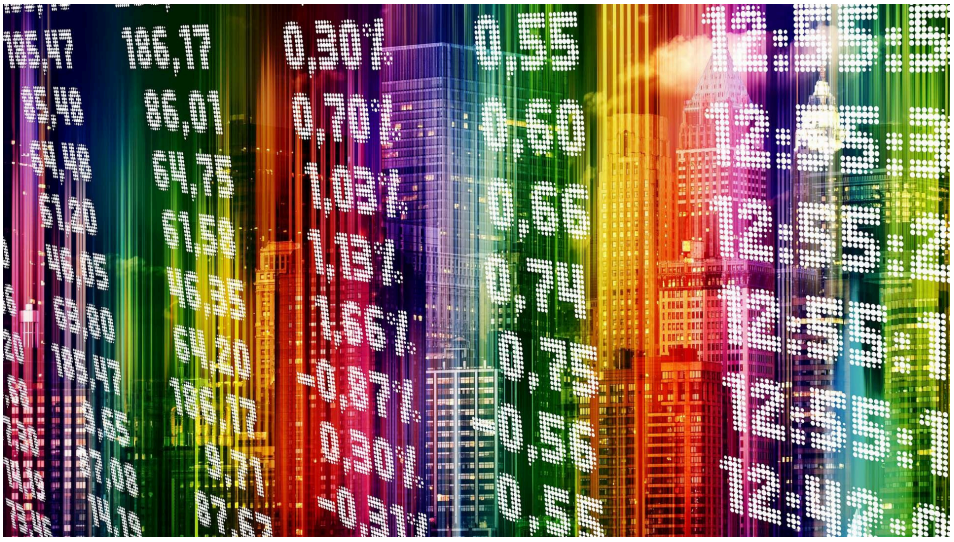
ANALYYSI

Pörssinoteeratut rahastot vaativat sijoittajalta tarkkuutta

29.1.2020 – Analyysi – Rahoitusvakaus

Lauri Jantunen
Tietostrategiapäällikkö

Nate Most sai 25 vuotta sitten nerokkaan idean. Hän hahmotteli uuden sijoitustuotteen, jonka avulla voisi käydä kauppaa kokonaisia markkinoita kattavan sijoituskorin hintakehityksestä. Tämän rohkean vision perusteella syntyivät ensimmäiset pörssinoteeratut rahastot. Näiden nk. ETF-rahastojen (Exchange Traded Funds) nopeaa kasvua on kuvailtu varainhoitosektorin hiljaiseksi vallankumoukseksi. ETF-tuotteet eroavat kuitenkin rakenteellisesti muista avoimista sijoitusrahastoista. On siksi tärkeää, että sijoittajat ymmärtävät näiden rahastojen erityispiirteet.



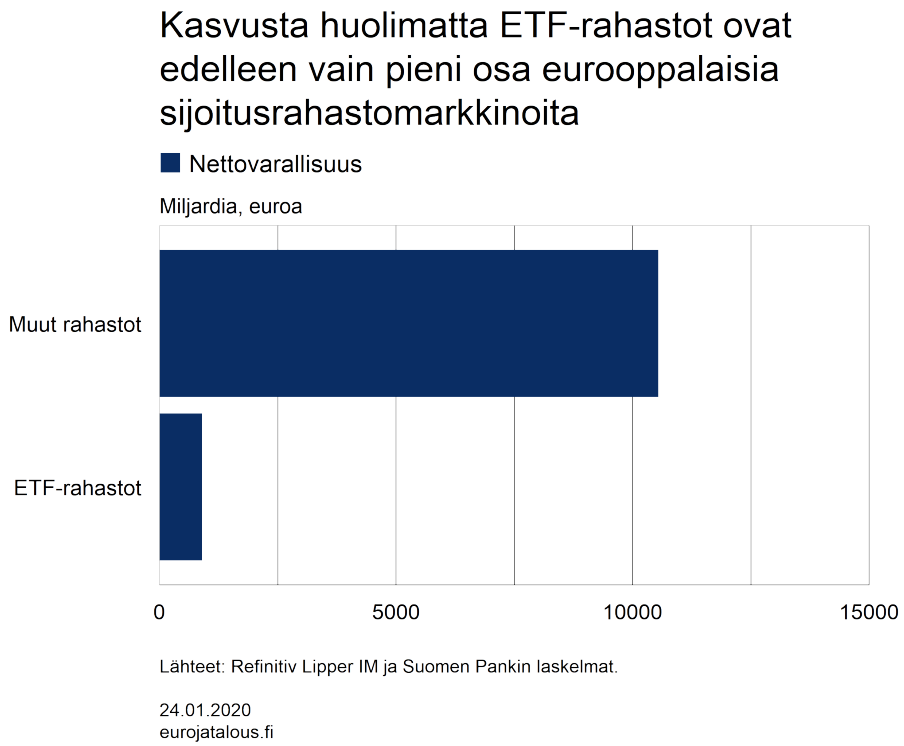
Tässä artikkelissa esitetyt mielipiteet ovat kirjoittajan omia eivätkä välttämättä edusta Suomen Pankin näkemystä.

