

VIIKON SIIJOITUSAIHE

Kaappi-indeksi laskuttaa tyhjästä

[Mirva Heiskanen 6.11.2006]



Suomalainen Antti Petäjistö on kuuma nimi kansainvälisissä sijoituspiireissä.

32-vuotias helsinkiläinen on rahoituksen apulaisprofessori arvostetussa Yale School of Managementissä. Petäjistön viesti on yksinkertainen mutta tärkeä: laiskasta salkunhoidosta ei kannata maksaa. Salkunhoitajan ahkeruutta voi ja pitää mitata.

Petäjistö on tutkinut 2 650 amerikkalaista rahastoa vuosilta 1980-2003.

"Kaappi-indeksointi on yleistynyt 1990-luvulta lähtien", Petäjistö sanoo. Samaan aikaan rahastojen määrä on lisääntynyt räjähdysmäisesti.

Kaappi- tai piiloindeksointi tarkoittaa, että aktiivisesti hoidettuina myydyt rahastot sisältävät käytännössä pitkälti samoja osakkeita kuin niiden vertailuindeksit.

Asiakas siis maksaa rahastoyhtiölle salkunhoitajan ammattitaitoisesta osakevalinnasta, mutta saa kaupassa indeksin sisältämää perustavaraa. Saman tuoton sijoittaja saisi ostamalla passiivisia indeksirahastoja, joiden hallinnointipalkkiot ovat paljon alhaisemmat kuin aktiivisesti hoidettujen rahastojen.

Petäjistö on kehittänyt yhdessä kollegansa Martjin Cremersin kanssa [mittarin](#), joka kuvaa salkunhoitajan aktiivisuutta.

Aktiivisuus-mittari on yksinkertainen: sijoitussalkun sisältöä verrataan indeksin sisältöön. Mitä enemmän salkun ja indeksin sisältö poikkeavat toisistaan, sitä aktiivisemmin hoidettu salkku on.

Kuulostaa liiankin yksinkertaiselta.

Miksei tällaista mittaria ole aiemmin käytetty rahastojen arvioinnissa?

"Se vain ei ole tullut kenellekään mieleen", Petäjistö sanoo.

Kaappi-indeksoinnin suurin ongelma on, että kulujen jälkeen rahasto häviää indeksirahastolle. "Sijoittaja häviää noin puolitoista prosenttia vuodessa, jos salkku peesaa indeksiä mutta perii aktiivisen salkun hintoja", Petäjistö arvioi.

Perinteinen salkunhoidon aktiivisuuden mittari on niin kutsuttu *tracking error* -luku. Se kertoo, paljonko rahaston tuotto poikkeaa keskimäärin vertailuindeksin tuotosta. Mitä isompi tracking error -luku on, sitä enemmän rahasto poikkeaa vertailuindeksistään, ja sitä enemmän salkunhoitaja on käyttänyt omia hoksottimiaan osakkeita valitessaan.

"Suomessa tracking error -luvun julkaiseminenkin on suhteellisen uusi asia", huomauttaa Helsingin kauppakorkeakoulun rahoituksen professori Vesa Puttonen, jonka kutsumana Petäjistö vieraili Suomessa.

Ulos kaapista ja hinnat alas!

Piensijoittaja ei voi itse laskea rahaston aktiivisosuuslukua, mutta rahastoyhtiöille laskutoimitus on yksinkertainen.

Yhdysvalloissa sijoitustietoa myyvä Morningstar tutkii parhaillaan, ottaisiko se Petäjistön ja Cremersin mittarin käyttöön rahastoarvioinneissaan.

Vesa Puttonen uskoo, että Petäjistön ja Cremersin mittari ja sen

	Sisältö muuttuu, kasvaako tuotto?	
	Suomen Sijoitusrahastoyhdistys suosittelee, että sen jäsenet ilmoittaisivat rahastojensa tracking error -luvun. Luku kertoo, kuinka paljon rahaston tuotto poikkeaa keskimäärin vertailuindeksin tuotosta. Yhdistyksen toimitusjohtajan Markku Savikon mukaan useimmat rahastot myös tekevät näin.	
	Harva piensijoittaja kuitenkaan osaa vielä hyödyntää lukua.	
	Aktiivisesta salkunhoidosta kertoo myös salkunkiertonopeus eli se kuinka paljon salkunhoitaja myy ja ostaa osakkeita rahastoon. Rahaston laadusta tämä luku ei kerro - pahimmassa tapauksessa kiertonopeus kasvattaa kuluja muttei tuottoja.	
	"Arvoindeksi on trendituote"	

herättämä keskustelu pakottavat myös suomalaiset rahastoyhtiöt tarkistamaan hintojaan ja toimintatapojaan. Rahastokauppiat eivät tulevaisuudessa pysty kauppaamaan indeksiä peesaavia rahastoja aktiivisesti hoidettuina.

"Asiakkaat tulevat fiksummiksi. Jotkut instituutiot ovat tätä mittaria jo pyytäneet", Puttonen sanoo.

Ensin reagoivat instituutiot, sitten piensijoittajat. Helsingissä Petäjistö esiintyi Sampo-konserniin kuuluvan Arvo Omaisuudenhoidon tilaisuudessa, jossa kuuntelijoina oli iso joukko suomalaisten institutionaalisten sijoittajien edustajia.

