16.3.2007]. Saatavilla [http://www.rahoitustarkastus.fi/Fin/Tiedotus/Valvottavatiedotteet/12\\_2007.htm](http://www.rahoitustarkastus.fi/Fin/Tiedotus/Valvottavatiedotteet/12_2007.htm)

Rahoitustarkastus 2007c. Rahoitustarkastuksen tulkinta yhteissijoitusyritysten (UCITS, non-UCITS) osuuksien markkinoinnista Suomessa. Tulkinta 1/2007 – 28.2.2007 [verkkodokumentti]. [Viitattu 18.3.2007]. Saatavilla

[http://www.rahoitustarkastus.fi/Fin/Saantely/Tulkinnat\\_ja\\_kannanotot/1\\_2007.htm](http://www.rahoitustarkastus.fi/Fin/Saantely/Tulkinnat_ja_kannanotot/1_2007.htm)

Ranta-aho, H. 2007. Mausteita sijoittajan salkkuun. Taloustaito 3/2007, s. 30-34.

Saario, S. 2000. Miten sijoitan pörssiosakkeisiin. WSOY. 357 s.

Sijoitusrahastolaki 480/1987.

Sijoitusrahastolaki 48/1999.

Suomen Sijoitusrahastoyhdistys ry [verkkodokumentti]. [Viitattu 5.3.2007]. Saatavilla <http://www.sijoitusrahastot.fi/>



Suomen Sijoitusrahastoyhdistys ry 2004. Sijoitusrahaston mallisäännöt 27.1.2004. 10 s. [verkkodokumentti]. [Viitattu 6.5.2007] Saatavilla [http://www.sijoitusrahastot.fi/itsesaantely/fi\\_FI/mallissaannot/](http://www.sijoitusrahastot.fi/itsesaantely/fi_FI/mallissaannot/)

Suomen Sijoitusrahastoyhdistys ry 2005a. Suositus eräiden tunnuslukujen säännöllisestä raportoinnista. 1.9.2005. 9 s. [verkkodokumentti]. [Viitattu 5.3.2007]. Saatavilla [http://www.sijoitusrahastot.fi/itsesaantely/fi\\_FI/tunnusluvut/](http://www.sijoitusrahastot.fi/itsesaantely/fi_FI/tunnusluvut/)

Suomen Sijoitusrahastoyhdistys ry 2005b. Suomen Sijoitusrahastoyhdistyksen jäsenyhteisöjen johdon ja henkilökunnan kaupankäyntiohje. 27 s. [verkkodokumentti]. [Viitattu 17.3.2007]. Saatavilla [http://www.sijoitusrahastot.fi/itsesaantely/fi\\_FI/kaupankayntiohje/](http://www.sijoitusrahastot.fi/itsesaantely/fi_FI/kaupankayntiohje/)

Suomen Sijoitusrahastoyhdistys ry 2007. Rahastoraportti. Tammikuu 2007. 48 s.

Turtiainen, M. 2004. Markkinakuri, sijoittajansuoja ja sijoitusrahastot. Edita Publishing Oy. 234 s.

Valtiovarainministeriön asetus rahastoesitteestä 782/2000 [verkkodokumentti]. [Viitattu 29.3.2007]. Saatavilla <http://www.finlex.fi/fi/laki/alkup/2000/20000782>

Valtiovarainministeriön asetus rahastoesitteestä ja yksinkertaistetusta rahastoesitteestä (233/2004) [verkkodokumentti]. [Viitattu 28.3.2007]. Saatavilla <http://www.finlex.fi/fi/laki/alkup/2004/20040233>

Valtiovarainministeriön asetus rahastoyhtiön tilinpäätöksestä ja toimintakertomuksesta sekä sijoitusrahaston tilinpäätöksestä, toimintakertomuksesta ja puolivuosisikatsauksesta (151/2007) [verkkodokumentti]. [Viitattu 30.3.2007]. Saatavilla <http://www.finlex.fi/fi/laki/alkup/2007/20070151>