Ennen finanssikriisiä pörssinoteerattujen rahastojen markkinat olivat hyvin erilaiset

kuin nykyään. Vuonna 2008 ETF-markkinoilla oli vajaa 900 toimijaa ja näiden hallinnoimat varat olivat reilusti alle 500 miljardia euroa. ETF-rahastojen kasvu on tämän jälkeen kuitenkin ollut nopeaa. Maailmassa toimii tällä hetkellä n. 6600 pörssinoteerattua rahastoa, joiden nettovarallisuus on yli 4300 miljardia, mikä on noin 13 % kaikista erilaisiin rahastoihin sijoitetuista varoista. Suurin osa näiden rahastojen nettovarallisuudesta kohdistuu osakemarkkinoille (77 %) ja joukkovelkamarkkinoille (19 %). Suosituin yksittäinen sijoituskohde on Yhdysvaltojen osakemarkkinat.

Pörssinoteeratuista rahastoista noin kolmannes on rekisteröity Yhdysvalloissa ja toinen kolmannes Euroopassa. Eurooppalaisista rahastoista valtaosa (83 %) asettuu UCITS-lainsäädännön alle. Vaikka Yhdysvalloissa ja Euroopassa toimii lähes saman verran ETF-rahastoja, niin Yhdysvaltalaisilla rahastoilla on lähes kolminkertainen määrä varallisuutta (noin 3000 miljardia) verrattuna Eurooppalaisiin rahastoihin (770 miljardia). Yhdysvalloissa yli miljardin kokoisia ETF-rahastoja on noin 360 kappaletta ja suurin näistä on SPDR S&P 500 ETF noin 250 miljardin nettovarallisuudella. Yli miljardin varallisuutta hallinnoi Euroopassa vain 170 rahastoa ja määritelmällisesti pieniä[1] näistä on yli 60 % (1268 kappaletta). Keskimääräinen nettovarallisuus amerikkalaisella ETF-rahastolla on noin 1.3 miljardia, mikä sekin on moninkertaisesti eurooppalaisten rahastojen keskiarvoon verrattuna (376 miljoonaa). Ilmiö selittyy pääosin Eurooppalaisten rahastomarkkinoiden pirstaloituneisuudella, eli jakaantumisella usean eri maan ja markkinan kesken.

Kuvio 1



ETF-rahastojen laaja kirjo ja matalat kustannukset

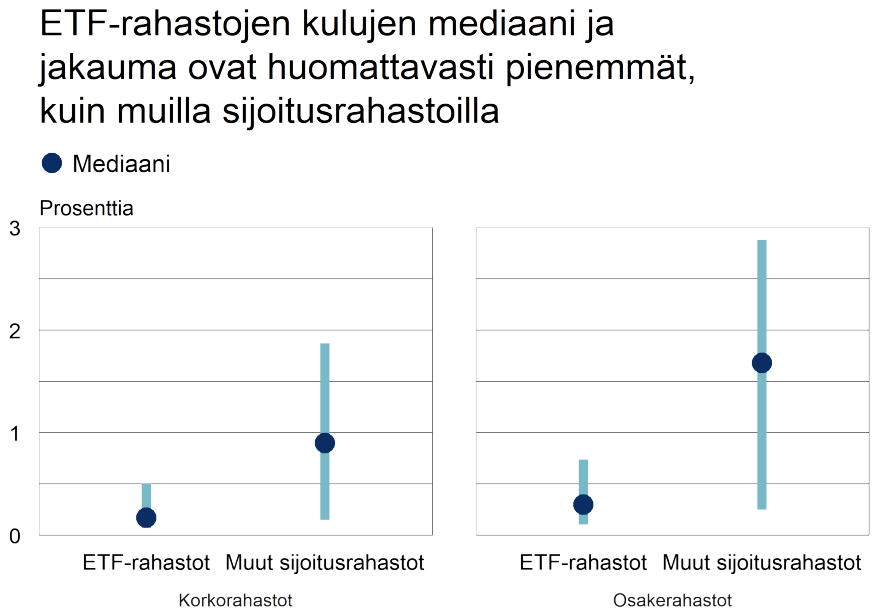
1. Pieneksi määritellään rahastot, joilla on alle 100 miljoonaa nettorallisuutta.

ovat tehneet niistä hyvin suosittuja sijoitusinstrumentteja

Rahastotuotteiden kustannusten edullisuutta voidaan yleisesti arvioida mm. sijoittajilta perityillä hallinnointikuluilla, sekä rahastolle noteeratun osto- ja myyntihintojen erotuksella. Rahaston osto- ja myyntihintojen erotuksella (nk. spread) on erityisesti merkitystä, mikäli sijoitushorisontti on lyhyt. Sijoitushorisontin pidentyessä taas rahaston kuluilla on suurempi merkitys. ETF-tuotteet suoriutuvat molemmilla mittareilla varsin hyvin, mikä on tehnyt niistä erityisen kiinnostavia kaiken tyyppisille sijoittajille.

Eurooppalaisten ETF-rahastojen keskimääräiset kokonaiskulut ovat alle 0.4 %, kun perinteisillä sijoitusrahastoilla ne ovat yli 1.4 %[2]. Vuoden 2018 helmikuun ja joulukuun volatiliteettipiikeistä huolimatta ETF-rahastot ovat myös pystyneet ylläpitämään hyvin tiukkaa osto- ja myyntinoteerausten erotusta. ETF osakerahastoilla erotuksen kolmen vuoden keskiarvo on alle 0.25 % ja joukkovelkoihin sijoittavilla korkorahastoilla alle 0.20 %, joskin molemmilla tämä erotus hieman kasvoi loppuvuodesta 2018.