Suomessa yksittäisen sijoittajan kannalta ratkaisevassa asemassa ovat pankit, jotka hallitsevat piensijoittajien rahastomarkkinoita. Suositun rahaston iso hallinnointipalkkio ei takaa sitä, että rahasto olisi oikeasti aktiivisesti hoidettu ja tuotot hyvät.

Harva piensijoittaja kuitenkaan älyää tai uskaltaa vaatia pankilta aktiivisuusmittarin käyttöä ja sen paljastamia tietoja.

"Eivät sitä ole tähän asti osanneet kysyä instituutioita, miten sitten piensijoittajat", Vesa Puttonen sanoo.

Miksi instituutio-sijoittajat ovat lepsulleet?

"Tracking error -luku ja volatiliteetti ovat tähän asti riittäneet niille arvioinnin perustaksi. Toisaalta suomalaiset institutionaaliset sijoittajat ovat usein kiinnittäneet huomiota vain mahdollisimman alhaisiin palkkioihin. Esimerkiksi Yhdysvalloissa kiinnitetään paljon enemmän huomiota tuottoihin", Puttonen analysoi.

Petäjistö käyttäisi tracking error -lukua ja aktiivisuusmittaria rinnakkain, koska ne mittaavat eri asioita. Aktiivisuusmittarin etu on, että sen käyttö ei edellytä sijoitushistoriaa, ja muutokset rahaston sisällössä näkyvät välittömästi myös mittarissa.

Palkkio kannustaa laiskuuteen

Hyvinkin hoidettu rahasto voi taantua kaappi-indeksirahastoksi.

Hyvä esimerkki on kuuluisa Fidelity Investmentsin Magellan-rahasto. 1980-luvulla sijoitusguru Peter Lynchin hoitama rahasto oli aktiivisesti hoidettu. Vuonna 2003 sen osakkaista enää vain reilu 30 prosenttia poikkesi vertailuindeksistä. Varoja Magellan on kuitenkin pystynyt houkuttelemaan hyvällä brändillään.

Miksi indeksien peesaus on yleistynyt? Petäjistö arvelee syyksi salkunhoitajien insentiivit. Kun palkkio on sidottu rahaston keräämiin pääomiin eikä tuottoihin, rahastonhoitajan kannattaa keskittyä markkinointiin ja pääomien houkuttelemiseen aktiivisen tuoton etsinnän sijasta.

Petäjistön tutkimusten mukaan kaikkein aktiivisimmat salkunhoitajat ovat myös useimmiten saavuttaneet vertailuindeksiänsä korkeamman tuoton. Toisin sanoen: mitä aktiivisemmin hoidettu rahasto, sitä taitavampi salkunhoitaja.

Miten aktiivisesti hoidettua rahastoa etsivä piensijoittaja voi valvoa, että rahaston salkunhoitaja tekee työnsä, eikä vain seuraa indeksiä, Antti Petäjistö?

"Yksi varoitusmerkki on, jos rahaston suurimmat osakepainotukset ovat lähellä indeksien painotuksia."

Antti Petäjistö kertoo kiinnostuneensa rahoituksesta jo Suomalaisen Yhteiskoulun kansainvälisessä IB-lukiossa.

"Kun kohtasin ensi kertaa kysynnän ja tarjonnan lain, innostuin",

Tuomo Vuolteenaho vertaa sijoituspalveluiden myyntiä muutokauppaan.

"Brändi ja markkinointi ovat tärkeitä molemmissa", Arrowstreet Capitalin tutkimuksesta vastaava partneri sanoo.

Amerikkalainen institutionaalista sijoittajia palveleva yhtiö hallinnoi noin 14 miljardin dollarin sijoituksia.

Arvo Omaisuudenhoidon seminaarissa puhunut Vuolteenaho on väitellyt tohtoriksi Chicagon yliopistosta ja toiminut apulaisprofessorina Harvardin yliopistossa.

Vuolteenahon mukaan sijoitusmaailman kuuma trendi on nyt arvo- eli fundamentaali-indeksointi.

Kyse on osakeindeksistä, jossa osakkeiden painotus perustuu johonkin muuhun valittuun arvoon kuin yrityksen markkina-arvoon. Tällainen arvoperusta voi olla esimerkiksi yrityksen oman pääoman kirja-arvo, osinko tai liikevoitto.

Arvoindeksisijoittamisen mielekkyys perustuu sen taustalla olevaan arvoperustaan. Jos arvoperusta on hyvin valittu, ovat myös indeksiin valikoituvat osakkeet hyviä.

"Arvoindeksointi on aktiivinen

Petäjistö kertoo.

Rahoituksessa häntä viehättää myös alan epäpoliittisuus.

"Rahoitus on taloustieteistä lähimpänä luonnontieteitä", Petäjistö sanoo. Peruskoulutukseltaan hän on sovelletun matematiikan ja fysiikan diplomi-insinööri. Tohtoriksi Petäjistö väitteli MIT Sloan School of Managementistä vuonna 2003.

sijoitusstrategia",
Vuolteenaho painottaa.