Kuvio 2



Lähteet: Refinitiv Lipper IM ja Suomen Pankin laskelmat.

24.01.2020
eurojatalous.fi

ETF-rahastojen osuus tulee jatkamaan kasvua ja tätä kehitystä tukee uudet entistä kehittyneemmät

2. Suuremmat hallinnointipalkkiot perustuvat pitkälle liiketoiminnan skaalautuvuuteen ja rahaston kykyyn tehdä tuottoa. Mitä parempi rahastonhoitaja on tekemään sijoittajilleen tuottoa ja mitä enemmän sijoitusstrategia perustuu monimutkaisemmille ja kalliille markkinaoperaatioille ja/tai eksoottisemmille arvopapereille/markkinoille, niin sitä korkeampia hallinnointipalkkioita tällaisen sijoitusstrategian toteuttamisesta peritään.

sijoitustuotteet

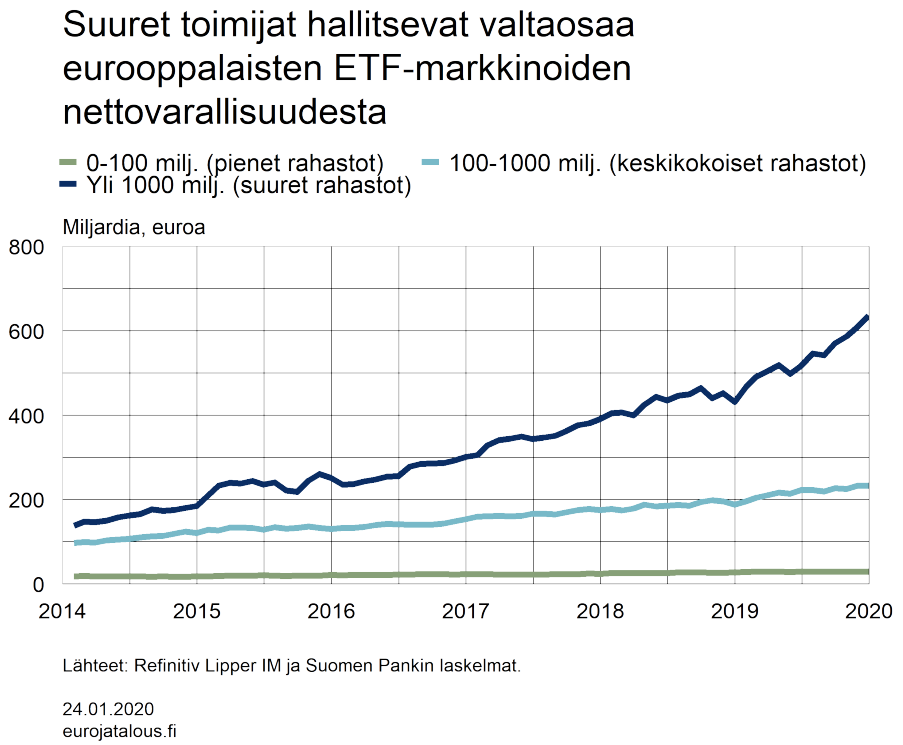
ETF-rahastojen kulurakenteen edullisuus ylläpitää markkinoiden kasvua myös lähitulevaisuudessa. Moody's ennustaa ETF-tuotteiden markkinaosuuden kasvavan neljännekseen eurooppalaisista rahastomarkkinoista vuoteen 2025 mennessä. Tämän kasvun takana tulee olemaan entistä kehittyneemmät ETF-tuotteet ja ETF-tarjonnan leviäminen uusille markkinasegmenteille, kuten vastuullinen sijoittaminen[3]. ETF.com esimerkiksi raportoi että yli 1000 uutta ETF-hakemusta on vireillä Yhdysvaltain arvopaperivalvojalla.

Viime vuosina ETF-rahastoissa on kuitenkin kasvavissa määrin sovellettu faktoreihin perustuvia sijoitusstrategioita, jotka ovat tyypillisesti olleet hedge-rahastojen suosimia. Nämä nk. Smart Beta -rahastot toimivat edelleen passiivisesti, eli puhtaasti sääntöpohjaisesti, mutta soveltavat sijoitussäännöissään finanssikirjallisuudesta tuttua faktorianalyysia, jolla pyritään eristämään hinta-muutoksesta tekijät, joilla on suurin vaikutus hintakehitykseen. Tällaisia faktoreita voivat olla mm. arvostustaso (esim. P/B[4]), momentti (esim. viimeaikainen markkinakehitys), tai volatiliteetti. Suosituimmat Smart-Beta strategiat perustuvat kuitenkin hyvin perinteisiin sijoitustyyleihin, eli arvoon (osakkeisiin jotka ovat hinnoiteltu edullisesti), osinkoihin ja kasvuun. Tällaiset kehittyneemmät sijoitusstrategiat tekevät ETF-rahastoista kuitenkin yhä monipuolisempia sijoitustuotteita ja niitä voidaan käyttää yhä laajemmin myös muiden sijoitustuotteiden korvaamiseen.

Vaikka keskikokoisten[5] rahastojen määrä on kasvanut, niin niiden suhteellinen osuus markkinoista on laskeva. Trendi on selkeästi kohti suuria toimijoita[6], joilla on huomattavia skaalaetuja muihin toimijoihin nähden ja pienempiin niche-rahastoihin. Pienemmät ketterät toimijat pystyvät tarjoamaan harvinaisempien asiakasryhmien erityisiin tarpeisiin luotuja sijoitustuotteita ja veloittamaan näistä palveluista korkeampia palkkioita. Suurimmat toimijat tuottavat massatuotteita ja kilpailevat pitkälle ainoastaan hinnalla, mikä luultavasti pitää ETF-rahastojen kulut laskussa myös tulevaisuudessa. Tämä trendi tulee vaikuttamaan myös koko rahoitusmarkkinoiden toimintaan. Kova hintakilpailu syö erityisesti perinteisten varainhoitajien ja pankkien tuloja, kun sijoittajat siirtyvät yhä edullisempiin tuotteisiin.

3. Nk. vastuulliset, eli Environmental, Social & Governance (ESG) -kriteerit täyttävät rahastot.
4. Nk. Price-to-Book value, eli yhtiön markkina-arvo suhteessa omaan pääomaan.
5. Keskikokoisiksi lasketaan rahastot, joilla on 100 miljoonan ja 1 miljardin välillä nettovarallisuutta.
6. The specter of the giant three, L. Bebchuk, S. Hirst; NBER Working Paper, 2019.

Kuvio 3



ETF-markkinoiden nopea kasvu on kuitenkin kiinnittänyt valvojien huomion. Esimerkiksi Euroopan järjestelmäriskikomitea (ESRB), Kansainvälinen arvopaperimarkkinavalvojien järjestö (IOSCO), vakausneuvosto (FSB) ja Yhdysvaltojen keskuspankki ovat pohtineet mitä tämän voimakkaan passiivisen sijoittamisen yleistyminen tarkoittaa rahoitusmarkkinoiden vakaudelle ja haavoittuvuuksille. Suurimmat kysymykset liittyvät kolmeen eri seikkaan. Ensinnäkin on epäselvää miten hyvin sijoittajat osaavat huomioida näiden ETF-tuotteiden rakenteelliset eroavaisuudet. Toisekseen ei ole täysin selkeää käsitystä siitä miten hyvin näiden rahastojen kaksiportainen likviditeetti toimii ääritilanteissa. Kolmanneksi on myös alettu pohtimaan onko näillä passiivisilla sijoitustuotteilla kenties muita markkinoiden toimintaan vaikuttavia ominaisuuksia.

Indeksiavaruuden laajuus vaatii sijoittajalta tarkkuutta

ETF-rahastot ovat passiivisia instrumentteja, joiden tarkoituksena on jäljitellä mahdollisimman hyvin kohde-etuutena toimivaa indeksiä tai sijoitusinstrumentteja. Rahastojen passiivisuus tarkoittaa sitä, että näissä rahastoissa ei pääasiassa tehdä aktiivisia sijoituspäätöksiä[7], kuten arvioita yksittäisten sijoituskohteiden arvokehityksestä. Rahastonhoitaja ei siis pyri saavuttamaan sijoitustoiminnallaan ylituottoja, vaan sijoituspäätökset perustuvat puhtaasti markkinatuoton saavuttamiseen[8].

7. Aktiivisesti hallinoituja ETF-rahastoja on alle 2 prosenttia ETF-universumista nettovarallisuudella mitattuna.

Vaikka termi indeksi viittaa kokonaisen hyödyke- tai arvopaperijoukon hinnanmuutokseen, niin on hyvä tarkentaa, että tämä hyödyke- tai arvopaperijoukko voidaan määritellä monella eri tapaa. Erilaisia indeksejä onkin kymmeniä tuhansia[9]. Indeksit voivat kattaa kokonaisia teollisuudenaloja ja mantereita, mutta ne voivat myös kohdistua hyvin tarkkaan määritellyille markkinoille tai näiden markkinoiden osille, jotka täyttävät sijoitusstrategialle asetetut ehdot. Pelkästään Yhdysvaltojen korkean riskin korkomarkkinoiden indeksejä on useita erilaisia. Nämä indeksit vaihtelevat sen perusteella haetaanko kaikkia korkean riskin luottoluokituksen papereiden joukkoa, vai haetaanko esimerkiksi vain likvideiksi luokiteltujen korkean riskin papereiden joukkoa. Saman Yhdysvaltojen korkean riskin korkomarkkinoiden indeksin päälle rakennetut ETF-rahastot voivat siten sisältää hyvin erilaisia arvopapereita.

Kohde-etuutena toimivaan indeksiin liittyvien eroavaisuuksien lisäksi pörssinoteerattujen rahastojen eroja voi syntyä niiden teknisen toteutuksen perusteella. Tämä rakenne voi vaikuttaa paljon rahaston tuottoon, mutta myös riskiprofiiliin, vaikka rahastot käyttäisivät kohde-etuutena täsmälleen samaa indeksiä.

Suurin osa pörssinoteeratuista rahastoista on hyvin tavanomaisia indeksirahastoja, mutta monimutkaisemmat rakenteet ovat yleistyneet viime vuosina

ETF-rahastot voidaan luokitella esimerkiksi niiden käyttämän replikointimenetelmän mukaan. Replikointimenetelmällä viitataan siihen tapaan, millä rahasto toteuttaa kohde-etuutena olevan arvopaperin tai arvopaperikorin seuraamisen. Mikäli rahasto ostaa esimerkiksi markkinoilta suoraan osakkeita luodakseen S&P 500 -indeksin tuottoa jäljittelevän sijoitussalkun, niin puhumme fyysisestä replikoinnista. Mikäli tätä samaa tuottoa kuitenkin pyritään saavuttamaan erilaisten johdannaisten kautta, niin kyseessä on synteettinen replikointi.

Fyysinen replikointi voidaan toteuttaa täydellisenä tai osittaisena (nk. optimoitu replikointi). S&P 500 indeksin täydellinen replikointi sisältäisi kaikkien indeksin sisältämien yhtiöiden osakkeiden ostamisen. Kaikissa tapauksissa täydellinen replikointi ei kuitenkaan ole mahdollista. Tämä voi johtua joko replikoinnin korkeiden kustannusten takia tai yksinkertaisesti siksi, että se ei ole mahdollista annetussa ajassa. Siksi päädytään usein toteuttamaan fyysinen replikointi nk. optimoidusti, eli määrittelemällä jäljiteltävä indeksi pienemmän otoksen perusteella[10]. Fyysisen replikoinnin kustannuksia voidaan yleisesti kuitenkin kompensoida tehokkailla portfolion hallintamenetelmillä, kuten esimerkiksi hankkimalla lisätuottoja arvopaperilainaamisella[11].

---

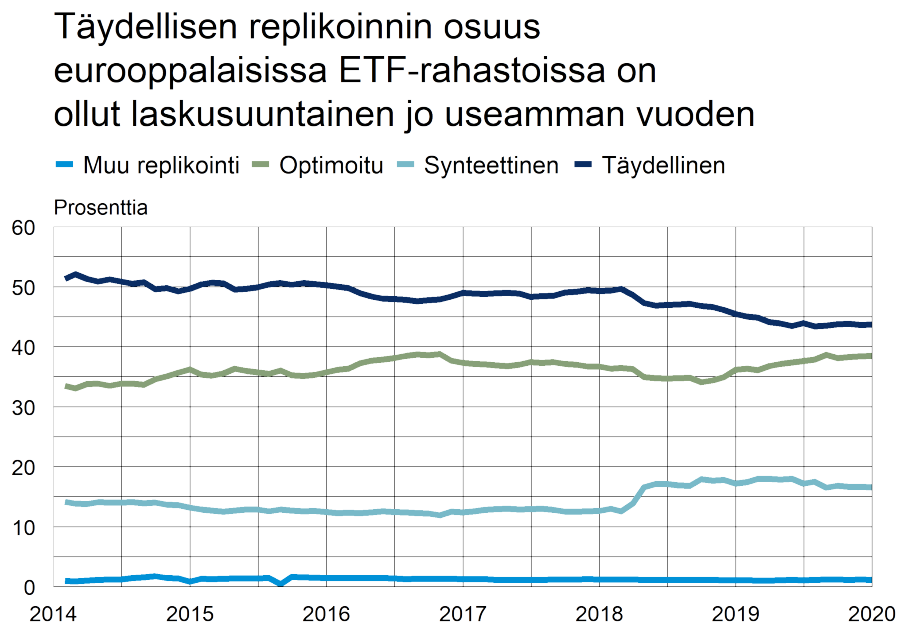
8. Markkinatuoton hakemisen taustalla on empiirisessä kirjallisuudessa usein tutkittu tosiasia, että kulujen ja palkkioiden jälkeen keskimääräinen aktiivisesti hallinnoitu rahasto alisuoriutuu pitkällä aikavälillä markkinaportfolioon verrattuna (katso esimerkiksi: On persistence in mutual fund performance, M.Carhart, Journal of Finance, 1997).
9. Erilaisia indeksejä on Bloomberg Intelligencen mukaan nykyään enemmän kuin arvopapereita.
10. Otos määritellään kuitenkin siten, että se heijastaa mahdollisimman tarkasti jäljiteltävän kohde-etuuden riski- ja tuottoattribuutteja.

Johdannaisten avulla toteutettava synteettinen replikointi voi olla tarpeen sellaisissa tilanteissa, joissa kohde-etuuden markkinat ovat vaikeasti replikoitavissa fyysisesti. Synteettinen replikointi tapahtuu yleensä tuotonvaihtosopimusten avulla. ETF voi maksaa käteisellä tuotonvaihtosopimuksen sopimusosapuolelle siitä, että he toimittavat rahastolle kohde-etuuden mukaisen tuoton. Vaihtoehtoisesti ETF voi omistaa arvopaperikorin (tämä monesti eroaa replikoitavasta kohde-etuudesta) ja toimittaa tuotonvaihtosopimuksen sopimusosapuolelle tämän arvopaperikorin tuoton kohde-etuuden tuottoa vastaan.

Synteettisen replikoinnin etuna fyysiseen replikointiin verrattuna on sen kustannustehokkuus. On nimittäin usein halvempaa jäljitellä kohde-etuutena toimivan indeksin tuottoa synteettisesti, sen sijaan että rakentaa replikoinnin suorien sijoitusten kautta. Alemmat replikoinnin kulut heijastuvat myös usein ETF-rahastojen laadun mittarina käytettyyn seurantavirheeseen, eli tracking error -indikaattoriin, joka mittaa sitä kuinka hyvin ETF seuraa kohde-etuutensa hinnan kehitystä.

Osakelainaaminen ja synteettiset replikointimenetelmät altistavat ETF-rahastot samoille vastapuoliriskille kuin kaikissa johdannaisiin liittyvissä kaupoissa. eli sille mahdollisuudelle, että vastapuoli ei pysty täyttämään sitoumuksiaan esimerkiksi konkurssin vuoksi. Tällaisen riskin todennäköisyys on kuitenkin vähäinen.

Kuvio 4



Lähteet: Refinitiv Lipper IM ja Suomen Pankin laskelmat.

24.01.2020
eurojatalous.fi

11. Kaikki pörssinoteeratut rahastot eivät kuitenkaan suorita arvopaperilainausta. Esimerkiksi maailman suurin ETF-rahasto SPDR S&P 500 ETF-rahasto on yhtiörakenteeltaan nk. Unit Investment Trust (UIT), joka ei voi harjoittaa arvopaperilainaamista.

ETF-rahastojen rakenteissa voi olla ominaisuuksia, jotka johtavat kohde-etuuden hintakehityksestä poikkeaviin tuloksiin voimakkaissa markkinaolosuhteissa

Sijoittajan on hyvä tiedostaa, että ET-rahaston indeksipainotusmenetelmä saattaa johtaa replikoitavasta kohde-etuudesta poikkeavaan hintakehitykseen. Esimerkiksi tasapainoinen indeksipainotus johtaa usein nousumarkkinoissa markkinapainotettua indeksiä parempaan hintakehitykseen. Vastaavasti tuottokehitys on laskumarkkinassa heikompi. Poikkeamat hintakehityksestä voivat olla erityisen korkeita rahastoilla, jotka soveltavat toiminnassaan sijoitusten vivutusta ja päivittäistä sijoitusportfolion tasapainotusta[12]. Poikkeaman taustalla on volatiileihin markkinaolosuhteisiin ja päivittäiseen tasapainottamiseen liittyvä ilmiö, jossa voimakkaan päivälaskun jälkeen tapahtuva rahaston tasapainotus vaimentaa seuraavan päivän tuottoja. Tämä nk. volatility drag on sitä voimakkaampi mitä enemmän volatiliteettia markkinoilla ilmenee. Matalan volatiliteetin aikaan, kun trendi on yksisuuntainen, niin sama ilmiö kuitenkin kasvattaa rahaston tuottoja korkoa korolle ilmiön kautta.

ETF-markkinoilla on lisäksi rahastoja, jotka käyttävät käänteisiä/lyhyitä positioita suhteessa rahaston kohde-etuutena toimivaan indeksiin synteettisesti. Riittävän volatiileissa markkinaolosuhteissa tällaisille ETF-rahastoille voi olla vaikeaa tai jopa mahdotonta uusia sijoitustoimintansa kannalta välttämättömiä johdannaispositioita kohtuullisilla kuluilla.

Tällaiset vivutusta ja käänteisiä positioita hyödyntävät ETF-tuotteet eivät siksi sovellu erityisen hyvin pitkäaikaiseen sijoittamiseen, vaan ne ovat pääsääntöisesti suunniteltu käytettäväksi lyhyen aikavälin positioihin ja portfolion suojaustarkoituksiin.

Pörssinoteerattujen rahastojen likviditeetti poikkeaa perustavanlaatuisesti muiden avoimien sijoitusrahastojen likviditeetistä

Rahastojen likviditeetillä tarkoitetaan yleensä sitä kuinka hyvin rahasto-osuudet ovat muunnettavissa käteiseksi. Näin ollen, rahastojen likviditeetillä viitataan kaikkiin niihin riskienhallintatoimiin, joilla rahasto pyrkii varmistamaan, että rahaston likviditeettiprofiili vastaa sen lunastuspolitiikkaa, eli että sijoittajien merkintä- ja lunastuspyynnöt voidaan toteuttaa ilman viiveitä.

Perinteiset avoimet sijoitusrahastot[13] vastaanottavat lunastuspyynnön sijoittajalta, jonka jälkeen rahasto toteuttaa lunastuspyynnön rahaston sääntöjen mukaisella aikataululla. Mikäli rahastoon kohdistuu huomattavan suuria lunastuspyyntöjä ja sijoitusrahastolla ei ole riittäviä käteisvarantoja tai kolmansien osapuolien tarjoamia likviditeettifasiliteetteja näiden toteuttamiseen, niin rahasto voi joutua realisoimaan

12. Vivutuksen yhteydessä rahaston on lähtökohtaisesti tasapainotettava sijoitusportfolionsa päivittäin, jotta he voivat tuottaa lupaamansa kohde-etuuden hintakehityksen.
13. Avoin rahasto viittaa siihen, että rahastolla ei ole rajoituksia siihen kuinka monta osuutta rahastossa voi olla.

sijoitusvarallisuuttaan voidakseen toteuttaa lunastuspyynnöt. Rahasto voi myös ottaa käyttöön väliaikaisia likviditeetin hallintaan tarkoitettuja työkaluja ja äärimmäisissä poikkeustilanteissa rahasto voi turvautua kaikkien lunastusten keskeyttämiseen.

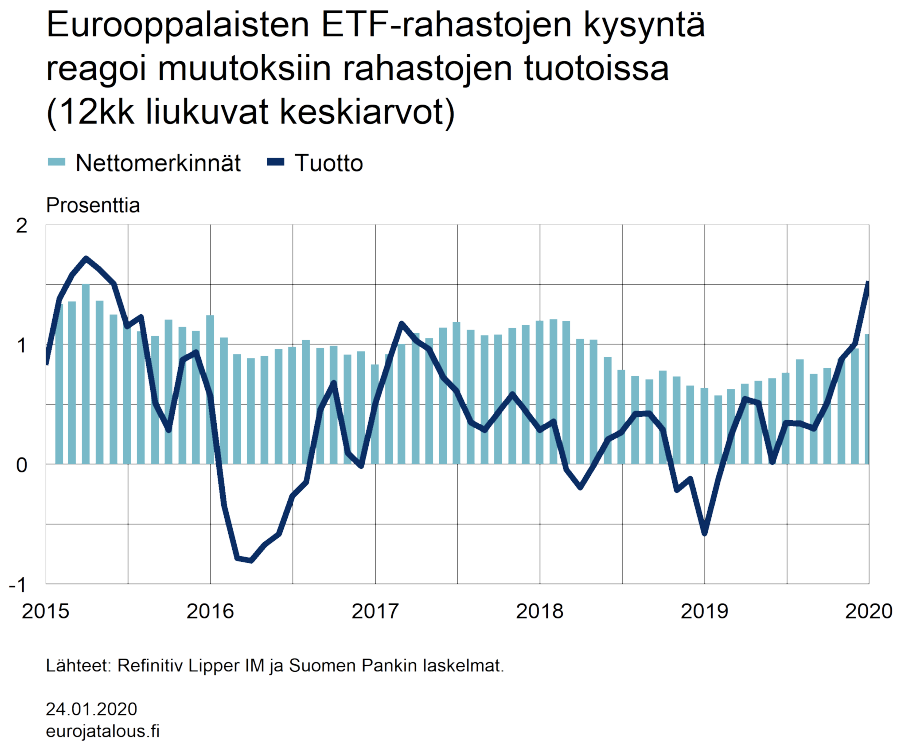
Pörssinoteeratuilla rahastoilla tilanne on kuitenkin erilainen, sillä ETF-rahastojen likviditeetti on kaksiportainen. Se perustuu sekundäärisillä markkinoilla, eli yleensä säännellyillä julkisilla markkinapaikoilla[14] noteerattavaan hintaan ja markkinoiden syvyyteen (esimerkiksi pörssissä), mutta myös primäärimarkkinoilla tapahtuvaan rahasto-osuuksien luontiin ja lunastukseen.

Pörssinoteeratut rahastot käyttäytyvät sekundäärisillä markkinoilla hyvin pitkälle kuten osakkeet, eli niille noteerataan markkinoilla osto- ja myyntitarjoukset. Mikäli nämä tarjoukset kohtaavat, niin kauppa toteutuu ja osuudet vaihtavat omistajaa. Tämä markkinoilla tapahtuva jatkuva hinnoittelu eroaa suuresti avoimista rahastoista, joiden merkintä tai lunastus tapahtuu yleensä kerran päivässä.

ETF-rahastolla on lisäksi primäärimarkkinoiden likviditeetti tukenaan. Näillä primäärimarkkinoilla rahastoon voidaan luoda uusia osuuksia tai lunastaa olemassa olevia osuuksia aivan kuten avoimissa rahastoissa yleensä. Primäärimarkkinat eivät kuitenkaan ole yleensä sijoittajien saatavilla, vaan näillä markkinoilla toimivat lähtökohtaisesti ainoastaan rahaston valtuuttamat osallistujat (nk. Authorised Participants) tai suuret institutionaaliset sijoittajat, jotka käyvät kauppaa suurissa erissä (nk. luontiyksiköissä).

14. Säänneltyjen markkinapaikkojen lisäksi ETF-rahastoilla voidaan käydä myös OTC-kauppaa sellaisilla markkinapaikoilla, joilla on mm. heikommat vaatimukset mm. kauppojen läpinäkyvyyteen. Blackrock arvioi, että tällainen säänneltyjen markkinapaikkojen ulkopuolinen toiminta saattaa käsittää jopa 70 % koko markkinoista.

Kuvio 5



Pörssikaupankäynti voi luoda sijoittajille illuusion likviditeetistä, joka ei välttämättä päde kaikissa olosuhteissa

Valtuutettujen osallistujien tehtävänä on tasapainottaa pörssissä noteeratun hinnan ja rahaston nettoarvon eroa hinta-arbitraasin avulla. Mikäli esimerkiksi rahaston markkinanoteeraus näillä sekundäärisillä markkinoilla ylittää rahaston nettoarvon, niin valtuutetut osallistujat voivat hyötyä tästä erotuksesta ostamalla rahastoa nettoarvolla primäärimarkkinoilta ja myymällä arvopaperit takaisin sekundäärisillä markkinoilla.

Primäärimarkkinoilla tapahtuvan tasapainotusprosessin tehokkuuteen ei kuitenkaan voi aina luottaa, koska kaikilla valtuutetuilla osapuolilla ei ole velvollisuutta ylläpitää likviditeettiä, kuten rekisteröityneillä markkinatakaajilla. Valtuutetut osapuolet tuottavatkin likviditeettiä markkinoille usein oman toimintansa ohessa ja siten saattavat vetäytyä äkillisesti pois markkinoilta mikäli arbitraasimahdollisuudet heikkenevät[15]. On siksi mahdollista, että sekundäärisillä markkinoilla noteerattava hinta ei aina vastaa ETF-rahaston nettovarallisuutta. Lyhytaikaiset poikkeamat voivat esimerkiksi johtua toimeksiannoista, jotka ovat joko yksin tai yhdessä kooltaan niin suuria, ettei markkinoiden likviditeetti ole riittävää niiden toteuttamiseksi.

Ongelmaksi voi myös muodostua jos sijoittajat olettavat esimerkiksi, että pörssinoteerattujen rahastojen likviditeetti pysyy hyvänä kaikissa olosuhteissa. Mikäli

15. ETF arbitrage under liquidity mismatch, K. Pan, Y. Zeng, ESRB, 2017.

sijoittajat haluavat realisoida sijoituksensa poikkeuksellisissa markkinaolosuhteissa, niin on mahdollista, että kaupat toteutuvat ennakoitua alhaisemmilla hinnoilla. Tällöin on mahdollista, että sijoittajat joutuisivat kirjaamaan ennakoitua suuremmat tappiot sijoituksistaan.

ETF-rahastojen mahdollisia vaikutuksia rahoitusmarkkinoiden toimintaan tulee tutkia lisää

Eräs mielenkiintoinen kysymys on, että lisäävätkö ETF-tuotteiden edullisuus ja käytön helppous markkinoiden volatiliteettia ja altistavat rahoitusmarkkinat systeemisille toimintahäiriöille? Finanssikirjallisuudessa on pohdittu, että tällaiset nopeat muutokset primäärimarkkinatoiminnan likviditeetissä tai suureksi kasvavat hintapoikkeamat saattavat altistaa koko rahoitusjärjestelmän systeemisille haavoittuvuuksille. Erityiseksi ongelmaksi tämä voi muodostua, jos ETF-rahastojen noteerauksia käytetään laajasti muiden varallisuuserien hinnoitteluun. Tällaisissa tietotartunnan teorioissa (nk. information contagion) on esimerkiksi esitetty[16], että mikäli yhden ETF-rahaston arvoon kohdistuisi voimakkaita hintaliikkeitä, niin hintainformaatio voisi alkaa tämän informaatiokanavan kautta vaikuttamaan myös muiden arvopapereiden hinnoitteluun. Riittävän suuret liikkeet voisivat täten laukaista itseään vahvistavia kierteitä muillakin markkinoilla. Tällaisista vaikutuskanavista ei kuitenkaan toistaiseksi ole selkeää näyttöä, mutta edellä mainitut näkökulmat korostavat tarvetta ymmärtää paremmin näitä uusia sijoitustuotteita.

Riskien arvioiminen vaatii sijoittajilta talouslukutaitoa

Sijoittajan on hyvä ymmärtää, että esimerkiksi osakemarkkinoiden hintakehitystä toisintavalla ETF-rahastolla voi siten olla hyvin erilainen riskiprofiili rahaston tarkasta kohde-etuudesta ja rakenteesta riippuen. Sijoittajan tulisikin ottaa nämä eri muuttujat huomioon sijoituspäätöstä tehdessään. Tärkeäksi asiaksi muodostuu tuotteiden laadukas sijoittajainformaatio ja pyrkimys siihen, että ETF-rahastoja käytetään vain niille soveltuvissa käyttötapauksissa osana hyvin hajautettua sijoitusportfoliota. IOSCO on siksi mm. peräänkuuluttanut[17] sijoittajainformaatioon selkeämpää merkintää ETF ja ETN -tuotteiden välille näiden erottamisen helpottamista varten.

Eurooppalainen sääntely on tällä saralla ehkä maailman edistyneintä. MiFID II ja PRIIPS lainsäädännön tavoitteena on lisätä sijoitustuotteiden ja -markkinoiden läpinäkyvyyttä ja tuoda selkeitä parannuksia siihen millä tavalla sijoitustuotteita markkinoidaan. Sijoituspalveluiden tarjoajien tulee MiFID II -direktiivin mukaan tuntea asiakkaansa. Sijoituspalveluyhtiöiden tulee ymmärtää keitä heidän asiakkaansa ovat ja kuinka näille asiakkaille tarjottavat sijoitustuotteet soveltuvat heidän käyttötarkoituksiinsa. Yksityisasiakkaille tulee lisäksi toimittaa heille tarjottavista rahastoista avaintietoesite, jossa rahaston avaintiedot tulee esittää standardoidussa

16. Can ETFs increase market fragility? Effects of information linkages in ETF markets, A. Bhattacharya, M. O'Hara, 2016.
17. Principles for the regulation of exchange traded funds, IOSCO, 2013.

muodossa. Näillä toimilla voidaan vähentää todennäköisyyttä sille, että eksoottisia sijoitustuotteita päätyy sellaisille sijoittajille, jotka eivät täysin ymmärrä niihin liittyviä riskitekijöitä.

Avainsanat

pörssinoteeratut rahastot, riskit, rahoitusmarkkinat, ETF, sijoitusrahastot